

Kvartalsrapport

3. kvartal 2011

RESUME

Økonomiske udsigter

Den økonomiske vækst i Europa er hen over året aftaget. Og de sydeuropæiske gældsproblemer er ved at udvikle sig til et mareridt - også for den finansielle sektor.

Verdensøkonomien står over for en længere årrække, hvor væksten bliver lavere end normalt. Og konkurrenceevnen i flere europæiske lande skal forbedres samtidig med, at deres gældsproblemer skal løses. Det kan forudsætte en opløsning af eurosamarbejdet eller indgåelse af et tættere samarbejde - et Europas Forende Stater.

Der vil sandsynligvis ske en gældssanering i de mest gældsplagede europæiske lande i kombination med, at landene skal skære markant i velfærdsydelse. Samtidig skal den europæiske banksektor rekapitaliseres, hvor regningen for denne ender i de mest velstillede lande så som Tyskland. Hvorvidt politikkerne kan få den folkelige opbakning til at udføre så upopulære tiltag, det er det store spørgsmål.

Aktiemarkedet

3. kvartal 2011 viste på de fleste aktiemarkeder store fald.

Usikkerheden omkring Europas fremtid er så stor, at det fortsat er for tidligt at forøge aktieandelen. En fortsat undervægtning af aktiebeholdningen er derfor stadig vores anbefaling. Men vi er parat til at øge aktieandelen, hvis der skulle opstå nogle attraktive muligheder.

Obligationsmarkedet

På grund af forventningerne til udviklingen i verdensøkonomien og i inflationen anbefaler vi aktuelt obligationsinvestorer at have en relativ kort varighed på obligationsporteføljen. Højrente- og virksomhedsobligationer er igen på vej til at blive attraktivt prisfastsat, og vi vil overveje at købe disse, hvis der opstår en gunstig mulighed.

Udvikling i 3. kvartal 2011					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2011
	30.06.11	30.09.11			
OMX CGI	513,35	417,50	-95,85	-18,67%	-23,38%
OMX C20*	431,06	350,34	-80,72	-18,73%	-23,44%
MSCI World All Countries	994,93	886,82	-108,11	-10,87%	-13,36%
MSCI USA*	6.518,61	5.952,84	-565,77	-8,68%	-11,65%
MSCI Europa*	8.022,97	6.597,23	-1425,74	-17,77%	-19,28%
MSCI Japan*	12.133,66	12.010,12	-123,54	-1,02%	-14,22%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2011
	30.06.11	30.09.11			
Rente på indskudsbeviser	0,95	1,00	0,05	0,24%	0,64%
4% STAT 2012	1,51	0,68	-0,83	1,40%	1,13%
4% STAT 2015	2,33	1,07	-1,26	5,37%	5,37%
7% STAT 2024	3,52	2,37	-1,15	11,00%	11,48%
4% NYK 2038	4,67	4,09	-0,58	6,91%	6,13%
EFFAS 1-5**				3,51%	3,24%
**: Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2011
	30.06.11	30.09.11			
USD/DKK	5,16	5,51	0,35	6,78%	-1,78%
EUR/DKK	7,46	7,44	-0,02	-0,27%	-0,13%
JPY/DKK	0,064	0,072	0,008	12,50%	4,35%

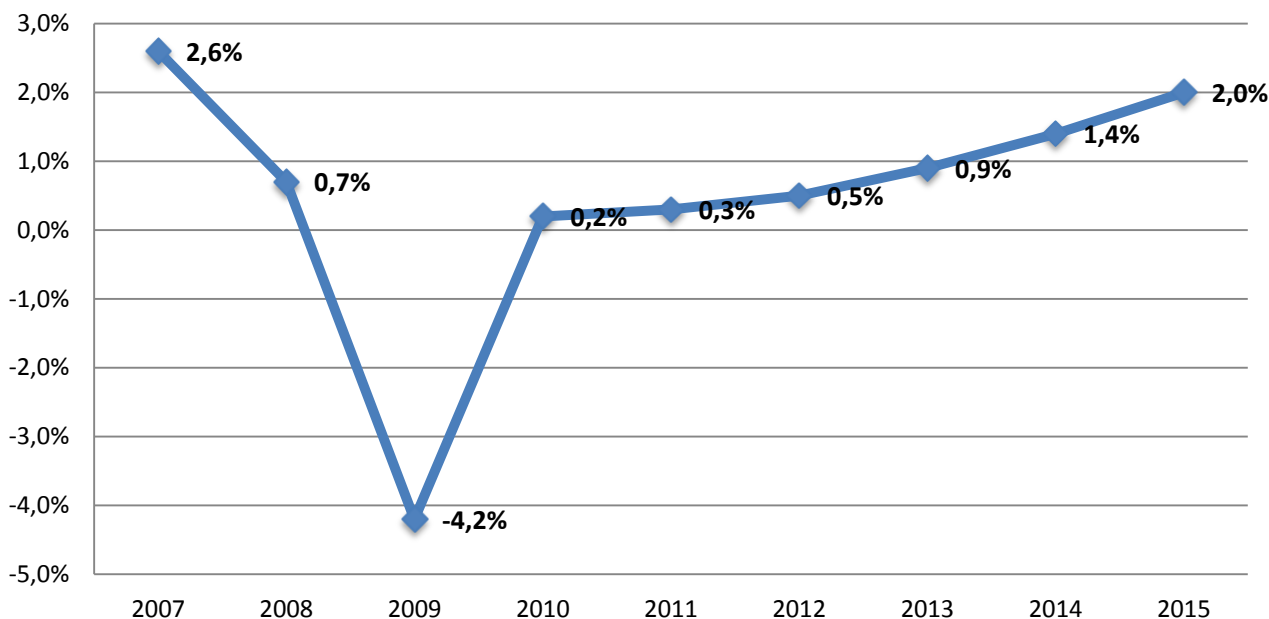
Udviklingen på de finansielle markeder i 3. kvartal 2011

