

Kvartalsrapport

4. kvartal 2011

RESUME

Økonomiske udsigter

OECD's leading indicators, som historisk har været en meget god indikator for, hvilken retning verdensøkonomien udvikler sig i, indikerer, at verdensøkonomien i øjeblikket er på vej ned i gear. Dette er også, hvad de fleste økonomer forventer. Der er efterhånden en "skræmmende" enighed blandt de fleste økonomer om, at verdensøkonomien står over for en længere årrække, hvor den økonomiske vækst vil blive under det historiske gennemsnit og med et Europa, som i løbet af 2012 igen ryger i recession.

Der er ingen nem og nærliggende løsning på eurokrisen, men udviklingen er i høj grad bestemt af, hvad politikerne har tænkt sig at gøre. Derfor er "udfaldsrummet" stort, og vi vil ikke udelukke normalt ellers utænkelige/alternative løsninger, som kan føre til uforudsete bevægelser på de finansielle markeder.

Aktiemarkedet

Med udsigt til en beskeden vækst i verdensøkonomien i 2012 og en europæisk gældskrise, som har potentiale til at sende verdensøkonomien tilbage i recession, skal der gode argumenter til for, at vi føler os fristet til at øge aktieandelen.

Når mange økonomer er enige om, at verdensøkonomien står over for nogle svære år, er det forbausende, hvor optimistiske både aktieanalytikere og investorerne generelt er.

Obligationsmarkedet

Renteniveauet er meget lavt. Derfor vil vi også på obligationsmarkedet være forsigtige, og anbefaler investorerne at have en overvægt af relativt korte obligationer, idet eventuelle rentestigninger vil ramme de lange obligationer hårdt.

Udvikling i 4. kvartal 2011					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2011
	30.09.11	31.12.11			
OMX CGI	417,50	455,98	38,48	9,22%	-16,32%
OMX C20*	350,34	389,95	39,61	11,31%	-14,78%
MSCI World All Countries	886,82	982,50	95,68	10,79%	-4,01%
MSCI USA*	5.952,84	6.892,69	939,85	15,79%	2,30%
MSCI Europa*	6.597,23	7.213,80	616,57	9,35%	-11,73%
MSCI Japan*	12.010,12	12.014,92	4,80	0,04%	-14,19%
* Opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2011
	30.09.11	31.12.11			
Rente på indskudsbeviser	1,00	0,30	-0,70	0,16%	0,80%
4% STAT 2012	0,68	-0,10	-0,78	0,70%	1,84%
4% STAT 2015	1,07	0,38	-0,69	2,77%	8,29%
7% STAT 2024	2,37	1,87	-0,50	5,60%	17,72%
4% NYK 2038	4,09	3,85	-0,24	3,32%	9,65%
EFFAS 1-5**				1,97%	5,27%
** Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2011
	30.09.11	31.12.11			
USD/DKK	5,51	5,75	0,24	4,28%	2,42%
EUR/DKK	7,44	7,43	-0,01	-0,13%	-0,27%
JPY/DKK	0,072	0,074	0,002	2,78%	7,25%

Udviklingen på de finansielle markeder i 4. kvartal 2011

Aktiemarkedet

4. kvartal 2011 blev i lighed med årets øvrige kvartaler begivenhedsrigt. Den europæiske centralbank (ECB) nedsatte i 4. kvartal renten 2 gange, hver gang med 0,25% point, således at renten nu er 1%. De europæiske politikere viser nu mere vilje til at løse den europæiske gældskrise, hvilket i kombination med bedre amerikanske økonomiske nøgletal har ført til nogle pæne stigninger verden over på de fleste aktiemarkeder. De danske aktieindeks er i 4. kvartal steget med omkring 10%, MSCI World er steget med knap 11% og MSCI USA med knap 16% alle målt i DKK. Markante stigninger, men ikke tilstrækkelige til at give positive afkast for hele 2011. Med fald på omkring 15% på de danske aktieindeks og knap 12% på MSCI Europa vil 2011 gå over i historien som et dårligt aktieår.

Aktiemarkedene i BRIK landene har i 4. kvartal 2011 udviklet sig uens. Det brasilianske aktieindeks er, godt hjulpet på vej af en rentenedsættelse på 0,50%, steget med 12,2% målt i DKK. De indiske aktier faldt til gengæld med 10,1% målt i DKK, hvilket bl.a. skyldes en fortsat høj inflation, som har fået den indiske centralbank til at hæve renten med 0,25%. For 2011 som helhed er aktierne, jf. skemaet på næste side, faldet med mellem 18,5% i Rusland og 33,2% i Indien, begge målt i DKK. Selvom landene har haft en betydelig økonomisk vækst, har det ikke været attraktivt at være investor der i 2011.

