

# Kvartalsrapport

## 1. kvartal 2012

### RESUME

#### Økonomiske udsigter

Vækstopbremsningen har i kvartalet været større end forventet i Emerging Markets, og specielt er udviklingen i Kina foruroligende. Hvis ikke landet formår at få gang i eksporten igen, kan vi være på vej mod enden på det kinesiske vækst- og eksporteventyr. I Europa undgik vi katastrofen i form af en ukontrolleret græsk statsbankerot, og væksten har i USA været en anelse bedre end forventet. Samlet set har væksten i verdensøkonomien i kvartalet været beskeden, helt som ventet.

#### Aktiemarkedet

Der har været fest på de fleste aktiemarkeder i løbet af 1. kvartal 2012. Baggrunden for "festen" er i høj grad, at den europæiske centralbank (ECB) i 2 omgange har tilført likviditet på omkring 1.000 mia. euro til de europæiske banker via en operation benævnt LTRO. Aktiemarkedet har reageret meget positivt på denne operation, men efter vores vurdering er LTRO ikke med til at mindske risikoen, tværtimod er risikoen nu blevet større, for går det galt, kan det nu gå rigtig galt i Europa. Vi frygter derfor, at de markante kursstigninger på aktierne kan være af kortvarig karakter, hvis gældskrisen i Europa blusser op igen. Derfor anbefaler vi fortsat at undervægte aktieinvesteringerne.

#### Obligationsmarkedet

Som følge af den positive udvikling på aktiemarkedene og en fortsat høj inflation i Europa, har afkastet været negativt på de fleste danske stats- og realkreditobligationer i løbet af det forgangne kvartal. Selv om ECB med stor sandsynlighed ikke vil sætte renten op i de næste 3 år, anbefaler vi fortsat en placering i korte og mellemlange obligationer, da præmien ved at købe lange obligationer er for lav.



FORMUE- & INVESTERINGSPLEJE A/S  
Fondsmæglerselskab

Udvikling i 1. kvartal 2012					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2012
	31.12.11	30.03.12			
OMX CGI	455,98	524,24	68,26	14,97%	14,97%
OMX C20*	389,95	444,71	54,76	14,04%	14,04%
MSCI World All Countries	982,50	1.073,65	91,15	9,28%	9,28%
MSCI USA*	6.892,69	7.499,89	607,20	8,81%	8,81%
MSCI Europa*	7.213,80	7.685,15	471,35	6,53%	6,53%
MSCI Japan*	12.014,92	12.830,68	815,76	6,79%	6,79%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2012
	31.12.11	30.03.12			
Rente på indskudsbeviser	0,30	0,30	0,00	0,08%	0,08%
5% STAT 2013	0,07	0,23	0,16	-0,17%	-0,17%
4% STAT 2015	0,38	0,52	0,14	-0,32%	-0,32%
7% STAT 2024	1,87	2,10	0,23	-1,77%	-1,77%
4% NYK 2038	3,85	3,86	0,01	0,88%	0,88%
EFFAS 1-5**				-0,39%	-0,39%
**: Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2012
	31.12.11	30.03.12			
USD/DKK	5,75	5,57	-0,18	-3,06%	-3,06%
EUR/DKK	7,43	7,44	0,01	0,13%	0,13%
JPY/DKK	0,074	0,068	-0,006	-8,11%	-8,11%

## Udviklingen på de finansielle markeder i 1. kvartal 2012

### Aktiemarkedet

Der har i 1. kvartal været fest på aktiemarkederne. Aktiemarkederne er, jf. skemaet oven for, steget med mellem 6,53% målt ved MSCI Europa i DKK og 14,97% målt ved det danske aktieindeks OMX CGI. Det er ganske betydelige stigninger, og man kan med rette spørge sig selv, om den økonomiske krise nu er ved at være overstået? Det korte svar er desværre ”nej”, men baggrunden for de betydelige stigninger er, at investorerne har fået mod på at tage mere risiko på ”bøgerne” dels som følge af lidt bedre økonomiske nøgletal fra USA, dels og i særdeleshed som følge af, at den europæiske centralbank (ECB) har tilbudt de europæiske banker, at de kan optage 3 årige lån i deres respektive nationale centralbanker til en fast rente på kun 1%. ECB's låneordning, benævnt LTRO, vil vi beskrive uddybende senere i Kvartalsrapporten. ECB har i december 2011 og i februar 2012 totalt ydet 3 årige faste lån på et samlet beløb på 1.000 mia. euro. Når der bliver tilført så mange penge til bankerne, som ikke umiddelbart kan bruges til udlån, skabes der efterspørgsel efter værdipapirer. Det er ikke bankerne, der har købt aktier, men når bankerne f.eks. køber italienske og spanske statsobligationer med faldende statsrenter til følge, tolker investorer det som et signal om, at den europæiske gældskrise er på vej til at blive løst, hvilket har fået investorerne til at blive generelt mere risikovillige og øge deres aktieinvesteringer. Det er således de afledte effekter af ECB's LTRO, der har skabt en forøget risikovillighed hos investorerne og fået aktiekurserne til at stige så markant i løbet af 1. kvartal 2012. Spørgsmålet er imidlertid, om den europæiske gældskrise er på vej mod en bedring? Hvis ikke dette er tilfældet kan kursstigningerne være af kortvarig karakter.

