

Kvartalsrapport

3. kvartal 2013

RESUME

Økonomiske udsigter

Der er ikke noget som tyder på, at vi på nuværende tidspunkt står over for et langvarigt økonomisk opsving i verdensøkonomien, men det kan være, at den økonomiske vækst i 2014 bliver højere end gennemsnitligt, primært fordi den økonomiske vækst tilsvarende forventes at skuffe i 2013. Samtidig står Emerging Markets over for en strukturel omstillingsproces, hvor de skal til at konkurrere på andre parametre end pris, idet flere af landene er ved at have mistet deres konkurrencefordel som følge af, at lønningerne i de senere år er steget markant. Denne omstillingsproces gør, at investorer skal være langt mere selektive, når der investeres i Emerging Markets.

På den korte bane er amerikanske politikere i gang med at spille hasard med hele verdensøkonomien, idet det kan sende chokbølger gennem det finansielle system, hvis ikke de formår om at hæve gældsloftet i tide. Desuden har den amerikanske centralbank også skabt usikkerhed omkring dens pengepolitik, idet det nu ser ud som om, at denne er afhængig af udviklingen på de finansielle markeder, hvilket vi i kombination med en høj risikovillighed hos mange investorer finder bekymrende. Vores vurdering er, at vi stadig står over for et behersket og uens opsving i verdensøkonomien, hvor der er flere usikkerhedsmomenter, som kan påvirke den økonomiske vækst i nedadgående retning.

Aktiemarkedet

Vores grundlæggende holdning er stadig, at investorer skal være forsigtige og have en undervægt af aktier, men opstår der købsmuligheder i udvalgte aktier/regioner, som eksempelvis det meget kraftige kursfald på aktier fra Latinamerika hen over sommeren, så er vi naturligvis indstillet på at øge vores aktieeksponering, men det skal gøres både selektivt og varsomt, idet investorernes risikovillighed sagtens kan lide et knæk, hvis der pludselig enten sker en uventet negativ begivenhed eller renteniveauet stiger.

Obligationsmarkedet

Selv om den amerikanske centralbank "annulerede" en del af rentestigningerne på obligationsmarkederne verden over, er vi ikke i tvivl om, at vi generelt er på vej mod et højere renteniveau i den vestlige verden. Derfor er vores generelle anbefaling fortsat, at investorer skal placere midlerne i obligationer enten med kort løbetid eller variabel rente.

Udvikling i 3. kvartal 2013					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2013
	28.06.13	30.09.13			
OMX CGI	617,43	690,42	72,99	11,82%	19,56%
OMX C20*	512,03	565,85	53,82	10,51%	14,05%
MSCI World All Countries	1.223,25	1.268,73	45,48	3,72%	11,89%
MSCI USA*	8.736,75	8.900,73	163,98	1,88%	15,49%
MSCI Europa*	8.244,72	9.035,18	790,46	9,59%	10,43%
MSCI Japan*	14.554,46	14.936,85	382,39	2,63%	19,35%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2013
	28.06.13	30.09.13			
Rente på indskudsbeviser	-0,10	-0,10	0,00	-0,03%	-0,11%
4% STAT 2015	0,20	0,23	0,03	-0,02%	-0,69%
4% STAT 2017	0,62	0,66	0,04	0,17%	-1,54%
7% STAT 2024	1,75	1,84	0,09	-0,26%	-3,77%
4% NYK 2044	3,82	3,87	0,05	0,38%	0,87%
EFFAS 1-5**				0,14%	-0,79%
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2013
	28.06.13	30.09.13			
USD/DKK	5,70	5,52	-0,18	-3,12%	-2,43%
EUR/DKK	7,46	7,46	0,00	0,00%	0,00%
JPY/DKK	0,058	0,057	-0,001	-1,72%	-13,64%

Udviklingen på de finansielle markeder i 3. kvartal 2013

Aktiemarkedet

Udviklingen på de fleste aktiemarkeder fortsætter med at overraske til den positive side. Således har der i kvartalet været positive afkast på langt de fleste aktiemarkeder, hvor den største stigning, målt i DKK, jf. skemaet oven for, er sket i Europa med Danmark som topscorer med et positivt afkast, målt på det brede aktieindeks OMX CGI, på 11,82%. Der har også været en særdeles stor stigning på europæiske aktier generelt, idet MSCI Europa er steget med 9,59%.

Der er efter vores vurdering 2 faktorer, som har været stærkt medvirkende til denne udvikling.