Aktiemarkedet

I løbet af sommeren gik det op for investorerne, at det vi er vidne til i den vestlige verden i øjeblikket ikke er en midlertidig vækststopbremsning men en alvorlig strukturel krise, hvor der er i flere lande er skabt en for høj gæld samtidig med, at landene ikke længere er konkurrencedygtige. Krisen vil derfor lægge en kraftig dæmper på den økonomiske vækst, idet en samtidig gældsnedbringelse og forbedring af de enkelte landes konkurrenceevne, vil resultere i højere opsparing og lavere forbrug. Helt i tråd med, hvad vi har argumenteret for de seneste 2 år. "Vores" kvadratrodsopsving i Euroland, som vi første gang præsenterede i kvartalsrapporten for Q3 2009 (se næste side), er efterhånden af de fleste økonomer blevet den gængse forventning for den økonomiske udvikling i de kommende år.

Når forventningerne ændrer sig så drastisk, som de gjorde hen over sommeren, vil det resultere i nogle kraftige kursbevægelser på de finansielle markeder. Der blev solgt kraftigt ud af aktier, højrente- og virksomhedsobligationer faldt, obligationskurser steg og den amerikanske dollar samt den japanske yen blev styrket. Kursbevægelser helt i tråd med, hvad vi historisk har set, når der opstår usikkerhed omkring de økonomiske konjunkturer. Aktiver med risiko falder i kurs, medens aktiver, der betragtes som sikre, stiger i kurs. Danske og europæiske aktier faldt således, jf. skemaet oven for, med omkring 18% i løbet af kvartalet, medens de amerikanske aktier kunne "nøjes" med et fald på knap 9% målt i DKK. De japanske aktier faldt med beskedne 1%. Kursfaldene på såvel de amerikanske som japanske aktier, målt i DKK, er imidlertid kraftigt påvirket af, at de respektive landes valutaer i 3. kvartal steg med henholdsvis 6,8% og 12,5% over for euro og danske kroner. Både japanske og amerikanske aktier viser, opgjort i lokale valutaer, fald på omkring 15%.

Vækst i Euroland - fra 3. kvartal 2009



Den nuværende krise er en krise, som primært er skabt i den vestlige verden. Og økonomerne er efterhånden enige om, at den økonomiske vækst i verdensøkonomien i de kommende år skal komme via vækst fra Emerging Markets. Derfor er det også umiddelbart overraskende, at aktierne i Emerging Markets i løbet af 3. kvartal er faldet så kraftigt. Der er dog ingen tvivl om, at den økonomiske vækst i Emerging Markets også vil blive negativt påvirket af krisen i de vestlige økonomier, men vækstraterne i de fleste Emerging Markets lande vil i de kommende år sandsynligvis fortsat blive relativt pæne. Derfor virker kursfaldene noget overdrevne, og er sandsynligvis et resultat af, at mange investorer har valgt at sælge bredt ud af deres aktiepositioner.

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q3 2011	Afkast i DKK i 2011
Brasilien	Bovespa	-25,66%	-33,57%
Rusland	Micex	-25,07%	-22,89%
Indien	Sensex 30	-13,62%	-26,36%
Kina	Shanghai	-6,47%	-11,37%

Obligationsmarkedet

Den europæiske centralbank hævede i starten af juli renten med 0,25% point, fra 1,25 til 1,50%, hvilket fik den danske Nationalbank til at foretage en tilsvarende renteforhøjelse. Det viste sig dog hurtigt, at den økonomiske krise var langt værre end forventet, hvilket har ført til, at der nu ikke længere forventes yderligere renteforhøjelser fra ECB, tværtimod spekuleres der i, hvornår ECB begynder at sænke renten igen! Det er lidt af en kovending i investorenes forventning. Derfor er det heller ikke overraskende, at der i 3. kvartal 2011 har været nogle pæne afkast på obligationsmarkedet. Således har der været et afkast på hele 11% på den lange statsobligation 7% STAT 2024, medens 4% NYK 2038 har realiseret et positivt afkast på 6,91% og den mellemlange obligation 4% STAT 2015 har realiseret et afkast på 5,37%. Førnævnte obligationer blev pr. 30.09.2011 handlet til effektive renter på henholdsvis 1,07% for

4% STAT 2015 og 2,37% for 7% STAT 2024. Det svarer til, at en investering i en dansk statsobligation, som udløber i 2024, d.s.v. om lidt over 12 år, giver en gennemsnitlig forrentning på 2,37% om året! Dette er vigtigt at forholde sig til, når den fremtidige investeringsstrategi skal vurderes.

Inflationen i Euroområdet (se skema nedenfor), har i de senere måneder været faldende til et niveau på 2,5% i august måned, men inflationen tog pludselig et spring til 3,0% i løbet af september måned. Denne udvikling er meget overraskende, og der er i skrivende stund ikke kommet nogen forklaring på stigningen. Det betyder, at inflationen nu er betydeligt over ECB's målsætning omkring en inflation på 2,0%, hvilket gør det meget svært for ECB på nuværende tidspunkt at sænke renten, medmindre der kommer en god forklaring på inflationsstigningen i september, hvor det sandsynliggøres, at inflationen forventeligt i de kommende måneder vil falde betydeligt. Indtil da forventer vi ikke, at ECB vil begynde at sænke renten.

