

# Kvartalsrapport

## 2. kvartal 2011

### RESUME

#### **Økonomiske udsigter**

Den økonomiske vækst har i 2. kvartal 2011 generelt været lidt under det forventede. Det virker nu som om, at de fleste virksomheder nu har fået fyldt deres lagre op, hvorfor det i høj grad nu er det faktiske forbrug, som skal trække den økonomiske vækst i verdensøkonomien. Og det tegner efter vores vurdering et knapt så lyst billede, idet vi nu skal til at gøre noget ved den voldsomme gældssætning i den vestlige verden. Vi kan ikke bare blive ved med at udskyde problemerne. Og en nedbringelse af gældsbyrden, vil betyde færre penge til forbrug og dermed en lavere økonomisk vækst, end hvad de fleste økonomer forventer. Vi går sandsynligvis ind i en længere årrække, hvor den økonomiske vækst vil være lavere end den vækst, vi normalt oplever under et økonomisk opsving. Dette i kombination med at Europa er fanget i både en strukturelkrise samt en gældskrise, hvilket kan give nogle gevaldige skvulp på de finansielle markeder i den nærmeste fremtid.

#### **Aktiemarkedet**

Uroen vendte tilbage til aktiemarkedet i løbet af 2. kvartal 2011, hvor skuffende økonomiske nøgletal fik investorerne til at betvivle styrken i det nuværende økonomiske opsving. Dette resulterede i negative afkast på aktiemarkedene. I Danmark blev vi ramt af endnu et bankkrak, hvor det ser ud til at almindelige indskydere taber penge, hvilket vi er det eneste land i Europa, som praktiserer. Dette forstærkede kursfaldene på danske aktier.

Med udsigt til en skuffende økonomisk vækst i verdensøkonomien samt usikkerheden om, hvordan den strukturelle krise og gældskrise i Europa vil blive løst, anbefaler vi fortsat at undervægte aktieandelen.

#### **Obligationsmarkedet**

Vi forventer et aftagende inflationspres i den nærmeste fremtid. Desuden forventes i kombination med den økonomiske usikkerhed at resultere i relativt stabile renter med mulighed for et mindre rentefald. Derfor anbefaler vi at fastholde en neutral varighed på obligationsporteføljen.

#### **Ekstra**

Sidst i rapporten findes en beskrivelse af en nystartet indeksforening, som giver både private og professionelle investorer adgang til Danmarks billigste aktieinvesteringer på Emerging Markets.

Udvikling i 2. kvartal 2011					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2011
	31.03.11	30.06.11			
OMX CPH*	394,94	367,31	-27,63	-7,00%	-7,06%
OMX C20*	467,15	431,06	-36,09	-7,73%	-5,80%
MSCI World*	7.006,49	6.872,09	-134,40	-1,92%	-4,30%
MSCI USA*	6.648,03	6.518,61	-129,42	-1,95%	-3,25%
MSCI Europa*	8.096,12	8.022,97	-73,15	-0,90%	-1,83%
MSCI Japan*	12.328,64	12.133,66	-194,98	-1,58%	-13,34%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2011
	31.03.11	30.06.11			
Rente på indskudsbeviser	0,70	0,95	0,25	0,21%	0,39%
4% STAT 2012	1,73	1,51	-0,22	0,72%	-0,27%
4% STAT 2015	2,72	2,33	-0,39	2,22%	0,00%
7% STAT 2024	3,68	3,52	-0,16	3,22%	0,42%
4% NYK 2038	4,82	4,67	-0,15	1,80%	-0,74%
EFFAS 1-5**				1,41%	-0,26%
**: Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2011
	31.03.11	30.06.11			
USD/DKK	5,25	5,16	-0,09	-1,69%	-8,02%
EUR/DKK	7,46	7,46	0,00	0,00%	0,13%
JPY/DKK	0,063	0,064	0,001	1,59%	-7,25%

## Udviklingen på de finansielle markeder i 2. kvartal 2011

### Aktiemarkedet

I løbet af 2. kvartal 2011 vendte uroen kraftigt tilbage på aktiemarkedene. Gældskrisen i Europa blussede op igen og de økonomiske nøgletal for såvel USA som Kina indikerede en kraftigere vækststopbremsning end forventet. Det danske aktiemarked blev yderligere negativt påvirket af, at vi med Fjordbank Mors fik endnu et dansk bankkrak, hvor almindelige indskydere ser ud til at tabe penge, hvilket vi indtil videre er det eneste land i Europa, som praktiserer. At Danmark vælger at gå enegang på dette område, bliver ikke overraskende taget meget negativt op blandt de udenlandske investorer. Derfor er det heller ikke så overraskende, at det danske aktiemarked målt ved OMX C20 har klaret sig ringest i løbet af 2. kvartal 2011 med et fald på ca. 7,7%, hvor bl.a. Danske Bank faldt med over 18%. De udenlandske aktiemarkeder har jf. skemaet oven for udvist et mere beskedent fald i niveau 1-2% målt i danske kr. Det skal bemærkes, at aktiemarkedene en overgang var faldet med yderligere 3-5%, men aktierne nåede i den sidste uge af 2. kvartal at indhente en pæn del af faldet. Nervøsiteten er således for alvor kommet tilbage til aktiemarkedet.

Både den europæiske gældskrise og bankkrise vil vi behandle indgående senere i Kvartalsrapporten.

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q2 2011	Afkast i DKK i 2011
Brasilien	Bovespa	-8,50%	-12,34%
Rusland	Micex	-8,57%	0,81%
Indien	Sensex 30	-4,13%	-14,25%
Kina	Shanghai	-6,29%	-5,19%

Der har heller ikke været meget at være begejstret for på aktiemarkederne i BRIK landene, idet alle 4 lande i 2. kvartal har udvist negative afkast på mellem -4,1% og -8,6%. Baggrunden for faldene skyldes en fortsat høj inflation, hvorfor flere af landene har indført vækstdæmpende tiltag, så som en forhøjelse af renterne og højere kapitalkrav til bankerne.