De fleste investorer forventede, at den amerikanske centralbank (Fed) i kvartalet ville begynde at neddrøse bankens obligationsopkøb, idet de økonomiske nøgletal for både vækst og arbejdsløshed viste en bedring, hvilket ifølge Fed's tidligere udtalelse kunne berettige en neddrøsing af bankens obligationsopkøb. Investorerne var begyndt at inddiskontere begyndelsen på enden af den meget lempelige pengepolitik, først i USA siden hen i Europa. Det førte til nogle kraftige bevægelser på de finansielle markeder, hvor den 10 årige amerikanske rente steg relativt meget, men værst gik det ud over Emerging Markets, som oplevede kraftige fald i valuta, obligations- og aktiekurser. På den amerikanske centralbanks møde den 17. september, hvor stort set alle økonomer og investorer havde regnet med, at banken ville annoncere en neddrøsing af dens obligationsopkøb, valgte banken at indføre et nyt

begreb: Hvis inflationen ikke udgør nogen trussel, så kan vi fastholde den lempelige pengepolitik. Det resulterede i, at banken mod forventning fastholdt det månedlige opkøb af obligationer for 85 mia. USD, hvilket i slutningen af september har fået aktiemarkedene verden over til at stige og obligationsrenterne til at falde. Vi er af den opfattelse, at baggrunden for at Fed ikke valgte at reducere dens obligationsopkøb var, at banken var blevet overrasket over den meget kraftige negative reaktion på de finansielle markeder i slutningen af maj og juni måned, hvor banken indikerede, at neddrøslingen snart ville blive påbegyndt. Efter vores vurdering forsøger Fed, endnu en gang, at styre udviklingen på de finansielle markeder, hvilket vi grundlæggende ikke er særlig begejstrede for.

De europæiske aktier er i kvartalet steget forholdsvis mere end de amerikanske og verdensindekset generelt. Af skemaet for afkastene på side 2 kan ses, at det umiddelbart "bare" virker som om de europæiske aktier har haft et større efterslæb i forhold til de amerikanske aktier og verdensmarkedet generelt, idet det samlede afkast for 2013, målt i DKK, nu er blevet mere ensartet mellem amerikanske, europæiske og verdensmarkedet generelt. Graves der dybere i denne antagelse, så har det givet vis spillet en rolle, idet mange investeringsbanker i 3. kvartal har været ude at anbefale at vægte europæiske aktier op, idet den økonomiske udvikling i Europa viser tegn på stabilisering og ikke længere tilbagegang. Denne udvikling har også fået mange Hedgefonde (spekulative investeringsfonde, der spekulerer i såvel stigende som faldende aktiekurser) til at reducere deres positioner kraftigt mod fald i europæiske aktiekurser. Ifølge den amerikanske investeringsbank, Bank of America, er andelen af porteføljeformidlere, som nu har en overvægt af europæiske aktier tilbage på det højeste niveau siden 2007, lige inden det hele gik galt. For bare et år siden viste undersøgelsen det modsatte. Da havde porteføljeformidlerne den mindste andel af europæiske aktier i deres porteføljer. Så der er på det seneste sket et meget positivt holdningsskifte til europæiske aktier, og dermed også indbygget nogle meget positive forventninger til disse.

I Emerging Markets har der været en mere uens udvikling. Bedre end forventet økonomiske data fra Brasilien og Kina i løbet af august og september har været medvirkende til, at disse aktiemarkeder har rettet sig noget, medens en ulmende finansiell krise i Indien har medført, at indiske aktier, målt i DKK, har vist et større fald. Samlet set er afkastene i de 4 BRIK lande, målt i DKK, jf. tabellen neden for stadig negative for hele 2013. Aktiekursudviklingen i disse lande vil i fremtiden i endnu højere grad være bestemt af den makroøkonomiske og virksomhedsspecifikke udvikling i det enkelte land, hvor investorer tidligere betragtede BRIK landene som én enhed. Det er 4 selvstændige lande, som i fremtiden i langt højere grad vil have deres individuelle udvikling, hvilket investorer skal være meget bevidste om.

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q2 2013	Afkast i DKK i 2013
Brasilien	Bovespa	4,81%	-23,98%
Rusland	Micex	7,49%	-8,94%
Indien	Sensex 30	-8,51%	-15,19%
Kina	Shanghai	6,75%	-4,72%

Obligationsmarkedet

Først den ene vej og så den anden vej er den beskrivelse, som bedst dækker udviklingen på obligationsmarkedet i det forgangne kvartal. Investorerne havde indstillet sig på, at de gradvist var på vej mod et mere normaliseret renteniveau, hvilket i begyndelsen af 3. kvartal fik renterne til at stige, men renterne er nu faldet tilbage godt hjulpet af den overraskende melding fra den amerikanske centralbank om ikke at begynde neddrøslingen af de månedlige obligationsopkøb. Der er således i kvartalet sket relativt lidt på rentemarkedet, hvor den lange statsobligation 7% STAT 2024 har realiseret et negativt afkast på -0,26%, medens 4% NYK 2044 jf. skemaet side 2 med 0,38% har realiseret det højeste afkast.