Aktierne i Brasilien, Rusland og Indien har fulgt den samme tendens som beskrevet oven for, medens de kinesiske aktier har haft det svært med et 0-afkast målt i DKK. De andre BRIK landes aktier er i kvartalet målt i DKK steget med mellem 13,7% og 15,5%. Baggrunden for den skuffende kursudvikling på de kinesiske aktier er, at udsigterne for den kinesiske økonomi er blevet lidt mere broget. Flere økonomer er begyndt at advare om, at den kinesiske vækstmotor kan være på vej mod en større opbremsning end forventet.

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q1 2012	Afkast i DKK i 2012
Brasilien	Bovespa	13,67%	13,67%
Rusland	Micex	15,46%	15,46%
Indien	Sensex 30	14,48%	14,48%
Kina	Shanghai	0,13%	0,13%

### Obligationsmarkedet

Den stigende risikovillighed blandt investorerne har været en medvirkende årsag til, at renterne er steget på specielt de lange statsobligationer. Afkastet på de fleste danske statsobligationer har i løbet af kvartalet været negative med op til 2%. Det danske statsobligationsindeks EFFAS 1-5 har således realiseret et negativt afkast på -0,39%, medens afkastet på 7% STAT 2024 har været -1,77%.

### Inflationen i Euroområdet



Som det kan ses af ovenstående graf for inflationen i Euroområdet, har inflationen i 1. kvartal 2012 befundet sig omkring et niveau lige over 2,5%. ECB har en målsætning om at holde inflationen omkring de 2%. Det fortsat høje inflationsniveau har også været en medvirkende årsag til, at de lange

obligationsrenter er steget i løbet af det forgangne kvartal, idet forventningen var, at inflationen ville aftage mere, end den gjorde.

## **Valutamarkedet**

Der har også i løbet af det forgangne kvartal været nogle ganske pæne bevægelser på valutamarkedet. Sædvanlig bliver den japanske yen svækket, når aktiemarkedene er stigende, og styrket når aktiemarkedene er faldende. Den japanske yen er da således også blevet svækket med 8,1% i kvartalet over for DKK og euro. Selv om den amerikanske økonomi har overrasket positivt i løbet af 1. kvartal 2012, er den amerikanske dollar over for DKK og euro blevet svækket med 3%. Euroen og DKK er således i 1. kvartal blevet markant styrket over for de 2 store valutaer, yen og amerikanske dollar.

Det er vores vurdering, at den relativt store styrkelse af euroen kan tilskrives flere forhold. Det er dels et udtryk for, at investorerne er blevet mere optimistiske omkring den europæiske gældssituation, dels at de europæiske banker har solgt ud af deres aktiver uden for eurozonen samt nedbragt deres udlån til virksomheder uden for eurozonen, hvorved bankerne trækker kapital hjem til Europa og dermed er med til at styrke euroen. De europæiske banker er i gang med en balancereduktion, og det er, alt andet lige, en lettere opgave at sælge aktiver og få andre banker til at overtage udlån til virksomheder, som er beliggende i de områder i verden, hvor man har de bedste økonomiske udsigter, og det er i Emerging Markets. Vi vurderer, at de europæiske banker i kvartalet har solgt aktiver i Emerging Markets, samt nedbragt deres udlån til virksomheder i Emerging Markets.

