

Kvartalsrapport

3. kvartal 2012

RESUME

Økonomiske udsigter

Den økonomiske vækst har, selvom der på det seneste spores fremgang, generelt været skuffende i 3. kvartal 2012. Udviklingen på det vigtige amerikanske boligmarked synes at være vendt til fremgang, hvilket i de kommende kvartaler burde bidrage positivt til væksten i den amerikanske økonomi. Samlet set er vi stadig vidne til et svagt og skrøbeligt økonomisk opsving i verdensøkonomien. Derfor er det lidt paradoksalt, at aktier og andre risikofyldte aktiver er steget pænt, idet den økonomiske vækst generelt har skuffet. Årsagen til kursstigningerne er sandsynligvis et udtryk for, at de lave renter giver investorerne mod på større risikovillighed. Den kommende Nationalbankdirektør, Lars Rohde, er i lighed med os nervøse for, at den seneste tids udvikling er uholdbar og udtalte til Børsen: "Det helt store problem er, at de lave renter risikerer at sende investorer i retning af meget risikofyldte aktiver og værdipapirer. Det er den situation, der kan skabe nye bobler på de finansielle markeder".

Vi anbefaler, at investorerne i den kommende periode fører en kapitalbeskyttende strategi og i stedet for at skrue op for risikovilligheden, accepterer et lavt men mere sikkert afkast.

Aktiemarkedet

Vi foretrækker selskaber, som har en pæn del af deres aktiviteter rettet mod de mange nye forbrugere, der kommer til i Emerging Markets i de kommende år som følge af, at levestandarden gradvist bedres og en stor andel af befolkningen går fra fattigdom til at blive forbrugere.

Obligationsmarkedet

Vi er af den opfattelse, at investorerne undervurderer inflationsrisikoen, og at det nuværende renteniveau er kunstigt lavt. På den baggrund foretrækker vi primært placeringer i korte obligationer med fast rente og i obligationer med en variabel rente.



FORMUE- & INVESTERINGSPLEJE A/S
Fondsmæglerselskab

Udvikling i 3. kvartal 2012					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2012
	29.06.12	28.09.12			
OMX CGI	521,37	573,88	52,51	10,07%	25,86%
OMX C20*	446,04	493,22	47,18	10,58%	26,48%
MSCI World All Countries	1.065,29	1.127,38	62,09	5,83%	8,43%
MSCI USA*	7.662,09	7.927,55	265,46	3,46%	15,01%
MSCI Europa*	7.398,48	7.823,77	425,29	5,75%	8,46%
MSCI Japan*	12.580,28	12.076,89	-503,39	-4,00%	0,52%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2012
	29.06.12	28.09.12			
Rente på indskudsbeviser	0,05	-0,20	-0,25	-0,05%	0,08%
5% STAT 2013	-0,17	-0,04	0,13	-0,07%	0,28%
4% STAT 2015	0,17	0,05	-0,12	0,37%	1,25%
7% STAT 2024	1,70	1,43	-0,27	2,79%	5,19%
4% NYK 2044	3,94	3,84	-0,10	1,98%	5,16%
EFFAS 1-5**				0,13%	0,78%
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2012
	29.06.12	28.09.12			
USD/DKK	5,90	5,77	-0,13	-2,27%	0,36%
EUR/DKK	7,43	7,46	0,03	0,40%	0,40%
JPY/DKK	0,074	0,073	-0,001	-1,35%	-1,35%

Udviklingen på de finansielle markeder i 3. kvartal 2012

Aktiemarkedet

Der har generelt været en positiv stemning på aktiemarkederne i løbet af det forgangne kvartal. Således er det danske aktieindeks OMX C20 steget med hele 10%, medens MSCI World og Europa er oppe med knap 6% og de amerikanske aktier målt ved MSCI USA i DKK med 3,5%. Det er kun de japanske aktier målt ved MSCI Japan i DKK der, med et fald på 4%, har givet et negativt afkast i 3. kvartal 2012.

Det er lidt paradoksalt, at aktierne er steget i løbet af 3. kvartal, idet den økonomiske vækst i stort set alle regioner faktisk har skuffet. Årsagen til kursstigningerne er sandsynligvis et udtryk for, at de lave renter giver investorerne mod på større risikovillighed, og at de er af den overbevisning, at de mange tiltag fra centralbankernes side vil resultere i et snarligt økonomisk opsving. Dårlige økonomiske nøgletal er blevet mødt med en tilsvarende forventning fra investorenes side om, at så kommer der "bare" flere hjælpeprogrammer fra centralbankernes side, som sikrer et økonomisk opsving. Og centralbankerne har også leveret varen, idet ECB (europæiske centralbank) har sagt, at de vil købe ubegrænset op i statsobligationer fra de sydeuropæiske lande med en løbetid op til 3 år, hvis ikke renten kommer ned der. I USA har den amerikanske centralbank sagt, at den, for at tvinge boligrenterne ned, hver måned vil købe for 40 mia.USD amerikanske realkreditobligationer. Også den japanske centralbank har iværksat et likviditetsfremmende opkøbsprogram. De finansielle markeder er således i den seneste tid blevet oversvømmet med likviditetsløfter.

