Danske Andelskassers Bank A/S

Halvårsrapport 1. halvår 2012

Hovedpunkter

- Afmatning truer den spirende økonomiske vækst
- Er Spanien det nye Grækenland?
- Fokus på politisk ustabilitet
- Markedsusikkerhed førte til fald blandt konjunkturfølsomme aktier
- De danske renter fortsætter faldene
- Stemningen er vendt på valutamarkederne

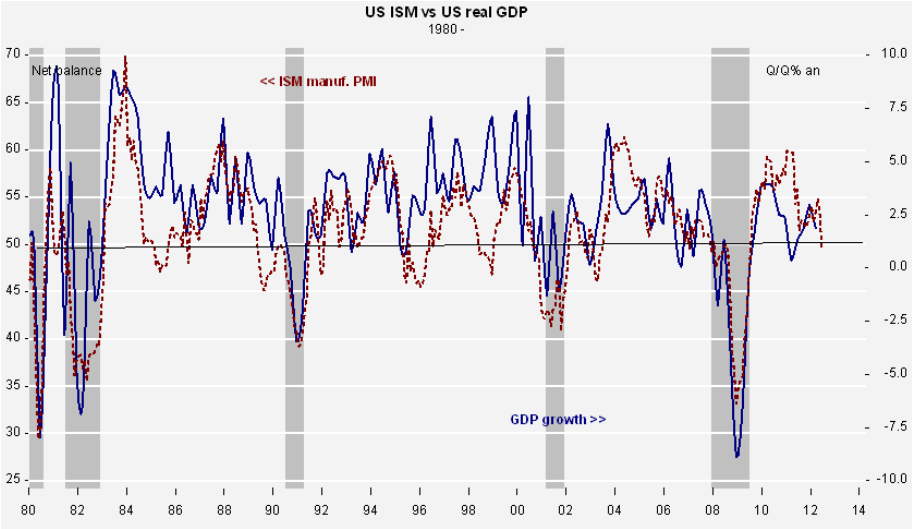
Økonomi

Ligesom det danske sommervejr har stemningen på de finansielle markeder været særdeles lunefuld. Efter et 1. kvartal med solide stigninger på aktiemarkederne har nervøsiteten igen taget over, hvilket har betydet massive udsving på både aktie- og obligationsmarkederne.

På den måde ligner starten af 2012 meget starten på 2011, hvor året begyndte med masser af optimisme og stigende aktiekurser, mens sommeren og efteråret bød på yderligere økonomisk krise og markant faldende aktiekurser. Mange investorer spørger derfor sig selv, om vi er ved at se en gentagelse af 2011. Det er et af de spørgsmål, vi vil forsøge at give svaret på i denne halvårsrapport

Afmatning truer den spirende økonomiske vækst

Efter et 1. kvartal med stigende økonomisk vækst og spirende optimisme er væksten begyndt at aftage i både Kina, USA og specielt Europa. Den faldende vækst kommer af en faldende optimisme blandt såvel erhvervslivet som forbrugeren. Optimismen daler i takt med, at de massive spareplaner i primært Europa nu kan mærkes af forbrugeren og dermed erhvervslivet.



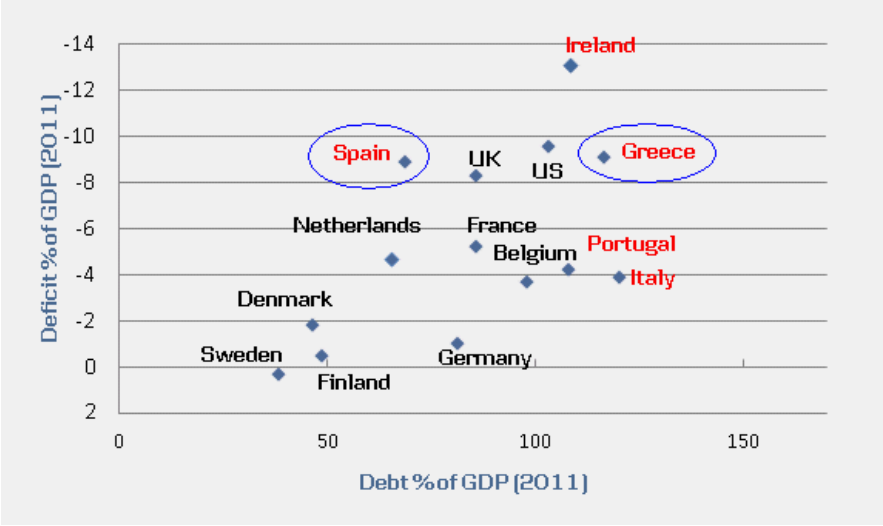
At erhvervslivets optimisme falder, ses som et udtryk for en kommende faldende økonomisk vækst. Som det ses i grafen til højre, er et fald i den amerikanske erhvervstillid (ISM) ofte en forløber for en faldende økonomisk vækst.