Inflationen i Euroområdet



Valutamarkedet

Der har i løbet af 3. kvartal 2011 været nogle markante kursbevægelser på valutamarkedet. Således steg den amerikanske dollar med 6,78% over for euroen og danske kroner, medens japanske yen blev styrket med hele 12,50% over for de samme valutaer. Euroen kom stærkt under pres i takt med, at gældskrisen i flere sydeuropæiske lande og i særdeleshed Grækenland udviklede sig mere og mere katastrofalt.

Schweizer franc steg også umiddelbart pænt over for både euro og danske kroner, og den var på et tidspunkt oppe at vende i over 7,25 DKK., men så meldte den schweiziske centralbank ud, at den ville indføre et loft for, hvor stærk CHF kan være i forhold til EUR. Dette loft blev for EUR/CHF fastsat til 1,20 eller derover svarende til, at CHF ikke må stige til mere end 6,21 kr., hvis vi forudsætter at 1 euro koster 7,45 DKK. Dette førte til en alvorlig svækkelse af CHF, så den aktuelt nu handles under førnævnte niveauer. Baggrunden for at den schweiziske centralbank indførte dette loft var, at den stærke valuta var begyndt at true de schweiziske selskabers konkurrenceevne og hele den schweiziske

økonomi. Hvorvidt det lykkes at holde CHF under 1,20 EUR, specielt hvis situationen i Euroland forværres yderligere, er imidlertid tvivlsomt, men om ikke andet har den schweiziske centralbank formået at skabe et pusterum for landets økonomi, idet CHF aktuelt handles til 1,23 over for EUR og 6,01 over for DKK.

Emerging Markets valutaer fik generelt også en meget hård medfart i løbet af 3. kvartal. Således blev den russiske rubel svækket med 15,5% over for den amerikanske dollar, medens den brasilianske real faldt med 18,8% over for USD og den polske zloty blev svækket med 19,9% over for USD. I lyset heraf er euroens kursfald på 6,78% over for USD ”beskedent”. De kraftige kursfald på de respektive Emerging Markets valutaer virker ud fra en økonomisk betragtning meget overdrevne, idet landene hverken har den samme enorme gæld eller de konkurrencemæssige udfordringer at slås med, som mange af de europæiske lande har.

Den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2011

Europa

Den økonomiske vækst i Europa er hen over året aftaget. Således var den økonomiske vækst på 2,4% i 1. kvartal og 1,6% i 2. kvartal og væksten forventes at være aftaget til omkring 1,2% i løbet af 3. kvartal sammenlignet med samme kvartaler året før. Hvor det i starten af året primært var de sydeuropæiske lande, som havde det vanskeligt, er dampen nu også ved at gå af den tyske vækstmotor, hvilket er særdeles bekymrende. Dette har ført til, at vækstforventningerne for Euroland i løbet af 3. kvartal 2011 er blevet nedjusteret, således at der nu i 2011 forventes en vækst på 1,6%. For bare 3 måneder siden var forventningen, at den økonomiske vækst i Euroland ville blive 2,2%. Der er således barberet 0,6% point af vækstforventningerne.

De sydeuropæiske gældsproblemer er ved at udvikle sig til et mareridt - også for den finansielle sektor, hvilket risikerer at kaste Europa ud i en dyb nedtur, hvis der ikke skabes ro omkring de europæiske banker. Dette vil vi belyse senere i rapporten.

Som nævnt tidligere er inflationen i Euroland sammenlignet med samme måned året før i september uventet steget til hele 3,0%. Dette er særdeles overraskende, idet inflationen ellers havde vist en svagt aftagende tendens. Vi tror dog ikke på, at denne måling er retvisende for det reelle inflationsbillede i Europa, men tror på, at inflationen senere på året vil aftage imod de 2,0%.

USA

De økonomiske vækstforventninger er, også for den amerikanske økonomi, i løbet af det forgangne kvartal blevet nedjusteret. Således forventes den amerikanske økonomi nu for hele 2011 blot at vise en fremgang på 1,6%, hvilket er en nedjustering af væksten med 1,0% point på bare 3 måneder. Dette skyldes bl.a., at den økonomiske vækst i 2. kvartal 2011 sammenlignet med samme kvartal året før kun forventes at have været på 1,3%, og væksten forventes kun at være steget marginalt i løbet af 3. kvartal. Baggrunden for de nedjusterede vækstforventninger er en fortsat høj arbejdsløshed og gældsmæssige udfordringer i kombination med, at de europæiske problemer har en negativ afsmittende effekt på den amerikanske økonomi. Disse udfordringer har ført til, at den amerikanske centralbank har signaleret, at den vil holde renten i ro til mindst medio 2013 og at banken er begyndt at købe obligationer med længere løbetider for at presse den lange rente ned.

Inflationen har på det seneste været stigende i USA. I august måned nåede inflationen sammenlignet med samme periode året før op på en stigning på 3,8%. Kerneinflationen, dvs. prisstigninger uden stigninger på fødevarer og energi, viste heldigvis i august måned en noget mindre stigning på 2,0%, men det er fortsat et forholdsvist højt niveau, idet den tidligere på året lå omkring 1,2%. Den amerikanske

centralbank lægger mindre vægt på inflationen i forhold til den økonomiske vækst. Inflationsstigningen er derfor mindre bekymrende så længe vækstudsigterne er så dystre. Og mon ikke de dystre vækstudsigter senere på året vil resultere i en aftagende inflation?