Det springende punkt er som altid, om disse tiltag vil føre til et økonomisk opsving, og om der er risici forbundet med tiltagene? Der er typisk en bagside ved medaljen, og det har vores kommende Nationalbankdirektør, Lars Rohde, beskrevet meget rammende i en artikel i Dagbladet Børsen, hvor han påpeger, at netop denne politik kan føre til nye bobler og risici. Det paradoksale er ifølge artiklen, at baggrunden for den nuværende krise var en kombination af rigelig og billig likviditet i perioden op til Finanskrisens udspring i efteråret 2008, og nu forsøger centralbankerne at bekæmpe krisen med de samme ingredienser (rigelig og billig likviditet). Denne problemstilling vil vi behandle uddybende senere i Kvartalsrapporten, men vi kan konkludere, at aktiemarkedet har valgt den positive tilgang med en stærk tiltro til, at der snart kommer et selv bærende økonomisk opsving.

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q3 2012	Afkast i DKK i 2012
Brasilien	Bovespa	6,39%	-3,25%
Rusland	Micex	7,95%	12,43%
Indien	Sensex 30	11,94%	23,98%
Kina	Shanghai	-5,91%	-0,27%

Der har også været positive afkast, målt i DKK, på aktieindeksene i 3 ud af de 4 BRIC lande. Det er kun det kinesiske aktiemarked, som har oplevet en tilbagegang med et negativt afkast på knap 6%. Den økonomiske opbremsning i Kina har været større end forventet. Kina har imidlertid ikke iværksat samme kraftige vækstfremmende tiltag som andre lande, hvorfor investorerne har valgt at handle aktiekurserne ned.

Obligationsmarkedet

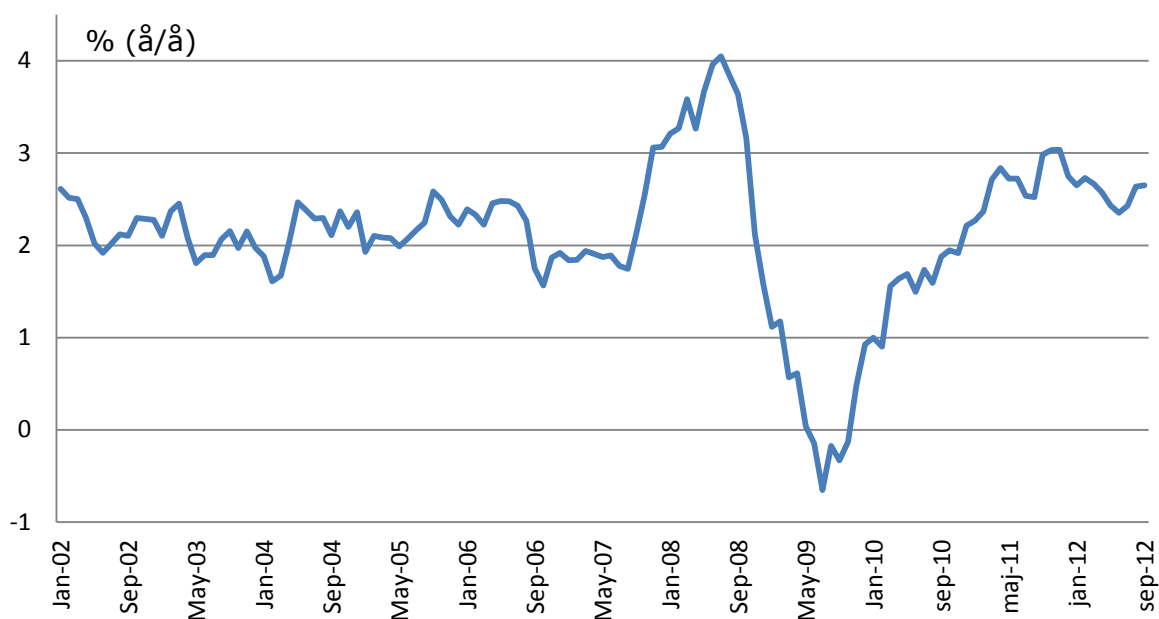
Som følge af en styrkelse af den danske krone over for euroen, valgte Nationalbanken i starten af juli at nedsætte renten på indskudsbeviser med 0,25% point til -0,20%. Det koster nu penge at sætte penge i Nationalbanken! Baggrunden for at den danske krone blev kraftigt styrket over for euroen var, at mange investorer frygtede et eurokollaps hen over sommeren, hvorfor de valgte at placere pengene i en valuta (DKK), som på den ene side kunne forventes at blive styrket over for de enkelte eurolandes nye valutaer, hvis euroen blev sprængt, og på den anden side kunne følge euroen, hvis den ikke blev sprængt, som tilfældet blev, idet DKK i så fald ikke ville falde meget i kurs over for euro. Derfor var en placering i danske kroner et ”billigt bet” på et eurokollaps. Der var sandsynligvis høj gevinst ved et eurokollaps og beskedent tab, hvis dette ikke skete. Derfor var der i denne periode ekstraordinær stor efterspørgsel efter danske statspapirer. Som bekendt kollapsede euroen ikke, og den danske krone er nu blevet svækket over for euro, men Nationalbanken har indtil videre valgt at fastholde den negative rente. Medmindre der inden for en overskuelig fremtid igen kommer Euro-uro, forventes renten snart at blive sat op igen.

De ekstraordinære rentebestemmelser har resulteret i et negativt afkast på 0,07% i 3. kvartal på den korte statsobligation 5% STAT 2013, medens der har været positive afkast på de lange stats- og realkreditobligationer, som i højere grad har reageret positivt på de svage økonomiske nøgletal for såvel den danske som den europæiske økonomi. Således er der realiseret et positivt afkast på 2,79% på 7% STAT 2024, medens 4% NYK 2044 har givet et positivt afkast på 1,98%.