## **Den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2012**

### **Europa**

Den økonomiske vækst i Euroland forventes i 1. kvartal 2012, sammenlignet med samme kvartal året før, at have været negativ med 0,3%. Det er på niveau med, hvad mange økonomer ved årets start havde forventet. Men der har været en del frygt for, at det kunne være gået endnu værre, hvis den græske gældsaf tale ikke var blevet godkendt. Der var ved årets start stor frygt for, at den græske stat kunne risikere at gå statsbankerot, men heldigvis blev investorerne enige om at omstrukturere den græske gæld, så vi ikke fik en ny "Lehman Brothers" i form af en ukontrolleret græsk statsbankerot. Men ingen tvivl om at den græske stat ER gået bankerot, og mange investorer, specielt banker, har tabt rigtig mange penge. Det man kan glæde sig over er, at det skete på en kontrolleret måde, således at vi undgik en kædereaktion, der kunne have bragt det finansielle system i fare. Den dårlige nyhed er imidlertid, at den græske økonomi stadig ikke kan stå på egne ben. Det finansielle system har således kun købt sig tid, men tid er i øjeblikket også både en vigtig og kostbar faktor.

Der var ved årets begyndelse en forhåbning om, at inflationen i Europa kunne være hastigt på vej ned og allerede medio 2012 kunne lande på et niveau omkring de 2,0%. Denne forhåbning synes nu at være mere tvivlsom, idet inflationen for marts 2012 viste et niveau omkring de 2,6%. Inflationen er dog fortsat i en nedadgående trend, men den forventes nu først at lande på omkring de 2,0% i løbet af 2. halvår af 2012. Derfor skal man heller ikke forvente yderligere rentenedsættelser fra ECB i denne omgang. ECB har til gengæld lovet, at de ikke i de kommende 3 år vil sætte renten op. Og det er vores forventning, at de vil gøre meget for at holde dette løfte. Der skal sandsynligvis meget markante positive vækst- og inflations forventninger til for, at de vil bryde deres løfte. Det er trods alt ECB's troværdighed, som står på spil. Vi kan derfor indtil ultimo 2014 med stor sandsynlighed forvente et

fortsat meget lavt renteniveau. ECB's løfte er som tidligere omtalt blevet fulgt op af 3 årige faste lån til bankerne på 1%.

## **USA**

De amerikanske nøgletal har i starten af 1. kvartal 2012 overrasket lidt til den positive side, bl.a. blev der skabt lidt flere jobs end forventet, og virksomhederne så lidt mere lyst på fremtiden. Det skabte en stigende tiltro til, at den amerikanske økonomi måske var på vej ind i et selv bærende opsving, og at man endnu en gang kunne rede verdensøkonomien. Imidlertid har de samme nøgletal skuffet en smule igen i slutningen af 1. kvartal 2012. Der tegner sig således stadig et billede af en amerikansk økonomi, hvor den underliggende efterspørgsel er relativt svag (forbrugerne bruger ikke så meget), medens det har været virksomhedernes investeringer, som har overrasket positivt. Samlet set vurderes den amerikanske økonomi i 1. kvartal 2012 sammenlignet med 1. kvartal 2011 at være vokset med omkring 1,8%.

Det som imidlertid er mere positivt for den amerikanske økonomi er, at flere amerikanske virksomheder er begyndt at trække deres produktion tilbage til både USA og de omkringliggende lande (Mexico). Konkurrencefordelen ved at have produktionen i bl.a. Kina er blevet markant lavere, idet lønstigningerne har været ganske store derude. Denne trend kan være en første indikation på, at Kina er ved at miste sin konkurrencefordel over for i første omgang USA.

Der har igen tegnet sig nogenlunde det samme inflationsbillede i USA som i Europa. Således er inflationen også på vej ned i USA, men i et langsommere tempo end forventet ved årets begyndelse. Således viste inflationen i februar 2012 sammenlignet med samme måned året før en stigning på 2,9%, og inflationen forventes i marts 2012 kun at være faldet beskedent.

## **Japan**

Der er fremgang at spore i den japanske økonomi, idet den økonomiske vækst i kvartalet sammenlignet med samme kvartal året før forventes at have været på 1,7%. Men den dårlige nyhed er, at dette er mindre end forventet ved årets begyndelse. Det er bl.a. de store virksomheder, som holder igen med deres investeringer, idet de frygter, at den japanske yen i løbet af 2012 vil blive styrket over for den amerikanske dollar, og dermed forværre de japanske eksportorienterede virksomheders konkurrenceevne. Det er imidlertid ikke sket endnu, tværtimod fremgår det af skemaet på side 1, at den japanske yen i kvartalet er blevet svækket med hele 8% over for euro og ca. 5% over for den amerikanske dollar.

Den japanske økonomi kæmper ikke som alle andre lande mod inflation, men for at få inflation. Derfor satte den japanske centralbank i februar 2012 et mål om i 2012 at få en positiv inflation på 1,0%. Den seneste måling for februar 2012 viste sammenlignet med samme periode året før en stigning på 0,5%. Det bliver interessant at følge, om den japanske økonomi i løbet af 2012 kan undgå at falde tilbage i deflation.