Japan

Den japanske økonomi er ikke beundringsværdig. Således forventes den økonomiske vækst i løbet af 2. kvartal 2011 sammenlignet med samme periode året før at have været negativ med 2,2%. Og med den markante styrkelse af JPY i løbet af 3. kvartal 2011, er vækstudsigterne for den japanske økonomi også blevet nedjusteret for den resterende del af året. Den økonomiske vækst for hele 2011 forventes nu at vise et fald på 0,5% , hvor der tidligere var ventet en 0-vækst.

Inflationen er fortsat ikke et problem i Japan, idet inflationsraten for august 2011 sammenlignet med året før udviste en beskedent stigning på 0,2%.

BRIK landene

Brasilien

I Brasilien er renten i løbet af de seneste 2 år blevet markant forhøjet. Den generelle afmatning i verdensøkonomien har imidlertid nu også ramt Brasilien. Således blev den økonomiske vækst i 2. kvartal 2011 sammenlignet med året før 3,1%, hvilket var under det forventede. Det har fået den brasilianske centralbank til at nedjustere vækstskønnet på 4,0% for hele 2011 til 3,5%. I kølvandet på vækstnedjusteringen nedsatte centralbanken overraskende den ledende rente, Selic renten, med 0,50% til 12,0%.

Den brasilianske inflation ligger fortsat på et meget højt niveau, idet den i september 2011 sammenlignet med samme måned året før var 7,31%. Den brasilianske centralbank - Banco Central Do Brasil (BCB) - har et mål om, at holde inflationen inden for et udsvingsbånd på 2% point ud fra en middelværdi på 4,5%, hvilket betyder, at inflationen skal holde sig inden for 2,5% - 6,5%. September måneds inflationsmåling er derfor en del over det maksimalt ønskværdige niveau, hvorfor BCB's rentenedsættelse kom yderst overraskende for stort set alle økonomer. Rentenedsættelsen blev da også fulgt op af en bemærkning om, at markedet med det nuværende høje inflationsniveau ikke skal forvente en stribe af rentenedsættelser.

Rusland

Også i Rusland skuffede væksten. Væksten blev kun 3,4% i 2. kvartal 2011 sammenlignet med 2. kvartal 2010, hvilket var knap 1% point under det tidligere på året forventede. Og med den seneste tids fald i olieprisen i kombination med en aftagende vækst i verdensøkonomien, er vækstforventningerne nu også blevet nedjusteret for den russiske økonomi. Således forventes der nu en vækst på 4,7% for hele 2011, hvilket er 0,5% point under det, som forventedes for 3 måneder siden, og det er ikke utænkeligt, at væksten kan risikere at blive endnu lavere.

Inflationen er heldigvis kraftigt på vej ned i Rusland, idet inflationen sammenlignet med samme måned året før var på 7,2% i september 2011. I maj 2011 var inflationsniveauet 9,6%. Inflationen er således kraftigt på vej ned, om end den fortsat ligger på et relativt højt niveau.

Indien

Den økonomiske vækst i Indien har i 2. kvartal 2011 sammenlignet med samme periode året før været på 7,7%. Dette var stort set som forventet, hvilket illustrerer, at den indiske økonomi i langt mindre grad er påvirket af udviklingen i verdensøkonomien, men kører sit eget løb. Væksten i 3. kvartal 2011 forventes at have været på nogenlunde samme niveau.

Der er fortsat en høj inflation i Indien, idet den sammenlignet med august 2010 var på 9,8% i august 2011. De seneste offentliggjorte inflationstal for den vigtige fødevareinflation har i september og starten af oktober ligget på omkring de 9%, hvilket tyder på, at den samlede inflation i Indien i den kommende periode fortsat vil befinde sig på et forholdsvist højt niveau. Tidligere var forventningen hos den indiske centralbank, at inflationen ville begynde at falde fra september og være omkring de 6% ultimo året. Dette virker ikke længere realistisk, men så længe inflationen ikke stiger yderligere men holder sig i ro, vil den indiske centralbank antagelig fortsat holde renten i ro, selvom renten er blevet hævet 11 gange siden marts 2010.

Kina

Den kinesiske økonomi voksede i 2. kvartal 2011 sammenlignet med samme kvartal året før med ganske imponerende 9,5%. Der var dog tale om et mindre fald fra 1. kvartal 2011, hvor vækstraten var på 9,7%. I 3. kvartal 2011 forventes væksten imidlertid at have udvist et lidt større fald, så denne forventeligt har været omkring de 9%. Hvis dette viser sig at holde stik, kunne det tyde på, at forsøgene fra de kinesiske myndigheders side på at tage toppen af væksten er ved at lykkes, uden at væksten falder for meget. Det vil være et meget positivt signal.

Inflationen har været stærkt stigende i Kina, hvilket har udløst førnævnte ønske fra myndighedernes side om at dæmpe væksten en smule. Således steg inflationen i Kina i august måned 2011 sammenlignet med samme måned året før med 6,5%. Dette er betydeligt over den kinesiske centralbanks, People's Bank of China (PBoC), inflationsmål på 4%. Heldigvis tyder den seneste inflationsmåling fra september 2011 på, at inflationen har toppet, idet inflationen "kun" udviste en stigning på 6,2% sammenlignet med september 2010. 6,2% er fortsat et meget højt niveau, især fordi myndighederne har "anmodet" flere fødevareproducenter om ikke at hæve deres priser. Det rejser spørgsmålet om inflationstallene afspejler den faktiske underliggende tendens i den kinesiske økonomi. Men dette er et generelt problem i forbindelse med vurderingen af den kinesiske økonomiske udvikling. Kina forsøger delvist at styre den økonomiske udvikling via krav/regler i stedet for i langt højere grad at benytte markedsmekanismer, hvilket kan skabe nogle ubalancer i økonomien, som så potentielt pludselig kan eksplodere, hvis enten markedskræfterne slippes fri og/eller kravene/reglerne ikke længere bliver overholdt. Det gør det vanskeligt at vurdere udviklingen og potentialet i kinesisk økonomi.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2011

Der har i løbet af 3. kvartal 2011 været en betydelig opbremsning i den økonomiske aktivitet i verdensøkonomien, hvor effekten har været størst i de gældsplagede vestlige lande, men opbremsningen kan også mærkes i flere Emerging Markets, hvor vækstudsigterne ikke længere er helt så positive. Det viser med al tydelighed, at det er en globaliseret verden, vi lever i, og at vi (delvis) er forbundne kar. Inflationen er fortsat i de fleste lande et problem, men inflationen synes at have toppet i denne omgang, og kan være på vej ned.

