

# Kvartalsrapport

## 4. kvartal 2012

### RESUME

#### **Økonomiske udsigter**

Der har i løbet af 4. kvartal 2012 generelt været en skuffende udvikling i langt de fleste regioner, hvor det stort set kun er væksten i USA, som har levet op til forventningerne. Hen imod slutningen af året, har vi været vidne til, at de økonomiske nøgletal er begyndt at bedres svagt igen, men det, vi er vidne til, er sandsynligvis blot den produktionscyklus, som der er skabt i de senere år, blot kommer fremgangen på et lidt senere tidspunkt denne gang. Det lave renteniveau og udeblivelsen af den finansielle Armageddon i 2012 har efter vores vurdering ført til, at investorerne er blevet risikoblinde og pt. påtager sig en høj risiko i deres investeringer.

Vi er af den opfattelse, at gældskrisen i Europa og det lave renteniveau i 2013 udgør den største trussel for de finansielle markeder. Hvis markedsrenten pludselig stiger, kan hovedparten af de kursstigninger, vi i 2012 har set på såvel aktier som virksomhedsobligationer være væk som dug for solen. Vi er stadig fortalere for, at investorer også i 2013 fører en forsigtig investeringsstrategi og sætter formuebevarelse i højsædet frem for at forsøge at jage et højt afkast ved at påtage sig en meget stor risiko.

#### **Aktiemarkedet**

Med udsigt til en fortsat behersket fremgang i den økonomiske vækst i verdensøkonomien anbefaler vi at investere i selskaber med et stabilt cashflow, der er mindre afhængigt af de økonomiske konjunkturer.

#### **Obligationsmarkedet**

Vi foretrækker primært placeringer i korte danske obligationer med fast rente og i obligationer med en variabel rente. Højrente- og virksomhedsobligationer finder vi uinteressante, idet en evt. rentestigning også vil ramme disse obligationer i kombination med, at vi ikke finder, at vi får en passende risikopræmie for at påtage os den kreditmæssige risiko, som disse obligationstyper også indeholder.

| Udvikling i 4. kvartal 2012 |           |           |                  |                 |               |
|-----------------------------|-----------|-----------|------------------|-----------------|---------------|
| Aktieindeks                 | Værdi     | Værdi     | Ændring i 4.kvt. | Afkast i 4.kvt. | Afkast i 2012 |
|                             | 28.09.12  | 31.12.12  |                  |                 |               |
| OMX CGI                     | 573,88    | 577,46    | 3,58             | 0,62%           | 26,64%        |
| OMX C20*                    | 493,22    | 496,16    | 2,94             | 0,60%           | 27,24%        |
| MSCI World All Countries    | 1.127,38  | 1.133,93  | 6,55             | 0,58%           | 15,41%        |
| MSCI USA*                   | 7.927,55  | 7.707,03  | -220,52          | -2,78%          | 11,81%        |
| MSCI Europa*                | 7.823,77  | 8.181,70  | 357,93           | 4,57%           | 13,42%        |
| MSCI Japan*                 | 12.076,89 | 12.515,35 | 438,46           | 3,63%           | 4,17%         |
| *opgjort i DKK ex. udbytte  |           |           |                  |                 |               |
| Renteudvikling i Danmark    | Rente     | Rente     | Ændring i 4.kvt. | Afkast i 4.kvt. | Afkast i 2012 |
|                             | 28.09.12  | 31.12.12  |                  |                 |               |
| Rente på indskudsbeviser    | -0,20     | -0,20     | 0,00             | -0,05%          | 0,03%         |
| 5% STAT 2013                | -0,04     | -0,16     | -0,12            | 0,01%           | 0,28%         |
| 4% STAT 2015                | 0,05      | -0,07     | -0,02            | 0,36%           | 1,61%         |
| 7% STAT 2024                | 1,43      | 1,26      | -0,17            | 1,90%           | 7,19%         |
| 4% NYK 2044                 | 3,84      | 3,74      | -0,10            | 2,09%           | 7,35%         |
| EFFAS 1-5**                 |           |           |                  | 0,33%           | 1,67%         |
|                             |           |           |                  |                 |               |
| Valutakurser                | Værdi     | Værdi     | Ændring i 4.kvt. | Afkast i 4.kvt. | Afkast i 2012 |
|                             | 28.09.12  | 31.12.12  |                  |                 |               |
| USD/DKK                     | 5,77      | 5,66      | -0,11            | -1,84%          | -1,49%        |
| EUR/DKK                     | 7,46      | 7,46      | 0,00             | 0,00%           | 0,40%         |
| JPY/DKK                     | 0,073     | 0,066     | -0,007           | -9,59%          | -10,81%       |

## 2012 blev et overraskende godt investeringsår

2012 blev for langt de fleste aktiver et udsædvanligt godt investeringsår. Jf. skemaet oven for er de danske aktier steget med knap 27% og MSCI World All Countries målt i danske kroner med 15,4%. Såvel de russiske som de indiske aktier er ligeledes målt i danske kroner steget med 2-cifrede procenter. Også på obligationsmarkedet er der realiseret relativt pæne afkast, især på de lange obligationer, hvor såvel 7% STAT 2024 som 4% NYK 2044 har givet et afkast på lidt over 7%. De fleste virksomheds- og højrenteobligationer har i 2012 givet et 2 cifret positivt afkast. 2012 har således på mange områder været et godt investerings år - og væsentligt bedre end forventet.