Valutamarkedet

Investorerne forkærlighed for europæiske aktier har været en stærk medvirkende årsag til, at den amerikanske dollar og japanske yen i kvartalet blev svækket med henholdsvis 3,12% og 1,72% over for såvel euro som DKK. Svækkelsen af dollaren skyldes også Fed's udskydelse af en normalisering af pengepolitikken.

Alle valutaerne i BRIK landene er i 2013 blevet svækket over for DKK. I 3 af landene er svækkelsen særdeles stor. Det er en stærk medvirkende årsag til, at såvel aktier som statsobligationer i disse lande, målt i DKK, har oplevet et større kursfald. Omvendt betyder det også, at virksomheder fra disse lande har fået styrket deres konkurrenceevne over for specielt europæiske virksomheder i løbet af 2013.

Land	Valuta	Afkast i DKK i 2013
Brasilien	BRL	-11,50%
Rusland	RUB	-8,20%
Indien	INR	-15,00%
Kina	CNY	-0,60%

Den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2013

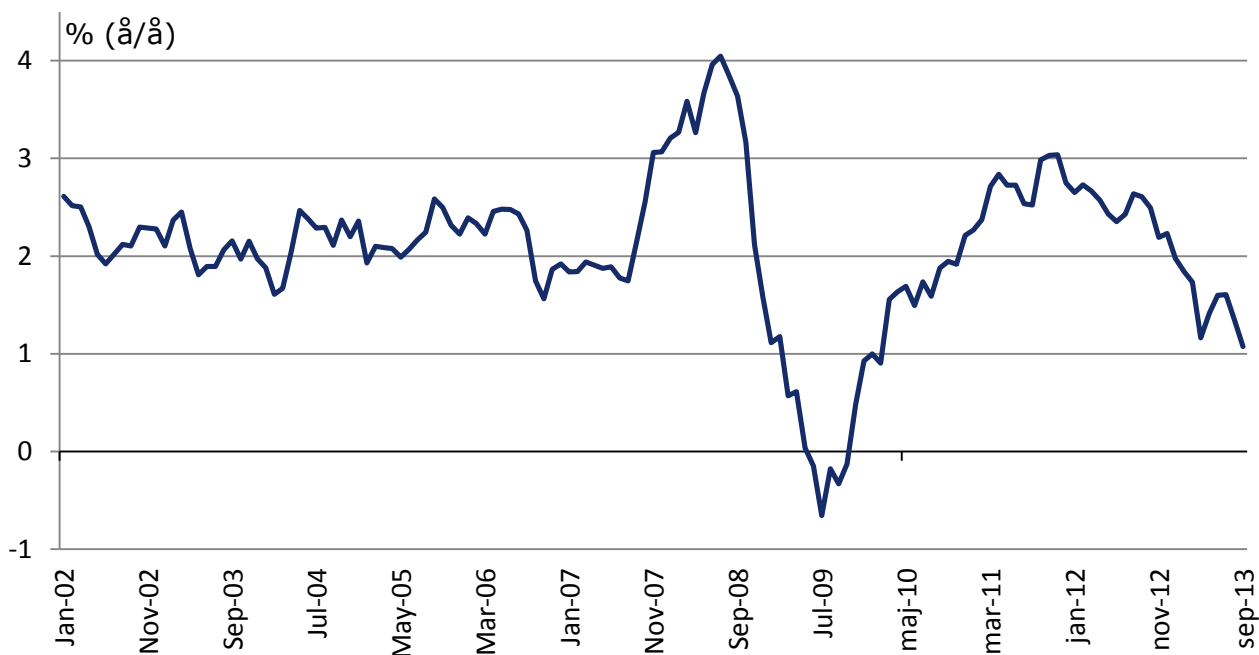
Europa

Der er meget, der tyder på, at tilbagegangen i den europæiske økonomi er stoppet i løbet af 3. kvartal 2013, hvor det forventes, at der sammenlignet med 3. kvartal 2012 har været en økonomisk vækst på 0,2% p.a.. Det er som vanlig den tyske økonomi, som bidrager med en pæn økonomisk vækst, men landene i Sydeuropa forventes at have realiseret en væsentlig mindre tilbagegang end i tidligere kvartaler, hvilket tyder på, at Europa er på vej til at få det mindre skidt end tidligere. En økonomisk vækst i niveau 0 - 1,0% p.a. vil sandsynligvis stadig ikke være nok til at nedbringe arbejdsløsheden, hvorfor den beskedne økonomiske vækst for de fleste stadig føles som en lavkonjunktur, men det positive budskab er, at det ikke længere bare går tilbage for europæiske økonomi.

Det tyske valg er overstået. Merkel formåede at styrke sin position, men valgresultatet blev en smule mudret, idet hendes trofaste støtteparti FDP røg ud af Forbundsdagen, hvorfor Merkel sandsynligvis skal danne en flertalsregering med SPD. Hvilke indrømmelser hun skal give dem er stadig usikkert, men det forventes ikke at resultere i noget større tysk kursskifte, hvorfor reaktionen på de finansielle markeder har været yderst begrænset.