Inflationsudviklingen i euroområdet har i det forgangne kvartal vist en kedelig tendens, idet inflationen er steget fra 2,4% p.a. for juni til senest 2,7% p.a. for september måned sammenlignet med tilsvarende måneder året før. Det er i høj grad de høje fødevarerpriser og olieprisen, der er steget omkring 15%,

som er stærkt medvirkende til det stigende inflationspres. ECB har en målsætning om en inflation i niveauet 2,0%. Det nuværende inflationsniveau er således en kende højere end ECB's målsætning. På nuværende tidspunkt er krisen i de sydeuropæiske lande altafgørende for ECB's rentebeslutninger, hvorfor renten forventes at blive fastholdt på det nuværende meget lave niveau, men holder det nuværende inflationsniveau, kan det på lidt længere sigt give udfordringer og resultere i hurtige og kraftige rentestigninger. Men markedsrenterne og specielt de lange obligationsrenter kan, hvis investorerne mister tilliden til, at centralbankerne kan holde inflationen på et lavt niveau, reagere med pæne rentestigninger som konsekvens, før der kommer en løsning på eurokrisen.

Inflationen i Euroområdet



Kilde: Eurostat

Henset til at de lange renter efter vores vurdering ligger på et meget lavt niveau, har vi valgt ikke at investere i lange obligationer. Og husejere bør efter vores vurdering overveje at optage 30 årige fastforrentede lån. Den effektive rente på 3,5% NYK 2044 er 3,66% ved en kurs omkring de 98,25, hvilket vi anser som en særdeles lav rente - specielt fordi det ikke kan afvises, at der kan komme rentestigninger i kølvandet på en løsning af eurokrisen, eller hvis investorerne mister tilliden til centralbankernes evne til at styre inflationen.

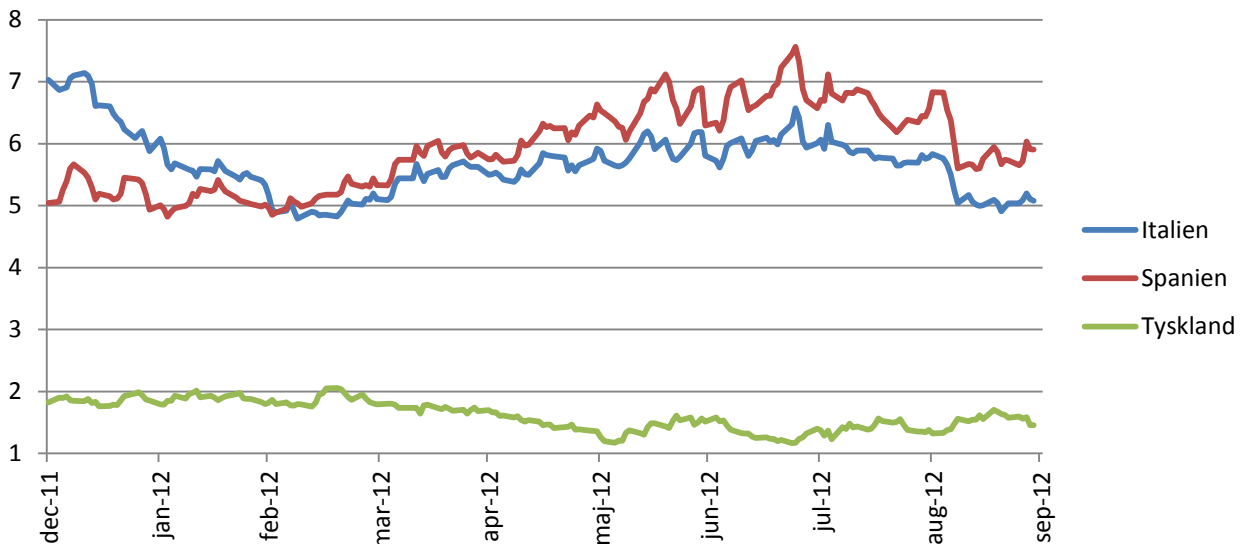
Valutamarkedet

Med ECB's udmelding om at de vil gøre, hvad der skal til for at redde euroen, og at de er parate til at købe ubegrænset op i statsobligationer med en løbetid under 3 år fra de sydeuropæiske lande, blev eurokollapset undgået - i hvert fald i denne omgang. Derfor blev euroen og danske kroner i kvartalet styrket med omkring 1-2% over for såvel den japanske yen som den amerikanske dollar. Den danske krone blev imidlertid svækket over for euroen, idet en euro kostede 7,43 DKK i starten af kvartalet mod 7,46 DKK i slutningen af kvartalet.

Den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2012

Europa

Der har i kvartalet været stor fokus på renteutviklingen på statsobligationerne fra de sydeuropæiske lande. Investorerne har frygtet, at ECB ikke kunne blive enige om, hvad der skulle gøres for at bringe statsrenterne i Sydeuropa ned, og at det potentielt kunne føre til et kollaps af euroen. ECB har imidlertid været ude at sige, at den ville gøre hvad der end skulle til for at redde euroen, og tvinge statsrenterne i de sydeuropæiske lande ned. Således meddelte ECB i starten af september, at den ville købe ubegrænset op af statsobligationer med en løbetid under 3 år fra de sydeuropæiske lande, hvis ikke statsrenterne faldt til et mere tåleligt niveau. Denne markante udmelding har fået statsrenterne til at falde mærkbart i Sydeuropa, også på de 10 årige statsobligationer. Som det kan ses af nedenstående graf, faldt renten på den 10 årige spanske statsobligation umiddelbart fra et niveau omkring de 7% til omkring 5,75%, medens den tilsvarende italienske statsrente faldt fra knap 6% til omkring 5,0%. Derimod steg de tyske statsrenter en anelse oven på ECB's udmelding i starten af september. Investorerne har således (i hvert fald indtil videre) valgt at tro på, at ECB vil sætte handling bag ordene, hvis ikke statsrenterne i Sydeuropa blev handlet ned.