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q4 2011	Afkast i DKK i 2011
Brasilien	Bovespa	12,20%	-25,47%
Rusland	Micex	6,65%	-18,50%
Indien	Sensex 30	-10,13%	-33,22%
Kina	Shanghai	-2,06%	-19,77%

Obligationsmarkedet

4. kvartal 2011 blev også for obligationsmarkedet - især det danske - begivenhedsrigt. ECB's rentenedsættelser fik også Nationalbanken til at nedsætte renten, men ikke nok med det, den danske rente blev nedsat med mere end 0,5% point. Renten på indskudsbeviser blev nedsat med hele 0,7% point til nu historiske 0,3%. I takt med at den europæiske gældskrise blev forværret og at det er gået op for investorerne, at en stor del af regningen for gældskrisen på den ene eller anden måde sandsynligvis lander i Tyskland, har investorerne søgt efter andre europæiske lande som en mere sikker havn for deres investeringer. Dette har ført til en pæn efterspørgsel efter specielt danske statsobligationer med en styrkelse af danske kroner over for euro til følge, hvilket resulterede i at Nationalbanken sænkede renten mere end ECB. Derfor er renten på danske statsobligationer faldet betydeligt, og så meget at den korte danske statsobligation, 4% STAT 2012 d. 30.12.2011 blev handlet til en NEGATIV effektiv rente på -0,10%! At investorer accepterer en negativ rente skyldes nervøsitet og prioritering af sikkerhed frem for afkast.

Afkastene på danske obligationer i 4. kvartal blev særdeles pæne. Således har afkastet været på 5,6% for 7% STAT 2024 og 2,77% for 4% STAT 2015 medens 4% NYK 2038 har realiseret et afkast på 3,32%. EFFAS 1-5 har realiseret et afkast på 1,97%. For hele 2011 har afkastet på EFFAS 1-5 været 5,27%, medens 7% STAT 2024 har realiseret et afkast på hele 17,72%! 2011 har således budt på et tilfredsstillende afkast på obligationsmarkedet, men når 7% STAT 2024 pr. 31.12.2011 blev handlet til en effektiv rente på blot 1,87%, skal investor som udgangspunkt ikke forvente lignende afkast i de kommende år!

ECB nedsatte i 4. kvartal, jf. ovenfor, renten med i alt 0,5%. Rentenedsættelserne er bemærkelsesværdige, henset til at inflationen jf. skemaet på næste side fortsat er højere end de 2%, som det er ECB's målsætning at holde sig under. Det kunne indikere, at ECB er begyndt at vægte vækstudsigterne højere end den kortsigtede inflationsudvikling, hvilket i givet fald bringer dem mere på bølgelængde med den amerikanske centralbank (Fed).

Inflationen i Euroområdet



Valutamarkedet

ECB's rentenedsættelser og udviklingen i den europæiske gældskrise har ikke overraskende resulteret i en svækket euro. Således er den amerikanske dollar i kvartalet steget med 4,28% og den japanske yen med 2,78% over for euroen. På årsbasis er den amerikanske dollar steget med 2,42% over for euroen og den japanske yen med 7,25%. En relativ beskedent svækkelse af euroen den europæiske gældskrise in mente.

Den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2011

Europa

Den økonomiske vækst forventes i 3. kvartal 2011 sammenlignet med 3. kvartal 2010 at have været omkring 1,4% p.a.. En vækst der i 4. kvartal forventes at være faldet til omkring 0%. Det er fortsat primært de sydeuropæiske lande, som trækker den europæiske vækst kraftigt ned, men væksten i den tyske økonomi forventes, som følge af en faldende eksport, også at aftage. Både væksten og vækstudsigterne for den europæiske økonomi er dermed i løbet af 4. kvartal 2011 blevet kraftigt forringet, og et 1. kvartal 2012 i recession kan ikke udelukkes.

Inflationen i euroland synes i løbet af 4. kvartal 2011 at have toppet. Som det fremgår af skemaet oven for viser seneste inflationsmåling i Euroland et niveau på 2,8% for december mod målinger omkring de 3% i de 2 forudgående måneder. Inflationen i Europa giver således fortsat grund til en vis bekymring, men der er god grund til at tro, at inflationen i de kommende måneder vil aftage yderligere og medio 2012 vil nærme sig et niveau omkring de 2%.