## **BRIC landene**

### *Brasilien*

Den økonomiske vækst i Brasilien er i løbet af 2011 aftaget mere end ønsket. Den økonomiske vækst i 2011 blev på bare 2,7%. Den økonomiske aktivitet forventes i 1. kvartal 2012, sammenlignet med samme kvartal året før, også at have været på et forholdsvist beskedent niveau omkring de 2,5%.

Inflationen har heldigvis været aftagende i løbet af 1. kvartal 2012. Således viste inflationen for februar 2012 sammenlignet med februar 2011 en stigning på 5,85%. Inflationen er hermed kommet inden for den brasilianske centralbanks (BCoB) målsætning om en inflation på 4,5% med et udsvingsbånd på 2% point. Den aftagende inflation har i kvartalet fået BCoB til at nedsætte renten med 1,25% point. Den ledende rente (Selic renten) er nu 9,75%. Og der bør være mulighed for yderligere rentenedsættelser, hvis den økonomiske vækst fortsat skuffer, idet realrenten (renten minus inflationen) stadig er på et meget højt niveau på næsten 4%. Til sammenligning er realrenten negativ med 1-2%, i såvel USA som Europa.

#### *Rusland*

Den fortsat høje oliepris virker understøttende på den russiske økonomi. Således forventes den økonomiske vækst i 1. kvartal 2012 sammenlignet med samme kvartal i 2011 at have ligget på omkring 4,0%. Mange økonomer forventer i 2012 en vækst i niveauet 3,5-4,0%, men holder olieprisen sig på det fortsat høje niveau, kan den økonomiske vækst overraske positivt, og måske nå et niveau omkring de 4,5 - 5,0%.

Inflationen har tidligere været et stort problem i Rusland med et niveau i foråret 2011 i underkanten af 10%. Heldigvis er inflationen aftaget kraftigt siden da, og den er i februar 2012 faldet til bare 3,7%. Inflationen forventes dog at stige igen i løbet af 2012, specielt hvis olieprisen holder sig på et højt niveau.

#### *Indien*

Den økonomiske vækst har i 2011 løbende skuffet. Således blev den økonomiske vækst i 4. kvartal 2011 på bare 6,1% og væksten forventes i 1. kvartal 2012 at have været omkring det samme niveau. Det er betydeligt under de 9%, som Indien i gennemsnit havde i perioden 2003 til 2007. Den indiske økonomi, er noget atypisk i forhold til andre emerging økonomier, idet Indien har haft et relativt stort budgetunderskud. Således forventes budgetunderskuddet i 2011 at have været på op imod 6%. Det er selvfølgelig uholdbart, og der er allerede taget initiativer til besparelser, der kan nedbringe underskuddet. Derfor skal vi sandsynligvis vende os til, at den økonomiske vækst i Indien vil blive lavere end de ca. 9%, som økonomien tidligere voksede med.

Inflationen befinder sig desværre stadig på et relativt højt niveau. Således viste seneste måling for februar 2012 sammenlignet med februar 2011 en inflation på 8,8%. Med et så højt inflationsniveau har den indiske centralbank begrænsede muligheder for at sænke renten fra det nuværende niveau på 8,5%.

#### *Kina*

Kina har fået en skuffende start på 2012. Således har der i 1. kvartal 2012 været en række økonomiske nøgletal fra Kina, bl.a. detailsalg og eksporttal, som har været af skuffende karakter. Den økonomiske vækst vurderes i 1. kvartal 2012 sammenlignet med 1. kvartal 2011 at have været på 8,1%. Den kinesiske regering har fremsat nye vækstmål for de kommende år, og vækstmålet blev ikke overraskende sat ned fra 8,0% til 7,5%. Nedsættelsen af vækstmålet var ventet, men spørgsmålet er, om der er tale om et realistisk vækstmål. Tidligere blev vækstmål anset for meget konservative, og målene blev da også overgået markant. Som beskrevet tidligere under "USA", synes den kinesiske konkurrencefordel på det seneste at være aftaget betydeligt. Er det kinesiske vækst- og eksporteventyr på vej mod enden?

Den kinesiske inflation er aftaget og inflationen faldt i februar 2012 sammenlignet med samme periode året før til bare 3,2%, men desværre er inflationen steget igen i løbet af marts, hvor inflationen blev målt til 3,6%. Hvis inflationen kan holde sig i ro omkring det nuværende niveau, kan det, hvis den

økonomiske vækst aftager yderligere, føre til yderligere lempelser i den kinesiske pengepolitik, både i form af rentenedsættelser og faldende reservekrav til bankerne.