Kilde: Bloomberg

Der har også været en vigtig kendelse i den Tyske Højesteret i løbet af september. Retten skulle tage stilling til, om det var lovligt, at Tyskland deltog i den fælles redningsfond ESM. Henset til at Tyskland er den vigtigste kreditgiver i ESM og EU's vigtigste økonomi, ville det være en katastrofe for euroen, hvis ikke Tyskland måtte deltage. Den Tyske Højesteret fandt, at Tyskland kunne deltage i ESM, men det skulle være på baggrund af kendte beløbsstørrelser, som i forvejen var godkendt i det tyske parlament (Bundestag). Det vigtigste var i første omgang, at Tyskland måtte indgå i ESM, så hermed var euroen i denne omgang reddet, men det er absolut værd at bemærke betingelsen om, at Tyskland ikke må udstede "blankochecks", idet beløbsstørrelsen i forvejen skal være godkendt i Bundestag! Den Tyske Højesteret skal senere på året tage stilling til, om ECB's nyligt varslede opkøbsprogram med ubegrænset opkøb af statsobligationer med en løbetid under 3 år strider mod den tyske forfatning. Med seneste kendelse in mente, vil det ikke være utænkeligt, at den Tyske Højesteret finder konstruktionen ulovlig og at der også her skal sættes beløb på, som skal være godkendt af Bundestag. Interessant er det i øvrigt, at det tyske medlem af ECB faktisk stemte imod det nye opkøbsprogram.

Den realøkonomiske udvikling i Europa i kvartalet har ikke været særligt opløftende. Væksten i eurozonen forventes at have været negativ med en vækst omkring de -0,5% p.a. Inflationen har som tidligere nævnt desværre vist en stigende tendens, fra et niveau omkring de 2,4% p.a. i starten af kvartalet til et niveau omkring de 2,7% p.a. i slutningen af kvartalet, hvilket er en del over ECB's målsætning omkring et niveau lige under de 2,0% p.a. Selv om ECB på nuværende tidspunkt næsten udelukkende er fokuseret på at løse gældskrisen i Sydeuropa, bl.a. ved at fastholde den meget lave rente, giver den seneste inflationsudvikling uden tvivl panderynker hos nogle af medlemmerne og i særdeleshed hos de tyske, så vi skal ikke umiddelbart forvente yderligere rentenedsættelser, medmindre inflationen aftager igen, eller at gældskrisen tiltager markant i styrke.

USA

Den amerikanske økonomi har i de seneste måneder været svagere end forventet. Således viste væksten kun at have været på 1,3% p.a. i andet kvartal 2012 sammenlignet med samme kvartal året før, mod ellers først antaget en vækst i niveauet 1,7% p.a. Den økonomiske vækst forventes i 3. kvartal at være tiltaget en anelse til omkring 1,6% p.a. Den relativt svage vækst fik den amerikanske centralbank (Fed) til at nedjustere vækstforventningerne. Der forventes nu en vækst i den amerikanske økonomi i 2012 på mellem 1,7 - 2,0% mod et tidligere forventet niveau på 1,9 - 2,4%.

Det er imidlertid meget positivt, at det ser ud som om, der er sket en vending på det amerikanske boligmarked, idet byggeriet og salg af huse igen er stigende og det endda til højere priser. Fortsætter dette, bør det fremadrettet påvirke den amerikanske økonomi i positiv retning.

De stigende oliepriser og i særdeleshed de høje fødevarerpriser har resulteret i en stigende inflation. Inflationen er steget fra 1,4% p.a. i juni 2012 til senest 1,7% p.a. i august sammenlignet med de tilsvarende måneder året før.

Japan

Udviklingen i den japanske økonomi har på det seneste skuffet. Således var det forventet, at den japanske økonomi var vokset med 1,4% p.a. i 2. kvartal 2012 sammenlignet med samme kvartal året før, men det viste sig, at vækstraten kun havde været det halve, idet væksten kun landede på 0,7% p.a. Og væksten forventes at være gået helt i stå i 3. kvartal 2012 sammenlignet med 3. kvartal 2011, idet vækstniveauet forventes at have været tæt på 0,0%.

Den japanske økonomi er desværre røget tilbage i deflation, idet den seneste inflationsopgørelse viser en negativ inflation på 0,4% p.a.

BRIK landene

Brasilien

Den økonomiske aktivitet er i løbet af 2012 gradvist steget i Brasilien. Således forventes væksten sammenlignet med de samme kvartaler året før at have været på 0,8% p.a. i 1. kvartal 2012, 1,2% p.a. i 2. kvartal og 1,8% p.a. i 3. kvartal. Men den gradvist stigende vækst er ikke kommet af sig selv, men er resultatet af markante tiltag fra både den brasilianske centralbanks (BCoB) og regeringens side. Således har BCoB i 3. kvartal 2012 reduceret renten med yderligere 1% point, således at den ledende rente (Selic renten) nu er 7,5%, hele 5% point under niveauet medio 2011. Også finanspolitikken er blevet lettet. Der er bl.a. blevet tilbudt billige lån fra statsfonde, bilsalget er blevet stimuleret og

elektricitetsskatten er blevet reduceret. Der er således gjort meget penge- og finanspolitisk for at imødegå den relativt store opbremsning, der er sket i brasiliansk økonomi.