USA

Den amerikanske økonomi har i 4. kvartal på flere områder udviklet sig positivt. Der er skabt flere jobs end forventet, og virksomhederne er begyndt at se lidt mere lyst på fremtiden. De økonomiske nøgletal

har generelt været lidt bedre end frygtet, hvorfor den økonomiske vækst i kvartalet sammenlignet med samme periode sidste år nu forventes at have været omkring 2,5% p.a. Malurten i bægeret er, at politikerne har valgt at føre en økonomisk politik, der ikke nedbringer statens store budgetunderskud, som i 2011 forventes at have været på omkring 8,5% af BNP. Dette er selvfølgelig et uholdbart højt niveau, og ”dark horse” for amerikansk økonomi er derfor, hvor meget den amerikanske økonomi kommer til at lide, når politikerne begynder at nedbringe underskuddet.

Inflationen i USA har nogenlunde fulgt det samme mønster som i Europa. Således har inflationen i det meste af 2011 været stigende, hvor den toppede i oktober omkring et niveau på 3,5% for at falde til 3,4% i november og - forventet - endnu lavere i december. Inflationen er imidlertid fortsat på et forholdsvist højt niveau, men der er gode muligheder for, at inflationen allerede i løbet af 1. kvartal 2012 vil falde til et niveau pænt under 3,0% .

Japan

Den økonomiske vækst i Japan forventes, sammenlignet med de samme kvartaler året før, at have været på henholdsvis 6,0% i 3. kvartal 2011 og omkring 3,0% i 4. kvartal 2011. Det er genopbygningen efter jordskælvet i marts 2011, som er med til at trække den japanske vækst op, idet de store eksportorienterede virksomheder er begyndt at rapportere om svære eksportvilkår på grund af den stærke yen. Desuden har flere japanske virksomheder produktion i de områder i Thailand, som har været hårdt ramt af oversvømmelser. I takt med at effekten af genopbygningen i løbet af 2012 aftager kan væksten falde betydeligt.

Den japanske økonomi er igen ramt af deflation, idet den seneste måling for inflationen viste et fald på 0,5% p.a.

BRIK landene

Brasilien

Den økonomiske vækst har været skuffende i såvel 3. som 4. kvartal 2011. Således har den økonomiske vækst i 3. kvartal 2011 sammenlignet med 3. kvartal 2010 været på 2,1% p.a., og væksten i 4. kvartal 2011 forventes at have været på et lidt lavere niveau. En del af forklaringen på den lave vækst er, at væksten i privatforbruget er faldet fra et niveau omkring de 5,5 - 7,5% p.a. pr. kvartal i perioden 3. kvartal 2009 til 2. kvartal 2011 til forventeligt omkring de 2,5 - 3,0% p.a. i både 3. og 4. kvartal 2011. Brasilien har tidligere gennemført finanspolitiske stramninger og renteforhøjelser for at dæmpe den økonomiske vækst, idet inflationen med et niveau over 7% var blevet et problem. Disse stramninger og en generel økonomisk afmatning hos Brasiliens største samhandelspartnere har resulteret i, at den økonomiske aktivitet i de seneste kvartaler er aftaget kraftigt.

Inflationen er heldigvis på vej ned. Inflationen toppede i efteråret omkring de 7,3% p.a., medens seneste måling for december 2011 viste en stigning på 6,5% p.a. og forventes at fortsætte den faldende tendens i 2012. Henset til at opbremsningen i den brasilianske økonomi er kraftigere end ønsket og inflationen er på vej ned, har den brasilianske centralbank (BCB) i kvartalet nedsat den ledende rente (Selic renten) med 1% point til nu 11%. I takt med at inflationen i 2012 aftager yderligere forventes flere rentenedsættelser.

Rusland

Væksten i den russiske økonomi i 3. kvartal 2011 sammenlignet med samme periode året før lå på 4,8%, men forventes at have været på et lidt lavere niveau i 4. kvartal 2011. En fortsat relativ høj oliepris er med til at sikre, at aktivitetsniveauet holder sig på et tilfredsstillende niveau.

Inflationen har vist faldende tendens, efter at den toppede i foråret 2011 lige under 10%. I november 2011 steg inflationen med 7,0% sammenlignet med samme måned året før, og den forventes at falde yderligere i løbet af 2012.

Indien

Den økonomiske vækst har i 3. kvartal 2011 sammenlignet med 3. kvartal 2010 vist en skuffende vækstrate på kun 6,5% p.a., og forventes i 4. kvartal 2011 også at have været omkring det samme skuffende niveau. Det har primært været investeringsniveauet, der i såvel 3. som 4. kvartal 2011 har trukket tempoet i den økonomiske vækst ned.

Inflationen har desværre ikke vist noget større fald og var på 9,3% p.a. i november 2011 sammenlignet med november 2010. Det høje inflationsniveau fik i oktober 2011 den indiske centralbank (RBI) til at hæve repo renten med 0,25% point til 8,50%, idet dog centralbanken samtidig signalerede, at dette sandsynligvis blev den sidste renteforhøjelse i denne omgang.