## Samlet omkring den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2012

Væksttopbremsningen har i kvartalet været større end forventet i Emerging Markets og specielt er udviklingen i Kina foruroligende. Hvis ikke landet formår at få gang i eksporten igen, kan vi være på vej mod enden på det kinesiske vækst- og eksporteventyr. I Europa undgik vi katastrofen i form af en ukontrolleret græsk statsbankerot, og væksten har i USA været en anelse bedre end forventet. Samlet set har væksten i verdensøkonomien i kvartalet været beskednen, men ikke mere end forventet. Det er mere udviklingen i de enkelte regioner, som har været lidt overraskende. Er Emerging Markets og Kina i særdeleshed på vej til at miste deres konkurrencefordel, og er specielt USA på vej frem igen? Det er nogle af de tendenser, som vi i 2012 nøje skal følge, idet det kan få betydning for investeringsstrategien.

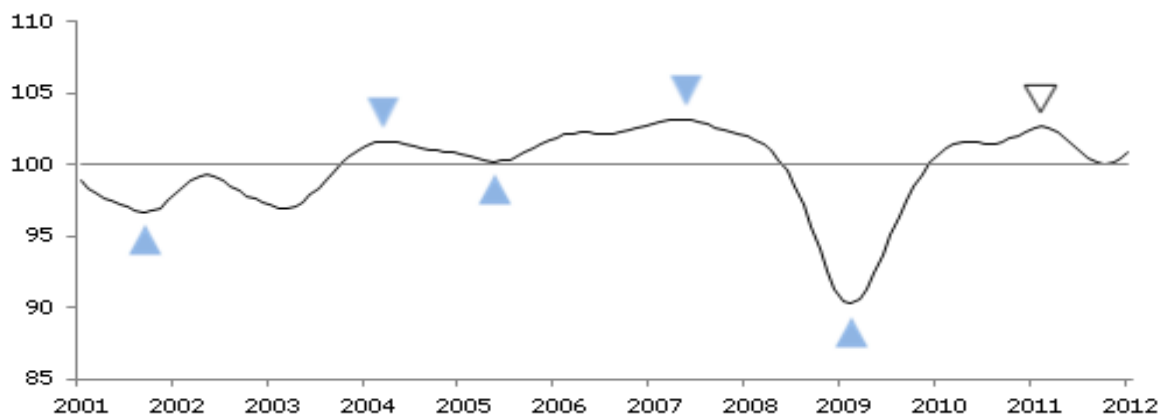
## Forventninger

Økonomiske nøgletal						
	2010r		2011e		2012e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	3,00%	1,60%	1,70%	3,10%	2,20%	2,20%
Euroland	1,80%	1,60%	1,60%	2,70%	-0,20%	2,00%
Japan	4,40%	-0,70%	-0,70%	-0,20%	1,10%	-1,10%
Danmark	1,70%	2,30%	1,00%	2,80%	0,80%	2,00%
Brasilien	7,50%	5,10%	2,70%	6,50%	3,30%	5,40%
Rusland	4,00%	6,90%	4,30%	8,50%	4,50%	5,40%
Indien	9,00%	11,80%	7,10%	9,00%	6,50%	6,50%
Kina	10,30%	3,30%	9,10%	5,30%	8,00%	3,40%