Forventninger

Økonomiske nøgletal						
	2010r		2011e		2012e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	3,00%	1,60%	1,60%	2,30%	2,50%	1,70%
Euroland	1,80%	1,60%	1,60%	2,70%	1,10%	1,90%
Japan	4,40%	-0,70%	-0,50%	0,30%	1,40%	0,60%
Danmark	1,70%	2,30%	1,40%	2,80%	2,00%	1,90%
Brasilien	7,50%	5,10%	3,50%	6,40%	3,50%	5,40%
Rusland	4,00%	6,90%	4,70%	8,90%	5,00%	8,10%
Indien	9,00%	11,80%	7,30%	8,30%	7,30%	6,90%
Kina	10,30%	3,30%	9,00%	5,00%	8,50%	3,60%

Kilde: Danske Bank og Dansk FI

Økonomi

Det har økonomisk været et begivenhedsrigt kvartal. Som vi beskrev i Kvartalsrapporten for 2. kvartal 2011, så var konsensus forventningen blandt økonomerne, ”at det vi er vidne til, er en mindre opbremsning i den økonomiske vækst, hvorefter det økonomiske opsving vil tage til og i løbet af 2. halvår af 2011 være oppe på vanligt niveau”. Vi delte ikke dette synspunkt. ”Tværtimod var det vores vurdering, at vi stod over for en længere årrække, hvor den økonomiske vækst vil blive lavere end vanligt, fordi vi skal have afviklet den store gældssætning i den vestlige verden, der blev foretaget i årene op til Finanskrisen udspring. Vi kan ikke bare blive ved med at udskyde problemerne. Afvikling af gæld vil resultere i færre penge til forbrug og dermed lavere vækst”. Nu deler langt de fleste økonomer vores forventninger. Konsensus blandt hovedparterne af økonomerne er nu:

- Verdensøkonomien står over for en længere årrække, hvor væksten vil blive lavere end normalt
- Væksten vil blive skuffende i den vestlige verden, hvor specielt Europa vil blive hårdt ramt
- Den økonomiske vækst i verdensøkonomien vil primært ske i Emerging Markets

Dette er meget lig vores tidligere udmeldte forventninger, og det er sandsynligvis også dette, som nu er afspejlet i prisfastsættelsen på de fleste aktiver. Altså at både aktier, obligationer og virksomheds- og højrenteobligationer som udgangspunkt nu er prisfastsat fair ud fra ovenstående forventninger. Med de seneste kursfald på risikofyldte aktiver, er det så nu, at investorer skal forøge aktieandelen og evt. også købe virksomheds- og højrenteobligationer? Dette vil vi forsøge at give svar på senere.

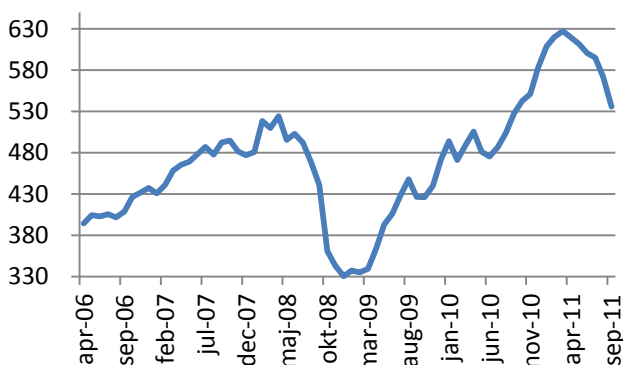
I den forgangne kvartalsrapport kom vi med det postulat, at inflationen inden længe kunne overraske positivt. Dette har imidlertid ikke været tilfældet, tværtimod er den i flere lande i løbet af 3. kvartal steget. Et fald i inflationen er forudsætningen for, at verdens centralbanker, hvis den økonomiske vækst skuffer mere end forventet, kan lempe pengepolitikken yderligere. Derfor vil vi igen behandle inflationsforventninger.

Inflationen på vej ned?

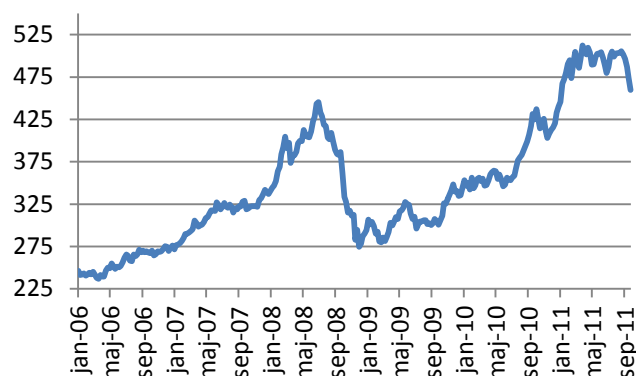
Som det ses af nedenstående graf og af graferne på næste side har såvel råvarepriserne, målt ved CRB Raw Industrials i USD og fødevarerpriserne målt ved CRB Food Index i USD, vist en faldende tendens siden 1. kvartal 2011, hvilket bør resultere i en faldende inflation. Derfor forventer vi fortsat, at inflationen i løbet af kort tid kan overraske positivt, hvilket endog kan åbne op for en rentenedsættelse

fra ECB's side, hvis krisen går hen og bliver særdeles hård ved den europæiske økonomi. Men rentenedsættelsen kommer uden tvivl først, når den europæiske inflation er begyndt at falde og nærme sig de 2,0%.