Hvorfor blev 2012 et så fortræffeligt investeringsår? Der er som altid mange faktorer, som påvirker de finansielle markeder, og det er uden tvivl svært at finde en entydig forklaring, men et godt sted at starte er at se på, hvilke vækst- og inflationsforventninger, der var for knap et år siden. Det har vi vist i skemaet på næste side, hvor vi først har opstillet, hvilke forventninger der i januar 2012 var til 2012, og hvorledes 2012 faktisk forventes at være gået (de endelige tal for 2012 endnu ikke er offentliggjort). Positive forskelle for vækstforventningerne betyder, at der har været en større vækst end forventet, medens der for inflationsforventningerne har været en højere inflation end forventet. Det bedste resultat opnås med højere vækst end forventet og en lavere inflation end forventet.

| Økonomiske nøgletal forventninger til 2012 |                     |           |                   |           |           |           |
|--|---------------------|-----------|-------------------|-----------|-----------|-----------|
|  | 2012e i januar 2012 |           | 2012e januar 2013 |           | Forskel   |           |
| Region                                     | BNP Vækst           | Inflation | BNP Vækst         | Inflation | BNP Vækst | Inflation |
| USA  | 2,20%               | 2,20%     | 2,20%             | 1,90%     | 0,00%     | -0,30%    |
| Euroland                                   | -0,20%              | 2,00%     | -0,40%            | 2,50%     | -0,20%    | 0,50%     |
| Japan                                      | 1,40%               | -0,50%    | 1,60%             | -0,20%    | 0,20%     | 0,30%     |
| Danmark                                    | 0,80%               | 2,00%     | 0,50%             | 2,30%     | -0,30%    | 0,30%     |
| Brasilien                                  | 3,30%               | 5,40%     | 1,90%             | 5,40%     | -1,40%    | 0,00%     |
| Rusland                                    | 4,50%               | 6,40%     | 3,80%             | 5,00%     | -0,70%    | -1,40%    |
| Indien                                     | 6,50%               | 6,50%     | 4,90%             | 7,70%     | -1,60%    | 1,20%     |
| Kina                                       | 8,00%               | 3,40%     | 7,70%             | 2,70%     | -0,30%    | -0,70%    |

Kilde: Dansk FI

Som det fremgår af skemaet oven for, er det alene Japan, som har haft en højere økonomisk vækst end forventet, medens vækstforventningen for USA har ramt plet. Alle andre lande/regioner har realiseret en lavere økonomisk vækst end forventet. På inflationssiden er det USA, Rusland og Kina, som overrasker positivt, medens alle andre lande har realiseret en højere inflation end forventet.

Det kan således nemt konkluderes, at det hverken er en bedre økonomisk vækst eller markant lavere inflationsforventninger, som har gjort 2012 til et godt investerings år. Tværtimod har den økonomiske vækst generelt overrasket negativt, medens inflationen har været mere ligeligt fordelt til både den positive og negative side. Der må derfor være andre faktorer, der har resulteret i de markante kursstigninger, idet de økonomiske realiteter, efter vores opfattelse, langt fra kan forklare de store kursstigninger i 2012.

Som aktieinvestor er virksomhedernes selskabsindtjening en meget afgørende faktor. Aktieanalytikernes indtjeningsforventninger er imidlertid på langt de fleste aktiemarkeder i løbet af 2012 blevet nedrevideret. Som eksempel kan nævnes, at i januar 2012 forventede aktieanalytikerne - ifølge analyseselskabet IBES -, at de amerikanske selskaber i S&P 500 indekset sammenlignet med 2012 vil vise en indtjeningsfremgang i 2013 på 12%. I januar 2013 forventer de samme aktieanalytikere, at selskaberne i S&P 500 indekset nu kun i 2013 vil vise en indtjeningsfremgang på 6%. Aktieanalytikerne forventer således nu kun den halve indtjeningsfremgang i 2013 end for et år siden. Ændringen i forventningen er ikke en isoleret amerikansk tendens, men en global tendens. Stigningen i aktiekurserne i 2012 er således ikke et udtryk for, at der nu forventes en højere selskabsindtjening end for et år siden, tværtimod. Heller ikke udsigten til en fremtidig bedre selskabsindtjening synes derfor ikke at kunne forklare de store kursstigninger i det forgangne år.