Der er stadig ikke noget inflationspres i Euroland, idet seneste måling for september 2013 sammenlignet med samme periode året før viste en stigning på bare 1,1% p.a. Den meget lave inflation vil virke understøttende på ECB's lempelige pengepolitik, og det kan ikke udelukkes, at ECB kunne finde på at lempe pengepolitikken yderligere, evt. i form af en mindre rentenedsættelse eller nye 3 årige lån til bankerne.

Inflationen i Euroområdet



Kilde: Eurostat

USA

Den økonomiske vækst i den amerikanske økonomi er blevet oprevideret fra tidligere 1,7% i 2. kvartal 2013 sammenlignet med 2. kvartal 2012 til nu 2,5%. Og dette vækstniveau forventes sammenlignet med kvartalet året før også at være realiseret i 3. kvartal. Det er et ganske pænt niveau for den amerikanske vækst, når det tages i betragtning, at der ifølge Capital Economics er indført finanspolitiske stramninger i USA i 2013 svarende til knap 3% af BNP. De kraftige besparelser i USA i kombination med at den amerikanske økonomi vokser med stigende skatteprovenu til følge gør, at det amerikanske budgetunderskud i 2013 nu forventes at falde til under 4% af BNP, hvor det i 2009 var oppe at runde 10%. På kvartalsbasis ser det faktisk endnu bedre ud, idet budgetunderskuddet i 2. kvartal 2013 var på blot 2,4% af BNP. USA er således igen snart ganske tæt på at have overskud på budgettet. Den amerikanske økonomi har således på det seneste udviklet sig ganske positivt, hvorfor Fed's beslutning om at fastholde obligationsopkøbene på samme høje niveau forekommer uforståelig.

Der er stadig en begrænset inflation i USA, idet seneste måling for august måned sammenlignet med august 2012 viste en stigning på 1,5% p.a. Kerneinflationen, dvs. inflation renset for fødevarer og energi, viste dog en lidt større stigning på 1,7% p.a., men begge tal er stadig udtryk for et yderst begrænset inflationspres.

Japan

Det økonomiske eksperiment i den japanske økonomi i form af en meget ekspansiv pengepolitik med deraf følgende svækkelse af den japanske yen, har i 2. kvartal 2013 sammenlignet med 2. kvartal 2012 resulteret i en vækst i den japanske økonomi på 3,8% p.a. Væksten i 3. kvartal forventes at have været på et lidt lavere niveau. I 1. kvartal 2013 var væksten oppe på 3,9% p.a., hvilket tyder på, at den japanske økonomi i 2013 sammenlignet med 2012 vil vokse i niveau 3,5 - 4,0% p.a.

Den meget lempelige pengepolitik har ikke uventet resulteret i, at der er kommet inflation i den japanske økonomi, idet priserne i august 2013 sammenlignet med august 2012 steg med 0,9% p.a. Inflationsniveauet er stadig yderst beskedent, og der er stor risiko for, at økonomien vil falde tilbage i deflation igen, når den japanske centralbank igen neddrogler den meget ekspansive pengepolitik.

BRIK landene

Brasilien

Langt om længe kom der i kvartalet igen lidt mere positive vinde omkring den brasilianske økonomi. Således viste den økonomiske vækst i 2. kvartal 2013 sammenlignet med 2. kvartal 2012 at have været på 3,3% p.a., hvilket var højere end de 2 - 2,5% p.a., som de fleste økonomer havde forudset. Den økonomiske vækst i 3. kvartal 2013 forventes at have været i niveau 3 - 3,5% p.a. De lidt mere positive vinde fra den brasilianske økonomi har betydet, at flere internationale investorer nu igen har en begyndende stigende tillid til brasilianske værdipapirer.

Kombinationen af en stigende inflation og et kraftigt fald i den brasilianske valuta gennem 2013 har betydet, at den brasilianske centralbank i kvartalet har hævet den ledende rente, Selic renten, med 2 x 0,5% point til aktuelt 9,0%. Imidlertid viste den seneste inflationsmåling for august sammenlignet med samme periode året før et inflationsniveau på 6,1% p.a., hvilket er et lille fald i inflationen sammenlignet med de tidligere måneder. Samtidig er faldet i den brasilianske valuta stoppet, hvilket kan danne baggrund for, at den brasilianske centralbank i denne omgang er færdig med at hæve Selic renten.

Rusland

2013 har indtil videre været en stor vækstsuffelse for den russiske økonomi. Efter en beskeden økonomisk vækst i 1. kvartal 2013 sammenlignet med 1. kvartal 2012 på 1,6% p.a. faldt væksten i 2. kvartal 2013 sammenlignet med samme periode året før yderligere til blot 1,2% og vækstniveauet i 3. kvartal 2013 forventes at have været 1,5% p.a.