Den svagere udvikling i den globale vækst har også ramt vækstlokomotivet Kina, som også oplever en faldende erhvervstillid. Kina sænkede derfor overraskende renten i det forgangne kvartal for derved at stimulere væksten.

Den aftagende vækst har også sat sine spor i arbejdsløsheden i USA og Europa. Der skabes fortsat job i USA, men i et lavere tempo end forventet. Problemerne med arbejdsløsheden er også stor i eurozonen, hvor arbejdsløsheden er over 11 procent, hvilket er første gang siden 1996.

Er Spanien det nye Grækenland?

I takt med den stigende pessimisme har markederne endnu en gang rettet fokus mod de gældsplagede sydeuropæiske økonomier og i særdeleshed den spanske, som plages af rekordhøj arbejdsløshed, stor gæld og negativ økonomisk vækst.



De spanske problemer kan blive særdeles alvorlige for eurozonen, da den spanske økonomi er cirka fire gange større end den græske. Hvis Spanien ender i samme problemer som Grækenland, vil det derfor presse ECB og EU til det yderste for at lave en lignende redningsaktion. Hvis Spanien falder, vil det næste store land være Italien, som har en så stor økonomi, at den ikke vil kunne reddes. De spanske banker lider voldsomt under krisen, og det har fået EU til at beslutte, at kriseramte banker kan få hjælp direkte fra EU's redningsfond (ESM). Samtidig oprettes der et fælles europæisk banktilsyn.

Som det ses i grafen, hvor gælden og det offentlige underskud er sat i forhold til BNP, er de spanske problemer dog ikke så omfattende som de græske. Samtidig har den spanske regering vedtaget en række skrappe reformer, som skal rette op på landets gældsproblemer.

Problemet er de spanske banker og den negative vækst. I første omgang hjælper EU med lån til bankerne, hvilket løser de kortsigtede problemer. Derudover har landet brug for vækst for at kunne opretholde de langsigtede planer. Disse vækstprognoser er flere gange blevet nedrevideret, hvilket gør genopretningen af økonomien særdeles vanskelig. Lige nu er den spanske situation væsentlig bedre end den græske, men hvis der ikke skabes vækst, vil de langsigtede spanske problemer være meget store.

Politisk ustabilitet

Vi har de seneste år hørt om spareplaner på milliarder efter milliarder. Store og skræmmende tal, men samtidig tal, som det er svært for den enkelte borger at forholde sig til. Nu er de store spareplaner ved at blive ført ud i livet rundt om i Europa, og de europæiske borgere er nu ved at mærke på egen krop, hvad de store tal reelt betyder. I takt med at besparelserne bliver udrullet i samfundet, har vi set en stigende utilfredshed fra borgernes side mod de politikere, som har vedtaget planerne.

Således udløste det græske valg i maj kaotiske politiske tilstande, da valget ikke gav en klar vinder. Valget var en massiv vælgerlussing til de pro-europæiske partier, mens det venstreorienterede EU-fjendske parti, Syriza, fik en markant fremgang. Fremgangen kunne dog ikke udnyttes politisk, da de græske partier trods flere forsøg ikke kunne blive enige om at danne

en regering. Landet blev derfor nødt til at afholde et nyt valg. Det gav et snævert flertal til de EU-venlige partier. Derved kunne flere ugers spekulation om en snarlig græsk euroexit aflyses.

De politiske udfordringer i Grækenland er blot en del af et større europæisk politisk problem: Politikerne har ikke formået at overbevise befolkningen om det nødvendige i de massive spareprogrammer, og derfor sker der en vælgerflugt fra de økonomiske ansvarlige partier mod de politiske yderfløje. I Tyskland gav delstatsvalget en markant vælgerlussing til Merkels parti, mens Sarkozy mistede magten i Frankrig. Samtidig stiger utilfredsheden med teknokratregeringen i Italien, og valget næste år imødeses med stor spænding, da også de italienske EU-fjendtlige partier på de politiske yderfløje står stærkt i meningsmålingerne.