For et år siden var der som følge af, at landene i Sydeuropa havde for stor gæld og ikke var konkurrencedygtige, en stor frygt for, at euroen kunne kollapse i løbet af 2012, og der var ligeledes frygt for, at det store amerikanske budgetunderskud kunne resultere i en (for) kraftig opstramning af den amerikanske økonomi. Begge dele havde potentiale til at sende verdensøkonomien i recession. Ingen af disse risikofaktorer blev udløst i 2012, men det ulyksalige er imidlertid, at ingen af problemerne blev løst i løbet af 2012! Amerikanerne undgik i sidste sekund Fiscal Cliff (betegnelse for at der strammes for meget op på finanspolitikken med risiko for, at økonomien ryger i recession), men langt de fleste af punkterne i budgetforhandlingerne er stadig uløste, og disse skal nu forhandles på plads inden udgangen af februar 2013. Kan der ikke opnås enighed, kommer der automatisk store opstramninger og Fiscal Cliff bliver en realitet - dog bare med 2 måneders forsinkelse! I Europa skrider det fremad

med at få barberet budgetunderskuddene i de sydeuropæiske lande ned, men de fleste af landene har stadig lang vej igen, idet deres konkurrenceevne stadig ikke er på et niveau, hvor eksporten kan give et mærkbart løft i positive retning. Den europæiske centralbank udtalte i august, at den, hvis ikke statsrenterne i Sydeuropa kom ned på et mere tåleligt niveau, ville gøre alt for at euroen ikke skulle kollapse, herunder købe ubegrænset op af sydeuropæiske statsobligationer med en løbetid på under 3 år. Udtalelsen har indtil videre haft stor effekt, idet statsrenterne i Sydeuropa er faldet mærkbart, og ECB har heldigvis hidtil ikke skulle sætte handling bag ordene, idet alene truslen har været nok til at sende renterne ned. Men om ECB også har evnen og viljen til at sætte handling bag ordene, mangler stadig at blive testet, og det kan, hvis ikke de sydeuropæiske lande lever op til sparekravene, blive aktuelt i 2013.

Såvel den amerikanske som den europæiske centralbank har givet vis også en meget stor ”ære” for de høje afkast i 2012. Begge centralbanker har signaleret, at de indtil 2015 vil holde renten lav. Den europæiske centralbank har endog indikeret, at den kunne finde på at foretage yderligere rentenedsættelser. Den amerikanske centralbank har, for at tvinge den lange rente ned, siden september 2012 iværksat et opkøbsprogram af lange amerikanske realkreditobligationer på 40 mia. USD om måneden! Disse tiltag fra centralbankernes side har fået renterne til at falde fra et allerede i forvejen meget lavt niveau, hvorved afkastet på en almindelig stats- og realkreditobligation nu stort set er nul. Som eksempel kan nævnes, at den lange danske statsobligation 7% STAT 2024 pr. 31.12.2012 og frem til udløb i 2024 havde et forventet årligt afkast på blot 1,26% p.a.! Disse meget lavere renteniveauer har uden tvivl ændret investeringsadfærden hos mange investorer, der har solgt kraftigt ud af almindelige stats- og realkreditobligationer og i stedet købt virksomheds- og højrenteobligationer samt aktier. Spørgsmålene er imidlertid om investorerne har påtaget sig en væsentligt større risiko end ønsket, og hvis renteniveauet viser sig at være holdt kunstigt lavt af centralbankernes ageren, og der pludselig kommer en pæn rentestigning, hvordan vil investorerne så reagere?

Vi er af den opfattelse, at baggrunden for de høje afkast i 2012 skyldes en kombination af, at ”den store ulykke” ikke indtraf i 2012, og at renteniveauet blev endnu lavere gennem året. Det har fået mange investorer til at forøge deres risikovillighed betragteligt. Efter vores vurdering er den største risiko for 2013, foruden de før nævnte uløste ubalancer i amerikansk og europæisk økonomi, at markedsrenterne stiger markant i USA og Europa, og det kan ske, hvis f.eks. centralbankernes ageren har resulteret i et kunstigt lavt renteniveau, og centralbankerne pludselig ændrer adfærd og begynder at varme op til rentestigninger og undlader at opkøbe flere lange obligationer. Denne problemstilling vil vi belyse nærmere i denne Kvartalsrapport, hvor vi tager udgangspunkt i en analyse af, hvad den 10 årige rente i henholdsvis USA og Europa burde være på baggrund af udviklingen i en lang række økonomiske nøgletal - og det bliver ikke opmuntrende læsning.

## Udviklingen på de finansielle markeder i 4. kvartal 2012

### Aktiemarkedet

De amerikanske budgetforhandlinger har i 4. kvartal sat sit præg på de vestlige aktiemarkeder. Aktierne startede kvartalet med at falde, hvorefter aktiekurserne i slutningen af kvartalet igen rettede sig i takt med, at investorerne fik større tiltro til, at de amerikanske politikere ville blive enige inden 31.12. Men ser man på kvartalet over et, så skete der ikke de store bevægelser på de vestlige aktiemarkeder. De danske aktier sluttede 2012 med en stigning på 0,6% i 4. kvartal, medens de amerikanske aktier målt i DKK faldt med 2,8%, men fratrækkes dollarens fald i 4. kvartal på 1,8%, sluttede de amerikanske aktier også næsten uændret. Bedst gik det for de europæiske aktier, hvor MSCI Europa i løbet af 4. kvartal steg med ca. 4,5%.