Da det primært er investeringerne, som er årsagen til, at den økonomiske vækst har vist en skuffende udvikling i 3. og 4. kvartal 2011, skal der ikke forventes rentenedsættelser, før inflationen viser en faldende tendens.

Kina

Væksten i den kinesiske økonomi i 3. kvartal 2011 sammenlignet med 3. kvartal 2010 var på 9,1%. Den økonomiske vækst er i løbet af året gradvist aftaget og forventes i 4. kvartal 2011, sammenlignet med samme kvartal året før, at have været omkring 8,9%. Også den kinesiske økonomi er ramt af den generelle opbremsning i verdensøkonomien og af tidligere gennemførte vækstdæmpende tiltag, så som større reservekrav til bankerne. Faktisk er der nu frygt for, at væksten bremses for meget op, hvorfor den kinesiske centralbank (People's Bank of China benævnt PBoC) igen er begyndt at slække på reservekravene.

Inflationen har i de seneste måneder vist en faldende tendens. Således viste inflationsmålingen fra november 2011, sammenlignet med samme måned året før, en stigning på 4,2% p.a., medens det tilsvarende inflationsniveau for oktober 2011 var 5,5%. Inflationen forventes i de kommende måneder at falde yderligere, hvilket skaber mulighed for, at PBoC kan slække yderligere på bankernes kapitalkrav, hvis den økonomiske vækst viser sig at aftage mere end ønsket.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2011

Der er i de fleste regioner i løbet af 4. kvartal 2011 sket en større opbremsning i den økonomiske vækst end ønsket. I den vestlige verden er det primært Europa, som lider under gældskrisen, medens væksten i Emerging Markets viser en større tilbagegang, dels som følge af den aftagende vækst i verdensøkonomien, dels på grund af at de tidligere på året indførte vækstdæmpende tiltag så som renteforhøjelser, højere reservekrav til bankerne samt finanspolitiske stramninger som er begyndt at virke efter hensigten. Heldigvis er inflationen også på vej ned, hvilket kan skabe mulighed for, at landene i Emerging Markets igen kan løsne op for såvel finans- som pengepolitikken, medens de vestlige centralbanker, hvis den økonomiske vækst aftager mere end ønsket, kan fortsætte med at holde renten på det rekord lave niveau.

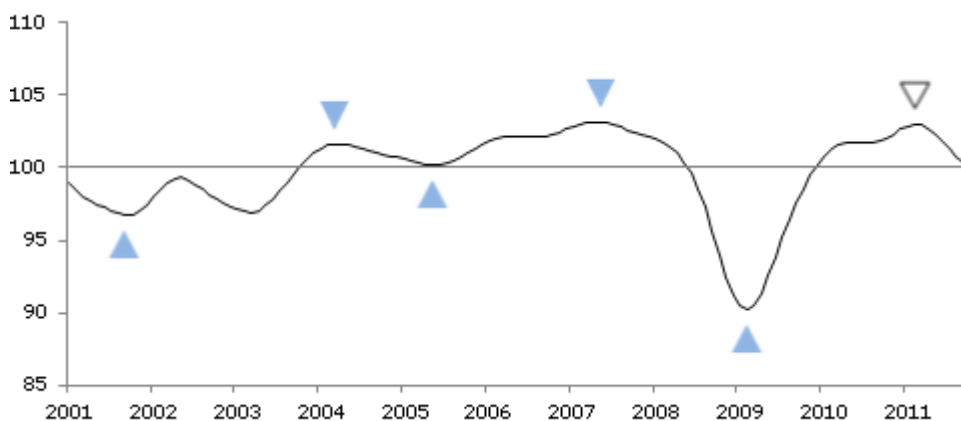
Forventninger

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

Kilde: Dansk FI

Økonomi

OECD's leading indicators, som historisk har været en meget god indikator for, hvilken retning verdensøkonomien udvikler sig i, indikerer, at verdensøkonomien i øjeblikket er på vej ned i gear. Dette er også, hvad de fleste økonomer forventer. Der er efterhånden en "skræmmende" enighed blandt de fleste økonomer om, at verdensøkonomien står over for en længere årrække, hvor den økonomiske vækst vil blive under det historiske gennemsnit og med et Europa, som i løbet af 2012 igen ryger i recession.