### Obligationsmarkedet

Den europæiske centralbank har helt som forventet hævet rente med 0,25% point i 2. kvartal fra 1,0 til 1,25%, hvilket fik den danske Nationalbank til at foretage en lignende renteforhøjelse. Imidlertid har den efterfølgende retorik fra ECB ikke været helt så hård som forventet, hvorfor investorerne nu forventer, at ECB vil hæve renten i et relativt behersket tempo med 0,25% point pr. kvartal til et niveau på 2,0% i starten af januar 2012. Det afhænger selvfølgelig meget af, hvorledes dels inflationen udvikler sig i Euroland, dels hvorledes gældskrisen i Europa udvikler sig. Som det fremgår af nedenstående graf, kan der være tegn på, at inflationen har toppet i denne omgang og evt. kan være på vej til at stabilisere sig eller endog falde. Den underliggende kerneinflation (inflationen renset for prisstigninger på energi og fødevarer) ligger fortsat på et relativt beskedent niveau, idet denne i maj 2011 i Euroland var på 1,5%.

### Inflationen i Euroområdet



Gældskrisens opblussen i Europa og en fortsat beskeden kerneinflation førte til, at der i 2. kvartal 2011 blev realiseret positive afkast på obligationerne. Således blev afkastet på 4% STAT 2015 på 2,22%, medens afkastet på den lange statsobligation 7% STAT 2024 blev på 3,22%.

De danske realkreditobligationer realiserede i 2. kvartal 2011 et mere beskedent afkast end tilsvarende statsobligationer. Således blev afkastet på 4% NYK 2038 1,80% i det forgangne kvartal, hvilket er noget skuffende set i lyset af afkastene på de 2 førnævnte statsobligationer. Baggrunden for at de danske realkreditobligationer har klaret sig dårligere end de tilsvarende danske statsobligationer er, at det internationale ratingbureau Moody's har nedjusteret udstederratingen på flere af de danske realkreditinstitutter som følge af, at der dels er udstedt mange rentetilpasningslån, dels at den danske banksektor ikke kan forventes at understøtte realkreditsektoren, hvis denne skulle komme i problemer. Sidstnævnte udspringer af, at vi i Danmark har valgt at gå enegang ved ikke at ville understøtte banksektoren så meget, som de andre lande i Europa gør. Moody's fremhæver dog, at det danske realkreditsystem fortsat betragtes som robust, men ikke så robust som tidligere. Der er dog delte meninger omkring Moody's skeptiske holdning. Et andet af de 3 store ratingbureau'er, S&P, har oplyst, at de stadig anser det danske realkreditsystem som meget robust, og at de ikke vurderer, at den store andel af rentetilpasningslån på nuværende tidspunkt skulle udgøre en større risiko. S&P har derfor valgt at fastholde deres rating af de danske realkreditobligationer. En af de store fortalere for det danske realkreditsystem er storspekulanten George Soros, og han er fortsat meget begejstret for det danske realkreditsystem. En af hans direktører, Alan Boyce fra Soros' selskab Absalon Project, har til nyhedsbureauet Bloomberg udtalt, "at han overhovedet ikke er bange for tab på de variabelt forrentede realkreditlån, og at Moody's forøgede kapitalkrav er latterlige." Han vurderer endvidere, at investorer gennem køb af danske realkreditobligationer får obligationer med stor likviditet og ingen risiko. Så kan det vist ikke siges mere tydeligt.

De danske realkreditselskaber stiller sig også uforstående over for Moody's holdning, men deres reaktion på Moody's skærpede krav har været forskellige. Realkredit Danmark har valgt at opgive samarbejdet med Moody's, idet de efter deres mening ikke forstår det danske realkreditsystem, medens BRF og Nykredit har valgt at udskille rentetilpasningslåne i særskilte kapitalcentre, således at et evt. problem isoleres. Det vil givet vis betyde, at det fremover bliver lidt dyrere at have et flekslån.

Dansk FI vurderer, at det danske realkreditsystem er sundt, og mener, at Moody's skepsis bunder i, at de tidligere er blevet kritiseret for, at de var alt for slappe i deres rating bedømmelser op til Finanskrisens udspring i efteråret 2008. Nu har de sandsynligvis valgt at gå i den modsatte grøft ved at lave meget skrappe rating bedømmelser. Derfor tror vi ikke på, at Moody's skepsis vil få den store prismæssige effekt på de danske realkreditobligationer, og vi vil derfor fortsat købe realkreditobligationer til vores kunder.

## **Valutamarkedet**

I takt med at den europæiske gældskrise er blusset op igen, og den økonomiske vækst i specielt USA ser ud til at køre ned i et lavere gear end forventet, har vi set den sædvanlige styrkelse af såvel den japanske yen (JPY) som schweizer francen (CHF). Således er JPY i 2. kvartal 2011 steget med 1,6% over for DKK, medens CHF er blevet styrket med hele 6,55% over for DKK. En så markant styrkelse af CHF er en god indikator for, at nervøsiteten er vendt tilbage på de finansielle markeder.

Den amerikanske dollar er i 2. kvartal 2011, som følge af den aftagende økonomiske vækst i USA, faldet med 1,6% over for DKK. Investorerne har åbenbart vægtet vækstskuffelsen i USA højere end gældskrisens opblussen i Europa. Det er dog stærkt tvivlsomt om dette også vil være gældende i de kommende kvartaler.

## Den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2011

### **Europa**

Den økonomiske vækst i Euroland forventes i 1. kvartal 2011 sammenlignet med 1. kvartal 2010 at være aftaget fra en vækst på 3,4% til 1,9% sammenlignet med samme kvartal året før. Den økonomiske vækst vurderes fortsat at være rimelig tilfredsstillende i Euroland som helhed, men væksten er meget ulige fordelt. Tyskland trækker det store læs, medens de sydeuropæiske lande fortsat lider.

Den seneste inflationsmåling fra Euroland for juni måned udviste en stigning på 2,7% sammenlignet med juni 2010, medens den seneste opgørelse af kerneinflationen fra maj 2011 udviste en stigning på 1,5%, hvilket skaber håb om, at inflationspresset er ved at aftage i Europa. Dette kan lette presset for ECB, således at flere hurtige renteforhøjelser udskydes på ubestemt tid.

### **USA**

Den amerikanske økonomi forventes i 2. kvartal 2011 sammenlignet med 2. kvartal 2010 at være vokset med omkring 2,5%. Dette er for USA en relativ beskedent økonomisk vækst, men en fortsat høj arbejdsløshed er en stærk medvirkende årsag til, at der ikke er kommet mere gang i væksten. Den amerikanske centralbank har på denne baggrund nedjusteret vækstsønnet for hele 2011 til en vækst på 2,8% mod et tidligere skøn på 3,2%.