Det russiske inflationsniveau ligger fortsat over det niveau på omkring 5-6%, som er den russiske centralbanks mål, idet inflationen i august 2013 sammenlignet med august 2012 var på 6,5% p.a., men trenden går mod en svagt faldende inflation, idet inflationsniveauet var på 7,2% p.a. i maj 2013. Med det lave aktivitetsniveau i den russiske økonomi ville en stærkt stigende inflation med deraf følgende kraftige rentestigninger også være det rene gift for økonomien.

Indien

Den indiske økonomi er fortsat med at skuffe, idet den økonomiske vækst i 2. kvartal 2013 sammenlignet med samme periode året før kun blev på 4,4% p.a., hvilket var knap 1% point lavere, end det de fleste økonomer havde forudset. Den økonomiske vækst forventes i 3. kvartal 2013 at være faldet yderligere til et niveau omkring 4,0% p.a. I kombination med at Indien i forvejen har et af de største budgetunderskud i Emerging Markets på knap 5% af BNP, har dette i 2013 ført til et kraftigt fald i den indiske valuta i forhold til såvel DKK som euro på omkring 15%. Det kraftige fald i den indiske valuta styrker umiddelbart de indiske selskabers konkurrenceevne, men da mange selskaber har opbygget en større gæld i udenlandsk valuta, er der nu også en stigende frygt for flere virksomhedskonkurser og dermed større tab for de indiske banker. Derfor har den indiske centralbank iværksat flere tiltag som skal være med til at bremse faldet i den indiske valuta, bl.a. begrænsninger i hvor mange penge, der kan overføres til udlandet og en importtold på 10% på guld. En yderligere forværring af den indiske økonomi skal følges tæt, idet det vil sende chokbølger gennem verdensøkonomien, hvis de pludselig skulle få brug for en hjælpepakke.

Inflationen i Indien, målt ved CPI indekset, er fortsat med at falde i 2013, omend i et behersket tempo. Inflationen viste i august 2013 sammenlignet med august måned 2012 en stigning på 9,6%. Inflationsniveauet er således stadig på et uønsket højt niveau.

Kina

Den økonomiske vækst i Kina har i 1. halvår af 2013 bevæget sig meget tæt på regeringens mål om en økonomisk vækst på mindst 7,5% p.a., idet den økonomiske vækst sammenlignet med de tilsvarende kvartaler i 2012 var på 7,6% p.a. i 1. kvartal og 7,5% p.a. i 2. kvartal 2013. Imidlertid begyndte PMI indeksene (indkøbschefernes forventning til den økonomiske aktivitet) at vise en stigning fra juli måned, hvilket gav en forhåbning om, at den økonomiske aktivitet i løbet af 3. kvartal var begyndt at stige. Der er derfor håb om, at væksten har været lidt højere end i de foregående kvartaler, men fremgangen i PMI indekset er stadig relativt begrænset, hvorfor stigningen i væksten sandsynligvis er relativt lav på et niveau omkring 7,8% p.a.

Det bekymrer imidlertid, at en anden undersøgelse rent faktisk peger på, at den økonomiske aktivitet skulle være aftaget i 3. kvartal 2013. Det er en undersøgelse foretaget af det New York baserede firma China Beige Book, som laver en undersøgelse af den kinesiske økonomi på samme måde, som den amerikanske centralbank laver deres temperaturmåling på den amerikanske økonomi (kaldes U.S. Federal Reserve's Beige Book). Denne kinesiske undersøgelse peger på, at den økonomiske aktivitet i Kina sammenlignet med de tilsvarende kvartaler året før skulle være vokset med en lavere vækstrate i løbet af 3. kvartal 2013 end i 2. kvartal 2013. Nu er der jo altid en vis skepsis omkring statistikker fra

Kina, da de ofte får skyld for at være delvist manipuleret fra myndighedernes side, så de ofte viser det, som de gerne vil have, og forskellen fra China Beige Book i forhold til de officielle PMI's data er med til at holde liv i denne debat. Det understreger også, at investorer skal være forsigtige med at lægge for megen vægt på de officielle data fra Kina.

Den kinesiske vækstmodel har hidtil været drevet af, at de vestlige virksomheder producerede billigt i Kina, og at der fra Statens side blev foretaget massive infrastrukturinvesteringer og bygget ganske mange boliger. Nu er de kinesiske lønninger steget kraftigt, hvilket får flere virksomheder til at placere produktionen i andre lande, hvilket gør at den kinesiske vækstmodel skal reformeres i den nærmeste fremtid, hvis man stadig skal kunne opretholde en betydelig årlig vækst i niveau 7.5% p.a.