Kilde: OECD

Men der er flere og flere økonomer, som advarer om, at det også kan gå helt galt! IMF's topchef, Christine Lagarde advarede i december om, at den nuværende krise er ved at komme ud af kontrol. Hvis dette sker, kan den nuværende krise udvikle sig til en depression som i 1930'erne med den deraf følgende protektionisme og isolationisme. Dette vil i givet fald føre til et markant fald i den økonomiske vækst. I en artikel i Børsen fra 2. januar 2012 fremgår det, "at de 3 seneste økonomiske overvismænd forventer, at dansk økonomi i bedste fald står over for en lang årrække med svag og ujævn vækst eller i værste fald et nyt skarpt dyk i velstanden, fordi det ikke lykkes at inddæmme gældskrisen". Dette er et meget godt billede af den nuværende situation. I bedste fald skal vi indstille os

på et svagt opsving og i værste fald venter der et nyt dybt fald forude. Dette inspirerer ikke umiddelbart til for nærværende at have en investeringsstrategi med stor risiko.

De fleste økonomer er enige om, at det er løsningen af den europæiske gældskrise eller mangel på samme, som i den nærmeste fremtid er den store joker, og her spiller euroen en meget afgørende rolle.

Euroen – derfor er dens eksistens truet!

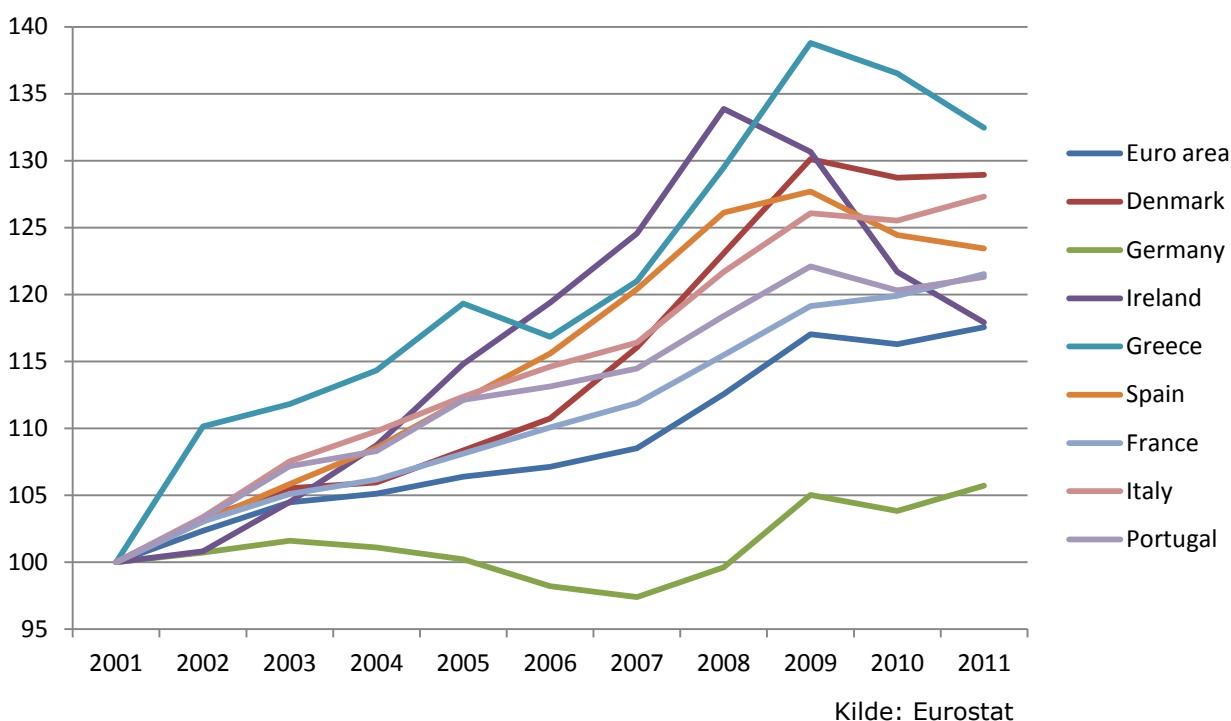
Da euroen i 2002 blev indført i 12 europæiske lande, herunder bl.a. i Portugal, Italien, Irland, Grækenland og Spanien, som benævnes PIIGS landene, var der flere kritiske røster fremme om, at der var en finansiel bombe under systemet, hvis ikke der samtidig mellem landene blev gennemført en større finansiel integration. Den nuværende eurokrise er således ikke helt uventet, men er i høj grad en logisk følgeslutning af en lang række politiske fejlbeslutninger, som de finansielle markeder i flere år bare har ladet gå i glemmebogen.