Inflationspresset er heldigvis fortsat relativt begrænset i USA, idet den seneste inflationsmåling i maj 2011 sammenlignet med maj 2010 udviste en stigning på 2,5%, medens kerneinflationen i samme periode kun steg med 1,2%. Dette er en medvirkende årsag til, at den amerikanske centralbank (Fed) har valgt at holde renten uændret på beskedne 0,125% og indikeret, at den vil fastholde renteniveauet et godt stykke tid endnu. Fed har senest indikeret, at den forventer, at kerneinflationen i såvel 2011 som 2012 vil holde sig omkring et niveau på 1,7%.

### **Japan**

Den japanske økonomi er blevet væsentlig hårdere ramt af jordskælvet og den efterfølgende tsunami i marts 2011 end forventet. Således forventes den økonomiske vækst i 2. kvartal 2011 sammenlignet med 2. kvartal 2010 at være faldet med hele 4,0%. Ydermere er den økonomiske vækst for 1. kvartal 2011 blevet revideret endnu mere ned. Den økonomiske vækst i 1. kvartal 2011 sammenlignet med 1. kvartal 2010 forventes nu at blive et fald på 3,0%, hvor der tidligere var blevet rapporteret et fald på 1,3%.

Trods store råvare- og fødevarerprisstigninger det seneste års tid, er der fortsat ikke noget inflationspres i Japan. Inflationen forventes i 2. kvartal 2011 sammenlignet med 2. kvartal 2010 at have været beskedent positiv med en stigning på 0,5%.

### **BRIK landene**

#### *Brasilien*

Den økonomiske vækst i Brasilien har i det seneste halve år, som i mange andre lande, udvist en vigen- de tendens. Således forventes den økonomiske vækst at have været på 4,2% i 1. kvartal og 3,8% i 2. kvartal 2011 sammenlignet med samme perioder året før. Det er sandsynligvis den høje brasilianske rente, som er begyndt at få en vækstdæmpende effekt på den brasilianske økonomi.

Den brasilianske inflation er fortsat på et meget højt niveau, idet denne var 6,55% i maj 2011 sammenlignet med samme måned året før. Den brasilianske centralbank - Banco Central Do Brasil (BCB) - har et mål om, at holde inflationen inden for et udsvingsbånd på 2% point ud fra en middelværdi på 4,5%, hvilket vil sige, at inflationen skal holde sig inden for 2,5% - 6,5%. Målingen for maj måned ligger således en kende over det maksimale niveau, hvorfor det heller ikke er nogen overraskelse, at BCB i 2. kvartal 2011 har hævet renten med yderligere 0,75% point, således at den ledende rente - Selic renten - nu er på hele 12,25%. Med en inflation på ca. 6,5% giver dette en realrente på hele 5,75%. Der er således ikke overraskende, at der sker en opbremsning i den brasilianske økonomi. En så høj realrente virker urealistisk i det lange løb, men det viser, at kommer der styr på inflationen, så er der et betydeligt råderum til at stimulere den økonomiske vækst, hvis denne skulle overraske negativt. BCB har således stadig en del "krudt" at skyde med, hvis den økonomiske vækst skulle vise sig at aftage for meget.

#### *Rusland*

Den økonomiske vækst aftog lidt mere end forventet i 1. kvartal 2011, idet den økonomiske vækst blev på 4,1% sammenlignet med 1. kvartal 2010, hvor der tidligere var forventet en vækst i niveau 4,5-5,0%. Væksten forventes dog at være tiltaget i løbet af 2. kvartal 2011 til et niveau omkring de 4,5% sammenlignet med samme periode året før. Den høje oliepris påvirker den russiske økonomi i positiv retning.

Inflationen er fortsat et stort problem for den russiske økonomi. Således viste en måling for maj 2011 sammenlignet med maj 2010 et inflationsniveau på 9,6%. Den russiske centralbank har derfor hævet den ledende rentesats med yderligere 0,25% point til 8,25%. Og der kan forventes yderligere rentestigninger og skærpede kapitalkrav til landets banker, hvis inflationen ikke snart viser tegn på stabilisering.

#### *Indien*

Den indiske økonomi oplevede en mindre opbremsning i den økonomiske vækst i 1. kvartal 2011, idet væksten "kun" blev på 7,8% sammenlignet med 1. kvartal 2010, hvor forventningen tidligere lød på en vækst på lidt over 8%. Den økonomiske vækst forventes at være aftaget yderligere en spids i 2. kvartal 2011 sammenlignet med 2. kvartal 2010, idet væksten forventes at have været på et niveau omkring 7,5%. Det er sandsynligvis de mange renteforhøjelser, som er begyndt at få en vækstdæmpende effekt, idet den indiske centralbank Reserve Bank of India (RBI) i maj hævede renten med 0,5% point til 7,25%, hvilket var den 10'ende renteforhøjelse siden marts 2010. Dette for at lægge en dæmper på den indiske inflation, som fortsat er et stort problem for landet.

Inflationen i Indien er fortsat ganske betydelig, idet denne i marts 2011 blev målt til 9,02% og i april til 8,66%. Og RBI skønner, at inflationen vil holde sig omkring et niveau på 8,5% frem til september, hvor inflationen forhåbentlig vil aftage, således at den i slutningen af året vil lande på et niveau omkring de 6%. Hvis dette billede ikke materialiserer sig, vil der givet vis komme flere renteforhøjelser.

#### *Kina*

Væksten i den kinesiske økonomi kører fortsat i et rimeligt højt gear med en vækstrate over de 9%. Således forventes væksten at have været på henholdsvis 9,6% i 1. kvartal 2011 og 9,4% i 2. kvartal sammenlignet med de samme kvartaler året før. Der er dog begyndende tegn på, at den økonomiske vækst kan være på vej mod en lidt større opbremsning i de kommende kvartaler, idet de ledende indikatorer for den kinesiske fremstillingsindustri har udvist nogle større fald end forventet.

Inflationen i Kina vækker bekymring hos myndighederne. Således steg inflationen med 5,5% i maj sammenlignet med året før. Dette er betydeligt over den kinesiske centralbanks, People's Bank of China

(PBoC), inflationsmål på 4%, og de 5,5% er samtidig den højeste inflation, som Kina har oplevet i de seneste 3 år. Normalt vil en stigende inflation blive forsøgt imødegået med kraftige renteforhøjelser, men de kinesiske myndigheder har i 2011 "kun" hævet renten 3 gange. Banken forsøger i stedet at imødegå inflationen ved at hæve reservekravene til bankerne, så de ikke kan låne så meget ud. Herudover er der indført maksimale prisstigninger på energi og fødevarer, såvel nationale som internationale virksomheder, er anmodet om ikke at hæve deres priser yderligere.