Kilde: Dansk FI

## Økonomi

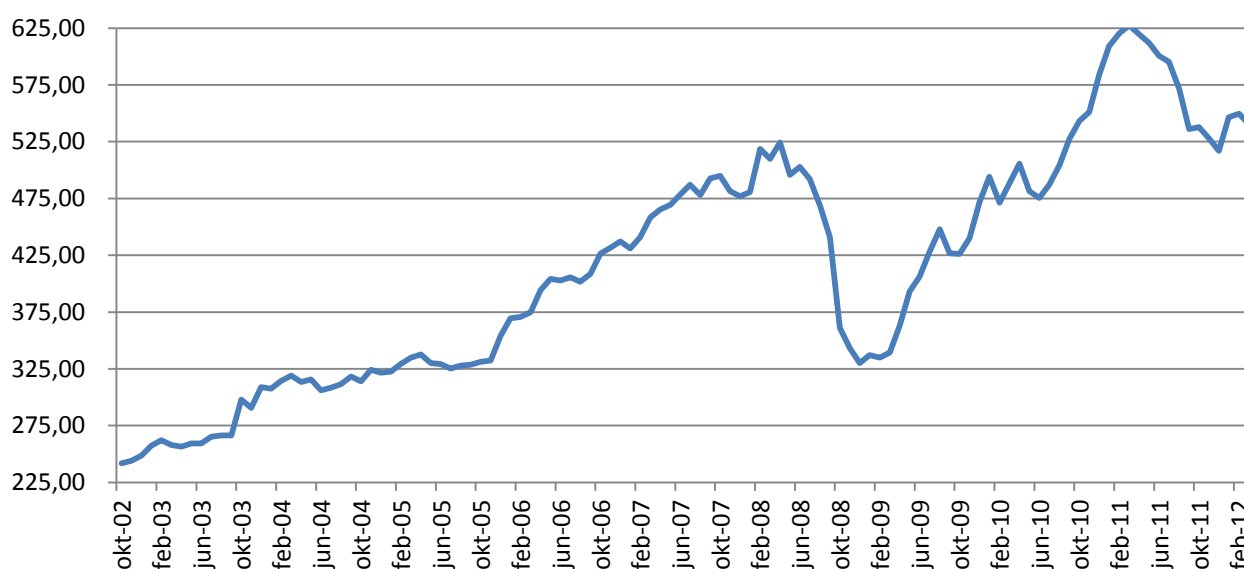
Udviklingen i OECD's leading indicators, som historisk har været en meget god indikator for, hvilken retning verdensøkonomien udvikler sig i, kunne tyde på, at verdensøkonomien er på vej til at få det lidt bedre, idet "kurven", jf. figuren neden for, er vendt fra nedgang til opgang.



Jf. figuren bundede tallene i oktober 2011 og har været svagt stigende siden da, og det har primært været udviklingen i USA, som har trukket fremgangen, medens tallene for Kina stadig peger på nedgang og for Europa generelt udviser en stabilisering. Det man imidlertid skal være opmærksom på er, at udviklingen i aktiekurserne indgår i beregningen af OECD's leading indicators, og aktiemarkederne bundede generelt i oktober og er steget pænt siden da. De amerikanske aktier har været blandt de mest stigende i både 4. kvartal 2011 og i 1. kvartal 2012, medens de kinesiske aktier målt i DKK faktisk faldt lidt i løbet af 4. kvartal 2011 og kun steg beskedent i 1. kvartal 2012. Således afspejler aktiemarkedet udviklingen i kurven "perfekt" eller også er udviklingen i kurven præget af udviklingen i aktiekurserne? Sandheden kan også befinde sig et sted midt i mellem begge muligheder, hvilket vi anser mest sandsynligt. Derfor skal vi være varsom med at tolke for entydigt på OECD's leading indicators, idet kortvarige større udsving i aktiekurserne kan sende falske signaler omkring den faktiske udvikling i økonomien.

*Inflation på vej ned - men i et behersket tempo.*

### CRB Raw Materials i USD



Udviklingen i råvarepriserne, målt ved CRB Raw Materials i USD, faldt, jf. figuren oven for, betydeligt fra foråret 2011 og frem til 4. kvartal 2011, hvorefter priserne har bevæget sig lidt op og ned. Hvis råvarepriserne holder sig omkring det nuværende niveau, vil råvarepriserne gradvist resultere i et aftagende inflationspres, hvorfor inflationen i Europa i løbet af 2. halvår af 2012 kan nærme sig de 2,0%, som er ECB's målsætning, hvilket vil understøtte ECB's handlefrihed, idet det nuværende inflationsniveau er vanskeligt foreneligt med yderligere rentenedsættelser.

*LTRO – er det en genial løsning eller er det en ulv i fåreklæder?*

De finansielle markeder har reageret meget positivt på ECB's tiltag med faste 3 årige udlån til de europæiske banker til 1% i rente. Denne operation er benævnt LTRO (Long Term Refinancing Operation), men er dette tiltag kun at betragte positivt, eller har medaljen også en bagside? Det vil vi belyse indgående, idet tiltaget fra ECB med udlån på 1.000 mia. euro tilsammen i de 2 udførte operationer er markant. Til sammenligning har de krisefonde, som ECB og IMF har sat op for at



imødegå gældskrisen i Sydeuropa "kun" en kapacitet på ca. 800 mia. euro. Så ingen tvivl om, at det er et meget betydeligt beløb, som ECB har sat i spil gennem LTRO, og hele operationen fortjener at blive belyst indgående.

LTRO operationen er sammensat således:

- Det er de respektive nationalbanker i eurolandene, som yder lånene til de enkelte landes banker. De respektive nationalbanker "henter" efterfølgende pengene i ECB. Således hæfter de enkelte lande for deres bankers lån.
- For at få adgang til lånene skal bankerne stille sikkerhed herfor, men det er de enkelte nationalbanker, som bestemmer hvilken sikkerhed, man vil acceptere. Kreditkvaliteten af sikkerhedsstillelsen kan således (og gør det også uden tvivl i praksis) variere meget fra land til land. Det er nærliggende at tro, at kreditkvaliteten er størst i Nordeuropa og lavest i Sydeuropa.