Hvis man ser på, hvad der bestemmer et lands valutakurs ift. andre landes valutaer, er der blandt frit flydende valutaer tale om almindelig udbud/efterspørgsel. Dvs. hvis et lands valuta efterspørges relativt mere end et andet lands valuta, så vil førstnævnte lands valuta stige ift. sidstnævnte. Efterspørgslen efter et lands valuta afhænger bl.a. af, hvilket afkast man kan forvente at få ved at placere sin kapital i landet, dvs. hvilket renteniveau og inflationsniveau der er i landet, og hvor profitabelt det er at foretage direkte investeringer i landets virksomheder. Desto højere afkast der kan forventes ved at investere i det enkelte land, desto større efterspørgsel vil der, alt andet lige, være efter landets valuta, og omvendt. Falder produktiviteten i et land, vil efterspørgslen efter landets valuta falde, hvilket vil føre til en faldende valutakurs. Dette medfører, at importerede varer bliver dyrere, og dermed stiger inflationen, hvilket igen ofte fører til et stigende renteniveau. Den faldende valutakurs betyder til gengæld, at landet gradvist vil genvinde sin konkurrencekraft over for andre lande, hvorfor der på et tidspunkt igen kommer ligevægt mellem landets valutakurs, rente og konkurrenceevne. Men prisen for denne proces er, at lande som ofte er ”kronisk” mindre produktive, vil have et højere renteniveau end de mere produktive lande, idet investorerne forlanger en kompensation for at påtage sig den devalueringssrisiko, der er forbundet med at investere i det pågældende land.

Med euroen blev der indført en fast valutakurs mellem de 12 lande, som siden er blevet til 17 lande, og ovenstående dynamik imellem de 17 eurolande er således blevet sat ud af kraft. Valutakursen kan ikke længere svinge landene imellem! Men det medfører ikke, at den underliggende dynamik i de enkelte landes økonomiske formåen samtidig smeltes sammen - tværtimod vil det skabe nye former for ligevægte mellem de 17 lande, og det er disse nye ligevægte, som såvel politikere som investorer i alt for lang tid desværre har ignoreret. Hvis det som udgangspunkt antages, at renteniveauet i landene er på nogenlunde samme niveau, idet landene er underlagt den samme centralbank, ECB, som fastsætter en fælles styringsrente for hele eurozonen, vil kapitalflowet mellem landene blive afgjort af, hvor produktive de enkelte lande er. Desto mere produktivt et land er, desto større afkast vil der, alt andet lige, være ved at placere sin investering i dette land. Derfor vil de produktive lande tiltrække kapital, medens de mindre produktive lande vil miste kapital. Med samme valuta, skal der således ske en produktivitetsudligning mellem landene på en anden måde end ved valutakursforskydninger, for at skabe ligevægt. Denne ligevægt kan skabes gennem en intern devaluering i de mindst produktive lande. Det betyder, at produktionsomkostningerne skal nedbringes i de mindre produktive lande, og det vil i høj grad resultere i, at lønningerne skal sænkes. Et lavere lønniveau resulterer i lavere skatteindtægter for staten, hvilket fører til et generelt lavere velfærd i de mindst produktive lande. Denne proces er en kontinuerlig proces, og den vil i princippet fortsætte i det uendelige, hvilket vil resultere i en større og større kløft i velstanden mellem de enkelte lande, hvis ikke de enkelte lande over tid formår at blive nogenlunde ens produktive.

Det er selvfølgelig ikke holdbart, hvis der skabes en for stor kløft mellem velstandsniveauerne inden for euroområdet. Med arbejdskraftens frie bevægelighed vil de mest veluddannede og dygtige arbejdere fra de mindre velstillede lande søge mod de mere velstillede lande, hvorved problemerne og uligheden vil blive forstærket. Valutaunionen kan hermed skabe større og større ulighed landene imellem og skabe grobund for uroligheder i stedet for at skabe større lighed og sikring af freden, som var den politiske baggrund for indførslen af euroen, og der er god grund til at være urolig på nuværende tidspunkt! For som det kan ses af nedenstående graf, har der været stor forskel på, hvordan udviklingen i de seneste 10 år i eurolandene har været i unit labour costs. Unit labour costs er et udtryk for, hvad lønomkostningerne er for at producere ”en vare” i det enkelte land. Unit labour costs er således et udtryk for, hvor omkostningsdygtigt det enkelte land er, og dermed giver det et pejlemærke af landenes produktivitet.

Unit labour costs



Som det ses af ovenstående figur, er der, siden indførslen af euroen i 2002, en meget uens udvikling i unit labour costs mellem de enkelte eurolande. Tyskland har holdt godt igen med lønstigningerne, medens der har været ”lønfest” i mange andre lande. Vi har valgt også at medtage Danmark i sammenligningen, selvom vi ikke er medlem af euroen. Som det ses har danskerne også i den grad deltaget i lønfesten, hvilket i de kommende år bør føre til en meget kraftig dansk løntilbageholdenhed, hvis vi ikke skal risikere at havne i samme problemer som visse sydeuropæiske lande.