I Japan blev der i kvartalet udskrevet valg, hvilket satte sine tydelige spor på såvel den japanske yen som aktierne. Den nye regeringsleder, Abe, forventes at føre en økonomisk politik, som kan svække den meget stærke japanske yen. Den japanske yen blev i løbet af 4. kvartal 2012 svækket med knap 10% over for såvel euro som danske kroner. Valutasvækkelsen er imidlertid blevet modtaget meget positivt på aktiemarkedet, hvor de japanske aktier målt i DKK er steget med knap 4%.

| Land      | Aktieindeks | Afkast i DKK i Q4 2012 | Afkast i DKK i 2012 |
|-----------|-------------|------------------------|---------------------|
| Brasilien | Bovespa     | -1,05%                 | -3,72%              |
| Rusland   | Micex       | -0,74%                 | 14,29%              |
| Indien    | Sensex 30   | -3,40%                 | 21,00%              |
| Kina      | Shanghai    | 5,21%                  | 4,92%               |

Der har i kvartalet målt i DKK været nogle mindre fald på de fleste af BRIK landenes aktiemarkeder. Det er alene de kinesiske aktier, der er steget - med ca. 5%. Baggrunden for denne stigning er en øget tiltro til, at der nu igen er ved at komme lidt mere gang i den økonomiske vækst.

### Obligationsmarkedet

De generelt skuffende økonomiske vækstforventninger har i kombination med investorerne stigende tiltro til, at renten vil forblive lav i en længere årrække, ført til, at det i forvejen lave renteniveau i kvartalet er blevet endnu lavere. Rentefaldet har ført til positive afkast på obligationsmarkedet, hvor både 4% STAT 2015 og EFFAS 1-5 i det forgangne kvartal har vist et afkast på lidt over 0,3% p.a., medens de lange obligationer 7% STAT 2024 og 4% NYK 2044 har vist et afkast i niveau 2% p.a.

Det er vores vurdering, at det nuværende renteniveau er kunstigt lavt, hvorfor boligejere anbefales at udnytte denne situation ved at optage et fastforrentet 30 årigt lån, og som investor bør det undgås at købe alt for lange obligationer til porteføljen. Med et inflationsniveau i Euroland på lidt over 2% er det svært at forklare, hvorfor den 10 årige danske og tyske statsrente kun skal ligge i et niveau omkring 1,25 - 1,50%. Enten skal inflationen mærkbart ned, eller også skal renten mærkbart op, eller der skal ske en kombination af begge dele. Vi føler os langt fra sikker på, at det er inflationen, som kommer mærkbart ned!

## Valutamarkedet

Som tidligere nævnt er der i kvartalet, som følge af regeringsskiftet i Japan, sket en markant svækkelse af den japanske yen. Yennen er blevet svækket med knap 10% over for såvel euro som danske kroner. Den amerikanske dollar er også blevet svækket lidt, idet den er faldet med knap 2% over for såvel euro som DKK.

## Den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2012

### Europa

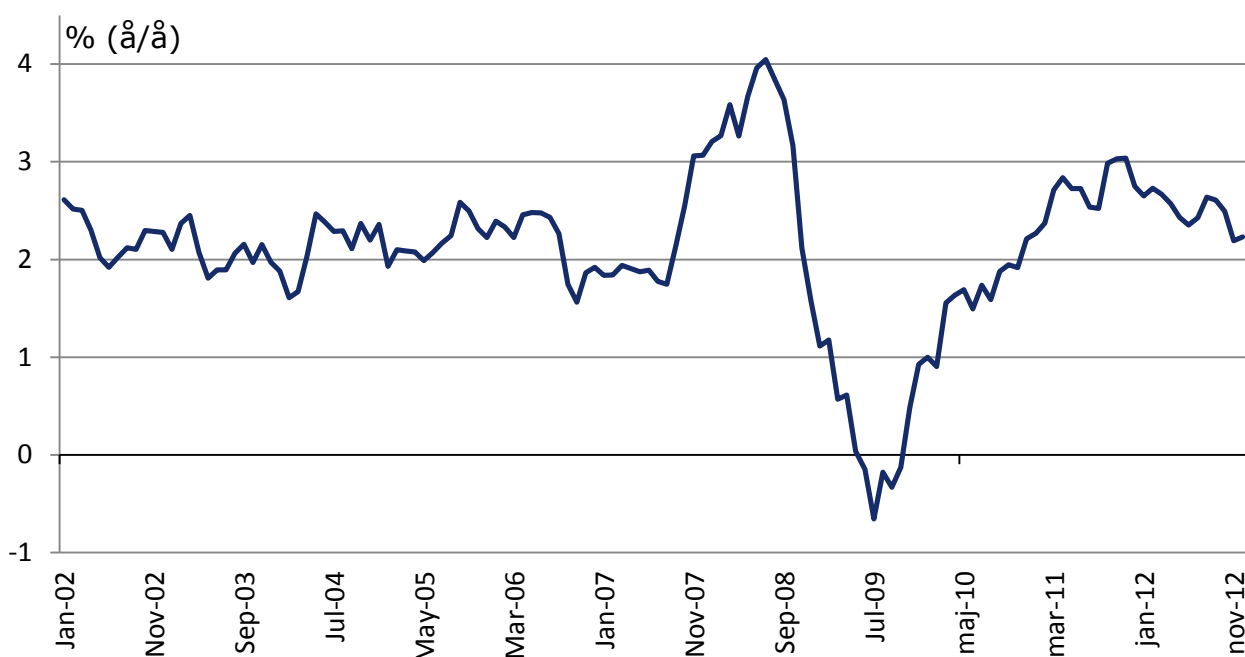
Den økonomiske krise i Europa har i løbet af 4. kvartal 2012 vist sig være dybere end forventet, idet Europas vækstmotor, Tyskland, nu også for alvor er blevet ramt af krisen. Det har betydet, at forventningerne til den økonomiske udvikling både i 2012 og i 2013 er blevet nedjusteret for såvel den tyske økonomi som for euroområdet, og det er nogle pæne nedjusteringer, vi har set. Således har den tyske centralbank, Bundesbank, nedjusteret forventningerne til den økonomiske vækst fra tidligere 1,0% p.a. i 2012 og 1,6% p.a. i 2013 til nu bare en vækst i den tyske økonomi på 0,7% p.a. i 2012 og 0,4% p.a. i 2013. Den europæiske centralbank, ECB, har nedjusteret vækstforventningerne til 2013 for Euroland fra tidligere en positiv vækst i niveauet 0,5% p.a. til et fald i den økonomiske aktivitet på -0,3% p.a.