Ovenstående betyder således, at går det galt i banksektoren i lande med store LTRO udlån, så vil det resultere i en stigende statsgæld i disse lande, idet staten hæfter for deres egen nationalbankers udlån. Dermed kan LTRO operationen resultere i en markant forværring af et lands økonomiske situation med en stigende statsgælds til følge, hvis der opstår en bankkrise i landet og de stillede sikkerheder for LTRO lånene ikke er tilstrækkelige.

Hvad kan bankerne bruge LTRO lånene til:

- Der er tale om almindelige lån, dvs. bankerne får tildelt likviditet. Bankernes likviditetsmæssige situation bedres således, og det kan være med til at sikre, at bankerne har tilstrækkelige midler til at klare deres løbende forpligtigelser.
- Pengene kan som udgangspunkt ikke bruges til at forøge bankernes udlån. For at en bank kan låne penge ud, skal banken have stillet risikovillig kapital til rådighed. Den risikovillige kapital, som en bank har til at drive banken for, benævnes basiskapitalen. Basiskapitalen består af en banks aktiekapital + optjent overskud + ansvarlige lån. Det er således basiskapitalens størrelse, som er med til at afgøre, hvad en bank kan låne ud af penge. Og da LTRO ikke påvirker basiskapitalen, kan pengene som udgangspunkt ikke bruges til at forøge bankernes udlån.
- Men når bankerne får pengene fra LTRO operationen, skal de selvfølgelig investeres, når de ikke kan bruges til udlån, medmindre midlerne skal dække en likviditetsforringelse andet steds fra. Hvis en bank investerer pengene i risikofyldte aktiver, eksempelvis aktier, bliver det risikomæssigt betragtet som et udlån. Men bliver pengene investeret i statsobligationer fra eksempelvis Spanien og Italien, bliver dette "bankmæssigt" betragtet som en risikofri investering. Og det er nærliggende at antage, at de enkelte landes nationalbanker vil acceptere deres egne landes statsobligationer som sikkerhed for LTRO lånene, men det er nok tvivlsomt, om den tyske nationalbank (Bundesbank) vil acceptere italienske eller spanske statsobligationer som sikkerhed for et LTRO udlån?
- De 10 årige statsrenter i Spanien og Italien pr. 31.12.2011 var henholdsvis 5,04% og 7,03%. Det vil således været meget nærliggende for en spansk eller italiensk bank at låne til 1% og efterfølgende placere pengene i statsobligationer fra deres eget land. Kan man låne til 1% p.a. og få 5-7% p.a., er der skabt en pengemaskine for banken. Det endda uden at det belaster banken risikomæssigt ifølge lovgivningen. Den mulighed har mange sydeuropæiske banker selvfølgelig benyttet sig af, og det har bl.a. ført til, at den italienske statsrente i 1. kvartal 2012 er faldet fra over 7% til 5,1%. ECB har således også opnået den effekt med LTRO, at presset på de sydeuropæiske statsrenter i 1. kvartal 2012 er aftaget betydeligt, men den underliggende risiko er ikke forsvundet, tværtimod.

LTRO operationen er således med til at sikre, at de enkelte landes banker har rigeligt med penge til at klare den almindelige bankdrift, men det har også ført til, at de spanske banker har købt endnu flere spanske statsobligationer, og at de italienske banker har købt flere italienske statsobligationer. Hermed er balancerne hos de sydeuropæiske banker blevet forøget, og går det galt i Sydeuropa, så kan det nu gå rigtig galt. ECB er helt klar over dette dilemma, men man har tydeligvis vægtet de positive effekter større end de negative.

Det er værd at huske, at LTRO operationen ikke løser problemet i Sydeuropa. Som beskrevet i tidligere Kvartalsrapporter, så er baggrunden for krisen i Sydeuropa, at landene ikke længere er konkurrencedygtige, og ECB's tildeling af billig 3 årig likviditet ændrer ikke herpå. Og de høje statsrenter i Sydeuropa er i høj grad afstedkommet af, at landene, som følge af den manglende konkurrenceevne, har en høj statsgæld og store løbende underskud. At statsrenterne i Sydeuropa kan komme kortvarigt ned via opkøb fra banker, som har lånt via LTRO, det ændrer ikke den fundamentale situation.