Baggrunden for at BCoB har kunnet iværksætte så store rentenedsættelser er, at den brasilianske inflation har været aftagende og nu ligger inden for den målsætning, som BCoB har for inflationen. Målsætningen er en inflation i et niveau mellem 2,5% og 6,5%, og den seneste måling for inflationen viser en stigning på 5,24% p.a. for august måned 2012 sammenlignet med august 2011. De stigende fødevarer- og energipriser kan i de kommende måneder imidlertid give et opadgående pres på inflationen, hvilket kan begrænse evt. yderligere rentenedsættelser fra BCoB.

Rusland

Den økonomiske vækst i Rusland har som resultat af et højt statsligt forbrug i starten af året holdt sig på et relativt højt niveau. I takt med at Staten har nedbragt forbruget, er den økonomiske vækst aftaget. Væksten forventes sammenlignet med de samme kvartaler året før at have været på 3,6% p.a. i 3. kvartal 2012 mod 4,9% i 1. kvartal 2012. Væksten i 3. kvartal må trods alt betragtes som en relativ pæn vækst, sammenlignet med væksten i andre regioner.

De stigende fødevarer- og energipriser har desværre påvirket inflationen relativt meget med en stigning til 5,9% i august 2012 sammenlignet med august 2011. Til sammenligning var inflationsniveauet i maj 2012 kun på 3,6% p.a. sammenlignet med samme måned året før.

Indien

Efter en skuffende økonomisk start på året har den økonomiske vækst i Indien i løbet af 2. og 3. kvartal 2012 været svagt stigende, hvor væksten forventes at have været på 5,7% p.a. i 3. kvartal 2012 sammenlignet med samme kvartal året før.

De stigende fødevarerpriser lægger et opadgående pres på inflationen, hvorfor denne igen har været stigende i løbet af 3. kvartal 2012. Inflationen var i august 7,55% sammenlignet med august måned 2011. Fødevarerinflationen i august 2012 var på over 9% og bidrager således til at trække det samlede inflationsniveau pænt op.

Kina

Den økonomiske opbremsning i Kina har været større end forventet. Således forventes væksten i 3. kvartal 2012 at være faldet til et niveau omkring 7,3% p.a. sammenlignet med 3. kvartal 2011. Vækstniveauet er nu under Kina's officielle vækstsmål på 7,5%. Baggrunden for den aftagende økonomiske vækst er dels, at kineserne tidligere har indført vækstdæmpende tiltag såsom en markant forhøjelse af bankernes reservekrav. Disse tiltag har kineserne kun i begrænset omfang slækket på igen, dels at den kinesiske konkurrenceevne er aftagende grundet de seneste års meget høje lønstigninger, hvilket har resulteret i en skuffende eksport. Opbremsningen i den kinesiske økonomi er således resultatet af en blanding af selvvalgte beslutninger og en forværret konkurrenceevne. Kineserne har således mulighed for at stimulere deres økonomi, hvis de ønsker dette, men de vil nok være varsomme med at gøre dette for aggressivt, medmindre væksten falder mærkbart, idet kineserne er bange for at skabe for store bobler i økonomien, og i særdeleshed på boligmarkedet, som kan resultere i en større finansiel krise på et senere tidspunkt.

Inflationen i Kina er på det seneste faldet markant, idet inflationen for august 2012 viser en beskedent stigning på blot 2,0% p.a. sammenlignet med august 2011. Vi forventer, at inflationen som følge af de høje fødevarer- og energipriser i de kommende måneder vil tiltage igen.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2012

Den økonomiske vækst har generelt været skuffende i 3. kvartal 2012, selvom der spores en fremgang mod slutningen af kvartalet. Udviklingen på det vigtige amerikanske boligmarked synes at være vendt til fremgang, hvilket fremadrettet burde bidrage positivt til væksten i den amerikanske økonomi. Samlet set er vi fortsat vidne til et svagt og skrøbeligt økonomisk opsving i verdensøkonomien.