Baggrunden for den nedjusterede vækst skyldes, at problemerne i de sydeuropæiske lande nu også rammer de nordeuropæiske virksomheder i form af lavere afsætning. Det har resulteret i, at den økonomiske vækst i hele Euroland sammenlignet med 3. kvartal 2011 i 3. kvartal 2012 viste et fald på -0,6% p.a., og det forventes at væksten er forblevet negativ i 4. kvartal 2012 med et fald på -0,4% p.a.

Hen imod slutningen af året virker det som om, at tilbagegangen i den økonomiske aktivitet i flere af de sydeuropæiske lande er begyndt at aftage i styrke. Det kunne være et spædt tegn på, at de sydeuropæiske lande er på vej mod at realisere lavere fald i den økonomiske vækst. Der er således forsat tilbagegang i den økonomiske vækst, men det positive er, at styrken i tilbagegangen synes at være aftagende.

Inflationen i Euroland er gennem det meste af 2012 faldet, men på det seneste ser det ud som om, at inflationen er ved at stabilisere sig på et niveau lige over de 2% p.a. (se næste side). ECB har en målsætning om at holde inflationen tæt på, men under 2,0%. Det nuværende inflationsniveau er således en anelse over ECB's målsætning, men ikke på et niveau, som bekymrer ECB, idet den økonomiske aktivitet absolut har første prioritet.

## Inflationen i Euroområdet



Kilde: Eurostat

### USA

Der har i 2. halvår af 2012 været lidt mere gang i den amerikanske økonomi end tidligere forventet. Således har det vist sig, at den amerikanske økonomi i 3. kvartal 2012, sammenlignet med samme periode året før, voksede med 3,1% p.a., hvor den første opgørelse viste en stigning på 2,0%. Det er primært en bedring af det amerikanske husmarked, som har ført til et større privatforbrug i kombination med, at de lokale stater for første gang i 3 år har haft et stigende forbrug. Den pæne vækst i 3. kvartal forventes ikke opretholdt i 4.kvartal, hvor den økonomiske vækst sammenlignet med 4. kvartal 2011 forventes at have været på et niveau omkring de 2,0% p.a.

Vi har i det seneste halve års tid været vidne til, at det amerikanske boligmarked har overrasket positivt, hvilket givet vis i 2013 vil virke stærkt understøttende for væksten i den amerikanske økonomi.

Inflationen har i de senere måneder været relativt stabil og har ligget på et niveau omkring 1,7-2,2% p.a., Den seneste måling for november viste en stigning på 1,8% p.a. En inflation omkring de 2,0% vil uden tvivl være et ønskværdigt niveau for den amerikanske centralbank (Fed).

### Japan

Der har i det seneste halve års tid ikke været mange opmuntringer i den japanske økonomi. Den økonomiske udvikling har været værre end forventet, og den japanske økonomi viste i 3. kvartal 2012, sammenlignet med samme periode året før, et fald på -0,9% p.a., og der forventes også at være sket en tilbagegang i den økonomiske vækst i 4. kvartal 2012 i niveauet - 0,5% p.a. Privatforbruget har endnu en gang skuffet i Japan, og når dette sker i kombination med, at den globale efterspørgsel også skuffer,

bliver de store eksportorienterede japanske virksomheder også ramt, hvilket har ført til den skuffende økonomiske udvikling.