Inflationsmæssigt er der ikke noget at være bekymret for i Kina, idet inflationen, målt ved stigningen i forbrugerpriserne, sammenlignet med samme måned året før, blot viste en stigning på 2,6% i august 2013.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2013

Det ser ud til, at der sammenlignet med de forgangne kvartaler i løbet af 3. kvartal 2013 er kommet en anelse mere gang i verdensøkonomien, men der er stadig tale om et behersket og uens opsving. Den amerikanske økonomi ser ud til at have det lidt bedre, medens Europa i løbet af det forgangne kvartal sandsynligvis er kommet ud af recessionen. BRIK landene har en noget uens udvikling med fortsat tilbagegang i Indien og et lidt højere aktivitetsniveau i Rusland, som dog stadig er skuffende. Den kinesiske økonomi er sandsynligvis gået en anelse mere frem og væksten i Brasilien er kommet op på et højere niveau end forventet, omend stadig en del under fordums styrke. Samlet forventes det at have resulteret i, at væksten i verdensøkonomien i 3. kvartal 2013 har været på et marginalt højere niveau end i 2. kvartal.

Forventninger

Økonomiske nøgletal						
	2012r		2013e		2014e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,20%	2,10%	2,00%	1,50%	2,50%	2,00%
Euroland	-0,50%	2,40%	-0,20%	1,50%	1,00%	1,40%
Japan	1,60%	-0,20%	1,50%	0,30%	1,00%	1,50%
Danmark	-0,60%	2,50%	0,10%	0,80%	1,50%	1,70%
Brasilien	0,90%	5,40%	2,50%	6,20%	3,00%	6,00%
Rusland	3,40%	5,00%	2,30%	6,50%	2,80%	6,00%
Indien	4,90%	9,00%	4,50%	9,50%	5,00%	7,50%
Kina	7,70%	2,70%	7,50%	2,50%	7,00%	3,00%

Kilde: Dansk FI

Økonomi

Skemaet neden for, som er udarbejdet af The Conference Board (et uafhængigt respekteret analysefirma, som er stiftet i 1916), viser, at den økonomiske vækst i verdensøkonomien forventes at blive beskeden i 2013, medens der i 2014 forventes en kraftig bedring. Selv om der sker en kraftig bedring af økonomien i 2014 er forventningen ikke, at vi er på vej ind i et kraftigt økonomisk opsving. Tværtimod er forventningen, at verdensøkonomien frem til 2018 vil køre i et lavere gear end vanligt. Det skyldes, at der stadig er en række ubalancer i verdensøkonomien, herunder den europæiske gældskrise og en strukturel lavere vækst i BRIK landene som gør, at det ikke kan forventes, at verdensøkonomien kommer op på de årlige vækstrater, som vi så i årene 1995-2005 samt 2006-2012. Og så skal vi huske, at disse to 10 års perioder også hver indeholdt én større krise, nemlig dot.com krisen omkring år 2000 og Finanskrisen fra 2008. Til trods for dette kan vi se frem til en verdensøkonomi, som i gennemsnit forventes at vokse med omkring 0,5% point lavere om året i de næste 5 år end tilfældet var i gennemsnit i de to omtalte 10 års perioder.

Vækst i verdensøkonomien

År	Vækst i % p.a.
1995-2005	3,6
2006-2012	3,5
2011	3,9
2012	3,2
2013e	2,9
2014e	3,8
2013-2018e	3,0

Kilde: The Conference Board september 2013

Der er således ikke, ifølge The Conference Board, umiddelbart noget som skulle tilsige, at vi på nuværende tidspunkt kan forvente et mere langvarigt kraftigt opsving i verdensøkonomien, men 2014 kan gå hen og blive et lidt bedre år end gennemsnittet, idet den økonomiske vækst forventes at have været på et skuffende niveau i 2013.

Amerikanske politik skaber usikkerhed

Så skal vi til den igen, er nok den mest rammende betegnelse for det show som igen foregår i Washington i forbindelse med budgetforhandlingerne og ikke mindst en forhøjelse af det amerikanske gældsloft. Nu kan demokraterne og republikanerne ikke blive enige om Finansloven for 2014, hvilket har ført til, at store dele af den offentlige sektor i USA er sendt hjem på orlov. Det har amerikanerne prøvet før, idet det i 1970 og 1980'erne nærmere var reglen end undtagelsen at dette skete. Den gennemsnitlige "orlovsperiode" har været omkring 6 dage i de 20 år, og de finansielle markeder blev kun berørt meget kortvarigt af dette. Der er heller ikke mange investorer, som har anset budgetforhandlingerne som en reel trussel mod hverken den amerikanske økonomi eller mod verdensøkonomien. Vi er heller ikke af den vurdering, at sammenbruddet i budgetforhandlingerne vil betyde meget for den amerikanske økonomi, men formår politikerne ikke at få hævet gældsloftet inden den 17. oktober, kan det få betydelige konsekvenser.