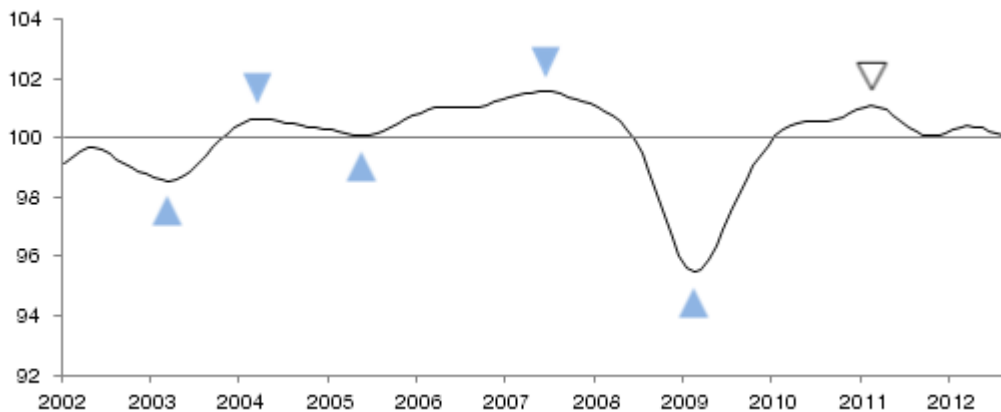
Forventninger

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

Kilde: Dansk FI

Økonomi

Ifølge OECD's leading indicators, jf. grafen på næste side, der historisk har været en god indikator for udviklingen i verdensøkonomien, er der ikke noget der tyder på, at det økonomiske opsving skulle være på vej til at tiltage i styrke, tværtimod peger pilen svagt nedad igen. Det skal imidlertid bemærkes, at de nyeste underliggende data er for august måned 2012, og andre og nyere data, bl.a. indkøbschefernes forventningsindeks fra flere lande, herunder også i USA, peger på, at der i løbet af september måned er kommet lidt mere gang i hjulene igen. Vi har i de senere år generelt set en økonomisk cyklus, hvor der kommer tilbagegang hen over sommeren, og hvor aktiviteten igen stiger fra sensommer/efteråret. Derfor vil det være meget forventeligt, hvis aktiviteten begynder at tiltage igen, men det bekymrende er, at det ser ud til, at aktivitetsfremgangen kommer senere i år, og også umiddelbart virker svagere end i de foregående år.



Kilde: OECD

Vi går et spændende 4. kvartal i møde med mange vigtige begivenheder, og investorerne tror på positive udfald

Der er rigtig mange spændende begivenheder, som i 4. kvartal 2012 kan få meget afgørende betydning for udviklingen på de finansielle markeder:

- Topmøde i EU hvor strukturen for det fremtidige EU skal diskuteres. Kan politikerne blive enige om mere integration og fælles bankunion?
- Trojkaen fremlægger rapporten omkring græsk økonomi - lever grækerne op til forventningerne, således at de kan fortsætte med at få økonomisk hjælp?
- Amerikansk præsidentvalg og valg til Kongressen.
- Kan de amerikanske politikere blive enige om et nyt budget, således at de indbyggede økonomiske budgetstramninger for 2013 kan blive udskudt? Hvis ikke ryger amerikansk økonomi i starten af 2013 tilbage i recession.
- Tysk Højesteret skal tage stilling til om ECB's ubegrænsede opkøb af statsobligationer med en løbetid under 3 år er lovlig i henhold til tysk lovgivning.
- Delstatsvalg i Spanien - kan det resultere i mere social uro og spansk modvilje mod yderligere økonomiske besparelser?

Der er således mange vigtige politiske beslutninger, som i løbet af 4. kvartal 2012 markant kan påvirke den økonomiske udvikling. I Europa er det særdeles vigtigt, at politikerne formår at blive enige om og kan fremlægge en troværdig plan for, hvordan EU skal udvikle sig. Det vil efter vores vurdering betyde, at der skal arbejdes hen imod Europas Forenede Stater med et fælles budget, som de enkelte lande skal leve op til. I den sammenhæng vil etablering af en fælles bankunion være et naturligt skridt på vejen. Den europæiske centralbank har med dens markante tiltag "købt tid", men den har ikke løst gældskrisen, hvilket heller ikke er dens opgave! Det er op til de europæiske politikere at løse krisen, og i den forbindelse er det meget vigtigt, at politikerne på det kommende topmøde den 18. og 19. oktober kan demonstrere enighed og vilje. Hvis ikke de formår at udvise enighed og beslutsomhed, er der stor risiko for, at investorerne igen begynder at tvivle på europrojektets bæredygtighed, hvilket kan resultere i en opblusning af gældskrisen med stigende sydeuropæiske renter som konsekvens.

Det amerikanske præsidentvalg og i særdeleshed finanslovsforhandlingerne skal denne gang følges med ekstra stor opmærksomhed. De amerikanske politikere vedtog sidste år en lov som indebærer, at der automatisk skal iværksættes en række markante besparelser, hvis ikke demokraterne og republikanerne kan blive enige om en ny finanslov. Det drejer sig samlet om 500 mia. USD i besparelser og tilbagelukkede skattelettelser, der vil blive strammet op med fra starten af 2013, hvis ikke politikerne når

at blive enige om en ny finanslov forinden. Beløbet er så voldsomt, at den amerikanske økonomi med meget stor sandsynlighed i 1. kvartal af 2013 vil ryge i recession, hvis der ikke opnås enighed. Politikerne bør kunne blive enige, men der er en vis risiko for, at det ikke sker, idet den nye kongres først indsættes den 3. januar og den nye præsident først den 20. januar. Perioden fra præsident- og kongresvalget i november og frem til den 20. januar kaldes i USA for "lame duck" perioden, hvor der er en række politikere og evt. en præsident, der skal udskiftes, hvorfor der ofte ikke træffes beslutninger af væsentlig karakter. Derfor kan det ikke udelukkes, at der ikke inden nytår opnås enighed om en ny finanslov.

I såvel Spanien som i Portugal og Grækenland har der på det seneste været en lang række folkelige protester mod de markante besparelser, som rammer landenes indbyggere. Der har været tiltag til en decideret social uro, og det kan absolut ikke udelukkes, at der i de kommende måneder, i takt med at der indføres flere besparelser, kan komme yderligere og forstærket uro. Risikoen for social uro må ikke undervurderes, og det kan få politikerne i de respektive lande til at træffe nogle beslutninger, som kan få gældskrisen til at blusse op igen.