De deflationære tendenser i den japanske økonomi gør sig fortsat gældende, idet de seneste måneders tal viste en negativ inflation i niveauet -0,2% p.a. til -0,4% p.a.

Der har som bekendt været et regeringsskifte i Japan i slutningen af december måned, hvor der er kommet en ny regeringsleder, idet Shinzo Abes parti vandt valget. Det har svækket den japanske yen markant og skabt håb om, at Abe kan formå at skabe mere gang i den japanske økonomi bl.a. ved at øge eksporten via en svagere yen.

## **BRIK landene**

### *Brasilien*

Der er i slutningen af 2. halvår af 2012 kommet lidt mere gang i den brasilianske økonomi, men vækstraterne skuffer fortsat. Således ventes den økonomiske vækst, sammenlignet med kvartalet året før, kun at have været på henholdsvis 0,6% p.a. i 3. kvartal 2012 og 1,2% p.a. i 4. kvartal 2012. Der er desværre ved at blive skabt nogle uheldige ubalancer i den brasilianske økonomi, idet mangel på kvalificeret arbejdskraft har fået lønningerne til at stige (for) kraftigt, medens produktivetsforbedringerne lader vente på sig. Der skal givet vis mere og bedre uddannet arbejdskraft til, i kombination med nogle strukturelle reformer inden for både arbejdsmarked, pension og skatteområdet, for at den brasilianske økonomi bedre kan udnytte det store potentiale, som landet har i form af en stærkt stigende købedygtig middelklasse og en god demografisk sammensætning med flere unge og færre ældre.

Det brasilianske inflationsniveau har i de seneste måneder stabiliseret sig omkring et niveau på 5,5% p.a. Den brasilianske centralbank (BCoB) har udtalt, at den forventer, at inflationen i løbet af 2013 vil aftage til et niveau omkring 4,5% p.a., hvilket svarer til middelværdien i det interval, som BCoB har for inflationen, idet banken vil forsøge at holde inflationen inden for et niveau på 2,5% til 6,5% p.a. BCoB har, lige som den amerikanske centralbank, udtalt, at den i en længere periode forventer, at fastholde den ledende rente, Selic renten, på det nuværende rekordlave niveau på 7,25%. Det vil uden tvivl virke understøttende på den økonomiske vækst.

### *Rusland*

Den økonomiske vækst er hen over året gradvist aftaget. Økonomien voksede i 3. kvartal, sammenlignet med året før, med 2,9% p.a., og væksten forventes at have været på nogenlunde det samme niveau i 4. kvartal 2012. Til sammenligning var vækstraterne, sammenlignet med samme periode året før, på henholdsvis 4,9% p.a. og 3,9% p.a. i henholdsvis 1. og 2. kvartal 2012. Væksten er således i løbet af året aftaget med 1% point pr. kvartal. Den russiske økonomi har i 2012 været ramt af et aftagende offentligt forbrug i kombination med, at landet havde en utrolig dårlig hvedehøst, hvilket i løbet af sensommeren har resulteret i en markant tilbagegang i eksporten af hvede.

Inflationsniveauet er gennem det meste af 2012 kravlet op, men på det seneste virker det som om, at inflationen har stabiliseret på omkring et niveau på 6,5% p.a. Det er stadig et relativt højt niveau, men knap 3% point under niveauet fra foråret 2011.

### *Indien*

Den økonomiske vækst er fortsat på et for Indien skuffende niveau, idet den økonomiske vækst i 3. kvartal 2012, sammenlignet med 3. kvartal 2011, kun blev på 5,3% p.a., og væksten forventes i 4.



kvartal 2012 at have været på et lidt lavere niveau. Dermed er væksten i den indiske økonomi forblevet på et relativt lavt niveau, og det ulyksalige er, at det indiske budgetunderskud i 2012 forventes at udgøre op mod 6% af BNP, hvilket er det absolut højeste i Emerging Markets. Det giver ikke råderum for regeringen til at stimulere væksten, tværtimod.

Inflationsniveauet, målt ved inflationen i detailpriserne, landede i november 2012 på 7,24% p.a., en anelse under niveauet måneden før.

#### *Kina*

Den økonomiske vækst i 3. kvartal 2012, sammenlignet med 3. kvartal 2012, faldt til 7,4% p.a.. Hen imod slutningen af 2012 har de økonomiske nøgletal fra Kina vist en gradvis forbedring, hvorfor den økonomiske vækst forventes at være steget til et niveau omkring 7,7%. Det er dog ikke overraskende, at den kinesiske vækst tiltager i slutningen af året og i starten af det nye år, idet vi har set lignende tendenser i de foregående år. Den kinesiske økonomi er ved at omstille sig fra kun at være et land, som kan producere billigt til at bevæge sig opad i værdikæden. De kraftigt stigende lønninger gør dette til en nødvendighed, idet Kina nu taber markedsandele på de billigst producerede varer, men det har kineserne indtil videre formået at vinde tilbage ved større markedsandele længere oppe i værdikæden. Denne udvikling forventes at fortsætte i de kommende år, men det bliver selvfølgelig spændende at følge, om kineserne er i stand til at styre udviklingen.