Som tidligere beskrevet er den amerikanske økonomi ved at komme bedre på fode igen og det løbende budgetunderskud er tæt på at være i balance igen, men gældsniveauet vil stadig stige i en periode endnu, bl.a. som følge af, at der skal betales renter og afdrag på den amerikanske gæld. De amerikanske politikere har aftalt, hvor stor den samlede gæld må blive, og det er dette gældsloft USA forventes at ramme den 17. oktober. Hvis ikke de amerikanske politikere bliver enige og forhøjer gældsloftet, kan USA ikke betale renter og afdrag på gælden, hvilket vil svare til at USA misligholder betalingerne. Skulle verdens største økonomi komme i en situation, hvor de ikke kan overholde forpligtelserne, vil det ikke alene få fatale konsekvenser for den amerikanske økonomi, men også for hele verdensøkonomien, hvilket også senest IMF (den internationale valutafond) har været ude at advare om. Det vil være en absurd handling, hvis hele verdensøkonomien skal tages som gidsler i det amerikanske politiske spil, som bliver mere og mere farceagtigt, så mon ikke politikerne finder en løsning inden fristens udløb?

Amerikanske centralbank skaber også usikkerhed

Nu var investorerne ellers lige blevet så glad for den måde, som den amerikanske centralbank styrede pengepolitikken på. Der var blevet opsat nogle klare mål for, hvornår banken ville begynde at neddrose obligationsopkøbene og hæve renten. Det var kun tempoet i centralbankens handlinger, der herskede en del usikkerhed omkring. Efter det seneste centralbankmøde er det hele igen meget usikkert, idet timingen for hvornår banken begynder at neddrose den meget lempelige pengepolitik nu bygger endnu mere på "skøn og fornemmelser" end konkrete fakta, hvilket givet vis vil skabe større usikkerhed på de finansielle markeder.

At den amerikanske centralbank valgte dette meget uventede skridt på sidste møde er stadig en gåde for os, men det kunne pege i retning af, at banken i højere grad vil forsøge at styre udviklingen på de finansielle markeder end at lade pengepolitikken afspejle den økonomiske udvikling i USA. Det er vores vurdering, at det en farlig vej at gå, idet det kan risikere at skabe yderligere bobler og ubalancer på de finansielle markeder, hvis renten holdes på et for lavt niveau i for lang tid. Det er jo netop det eftermæle, som den tidligere centralbankchef, Alan Greenspan, har fået, og netop det, der betragtes som en af de medvirkende årsager til Finanskrisen. Er den amerikanske centralbank på vej til at begå den samme fejl igen, og er de store kursfald på Emerging Markets aktier og lange obligationer et udtryk for, at der allerede er skabt bobler på de finansielle markeder, som vil briste den dag, den amerikanske centralbank begynder at nedbringe den meget lempelige pengepolitik? Hvis det er tilfældet, er

centralbankens seneste handling ikke blot med til at udskyde pinen, men også til at gøre smerten større, idet problemet i givet fald vil vokse jo længere tid der går.

Som vi har beskrevet i de seneste Kvartalsrapporter, er vi ikke i tvivl om, at den meget lempelige pengepolitik med en rente tæt på 0 i en længere periode har fået mange investorer til at påtage sig en markant højere risiko, end de i bund og grund ønsker. Derfor kan det absolut ikke afvises, at der kan komme større kursfald på flere aktivtyper, når renteniveauet ændrer sig i opadgående retning. Hidtil har den amerikanske centralbank haft held til at berolige investorerne hver gang der har været tilløb til dette, men tålmodigheden og ikke mindst troværdigheden kan på et tidspunkt slippe op.

Udsigt til mere ligeværdig konkurrence mellem Emerging Markets og den Udviklede Verden

Den økonomiske vækst i flere Emerging Markets med Kina i spidsen har i de seneste 5-10 år været markant højere end i den vestlige verden. Det skyldes ikke mindst, at flere af landene i 1990'erne fik en markant svækkelse af deres valutaer, hvilket forbedrede konkurrenceevnen markant over for de europæiske og amerikanske selskaber. Denne konkurrencefordel er ved at blive mindsket kraftigt, idet der har været markant højere lønstigninger i Emerging Markets end i den vestlige verden, igen med Kina i spidsen, hvor de mest kvalificerede arbejdere i en årrække har oplevet årlige lønstigninger på over 10% p.a. Dette vil sandsynligvis resultere i, at forskellen mellem den økonomiske vækst i Emerging Markets og den vestlige verden over de næste 5 år vil blive mindre end i de forgangne 5-10 år. Samtidig er der mere og mere som tyder på, at flere lande i Emerging Markets skal igennem en strukturel omstillingsproces, idet de ikke længere udelukkende kan konkurreres på en lav pris. Denne proces kan blive en hård nød at knække for flere lande, hvorfor investorer skal være langt mere selektive ved investeringer i vækstlandene i fremtiden.