Lønfesten og velfærdsfremgangen i PIIGS landene er i høj grad skabt ved, at landene har øget deres gældssætning, så landene nu fremstår som forgældede og ikke konkurrencedygtige. Hovedproblemet for PIIGS landene er, at de ikke længere er konkurrencedygtige. Selv om de fik eftergivet hele deres gæld, ville de fleste forsætte med at skabe gæld, og der vil fortsat ske en forskydning i velstandsniveauet mellem de mindre produktive lande i Sydeuropa og de mere produktive lande i Nordeuropa. Det skal

dog retfærdigvis bemærkes, at graden af manglende produktivitet også er meget forskellig PIIGS landene imellem, hvor Grækenland er det mest udsatte land, medens Italien er i den modsatte ende.

Så det helt store spørgsmål er, hvordan vi får gjort Sydeuropa mere konkurrencedygtig? Under alle omstændigheder er det en længerevarende proces, hvis euroen forbliver i sin nuværende form, og processen kan ikke klares ved, at man udelukkende lader landene lave interne devalueringer med lavere lønninger, stigende arbejdsløshed og lavere velfærd til følge. Der skal sandsynligvis både større og længerevarende støtteordninger fra Nordeuropa til Sydeuropa til, for at dette kan lade sig gøre, herunder en restrukturering af de værst udsatte landes statsgæld. Spørgsmålet er imidlertid, hvorvidt der i Sydeuropa er den folkelige opbakning til at acceptere den velstandsforringelse, der under alle omstændigheder vil ske i en sådan proces, og om der i Nordeuropa er opbakning til, at landene skal betale en stor del af "regningen". En stor del af regningen til Nordeuropa vil sandsynligvis lande i den finansielle sektor, idet det i høj grad er bankerne, som har købt den sydeuropæiske statsgæld, som sandsynligvis vil blive nedskrevet i værdi. Dette kan resultere i en ny finansiell krise, som potentielt kan blive meget værre end den, som efterfulgte krakket hos Lehman Brothers i efteråret 2008. Det er dette scenarie, alle frygter!

Når EU i den nærmeste fremtid forhandler de nærmere vilkår for den europæiske finanspagt, er der megen fokus på at få lavet nogle begrænsninger for, hvor store underskud de enkelte lande kan accepteres at have, og hvilke sanktionsmuligheder, der skal være, hvis de enkelte lande ikke overholder kravene. Det er kun at behandle symptomerne på krisen. Politikkerne skulle hellere fokusere på selve sygdommen: Hvordan gør vi Europa og i særdeleshed Sydeuropa mere konkurrencedygtig? For os at se, er der ingen nemme løsninger på euro krisen, og det er absolut relevant at diskutere, hvorvidt euroen i sin nuværende form har eksistensberettigelse! Når det i høj grad nu er op til politikerne at afgøre, hvad der skal ske, skal investorer være forberedt på, at alt er muligt. Vi går derfor en turbulent fremtid i møde, og det er absolut realistisk, at vi i bedste fald står over for en længere årrække med en relativ lav og ujævn økonomisk vækst og i værste fald endnu en nedtur, hvis euroen bryder sammen på en ukontrolleret måde!

Tålmodighed er også en dyd i 2012

Amerikanerne har, jf. omtalen under afsnittet USA, valgt en strategi, hvor de fortsætter med at stifte gæld og løbende fastholder et budgetunderskud på omkring 8-9% af BNP, hvilket er uholdbart i længden. Hvad nedbringelsen af det amerikanske budgetunderskud kommer til at betyde for den økonomiske vækst i verdensøkonomien, er fortsat et uløst kapitel, men det vil i bedste fald lægge en dæmper på, hvor høj en vækst i verdensøkonomien vi kan forvente i de kommende år, og i værste fald kan det også være med til at sende verdensøkonomien tilbage i recession.

Det er vanskeligt at se, hvad der i de kommende år kan få den økonomiske vækst i verdensøkonomien til at overraske positivt. Tværtimod er der flere ubalancer, som alle har potentiale til at sende verdensøkonomien i recession. Derfor er forsigtighed og tålmodighed nøgleordene i vores bud på en succesfuld investeringsstrategi i 2012. De finansielle markeder har det med at fortrænge risici, som har været kendte i længere tid, og det er fristende at kaste sig ud i mere risikable investeringer, specielt når renteniveauet er lavt, men det får hverken risiciene til at blive mindre eller forsvinde.