Inflationen i Kina har i de senere måneder bevæget sig omkring et niveau i underkanten af 2,0% p.a., og inflationen viste i seneste måling for november 2012 præcis 2,0%. Det er et lavt inflationsniveau, og der er på nuværende tidspunkt således ikke noget umiddelbart inflationært pres i Kina.

#### **Samlet omkring den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2012**

Den økonomiske udvikling har i såvel 3. som i 4. kvartal 2012 i langt de fleste regioner i verden generelt været skuffende. Det er kun den amerikanske økonomi, som synes at klare sig på niveau eller lidt bedre end forventet. Der er dog i slutningen af 4. kvartal tegn på, at det er begyndt at gå lidt bedre, men denne fremgang skyldes sandsynligvis i høj grad det konjunkturforløb, som vi har set i de senere år. Alt i alt er vi stadig vidne til en behersket fremgang i verdensøkonomien.

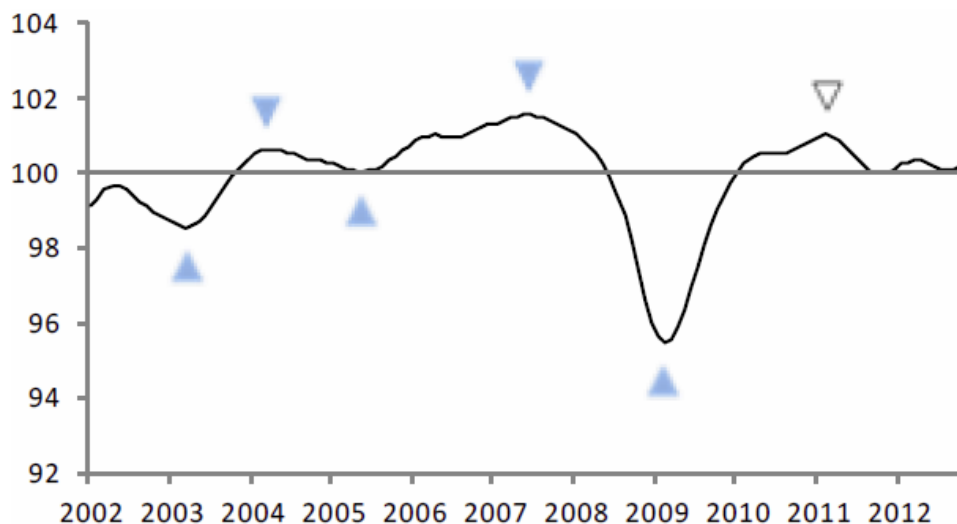
## Forventninger

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

Kilde: Dansk FI

### Økonomi

OECD leading indicators viser på det seneste en meget svag stigning, hvilket indikerer, at verdensøkonomien er på vej op i et lidt højere, men relativt lavt gear. Som beskrevet tidligere er dette opsving forventeligt, omend det sker lidt senere end forventet, og det sker fra et lavere niveau end i de foregående år. Der er således intet, der indikerer, at vi umiddelbart står over for andet end det sædvanlige opsving, som de senere års produktionscykluser initierer. Scenariet i 2013 er derfor forsat et behersket opsving i verdensøkonomien.



Kilde: OECD

*Stadig mange faldgrupper forude i horisonten i starten af 2013*

Nu indtraf Armageddon som bekendt ikke på de finansielle markeder i løbet af 2012. Euroen blev ikke opløst, og den amerikanske økonomi klarede sig, men problemerne er stadig uløste. De amerikanske

politikere købte sig 2 måneders mere tid til at finde en løsning. Det bliver nu spændende at se, om de kan nå at blive enige denne gang. Vi er ikke så nervøse for de langsigtede virkninger af et evt. Fiscal Cliff scenarie i USA. Dertil synes opsvinget i amerikansk økonomi at være for stærkt, og specielt det amerikanske boligmarked synes for alvor at have kurs mod bedre tider. Derfor er vi rimeligt fortrøstningsfulde omkring udsigterne for den amerikanske økonomi. De virkelige risici ligger efter vores vurdering primært i Europa, og de dønninger en eventuel rentestigning kan forårsage på de finansielle markeder.

Der er desværre lang vej igen, før de sydeuropæiske lande for alvor bliver konkurrencedygtige. Derfor skal de stadig arbejde hårdt med produktiviteten, hvilket vil sige løntilbageholdenhed og yderligere besparelser. Der skal uden tvivl skæres yderligere, og det store spørgsmål er, om befolkningen i de respektive lande pludselig "får nok", og støder de nuværende magthavere fra tronen. Vi har allerede i flere lande set opræk til social uro, og med en arbejdsløshed som stadig forventes at stige i løbet af 2013, vil der givet vis komme flere spændinger. Dertil kan lægges, at der i slutningen af februar skal afholdes valg i Italien, hvilket kan give dønninger, hvis det politiske billede bliver for grimset. Den politiske risiko i Europa er stadig meget høj, selvom de finansielle markeder for nærværende synes at have sendt dette i glemmebogen, men problemerne er der, og de er desværre stadig uløste!