Vælgerflugten fra de "økonomisk fornuftige" partier mod de EU-kritiske yderfløje kan give store problemer for den økonomiske fremgang og det samlede europæiske samarbejde. På den ene side vil politikerne gøre, hvad de mener er det rigtige for at rette op på den økonomiske krise. På den anden side vil gennemførelsen af de nødvendige skrappe reformer gøre det sværere at blive genvalgt. Det kan som konsekvens ende med et Europa, som bliver mere splittet, i stedet for at man udvikler det europæiske fællesskab - og grunden kan være politikernes behov for at tilfredsstille deres egne nationale vælgere.

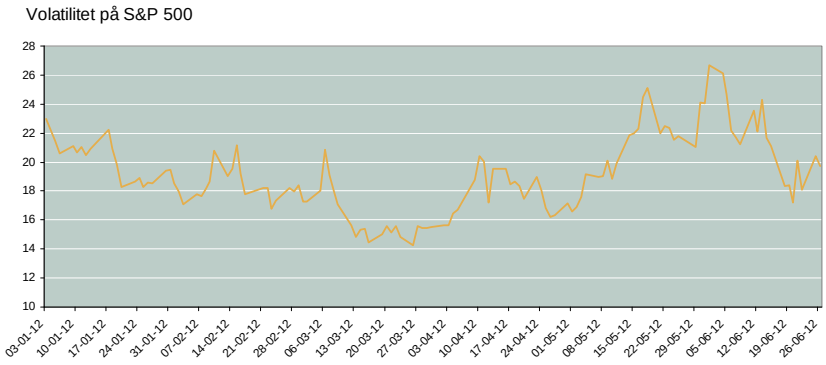
I den henseende er det værd at bemærke, at de fleste landes spareplaner først vil være fuldt gennemført i 2015, og derudover har den manglende vækst allerede fået flere lande til at annoncere yderligere spareplaner. Den europæiske forbruger har med andre ord ikke set det værste endnu.

Aktier

Præcis som i 2011 blev et flot 1. aktiekvartal afløst af et 2. kvartal, som bød på anderledes negative vinde. Fra et aktiemarked, som indikerede stor risikovillighed blandt investorerne og fornyet optimisme, gik man i 2. kvartal til et volatilt og nervøst aktiemarked, hvor specielt de cykliske selskaber stod for skud.

Årsagen hertil skal findes i den makroøkonomiske usikkerhed, som blev beskrevet i det foregående afsnit om økonomien. Blandt andet har situationen i Grækenland, den tiltagende krise i Spanien samt nedgraderingen af vækstudsigterne for Kina betydet, at investorerne har skiftet fokus, således at aktiemarkedet er gået fra et konjunkturfølsomt fokus til i stedet at fokusere på defensive aktier.

Dette kan meget vel skyldes, at defensive aktier under finanskrisen har præsteret bedre i perioder med meget stor volatilitet, altså store udsving på aktiemarkedet. Samtidigt har flere konjunkturfølsomme aktier tilsvarende udviklet sig negativt i samme perioder, hvilket hænger sammen med, at volatiliteten under finanskrisen har udviklet sig i takt med de makroøkonomiske tendenser. Således har høj makroøkonomisk usikkerhed skabt stigende udsving på aktiemarkedet.



Figuren til højre viser, hvordan volatiliteten i størstedelen af 1. kvartal 2012 viste en faldende tendens, hvorefter denne - og dermed usikkerheden på aktiemarkedet - har været stigende i store dele af 2. kvartal 2012. Denne stigende

usikkerhed har betydet, at flere af de cykliske aktier har oplevet større kursfald. Blandt andet er FLSmidth faldet med 18,30 procent, A.P. Møller Mærsk B-aktien med 10,75 procent og NKT med 25,20 procent.

Hvor skal vi hen herfra?

Udviklingen på aktiemarkedet afhænger, som det også ses af ovenstående afsnit, i høj grad af udviklingen i det makroøkonomiske miljø. Idet fremtiden her er meget usikker er vores overordnede anbefaling fortsat, at man bibeholder fokus mod mere defensivt orienterede aktier såsom Chr. Hansen, Novo Nordisk og/eller Tryg.