CRB Raw Industrials i USD



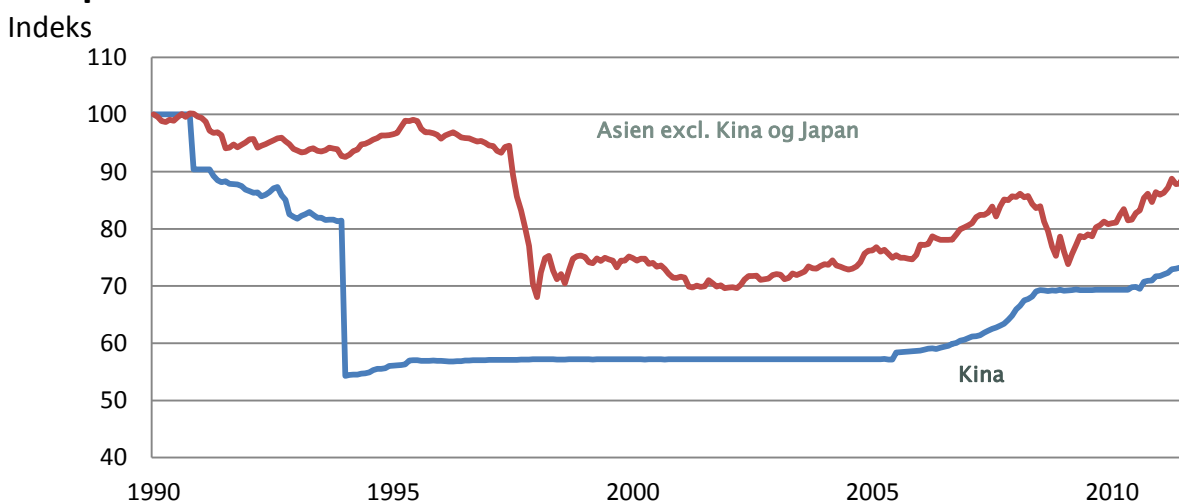
CRB Food Index i USD



De asiatiske lander nyder nu godt af devalueringerne i 90'erne og risiko for handelskrig mellem Kina og USA

Når det vurderes, hvorfor landene i Asien klarer sig så godt over for de vestlige lande, så er der fortsat ingen tvivl om, at landenes befolkninger i de senere år er blevet dygtigere og at de arbejder mere end specielt de europæiske landes befolkninger. Men en del af forklaringen på den gode konkurrenceevne i Asien skyldes også det faktum, at de fleste valutaer blev kraftigt devalueret i 90'erne, og at valutaerne fortsat ikke har indhentet de markante nedskrivninger. Jf. grafen nedenfor, der viser valutakursudviklingen på den kinesiske valuta og de øvrige asiatiske ex. Japan siden 1990 over for den amerikanske dollar, ligger den kinesiske valuta fortsat 25% under niveauet fra 1990, medens de øvrige asiatiske valutaer fortsat ligger 10% under niveauet fra 1990.

Pris på asiatiske valutaer målt i dollar



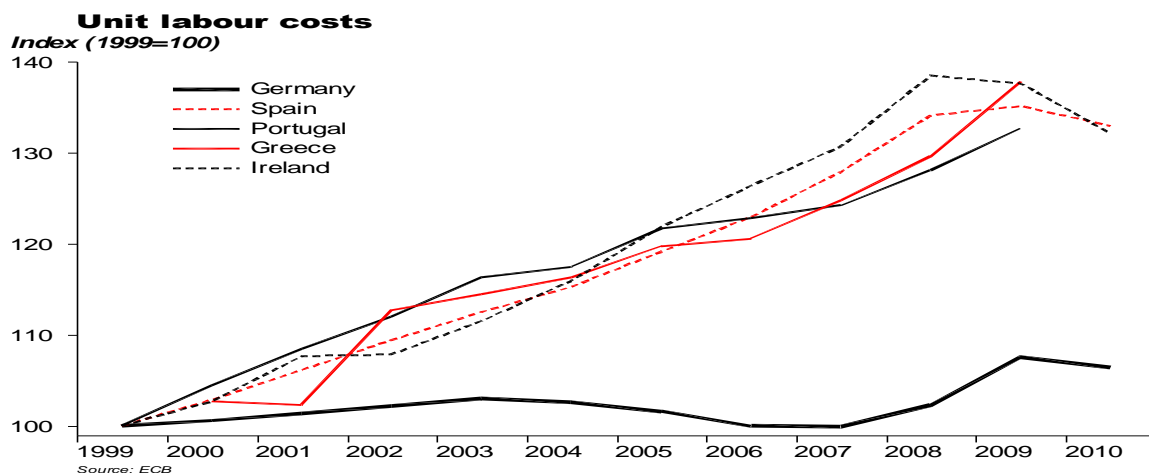
Kilde: Fondsmæglerselskabet Maj Invest.