Den største udfordring vi har i øjeblikket er, at det lave renteniveau synes at have gjort investorerne "risikoblinde" og (for)ført investorerne til at tro, at renten vil forblive lav i meget lang tid. Det har efter vores vurdering ført til, at mange investorer har solgt kraftigt ud af deres almindelige beholdning af stats- og realkreditobligationer for i stedet at købe virksomheds- og højrenteobligationer samt aktier. Det er en farlig øvelse, men bevægelsen er opmuntret af centralbankernes rentepolitik, og det kan have noget meget uheldige bivirkninger, idet det kan skabe finansielle bobler, eks. på virksomhedsobligationsmarkedet og aktiemarkedet. Det kan, når renten igen stiger, resultere i større fald på disse markeder. Det virker som om, at centralbankerne helt har glemt, at det var en for lempelig kreditpolitik og for lave renter, som dannede baggrund for Finanskrisen. Blot er det denne gang ECB, som låner ud til de sydeuropæiske lande og private investorer, som køber op af aktier og virksomhedsobligationer for pengene, hvor det op til Finanskrisen var bankerne som lånte ud til hedgefonde og andre spekulanter opkøb af ejendomme, aktier og risikofyldte obligationer. Det er andre aktører og roller, men det er de samme mekanismer, som vi nu ser brugt igen! Det finder vi bekymrende. Det er sandsynligvis heller ikke uden grund, at BIS (Bank for International Settlements - populært kaldt bankernes bank, som bl.a. har til formål at lave undersøgelser, som understøtter den finansielle stabilitet i verden) - i december 2012 var ude at advare om, at vi kan være på vej mod endnu en kreditboble af de samme grunde, som vi har beskrevet oven for!

Nedenfor er der en tabel, der viser, hvorvidt de amerikanske og tyske 10 årige renter ud fra en række økonomiske nøgletal kan siges at være passende, eller om centralbankernes ageren holder disse renter kunstigt nede.

| Ultimo december 2012       | Faktiske rente | Teoretiske rente | Forskel |
|----------------------------|----------------|------------------|---------|
| Tyske 10 årige rente       | 1,31%          | 2,12%            | 0,81%   |
| Amerikanske 10 årige rente | 1,74%          | 3,51%            | 1,77%   |

Kilde: Coin Fondsmæglerselskab

Som det ses af tabellen oven for, burde den 10 årige tyske rente i forhold til de økonomiske nøgletal have været 0,81% point højere og den amerikanske 10 årige rente 1,77% højere! Analysen indikerer, at at det nuværende renteniveau er kunstigt lavt, og at der, når centralbankerne stopper med de

ekstraordinære tiltag, ligger nogle pæne rentestigninger forude. Hvis den 10 årige amerikanske rente pludselig fordobles fra det nuværende niveau, vil det uden tvivl skabe nogle meget store dønninger på de finansielle markeder. Det bliver således noget af en balancegang for centralbankerne at styre renteutviklingen, når de skal til at stramme op igen! Og centralbankerne strammer sandsynligvis op på økonomien, når de økonomiske nøgletal ser endnu bedre ud, hvilket i givet fald vil betyde, at den teoretiske rente sandsynligvis vil ligge på et endnu højere niveau! Der er tegn på, at dette er begyndt at skabe bekymring hos nogle af medlemmerne i den amerikanske centralbank, herunder Richard Fisher, Federal Reserve Bank i Dallas, der har suppleret sin bekymring med et citat fra Eagles sangen Hotel California: "You can check out any time you like, but you can never leave". Lad os ikke håbe at det år sådan, at centralbankerne bliver presset ud i en situation, hvor de skal til at vælge imellem pest eller kolera.

Det er vore vurdering, at gældskrisen i Europa og det lave renteniveau i 2013 udgør de største risici for de finansielle markeder. Hvis markedrenten pludselig stiger, kan hovedparten af de kursstigninger, vi i 2012 har set på såvel aktier som virksomhedsobligationer, være væk som dug fra solen. Vi er derfor stadig fortalere for, at investorer også i 2013 fører en forsigtig investeringsstrategi og sætter formuebevarelse i højsædet frem for at forsøge at jage et højt afkast ved at påtage sig en meget stor risiko.

## **Aktier**

Med udsigt til en fortsat behersket fremgang i den økonomiske vækst i verdensøkonomien 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 kommer til i Emerging Markets som følge af, at levestandarden gradvist bedres der.

Desuden anbefaler vi fortsat en undervægt af aktieporteføljen, idet vi vurderer, at investorer ikke får fuld betaling for at påtage sig en højere risiko.

## **Obligationer**

Som beskrevet tidligere er vi af den opfattelse, at det nuværende renteniveau er kunstigt lavt. På den baggrund foretrækker vi primært placering i korte obligationer med fast rente og i obligationer med en variabel rente.

Højrente- og virksomhedsobligationer finder vi uinteressante, dels på grund af den lave risikopræmie, dels fordi en evt. rentestigning også vil ramme disse obligationer.

9. januar 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.