Er investorerne blevet for risikovillige?

I takt med at centralbankerne i de vestlige lande har sænket renten til et niveau tæt på 0, og samtidig har indikeret, at de vil fastholde renten på dette lave niveau de næste 2-3 år, har det fået renteniveauet i de fleste lande til at falde til rekordlave niveauer, både hvad angår den korte og den lange rente. Det har betydet, at obligationsinvestor nu må affinde sig med et rekordlavt forventet afkast på obligationer. Eksempelvis er den effektive forrentning på en dansk realkreditobligation med udløb i 2015 under 0,70% p.a.! Og med et inflationsniveau på over 2%, vil investor være sikker på at få udhulet sin købekraft ved at investere i en sådan realkreditobligation. Investorerne står således i det dilemma, at enten skal de vælge at få udhulet deres købekraft, eller også skal de prøve at finde andre alternativer at investere i, og disse alternativer vil uden tvivl være mere risikobetonede. Investorerens dilemma er derfor enten at acceptere et lavt afkast eller påtage sig en større risiko.

Baggrunden for den nuværende krise skyldes i høj grad, at bankerne havde tilgang til rigelig og billig likviditet, som de lånte til investorer med en lav grad af kreditsikkerhed og til en lav rentemarginal. Dette skabte en boble på finansielle aktiver, hvor det i særdeleshed var ejendomspriserne, der steg uforholdsvist meget. I forsøget på at løse krisen har centralbankerne valgt den samme medicin, som var årsag til krisen, nemlig en kombination af rigelig og billig likviditet! Forskellen denne gang er imidlertid, at bankerne ikke har mulighed for/råd til at låne penge ud, hvorfor der ikke ses en kraftig udlånsvækst i banksektoren som følge af de lave renter, men det er almindelige investorer, som kaster sig ud i mere risikable investeringer såsom aktier og virksomhedsobligationer. Spørgsmålet er, om vi nu er i gang med at skabe endnu en boble på de finansielle markeder, hvor private investorer påtager sig en væsentlig større risiko i deres investeringer, end der oprindeligt var tilsigtet? Vores kommende Nationalbankdirektør, Lars Rohde, frygter netop dette, og har i en tidligere omtalt artikel i Børsen den 20. september 2012 bl.a. udtalt: "Det er spørgsmålet om vi netop nu er i gang med at opbygge nye bobler på både aktie- og obligationsmarkedet som følge af den lette og billige kredit", "Det helt store problem er, at de lave renter risikerer at sende investorer i retning af meget risikofyldte aktiver og værdipapirer. Det er den situation, der kan skabe nye bobler på de finansielle markeder". Og fænomenet er ikke et isoleret dansk fænomen, men et globalt!

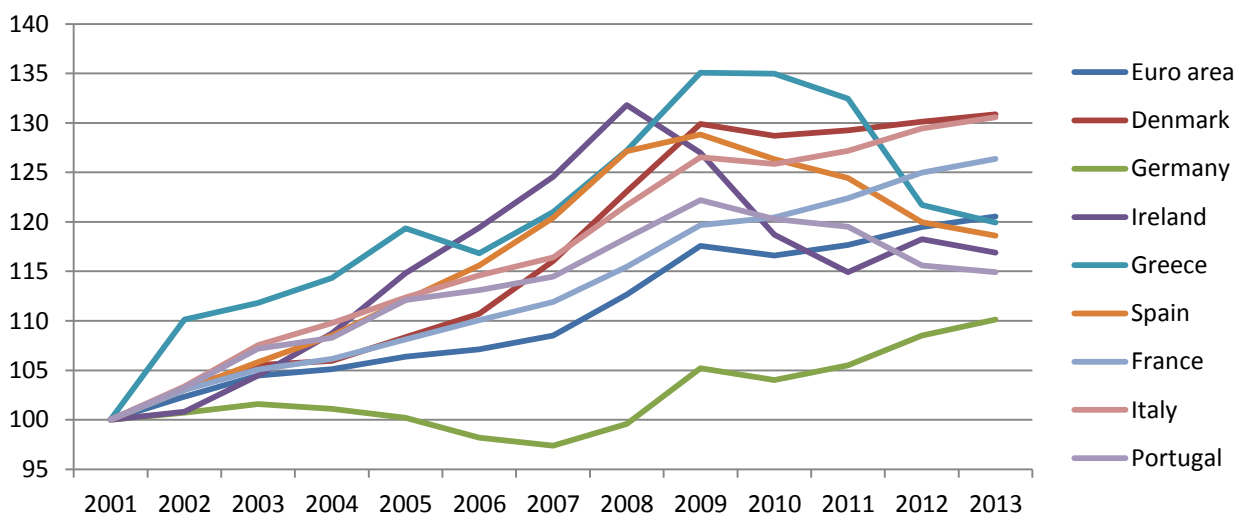
Vi er meget på linje med Lars Rohde, hvilket vi også har indikeret i de seneste kvartalsrapporter. Vi har ofte hørt det argument, at aktier og virksomhedsobligationer synes meget attraktive set i forhold til almindelige obligationer, men det investorer overser er, at obligationskurserne kan være kunstigt høje som følge af et ekstraordinært lavt renteniveau? Kommer der en større stigning i de lange

obligationsrenter, enten som følge af en stigende inflation, en løsning af gældskrisen eller en generel manglende tiltro til den langsigtede økonomiske politik, kan det pludselig vise sig, at de risikofyldte aktiver såsom aktier og virksomhedsobligationer ikke længere er så billige, som først antaget.