Og med de store økonomiske udfordringer, som den amerikanske økonomi står over for med nedbringelse af gæld og genskabelse af konkurrenceevne, er det forståeligt, at amerikanerne forsøger at få Kina til at opskrive deres valuta, idet den tydeligvis er kraftigt undervurderet i forhold til Kina's

nuværende økonomi. De andre asiatiske landes valutaer forekommer også undervurderet, men som de ses af figuren, har de tendens til at følge udviklingen i den kinesiske valuta (Renminbi forkortet CNY), så vi kan antagelig ikke forvente en markant styrkelse af disse, medmindre også den kinesiske valuta bliver opskrevet. Amerikanerne har lagt et kraftigt pres på Kina, for at få Kina til at opskrive deres valuta i et endnu stærkere tempo end de pt. gør, men dette har kineserne hidtil afvist. Det har fået amerikanerne til at indføre en lov, hvor det bliver muligt at pålægge kinesiske varer en ekstra told, hvis det vurderes, at varen nyder godt af den ”kunstigt” lave valutakurs på CNY. Det kan være første skridt på vejen mod en decideret handelskrig mellem de 2 lande, hvilket vil blive stærkt negativt for specielt aktiemarkedene. Det er en problemstilling, der skal tages alvorligt, omend vi ikke tror, at det vil nå så vidt. Men som det gamle ordsprog siger, så bides hestene, når krybben er tom. Og den amerikanske pengekasse - den er tom. Derfor vil vi ikke helt udelukke muligheden for en handelskrig.

Derfor er den europæiske krise så svær at løse, og der er umiddelbart ingen nem udvej

Europa har de samme valutariske udfordringer over for landene i Asien som USA. Bortset fra Tyskland, der har imødegået den negative påvirkning fra Asiens valutavækkelse ved at holde igen på lønningerne, er Europa ikke længere særlig konkurrencedygtig. Dette fremgår tydeligt af den graf på næste side, som vi præsenterede i vores seneste kvartalsrapport. Grafen viser udviklingen i produktionsprisen for ”en vare” i de enkelte lande. Og som det fremgår, er det i de seneste 11 år kun blevet 5% dyrere at producere en vare i Tyskland, medens det i de mest gældsplagede europæiske lande er blevet hele 30-35% dyrere. Det illustrerer klart den konkurrenceforskydning, der er i de seneste 11 år er sket mellem Tyskland og de andre lande.



Normalt vil tabet af konkurrenceevne mellem de sydeuropæiske lande og Irland over for Tyskland, som vist i figuren oven for, resultere i, at de førstnævnte landes valutaer vil falde over for den tyske valuta. MEN landene har valgt at indgå i et valutasamarbejde, hvor landene har en fælles valuta, euroen. Og fordi Tyskland er Eurolands dominerende og samtidig stærke økonomi, er euroen ikke blevet svækket over for de andre valutaer i verden i det omfang, som de førstnævnte landes økonomiske situation ellers tilsiger. Derfor er førstnævnte lande havnet i den situation, at deres konkurrenceevne er blevet alvorligt svækket og at den tyske økonomi blokerer for en valutavækkelse. Prisen for en valutavækkelse følges normalt op af stigende inflation og stigende rente, så det er heller ikke bare lykken at devaluere for meget. Men førstnævnte lande er nu også ramt af, at renten på de respektive landes statsgæld er steget markant, således at de nu er fanget i den værst tænkelige situation. De har en dårlig konkurrenceevne og en høj rente. Når løsningen ikke er en devaluering, er der kun én måde at komme oven på igen, og det er ved at forbedre landets konkurrencesituation, hvilket i praksis vil sige, at landene skal sænke lønningerne kraftigt. Herudover har de respektive lande også nogle uholdbare store budgetunderskud på de offentlige finanser (forventet 6-8% underskud ift. BNP i 2011), og disse

underskud skal ligeledes nedbringes, hvilket kan gøres via højere indtægter og/eller lavere udgifter. Sænkes lønniveauet, vil det blive vanskeligt at få øgede skatteindtægter. Det vil tværtimod resultere i lavere indtægter, hvorefter de nødvendige besparelser skal være endnu større! Dette er virkelig en ond cirkel, og det vil resultere i kraftigt stigende arbejdsløshed i de respektive lande. Henset til at de fleste lande i forvejen har en høj arbejdsløshed, i Spanien er den over 20% og ungdomsarbejdsløsheden er over 40%, så virker det ikke realistisk at forringe vilkårene endnu mere uden risiko for markant stigende social uro.

Ovenstående illustrerer, at der ikke bør/kan laves en valutaunion uden en vis økonomisk lighed mellem de involverede lande og en koordineret økonomisk politik. I forbindelse med euroens indførelse skulle politikerne have forholdt sig mere kritisk til forskellighederne mellem landene og om en succes ikke forudsatte et Europas Forenede Stater. Fortidens synder kan ikke omgøres. Derfor skal den nuværende krise løses, således at der kan skabes et fundament for et mere sundt og homogent Euroland. Der er ingen tvivl om, at det vil føre til en mere ensartet økonomisk politik og dannelse af Europas Forenede Stater, medmindre euroen opløses. Og sidstnævnte er absolut en realistisk risiko/mulighed!