De sydeuropæiske lande køber sig kortvarigt tid med LTRO operationen, men landene skal stadig formå at blive konkurrencedygtige, og det er som beskrevet i tidligere kvartalsrapporter en meget tvivlsom proces, uden at de mest udsatte lande får hjælp via en devaluering, hvilket ikke er en mulighed, så længe der kun er én fælles valuta. Prisen for at købe sig den ekstra tid er, at man har skabt nogle større ubalancer i specielt de sydeuropæiske banker, så går det galt, kan det nu gå rigtig galt.

LTRO er efter vores vurdering ikke med til at mindske risikoen, tværtimod er risikoen nu blevet større, for går det galt kan det nu gå rigtig galt. Fremtiden vil vise, om LTRO var en genialitet fra ECB's side eller om det var en ulv i fåreklæder. Den tidligere chef for den tyske nationalbank, Axel Weber, har meget rammende betegnet LTRO operationen som et "designer drug", LTRO er med til at dulme smerterne, men den behandler ikke problemet, og det kan vise sig, at problemet er blevet endnu større, når effekten ophører.

*Hvad betyder ovenstående for investeringsstrategien?*

Vores investeringsstrategi for 2012, som vi præsenterede i den forgangne kvartalsrapport, ændres ikke af ovenstående. Tværtimod er vi blevet endnu mere bekræftet i, "at tålmodighed igen er en dyd i 2012". Der er fortsat mange betydelige risikomomenter i verdensøkonomien, hvorfor man skal passe på ikke at lade sig rive med at kortvarige stigninger på aktiemarkedet skabt af tiltag som LTRO, som kan vise sig at have en meget skadelig effekt, hvis det går galt. Men omvendt skal man også være åbne over for, at specielt den amerikanske økonomi kan være på vej til at overraske positivt og påvirke hele verdensøkonomien i en positiv retning.

For nærværende anbefaler vi dog fortsat en skeptisk tilgang, idet investorerne efter vores vurdering i 1. kvartal 2012 har taget alt for positive briller på og ignoreret, at LTRO operationen også kan have nogle meget skadelige bivirkninger, samt at de underliggende problemer omkring den europæiske gældskrise stadig er uløste og ny uro når som helst kan blusse op.

## **Aktier**

Der er på nuværende tidspunkt ingen grund til at ændre markant på aktiestrategien. Vi anbefaler fortsat at have en undervægt på aktier, men den seneste økonomiske udvikling i USA og Kina gør, at man som investor skal være mere selektiv i sin udvælgelse af aktier fra Emerging Markets og ikke have for stor undervægt på amerikanske aktier.

Selv om det går lidt bedre i amerikansk økonomi og der kan være en stabilisering på vej i den europæiske økonomi, skal man ikke forvente nogen forbrugsfest i disse regioner. Den fremtidige forbrugsstigning vil uden tvivl ske i Emerging Markets, hvor rigtig mange går fra fattigdom til at blive forbrugere i de kommende år. Det er denne trend, som vi ud fra et investeringsmæssigt synspunkt finder interessant, og derfor vil vores investeringsmæssige fokus være rettet mod denne trend. Med den stigende globalisering er det langt fra sikkert, at det er virksomhederne i Emerging Markets, som er de bedste selskaber at investere i. Det kan lige så godt være et europæisk som et amerikansk selskab, som er den bedste investering. Er de amerikanske selskaber ved at genvinde konkurrenceevnen, vil det være oplagt at se på investeringsmuligheder her. Desuden er der en tendens til, at de asiatiske forbrugere gerne vil købe mærkevarer for at bevise, at det går dem godt. Disse mærkevarer (global brands) er ofte produceret af vestlige virksomheder.

## **Obligationer**

Med udsigten til at ECB sandsynligvis ikke sætter renten op i de kommende 3 år, og det nuværende inflationsniveau stort set umuliggør yderligere rentenedsættelser, kan vi som udgangspunkt forvente nogle relativt stabile korte renter. De lange renter er imidlertid væsentligt sværere at forudse. Den nuværende usikkerhed omkring udfaldet af gældskrisen i Europa i kombination med, at de lange renter stadig er på et meget lavt niveau gør, at vi primært stadig anbefaler at investere i obligationer med kort til mellemlang løbetid.

Med det lave renteniveau er det fristende at medtage en andel i virksomheds- og statsobligationer fra højrentelande (som Brasilien og Mexico) i porteføljen. Denne mulighed er vi opmærksomme på, men disse obligationer vil sandsynligvis også falde i værdi, hvis vi får et tilbagefald på aktiemarkedet. Derfor har vi valgt for nærværende at se bort for disse obligationer.

10. april 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.