Vi vurderer, at obligationskurserne for tiden er kunstigt høje med de største risici på de lange obligationer, hvorfor vi foretrækker at investere i korte obligationer. Vi betragter vores investering i korte obligationer som ”en parkeringsplads”, hvor formålet er at beskytte formuen, hvis der pludselig skulle ske større kursfald på aktier, virksomhedsobligationer og lange obligationer. Hvis sidstnævnte indtræffer, har vi således mulighed for at kunne udnytte kursfaldene til at købe op på mere attraktive niveauer. Vi tror, at et godt afkast på 2-3 års sigt i øjeblikket primært skal sikres via en beskyttelse af formuen, således at der på et tidspunkt kan købes op i mere risikofyldte aktiver på lavere kursniveauer. Og som tidligere beskrevet, er der mange begivenheder, der i den kommende tid kan udløse betydelige kursfald. Vi deler således ikke den optimisme, der i 3. kvartal har været gældende på de finansielle markeder.

Har Tyskland accepteret et højere inflationsniveau som en del af planen til løsningen af Gældskrisen?

Når det gælder udviklingen i produktiviteten i de enkelte lande i euroen, er der ingen tvivl om, at Tyskland skiller sig meget positivt ud med en markant konkurrencefordel, medens de sydeuropæiske lande og i særdeleshed Grækenland halter gevaldigt efter gennemsnittet. Vi har tidligere præsenteret dette med en vurdering af udviklingen i ”unit labor cost” (hvad det koster at producere en vare i de enkelte lande – altså enhedslønomkostningerne). Udviklingen i enhedslønomkostningerne skal i Euroland vise en mere ensartet udvikling, hvis der i de enkelte eurolande skal opnås en mere ensartet økonomisk udvikling.



Kilde: Eurostat

Der er ingen tvivl om, at omkostningerne skal ned i de sydeuropæiske lande, hvilket de også er godt hjulpet på vej til med de annoncerede lønreduktioner i landene, men tilnærmelsen kan også ske ved, at de tyske lønomkostninger stiger. Sidstnævnte er allerede i gang, idet der i 2012 har været nogle relativt store lønstigninger i Tyskland. Det bør understøtte privatforbruget i Tyskland, men det vil også lægge et opadgående pres på priserne. Det kan være et forvarsel om, at Tyskland har accepteret en vis stigning i det generelle inflationsniveau i Euroland, som en del af planen til at løse gældskrisen i Sydeuropa. Det vil betyde et opadgående pres på de lange renter i Nordeuropa, hvilket absolut ikke er indeholdt i den nuværende prisfastsættelse på de lange obligationer, hverken i Tyskland eller i Danmark.

Som det fremgår af grafen for Unit Labor Cost (enhedslønomkostningerne) fra Eurostat (europæisk statistikbureau), forventes der i det kommende år, med de allerede annoncerede tiltag, gradvist at ske en tilnærmelse af enhedslønomkostningerne, og det sker gennem en kombination af stigende tyske omkostninger og en tilbagegang i de sydeuropæiske landes tilsvarende. Det fremgår af grafen, at de danske omkostninger fortsat forventes at ligge relativt højt, og at der også kan være problemer på vej i såvel Italien som i Frankrig! Der er ikke tale om en statisk proces, men en dynamisk proces, hvor udviklingen hastigt kan blive en anden, hvis eksempelvis Tyskland formår at gennemføre produktivitetsfremmende tiltag.

Aktier

Vi vurderer, at der på de finansielle markeder hersker en overdreven optimisme, hvorfor vi forudser, at der kan komme en større korrektion på aktiemarkedet. Vi anbefaler derfor fortsat at undervægte aktieandelen og i stedet opprioritere beskyttelsen af formuen.

Vi anbefaler imidlertid ikke investorer at sælge alle aktier. Der er fortsat en række selskaber, som i det nuværende økonomiske klima vil klare sig godt indtjeningsmæssigt. Derfor anbefaler vi at investere i selskaber, som har et godt stabilt cashflow, der er mindre afhængig af de økonomiske konjunkturer. Vi foretrækker selskaber, som har en pæn del af deres aktiviteter rettet mod de mange nye forbrugere, som i de kommende år vil komme til i Emerging Markets som følge af, at levestandarden gradvist bedres der.

Obligationer

Som tidligere omtalt er det vores vurdering, at obligationskurserne som konsekvens af centralbankernes 0-rente politik generelt er for høje. Vi vurderer, at specielt de lange obligationskurser forekommer meget høje set i lyset af det nuværende inflationsniveau og det faktum, at der kan være et skifte på vej i den generelle inflationsopfattelse. Som beskrevet i Kvartalsrapporten for 2. kvartal 2012, synes globaliseringseffekten at have toppet, hvilket kan medføre, at der opstår et inflationært pres i producentpriserne i stedet for den deflationære tendens, som vi ellers har oplevet i de senere år. Derudover har vi i løbet af 2012 set relativt kraftige lønstigninger i Tyskland, hvilket kan være et forvarsel om, at Tyskland har accepteret en højere inflation som et af midlerne til at løse den nuværende gældskrise. Hvis dette bliver et ”tema” på de finansielle markeder, kan det resultere i en større stigning i de lange renter.

På den baggrund foretrække vi primært at placere obligationsinvesteringer i korte obligationer med fast rente og i obligationer med en variabel rente.

4. oktober 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.