Kina har valgt en model, hvor de i højere grad forsøger at styre den økonomiske udvikling via krav/regler i stedet for at bruge renten. Det betyder, at der kan skabes større uligevægte på nogle områder, idet markedsmekanismen sættes ud af kraft. Eks. kan markedsprisen på fødevarer reelt være væsentligt højere end den pris, som de kinesiske forbrugere betaler. Og der kan ligeledes skabes prisbobler på aktiver (eks. boligmarkedet), hvis renten holdes kunstigt lav, så det umiddelbart virker attraktivt at foretage investeringer for lånte midler. Det har vi selv måttet sande i den vestlige verden i forbindelse med Finanskrisen, hvor vi nu betaler regningen for en alt for kraftig overbelåning. Kan det samme ske i Kina? Ja, det er netop det, som flere og flere økonomer advarer om. Verdensbanken har i det forgangne kvartal advaret om, at den kinesiske økonomi kan risikere at blive ramt alvorligt, hvis der kommer prisfald på boligmarkedet, idet mange banker synes at have for mange boligrelaterede lån. Meget lig den krise, som vi selv oplever i den vestlige verden i øjeblikket. Det bliver spændende at følge, hvorvidt de kinesiske myndigheder kan styre deres økonomi bedre end ved at lade markedskræfterne råde.

### **Samlet omkring den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2011**

Den økonomiske vækst har i 2. kvartal 2011 vist en lidt lavere vækstrate end forventet, medens inflationen fortsat ligger på et forholdsvis højt niveau. Derfor er renten i flere af BRIK landene blevet forhøjet, og der er indført andre vækstbremsende tiltag så som forøgede reservekrav til bankerne, således at de ikke kan låne så meget ud.

## Forventninger

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

Kilde: Danske Bank og Dansk FI

### Økonomi

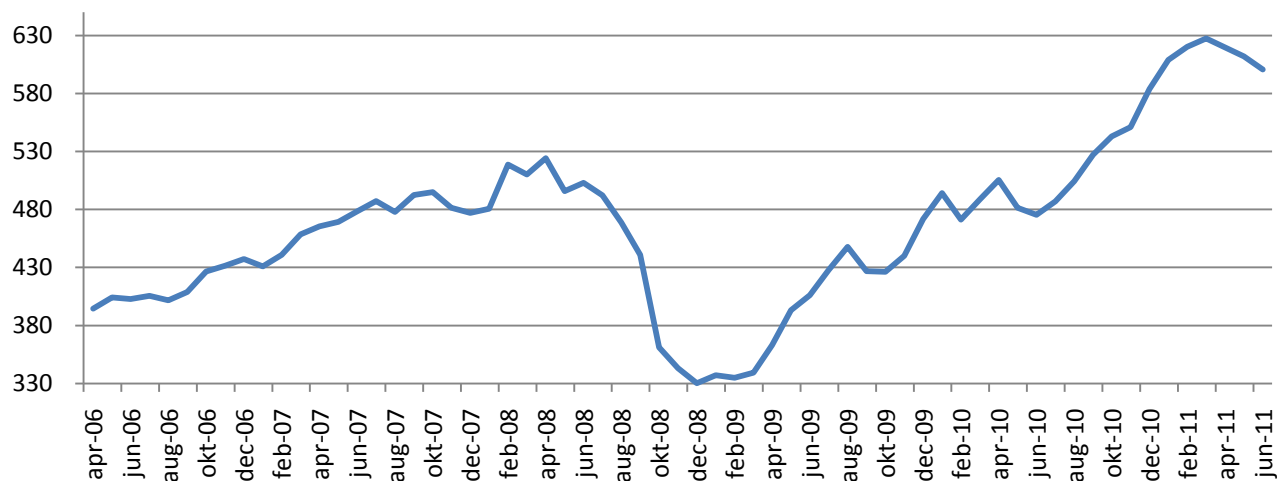
Det bliver en spændende periode, vi går i møde. De fleste statistikker peger nemlig på, at virksomhederne igen har fået fyldt deres lagre op til det ønskede niveau, hvorfor det i høj grad nu er det faktiske forbrug, som skal trække den økonomiske vækst i verdensøkonomien. Dermed får vi et bedre billede af, hvordan den underliggende efterspørgselsituation reelt ser ud. Og det tegner efter vores vurdering et knapt så positivt billede. Konsensus forventningen blandt økonomerne er, at vi pt. oplever en mindre opbremsning i den økonomiske vækst, hvorefter det økonomiske opsving vil tage til og i løbet af 2. halvår af 2011 være oppe på "vanligt" niveau. Dette synspunkt deler vi ikke. Tværtimod er vi af den opfattelse, at vi står over for en længere årrække, hvor den økonomiske vækst vil være lavere end vanligt, idet vi skal have afviklet den store gældssætning i den vestlige verden, der blev foretaget i årene op til Finanskrisen udspring. Vi kan ikke bare blive ved med at udskyde problemerne. Afvikling af gæld vil betyde færre penge til forbrug og dermed lavere vækst. Dertil skal lægges usikkerheden omkring gældssituationen i Sydeuropa og usikkerheden om, hvorvidt kineserne kan styre den økonomiske udvikling uden at skabe u hensigtsmæssige ubalancer. "Risikoen" i vores scenario er efter vores vurdering ikke, om vi kommer til at opleve en højere vækst end forventet. Tværtimod kan væksten risikere at blive mindre end forventet. Og dette vil i givet fald komme som en stor overraskelse for de fleste økonomer. Vi vil i det følgende underbygge ovenstående forventninger. Indledningsvis vil vi dog knytte nogle kommentarer til inflationsudviklingen, som i den nærmeste fremtid kan gå hen og overraske positivt.

#### *Inflationen på vej ned?*

Som det fremgår af nedenstående grafer, er der tegn på, at prisstigningerne på såvel fødevarer som råvarer har toppet og kan være på vej ned. Hvis den økonomiske vækst ikke begynder at tiltage i løbet af 2. halvår af 2011, som vi tror den ikke vil, kan dette få råvarepriserne til at falde yderligere. Dette vil givet vis få centralbankerne i den vestlige verden til at holde igen med renteforhøjelser, medens centralbankerne i Emerging Markets kan begynde at lempe på deres respektive renter, hvis den økonomiske vækst aftager mere end ønskværdigt der.