Men Europas Forenede Stater er ikke bare "løsningen", det er et skridt i den rigtige retning. EFTER at gælds- og konkurrenceevneproblematikken er blevet løst. Hvis euroen forbliver i den nuværende form, så kan den særdeles ringe konkurrenceevne i specielt de sydeuropæiske lande kun løses via en intern devaluering, dvs. at lønningerne skal ned! Men som tidligere beskrevet, så er det betragtelige nedskæringer, der skal til, hvis man samtidig har store rente- og afdragsbetalinger på en stor statsgæld. Derfor er det sandsynligvis uundgåeligt, at der i forbindelse med lønnedgangen i de respektive lande også skal ske en omstrukturering af de mest gældsplagede landes statsgæld. Ingen tvivl om, at Grækenland er det land, hvor der skal ske den relativt største omstrukturering af gælden, men der skal sandsynligvis også ske en vis omstrukturering af gælden i andre af de mest gældsplagede lande. I Grækenland virker en markant nedskæring af statsgælden på 50% i kombination med en overkommelig rente på den resterende statsgæld ikke usandsynlig. For andre af de gældsplagede lande, Portugal og Irland samt evt. også Spanien og Italien, skal der givetvis, omend mindre drastisk, tilsvarende ske en lempelse af deres gældsvilkår.

Hvem skal så betale for ovenstående, det er selvfølgelig det store og indtil nu ubesvarede spørgsmål. EU's krisefond, EFSF, er ikke stor nok til at kunne klare opgaven alene, og regningen kan ikke bare sendes videre til Tyskland. Så den mest sandsynlige løsning er, at det er de investorer, der har købt de respektive landes statsobligationer, der skal bære tabet - helt eller delvist. Og det er i overvejende grad de europæiske banker, som ligger inde med disse statsobligationer. Og skal statsgælden nedskrives i værdi, vil det ramme de europæiske banker hårdt, hvilket kan udløse endnu en finanskriser. Dette er politikkerne klar over, hvorfor der arbejdes på én samlet løsning, hvor der samtidig med en nedskrivning af statsgælden skydes kapital ind i de europæiske banker. Men kapitalen til bankerne skal også finansieres, og at private investorer skulle være villige til at skyde kapital ind i bankerne, med den usikkerhed der eksisterer, virker ikke realistisk. Dermed er der "kun" det offentlige tilbage, og dermed ender regningen hos de europæiske skatteydere. Investeringen kan dog på sigt vise sig at fornuftig, hvis kapitalen indskydes som aktiekapital, som kan sælges igen til en højere kurs på et senere tidspunkt, når bankerne forhåbentlig er kommet helskindet ud af den nuværende krise. Men de gældsplagede europæiske lande har ikke råd til at indskyde penge i deres egen banksektor, hvorfor kapitalen skal komme ude fra, evt. via den fælles redningsfond EFSF. Hermed ender den største del af regningen alligevel hos de største og stærkeste europæiske økonomier som den tyske.

Det bliver jf. oven for en kringlet og besværlig opgave at løse den nuværende krise. Og det er langt fra sikkert, at de respektive landes regeringer kan få den folkelige opbakning til at gøre, hvad der er nødvendigt. Derfor er det højst usikkert, hvad udfaldet bliver. Men et er sikkert, det vil efterlade flere

års krise for den europæiske økonomi, så bliv ikke for optimistisk, når politikernes løbende melder, at der snart vil blive præsenteret en ”redningsplan” for Euroland. Der er ikke nogen nem eller billig løsning. Det bliver i bedste fald et langt sejt træk for den europæiske økonomi og i værste fald en ny Finanskriser. Eurolands fremtid bliver efter vores vurdering afgjort i løbet af de næste 3 måneder. Derfor anbefaler vi fortsat som udgangspunkt en forsigtig investeringsstrategi, men vi er klar over, at der i løbet af de næste 3 måneder sagtens kan opstå nogle attraktive investeringsmuligheder, som det kan være værd at udnytte. Verden går ikke under, men vi skal bare vende os til en ny verdensorden, med eller uden euro.

Aktier

Med de seneste kursfald på aktiemarkedet begynder aktier at se mere interessante ud, men efter vores vurdering er det fortsat for tidligt at købe op. Dertil er usikkerheden omkring Europas fremtid for stor, og prisen kan blive høj i form af betydelige kursfald på aktiemarkederne, hvis politikerne fejler og vi får endnu en Finanskriser.

Kursfaldene på Emerging Markets aktier virker overdrevne, og vi er specielt fristet til at øge vores eksponering her, når vi vælger at købe op på aktiemarkedet. Desuden vil vi fortsat fokusere på selskaber, som har et godt cashflow, og som er mindre afhængige af de økonomiske konjunkturer, idet det for os er svært at se, at et kraftigt økonomisk opsving skulle være lige om hjørnet.

Obligationer

Der har været betydelige rentefald i løbet af 3. kvartal 2011. Således var den 4 årige danske statsrente målt ved 4% STAT 2015 nede i en rente på blot 1,07% og den tilsvarende 12 årige danske statsrente målt ved 7% STAT 2024 var nede i 2,37% pr. 30.09.2011. Med så lave renteniveauer er det svært at argumentere for yderligere betydelige rentefald, næsten uanset hvorledes den økonomiske situation udvikler sig. Derfor vil vi i den kommende periode anbefale investorerne at have en relativ kort varighed på obligationsbeholdningen. Potentialet for yderligere rentefald synes begrænset, mens risikoen synes høj, hvis renten mod forventning alligevel skulle vise sig at stige.

Vi har længe holdt os fra at investere i højrente- og virksomhedsobligationer, da afkast/risikoforholdet ikke har syntes attraktivt. Disse obligationer er også faldet på det seneste, medens danske realkredit- og statsobligationer er steget pænt i kurs. Det har betydet, at afkast/risikoforholdet nu igen begynder at se mere attraktivt ud for visse højrente- og virksomhedsobligationer. Hvis dette forhold i løbet af de næste 3 måneder bliver endnu mere attraktivt, vil vi overveje at investere i disse.

14. oktober 2011

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.