Der er dog stadig ikke tvivl om, at den helt store trend stadig vil være, at der er mange mennesker i Emerging Markets som i de næste 5-10 år går fra fattigdom til forbruger, men det er langt fra givet, at det er selskaber fra Emerging Markets, som vil få størst glæde af denne udvikling. Det kan sagtens vise sig, at det bliver de store veldrevne vestlige selskaber, som formår at profitere mest på denne udvikling.

Samlet vurdering af de økonomiske udsigter

Der er ikke noget som indikerer, at vi på nuværende tidspunkt står over for et langvarigt økonomisk opsving i verdensøkonomien, men det kan være, at den økonomiske vækst i 2014 bliver højere end gennemsnitligt, primært fordi den økonomiske vækst forventes at skuffe i 2013. Samtidig står Emerging Markets over for en strukturel omstillingsproces, hvor de skal til at konkurrere på andre parametre end pris, idet flere af landene på grund af de senere års markante lønstigninger er ved at have mistet deres konkurrencefordel. Denne omstillingsproces gør, at investorer skal være langt mere selektive, når der investeres i Emerging Markets.

På den korte bane er de amerikanske politikere i gang med at spille hasard med verdensøkonomien, idet de kan sende chokbølger gennem det finansielle system, hvis de ikke inden 17. oktober formår at blive enige om at hæve gældsloftet. Hertil skal føjes, at den amerikanske centralbank har skabt usikkerhed om dens pengepolitik, idet det nu ser ud som om, at denne er afhængig af udviklingen på de finansielle markeder, hvilket vi finder bekymrende. Også den høje risikovillighed hos mange investorer, finder vi bekymrende.

På denne baggrund er det vores vurdering, at vi stadig står over for et behersket og uens opsving i verdensøkonomien, hvor der er flere usikkerhedsmomenter, som kan påvirke den økonomiske vækst i nedadgående retning.

Aktier

Vi er noget forundret over, at investorerne allerede har lagt Finanskrisen bag sig og nu igen har en rekordhøj risikovillighed, hvilket uden tvivl er godt hjulpet på vej af det meget lave renteniveau. Det har i 2013 resulteret i nogle store kursstigninger på japanske, amerikanske og europæiske aktier. Den udvikling havde vi ikke forventet, specielt ikke efter at aktierne allerede i 2012 var steget med omkring 15% selvom selskabsindtjeningen i 2012 i forhold til 2011 generelt stagnerede. Stigningen i selskabsindtjeningen hos selskaberne i det amerikanske aktieindeks S&P 500 har i 1. halvår af 2013 været meget begrænset. Hvis man ser på forventningerne til selskabsindtjeningen i S&P 500 selskaberne for 2. halvår af 2013, er der indeholdt nogle markante fremgange i indtjeningen, som det umiddelbart synes svært at opnå. Det vil ikke undre os, hvis 2013 for S&P 500 selskaberne samlet set bliver endnu et år med stort set stagnerede selskabsindtjening. Til trods for dette er aktieindekset S&P 500 siden begyndelsen af 2011 i skrivende stund oppe med over 30%. Det er for os en tydelig indikation på, at den primære årsag til de markante kursstigninger på aktierne er, at investorerne i de seneste 2 år er blevet væsentligt mere risikovillige, hvilket det lave renteniveau sandsynligvis kan tage en stor del af æren for.

Derfor er vores grundlæggende holdning stadig, at investorer skal være forsigtige og have en undervægt af aktier, men opstår der købsmuligheder i udvalgte aktier/regioner, som eksempelvis i det meget kraftige kursfald på aktier fra Latinamerika hen over sommeren, er vi naturligvis indstillet på at øge vores aktieeksponering, men det skal gøres både selektivt og varsomt, idet investorernes risikovillighed sagtens kan lide et knæk, hvis der pludselig enten sker en uventet negativ begivenhed eller renteniveauet stiger.

Obligationer

Selv om den amerikanske centralbank ”annulerede” en del af rentestigningerne på obligationsmarkederne verden over, er vi ikke i tvivl om, at vi i den vestlige verden generelt er på vej mod et højere renteniveau. Derfor er det fortsat vores generelle anbefaling, at investorer skal placere midlerne i obligationer enten med kort løbetid eller med en variabel rente. Der vil selvfølgelig være perioder, hvor obligationsrenterne stiger for meget på den korte bane, hvorfor investorer i en kortere periode kan placere en del af obligationsinvesteringerne i mellemlange og lange obligationer for at få glæde af den merrente, som disse obligationer giver, men vi vurderer ikke at dette er tilfældet på nuværende tidspunkt.

4. oktober 2013

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.