## CRB Raw Industrials i USD



## CRB FOOD i USD



*Den sydeuropæiske krise er ikke kun en gældskrise, men en strukturel krise som kan ryste eurosamarbejdet*

Vi har i nedenstående skema forsøgt at illustrere enkelte europæiske landes samlede gældssituation ved først at vise budgetunderskuddet i forhold til landets samlede produktion (BNP), dernæst har vi vurderet deres budgetunderskud ex. rentebetalinger og ekstraordinære forhold så som Irlands massive kapitalindskud i landets banker. Dette for at illustrere, hvorledes den "primære drift" ser ud i det enkelte land. Afslutningsvis er landets samlede nettogældsbyrde illustreret i forhold til landets BNP. Vi har taget USA med for at illustrere ligheden/forskellen til landene i Europa.

	2010 % af landets BNP		2011 % af landets BNP		Nettostatsgæld i % af BNP**	
	Budget	Ex. rente*	Budget	Ex. rente*	2009	2010
USA	-10,6	-9,0	-10,7	-9,1	59,9	67,7
Tyskland	-3,3	-0,9	-2,2	0,3	47,9	50,1
Frankrig	-7,0	-4,5	-5,9	-3,3	49,3	56,6
Italien	-4,6	-0,1	-4,0	1,0	100,5	99,1
Spanien	-9,2	-7,5	-6,5	-4,2	34,8	40,2
Grækenland	-10,5	-4,9	-8,0	-0,4	100,5	114,2
Portugal	-9,1	-6,1	-6,8	-3,0	64,3	68,8
Irland	-32,4	-9,1	-10,1	-6,1	26,8	59,1

Kilde: Morgan Stanley

\*: Statsunderskuddet eksklusiv rentebetalinger på statsgælden og ekstraordinære poster

\*\* : Samlede statsgæld fratrukket likvide aktiver

Ovenstående skema viser nogle umiddelbare forskelle:

- Grækenland har den højeste nettogæld, har et af de højeste budgetunderskud, men ses der bort fra landets rentebetalinger, forventes der tæt på balance i 2011.
- Portugal har også en forholdsvis høj nettogæld og et relativt højt budgetunderskud, som dog ikke er alarmerende, når der ses bort fra rentebetalingerne.
- Italien har en meget høj nettogæld, medens budgetunderskuddet er relativt beskedent.
- Irlands gæld er i 2010 steget voldsomt som følge af store kapitalindskud i landets banker. Samtidig er budgetunderskuddet meget højt.
- Spaniens nettogæld er i den pænere ende, medens budgetunderskuddet er i den tungere ende.
- USA skal til at have styr på sine budgetter for at nettogælden ikke bliver uhensigtsmæssig høj.
- Frankrig står ligeledes foran yderligere budgetopstramminger.

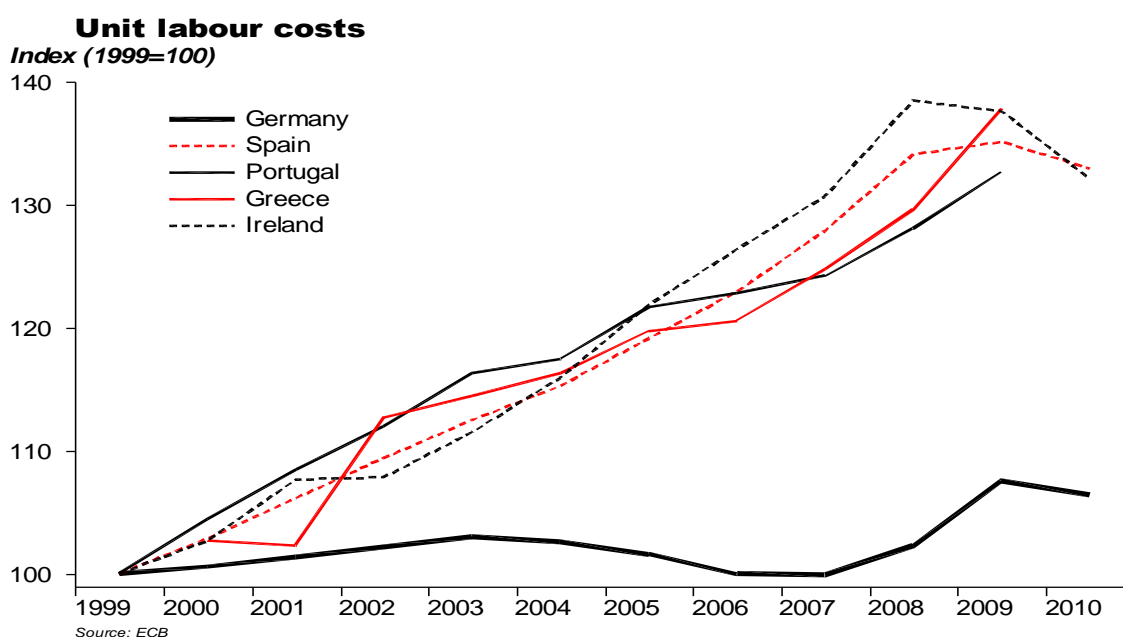
Som det fremgår af skemaet på side 7, står de vestlige lande generelt over for at skulle skabe en bedre balance på deres statsbudgetter. Dette kan skabes gennem lavere udgifter, højere indtægter eller en kombination heraf. Men det vil samlet betyde væsentlig færre penge til forbrug.

Og der er nogle lande, hvor krisen synes uløselig. F.eks. er Grækenlands nettogæld nu 114% af landets BNP. Selv hvis Grækenland hos ECB kan låne til en rente på f.eks. 5% medens den faktiske 2 årige rente på græske statsobligationer er over 30%, vil renteudgifterne alene udgøre knap 6% af landets BNP. Den økonomiske vækst i Grækenland skal være over 6% for blot at holde nettogældens andel af landets BNP konstant. Det virker urealistisk. Portugal er ikke i samme situation, men gældsudviklingen er meget foruroligende, og der skal skabes balance på landets budgetter, hvis ikke gældsfølden også snart skal klappe der. Irland har samme udfordringer.

I Spanien er gældsandelen heldigvis relativ lav, men det løbende budgetunderskud er foruroligende. Hvis ikke landet snart får bedre balance på budgetterne, kan landet bevæge sig i retning af, at nettogælden hurtigt kan udvikle sig meget uhensigtsmæssigt. Italien har rimelig styr på landets budgetter, men den høje gældsandel gør landet særdeles sårbar over for rentestigninger.