Aktier

Med udsigt til en beskeden vækst i verdensøkonomien i 2012 og en europæisk gældskrise, som har potentiale til at sende verdensøkonomien tilbage i recession, skal der gode argumenter til for, at vi føler os fristet til at øge aktieandelen. Fristelsen kan komme ved, at enten bliver de økonomiske udsigter pludselig meget bedre, hvilket vi ikke finder sandsynligt, eller at prisen på aktierne bliver meget attraktive selv under hensyntagen til de betydelige risici, der er i verdensøkonomien. Og sidstnævnte betyder på godt dansk, at aktierne umiddelbart skal falde i kurs, før vi finder det attraktivt at øge aktieandelen.

Når mange økonomer er enige om, at verdensøkonomien står over for nogle svære år, er det forbausende, hvor optimistiske både aktieanalytikere og investorerne generelt er. Aktieanalytikerne forventer i gennemsnit, at de børsnoterede aktieselskaber på verdensplan (MSCI World) vil være i stand til at forøge indtjeningen pr. aktie med henholdsvis 11,4% i 2012 og 11,2% i 2013 (kilde: Thomson Reuters). Indtjeningsfremgangen skal ifølge analytikerne skabes via en kombination af en fortsat omsætnings- og marginfremgang. Vi er særdeles skeptiske omkring begge antagelser, hvorfor analytikernes forventninger efter vores vurdering er alt for optimistiske.

En opgørelse fra Morgan Stanley fra december 2011 viser, at fundmanagerne fortsat har en pæn aktieandel i deres porteføljer. Også de finansielle rådgivere er positive på udviklingen på aktiemarkedet, medens hedgefondene er svagt positivt positioneret mod aktier. Det tyder således ikke på, at de skeptiske finansielle udsigter for alvor har ført til, at investorerne har solgt ud af deres aktier. Dette kan selvfølgelig ske på et tidspunkt, hvilket kan føre til relativt store kursfald på aktiemarkedet.

Vi er af den opfattelse, at en succesfuld investeringsstrategi på aktiemarkedet i 2012 vil indebære, at investor i starten af året holder sin aktieandel lav, så der er plads til at købe op, hvis aktiemarkedet skulle opleve en større nedtur. Aktieinvesteringerne skal primært ske i selskaber, som har et godt stabilt cashflow og gerne med en pæn afsætning til Emerging Markets. Vi tror således på, at man som investor skal arbejde aktivt med både aktivfordelingen og selskabsudvælgelsen i 2012, hvis man skal sikre sig et tilfredsstillende afkast på sin aktiebeholdning, da aktiemarkedet som helhed sandsynligvis ikke vil udvise nogen større stigning i løbet af 2012. 2012 kan sagtens ende med at blive endnu et år, hvor aktiemarkedet som helhed vil udvise et negativt afkast.

Obligationer

Med de betydelige rentefald, der har været på de danske obligationer i 2011, kan der næppe i 2012 være det store potentiale på obligationsmarkedet. F.eks. blev den lange statsobligation 7% STAT 2024 pr. 31.12.2011 handlet til en effektiv rente på blot 1,87%! Dvs. at investor ved at købe en dansk statsobligation, som udløber om 12 år, kan forvente at få en gennemsnitlig årlig rente på under 2% p.a. Den effektive rente er således lavere end det nuværende inflationsniveau, hvilket selvfølgelig ikke er holdbart i længden. Enten skal inflationen mærkbart ned, den lange rente skal op, eller også skal der ske en kombination af disse.

Med de betydelige økonomiske udfordringer, som specielt den europæiske økonomi står over for, må vi i udgangspunktet antage, at eventuelle rentestigninger har lange udsigter. Dette er også hvad de fleste økonomer forventer, og hvad ovenstående markedrenter indikerer. Men som beskrevet tidligere er der ingen nem og nærliggende løsning på eurokrisen, men udviklingen er i høj grad bestemt af, hvad politikerne har tænkt sig at gøre. Derfor er "udfaldsrummet" stort, og vi vil ikke udelukke normalt ellers utænkelige/alternative løsninger, som kan føre til uforudsete bevægelser på de finansielle markeder. Derfor vil vi også på obligationsmarkedet være forsigtige, og anbefaler investorerne at have en

overvægt af relativt korte obligationer, idet evt. rentestigninger på de nuværende lave renteniveauer vil ramme de lange obligationer hårdt.

Vi er også opmærksomme på, at såvel højrenteobligationer fra Emerging Markets som virksomhedsobligationer i løbet af 2012 igen kan blive attraktive at investere i, men for nærværende undlader vi også at investere i disse aktivklasser.

15. januar 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.