Hvorledes så med de nævnte landes konkurrenceevne? De enkelte landes udvikling i konkurrenceevnen siden 1999 kan vurderes ved at se på udviklingen i det enkelte lands "unit labor

costs” (mål for hvad det koster at producere en vare i landet). Det fremgår af nedenstående skema, at det kun er blevet ca. 5% dyrere at producere en vare i Tyskland mod hele 30-35% i Irland, Spanien, Portugal og Grækenland. Omkostningsniveauet er med andre ord blevet alt for højt i de respektive lande, og det er dette dilemma, som landene er fanget i. De skal være mere konkurrencedygtige, og det kan kun ske ved at få produktiviteten op. Dette kan ske via at indføre mere produktionsfremmende teknologi, hvis dette er muligt, men det nemmeste er enten at sænke lønnen eller ved at arbejde mere for samme løn. Og landene skal være ca. 20-25% mere produktive, hvis de skal nærme sig det tyske niveau, så det er betragtelige justeringer, der skal til. Dog kan mindre også gøre det, da den tyske konkurrenceevne er i særklasse god, men der vil uden tvivl blive tale om en lønnedgang på over 10% i de respektive lande.



Førnævnte lande er således ikke bare fanget i en gældskrise, men de er i lige så høj grad fanget i en strukturel krise, hvor landene skal blive mere produktive. Tidligere blev dette udjævnet ved, at de pågældende landes valuta en gang imellem blev nedskrevet ift. de mere produktive lande, hvor prisen for at foretage en sådan devaluering var, at landet fik en høj inflation og høj rente. Nu er de sydeuropæiske lande fanget i det dilemma, at de allerede har en høj rente og en stærk valuta. De har faktisk fået det værste af 2 verdener, hvilket selvfølgelig er en uholdbar situation.

Det er meget vanskeligt at se nogen nem løsning på gældskrisen og den strukturelle krise i Europa. Hvad vil befolkningerne i de respektive lande sige til, at få deres lønninger sænket med 10-20% i kombination med yderligere besparelser? Og landets politiker skal indrømme over for befolkningen, at den levestandard, de har vænnet dem til i de sidste 10 år er skabt for lånte penge, og den skal de nu vænnes fra. Det tror vi ikke, at befolkningen i de respektive lande vil acceptere. Det er derfor, vi vurderer, at der kommer en eller anden form for gældseftergivelse til Grækenland og evt. andre af de mest udsatte lande som kompensation for, at landene skal på en produktivitetsforbedrende hestekur. Alt sammen for at rede Eurosamarbejdet og denne proces kan i den nærmeste fremtid risikere i nogle gevaldige skvulp på de finansielle markeder.

### *En velfungerende finansiel sektor er vigtig for et lands økonomi*

En bank varetager en meget vigtig samfundsfunction. Banken formidler kapital mellem dem som har overskud af kapital og dem som har brug for kapital, hvor sidstnævnte bl.a. er mindre og mellemstore virksomheder med givtige projekter, som kan være med til at skabe både arbejdspladser og skatteindtægter til landet. Hvis ikke et lands banksektor fungerer optimalt, kan det betyde alvorlige problemer for et lands evne til at skabe en tilfredsstillende økonomisk vækst. Der er selvfølgelig også derfor, at mange landes regeringer siden Lehmans krak i efteråret 2008 har forsøgt at begrænse ulykkerne i den globale banksektor ved at indskyde kapital og stille likviditet til rådighed. Dette er ikke gjort af hensyn til grådige bankdirektører eller af medlidenhed med aktionærerne, nej det er ganske enkelt hjælp til selvhjælp for at forhindre, at hele landet skal kastes ud i en alvorlig økonomisk krise. Når ECB i disse dage forsøger at undgå en græsk statsbankerot, så er det heller ikke af hensyn til grækerne, nej det er fordi, at de er bange for, at det europæiske bankvæsen kan lide betydelig skade, idet mange - primært tyske - og franske banker har betydelige investeringer i græske statsobligationer. ECB har endog udtalt, at en græsk statsbankerot kan udvikle sig til en endnu større finansiel krise, end den vi oplevede i kølvandet på Lehman Brothers kollaps i efteråret 2008.

I Europa arbejdes der på en fælles lovgivning for, hvorledes nødlidende banker skal afvikles. Dette er meget fornuftigt, men det fælles udspil bliver hele tiden udskudt, sandsynligvis fordi der gerne ses en løsning på den europæiske gældskrise, før fremtidige regler vedtages. Dette er ganske fornuftigt. Der er en forskellig praksis i de enkelte lande for, hvordan de har valgt at afvikle/understøtte nødlidende banker, men hidtil har ingen almindelige indskydere - bortset fra i Danmark - tabt penge på et bankkrak i Europa. Derfor er det højst mærkværdigt, at Danmark har valgt en praksis, hvor indskydere kan tabe penge, hvis et pengeinstitut går fallit. Vi har ganske enkelt Europas mest hårde og liberale lovgivning for afvikling af pengeinstitutter. Og den danske enegang på området stiller ganske naturligt de danske pengeinstitutter ringere end de udenlandske, når de skal hente kapital på de udenlandske kapitalmarkeder. De internationale investorer vil selvfølgelig have en ekstra præmie for at stille kapital til rådighed for de danske pengeinstitutter, hvor de kan risikere at miste kapitalen. Og hvem skal betale denne ekstra regning til de danske pengeinstitutter? Det skal kunderne selvfølgelig - der er ikke andre til det. Derfor betyder den danske enegang på bankområdet, at bankkunderne vil opleve, at deres udlånsrenter stiger, hvilket selvfølgelig igen betyder færre penge til vækst og forbrug. Den danske enegang på bankområdet vil givet vis medføre, at den danske statskasse vil få færre skatteindtægter og at væksten i den danske økonomi vil blive negativt påvirket.

Den danske afviklingsmodel, benævnt Bankpakke 3, går ud på, at der hurtigst muligt skabes de bedste betingelse for at finde en køber til det nødlidende pengeinstitut, alternativt vil Finansiell Stabilitet overtage instituttet ud fra en foreløbig værdiansættelse, som skal laves i løbet af få dage. Dette for at sikre, at ingen kunder bliver fanget i ingenmandsland og får problemer med sine daglige bankforretninger. Dette er i teorien en super metode, men når store dele af den danske pengeinstitutsektor er i krise, så fungerer modellen ikke i praksis. Langt de fleste pengeinstitutter kan se frem til, at en del af deres ansvarlige lån udløber i de næste 2 - 5 år. Disse pengeinstitutter skal hente ny kapital, eller nedbringe balancerne. Med de nuværende markedsforhold og økonomiske konjunkturer, er det meget svært at forestille sig, at pengeinstitutterne kan hente den fornødne kapital. Derfor er målsætningen for de fleste pengeinstitutter, at de skal slanke deres balancer. Når et pengeinstitut kommer til salg, er der således reelt meget få pengeinstitutter, som har "råd" til at overtage dette - for så bliver køberens kapitalproblemer bare endnu større. Dertil skal så lægges, at mange banker har nogle klausuler, som gør, at deres kreditorer kan forlange deres lån indfriet, hvis der kommer nye ejere til banken. Dette gør udfordringen endnu større.

Det danske bankmarked er karakteriseret ved, at der er meget få banker, der har råd til at overtage et andet pengeinstitut. Derfor er det også meget vanskeligt at værdiansætte et nødlidende pengeinstitut

aktiver, og den foreløbige værdiansættelse som Finansiell Stabilitet foretager, vil sandsynligvis være et udtryk for worst case. Det så vi ved Amagerbankens fallit, hvor det nu ser ud til, at aktiverne pludselig mindst er 6,7 mia. kr. mere værd. Dette er ikke småpenge, og det rejser naturligvis det spørgsmål, om hele samfundet ikke er bedre tjent med, at den nuværende afviklingsordning revurderes, og at der indføres incitamentsordninger i form af statsgaranterede lån og evt. ansvarlig kapital til banker, som påtænker at fusionerer. Den nuværende model og danske enegang er i hvert fald en dyr fornøjelse for de danske skatteydere, og hvorfor forsøge at sælge en bank, hvis der reelt ingen købere er?

Politikerne skal forstå, at det er hjælp til selvhjælp, hvis Danmark igen får en velfungerende finansiell sektor. Hjælpen skal selvfølgelig ikke være gratis, men det kan f.eks. ske ved, at de ansvarlige lån kan være i form af konvertible obligationer, som kan konverteres til aktiekapital, så Staten kan få glæde af eventuelle fremtidige kursstigninger på modtagerbankens aktier. Dette selvfølgelig under forudsætning af, at støtteordningen kan blive godkendt hos de andre EU lande.

### **Hvad betyder ovenstående for investeringsstrategien?**

Der er betydelige økonomiske udfordringer forude. Vi kan ikke blive ved med at udskyde gældsproblemerne - det forsvinder de ikke af, tværtimod kan vi risikere at gøre problemernes omfang endnu større og endnu mere giftige, når de en dag skal adresseres. Men det vil uden tvivl betyde, at vi skal til at indstille os på en længere periode, hvor den økonomiske vækst - specielt i den vestlige verden vil være noget under det niveau, som vi tidligere har oplevet i et økonomisk opsving. En del af gevinsten ved det økonomiske opsving skal gå til at betale af på den gæld, som vi i de seneste 10 år har optaget, i såvel privat som offentlig regi.

Den europæiske banksektor skal rekapitaliseres, hvilket kan ske gennem direkte kapitalindsud fra både private og offentlige investorer samt ved at bankerne tjener flere penge, som ikke bliver udloddet til aktionærerne. Under alle omstændigheder vil det betyde større udgifter for bankkunderne via højere rentemarginaler og gebyrer, hvilket igen vil betyde færre penge til forbrug. Dette for at sikre, at vi igen kan få den europæiske økonomi til at fungere optimalt. I USA er bankerne længere fremme i denne proces, og flere banker har allerede tilbagebetalt de statslån, som de fik under Finanskrisen.

Og så skal specielt de sydeuropæiske lande igennem en proces, hvor de skal blive mere konkurrence-dygtige, herunder en restrukturering (statsbankerot) af et eller flere landes gæld.

Der er således mange og store udfordringer i den nærmeste fremtid. Vi har tidligere kaldt denne periode for en "transformationsperiode" for den vestlige verden, hvor vi skal igennem en moderne kartoffelkur, således at vi igen får en velfungerende økonomi. Dette er forsat vores vurdering, selvom dette på nuværende tidspunkt ikke er den gangse vurdering blandt økonomer, tværtimod er de af den opfattelse, at væksten i de vestlige økonomier hen imod slutningen af 2011 vil køre for fuld tryk igen.

Derfor anbefaler vi på nuværende tidspunkt fortsat en forsigtig investeringsstrategi med en undervægt på risikofyldte aktiver, så som aktier samt højrente- og virksomhedsobligationer.

### **Aktier**

Som beskrevet oven for er der er betydelige udfordringer forude for de vestlige økonomier, og vi kan ikke længere udskyde problemerne. Og det vil betyde en lavere økonomisk vækst i en længere årrække, end de fleste økonomer forventer. Det vil efter vores vurdering også smitte af på selskabsindtjeningen, idet selskaberne kan få endog meget svært ved at opnå den indtjening, som aktieanalytikerne på nuværende tidspunkt forventer. Aktieanalytikerne forventer, ifølge en analyse foretaget af Morgan

Stanley, at de ikke finansielle selskabers indtjening i det amerikanske aktieindeks S&P 500 (de 500 største børsnoterede amerikanske virksomheder) vil stige med 2-cifrede vækstrater i såvel 2011 (14,0%) som 2012 (11,6%). Indtjeningsfremgangen forventes at skulle komme gennem en fremgang i omsætningen og en forbedret indtjeningsmarginal. Det tvivler vi stærkt på, idet vi frygter et stigende prispres, hvis omsætningsvæksten skulle vise sig at udeblive. Vi er således skeptiske omkring aktiemarkedet, idet der kan være udsigt til, at selskabsindtjeningen kan skuffe.

Der er hos os ingen tvivl om, at Emerging Markets har de bedste vækstudsigter, idet de ikke har de samme gældsproblemer eller strukturelle problemer at slås med, som vi har i den vestlige verden. Hvis inflationen begynder at stabilisere sig, som vi forventer den vil, vil det i de fleste Emerging Markets lette presset for yderligere vækstdæmpende tiltag fra centralbankernes side. Derfor anbefaler vi fortsat en overvægt af aktier i Emerging Markets, og vi er parate til at forøge denne overvægt, hvis aktiemarkedet skulle få en korrektion. Selskabsmæssigt er vi fortsat mest stemt for de større selskaber, som har et relativt stabilt cashflow uanset økonomiske konjunkturer.

## **Obligationer**

Med de betydelige økonomiske udfordringer som specielt Europa står over for, er det vanskeligt at forestille sig markante rentestigninger. Tværtimod er det sandsynligt, at ECB vil være endnu mere tilbageholdende med yderligere renteforhøjelser, forudsat at inflationen udvikler sig fornuftigt - og det forventer vi, den gør.

Derfor tror vi på en relativ stabil renteutvikling i den kommende periode, hvor renterne endog kan gå hen at falde en smule. Derfor anbefaler vi en neutral varighed på obligationsbeholdningen.

8. juli 2011

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S  
Fondsmæglerselskab

Nærværende kvartalsrapport kan ikke erstatte den rådgivning, der gives i Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab. Rapporten er således ikke en opfordring til at købe eller sælge værdipapirer. Selskabet påtager sig heller ikke noget ansvar for rapportens rigtighed eller fuldkommenhed, selvom rapporten naturligvis er søgt sikret et korrekt og retvisende indhold. Selskabet påtager sig ikke noget ansvar for eventuelle tab, der følger af værdipapirhandler foretaget på baggrund af kvartalsrapporten. Citeres der fra kvartalsrapporten, skal dette ske med kildeangivelse og udarbejdsdato.

# PRESSEMEDDELELSE

**Vi har i samarbejde med Sparindex, lanceret Danmarks billigste Emerging Markets Fond.**

**Se nedenstående pressemeddelelse.**

---

9. maj 2011

## **Ny indeksfond giver billig adgang til de nye markeder**

**Investeringsforeningen Sparindex lancerer ny passiv fond, som giver både private og professionelle adgang til Danmarks billigste aktieinvesteringer på de nye markeder.**

Investering i fonde med aktier fra de nye markeder – de såkaldte emerging markets-lande – har hidtil været en omkostningstung fornøjelse. Det vender den passivt forvaltede investeringsforening Sparindex nu op og ned på med lanceringen af den indeksbaserede aktiefond Sparindex Emerging Market Index.

### **Tager kampen op mod dyre forvaltere**

I modsætning til de fleste andre investeringsfonde er målet med den nye Sparindex-fond blot, at følge et bestemt aktieindeks – og ikke forsøge at slå det. Af samme årsag er de årlige administrationsomkostninger i fonden på blot 0,65 %, hvilket er flere gange lavere end dens aktivt forvaltede modstykker. Konkret betyder det, at man som investor får mere ud af hver krone, der tjenes i afkast.

Flere undersøgelser peger på, at de fleste aktive og dyre forvaltere har svært ved at klare sig bedre end markedet i det lange løb, fordi eventuelle gevinster ofte ædes op af de årlige omkostninger. Filosofien bag den nye fond er derfor også, at man ved blot at holde fokus på at følge et givent indeks undgår at betale dyrt for porteføljepleje, der i sidste ende ikke giver et garanteret merafkast.

- Når det kommer til investering, er de årlige omkostninger en sikker udgift, mens afkastet er en usikker indtægt. Mange investortyper kan derfor komme langt ved at vælge de billige alternativer, siger Jacob Loiborg, seniorporteføljeformidler i Sparindex.

### **Lanceret i samarbejde med Dansk FI**

Den nye fond er etableret i samarbejde mellem Sparindex og Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab (Dansk FI), som har specialiseret sig i formuepleje, hvor direktør Robert Thiesen også ser store perspektiver i den passive investeringsstrategi.

- I Dansk FI er vores mål at levere langsigtede resultater til vores kunder, og her har indekstilgangen en række klare fordele. Dels er den billig, og dels undgår man vilde, kostbare sats i jagten på gevinster, da målet i denne forbindelse udelukkende er at følge markedet, siger han. En konservativ tilgang, der kombineret med det attraktive afkastpotentiale, de nye markeder rummer, kan give mange opspare mere valuta for pengene, siger Robert Thiesen.

### **Attraktivt investeringsområde**

I Sparindex har man længe haft et ønske om, at foreningens eksisterende fonde skulle suppleres af en emerging markets-fond på grund af aktivklassens attraktive potentiale. Dette er man nu med hjælp fra Dansk FI kommet i mål med, og det glæder direktør Michael Albrechtslund fra Sparinvest

Fondsmæglerselskab A/S, der rådgiver foreningen:

- Emerging markets er et område med et stort potentiale. Dels fordi aktier herfra giver et godt forhold mellem risiko og afkast, og dels fordi aktivklassen i en bredere porteføljetragtning kan have en gunstig effekt på det samlede risiko/afkast forhold. Og det vil vi gerne kunne tilbyde vores kunder, siger han.

Den nye Sparindex-fond bliver noteret på OMX Nasdaq Copenhagen og kan handles fra den 9. maj 2011. Fondens eneste formål er at give samme afkast som sit benchmark, MSCI Emerging Markets Index.

### **Fakta om Sparindex Emerging Markets Index:**

- Følger aktieindekset MSCI Emerging Markets Index
- Dækker pt. 22 lande og fem regioner, hvoraf Fjernøsten og Sydamerika dominerer
- På landeniveau vejer Kina og Brasilien tungest
- Er velegnet til både private og professionelle investorer såvel som pensionsopsparing
- De nye markeder er generelt forbundet med højere risiko, men også større potentiale
- Fonden børsnoteres og kan handles fra den 9. maj 2011

### **Om Sparindex:**

Sparindex er Danmarks eneste rendyrkede indeksforening. Foreningens 12 øvrige passivt forvaltede fonde fungerer som individuelle byggeklodser, som investorerne selv kan skræddersy deres porteføljer ud fra. Foreningen har i årenes løb modtaget flere priser for dens indeksbaserede strategi. Sparindex forvalter en samlet formue på godt 2 mia. kr. pr. 30. april 2011.

### **Om Dansk FI**

Dansk FI blev stiftet i 2000 og godkendt som fondsmæglerselskab i 2001. Målet er at sikre danske formuehavere en reel mulighed for at få uafhængig rådgivning, hvor løsningerne er skræddersyet til den enkeltes behov. Dansk FI har mere end 200 formuende kunder over hele landet og forvalter en samlet formue på flere milliarder kroner.

For mere information kontakt venligst

Kontaktperson Sparindex  
Direktør Michael Albrechtslund, tlf. 36347502,  
[mia@sparinvest.dk](mailto:mia@sparinvest.dk), [Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S](http://SparinvestFondsmaglerselskabA/S)

Kontaktperson Dansk FI  
Direktør Robert Thiesen, tlf. 46304071,  
[rt@danskfi.dk](mailto:rt@danskfi.dk), [www.danskfi.dk](http://www.danskfi.dk)