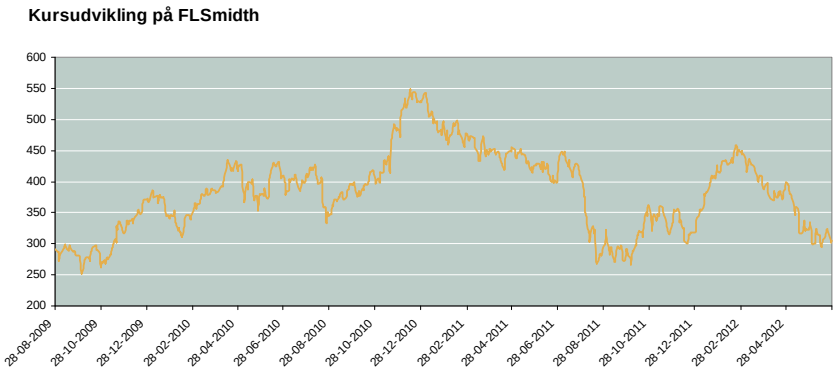
Dog er det vores opfattelse, at flere af de cykliske selskaber på det danske aktiemarked efterhånden befinder sig på så lave kursniveauer, at langsigtede investorer kan anvende kursfald i eksempelvis FLSmidth, NKT Holding og A.P. Møller Mærsk til at købe op sommeren over. Vi vurderer, at flere af de konjunkturfølsomme danske selskaber har brugt store dele af finanskrisen til at skære forretningen ind til benet, således at man omkostningsmæssigt er særdeles trimmet. Herudover er det vigtigt at påpege, at rentabiliteten fortsat er fornuftig blandt flere af de cykliske selskaber, til trods for man ofte kan få det modsatte indtryk, hvis man følger mediernes dækning af finanskrisen.

Kursfaldene i de cykliske aktier kan ofte forklares ved, at disse aktier i langt højere grad end de defensive aktier handler på langsigtede forventninger. Dermed vil stemningsskift omkring den makroøkonomiske situation globalt i langt højere grad påvirke de cykliske selskaber frem for de defensive selskaber. Dette har vi blandt andet set i 2. kvartal 2012.

Investorer skal således være klar til at skifte investeringsfokus i løbet af det resterende halvår i 2012. Vi har tidligere set, at markedsstemningen er vendt meget hurtigt, og investorernes fokus dermed hurtigt er skiftet fra defensive til cykliske aktier og omvendt. Derfor ser vi god grund til ikke at ligge fuldt investeret i markedet, men at have investeringsparate kontanter på ”sidelinjen”. Et sådan stemningsskift vil i høj grad afhænge af, hvorvidt situationen i specielt Sydeuropa udvikler sig.

FLSmidth strukturerer sig til yderligere vækst

FLSmidth-aktien er siden toppen på kurs 458 d. 20.02.2012 faldet med 30 procent, og handler efter første halvår 2012 på kurs 320. Udviklingen i aktien skyldes til dels et kvartalsregnskab, som indtjeningsmæssigt ikke levede op til aktiemarkedets høje forventninger, dels den stigende volatilitet på aktiemarkedet, som har sat sit negative præg på de konjunkturfølsomme aktier.



Til trods for, at indtjeningen ikke kunne følge med analytikernes forventninger ved kvartalsregnskabet, var der positive undertoner i form af en ordreindgang, der klart overgik selvsamme analytikeres forventninger. Herudover har FLSmidth for vane at starte regnskabsåret forsigtigt, både hvad angår resultatet samt ledelsens forventninger til helåret. Vi tror således stadigvæk på, at FLSmidth leverer et fornuftigt resultat for helåret 2012, hvorfor det ovennævnte kursfald kan være en købsmulighed, specielt for den langsigtede og risikovillige investor.

FLSmidth har brugt 2011 til at restrukturere forretningen, således at selskabet nu består af fire divisioner frem for tidligere to (Cement og Minerals). De fire divisioner beskæftiger sig inden for Cement, Bulk Materials (voluminøse mineraler som kul, jernmalm og gødningsmateriale), Non Ferrous (kobber, guld m.m.) og Costumer Services. Med den nye struktur, som har store vidensmæssige og forretningsmæssige synergier, forventer vi, at effektiviteten i FLSmidth vil være stigende.

Det er dog klart, at ringere end ventet forventninger til den økonomiske vækst i specielt Asien kan have stor indflydelse på især Bulk Materials-divisionen, hvilket var tilfældet i kvartalsregnskabet for 1. kvartal. FLSmidth har dog tidligere vist sig i stand til at tjene penge i en periode med dystre økonomiske fremtidsudsigter, blandt andet via effektivitet, en førende produktplatform og et stigende fokus på den indtjeningsstabile Costumer Services division.

Vi forventer således, at FLSmidth er et fornuftigt bud på en cyklisk aktie, som bør være i en risikovillig investors portefølje. Grundet en forventet svagere ordreindgang på Bulk Materials vil vi dog anbefale, at man afventer selskabets halvårsregnskab, før man agerer.

Obligationer og renter

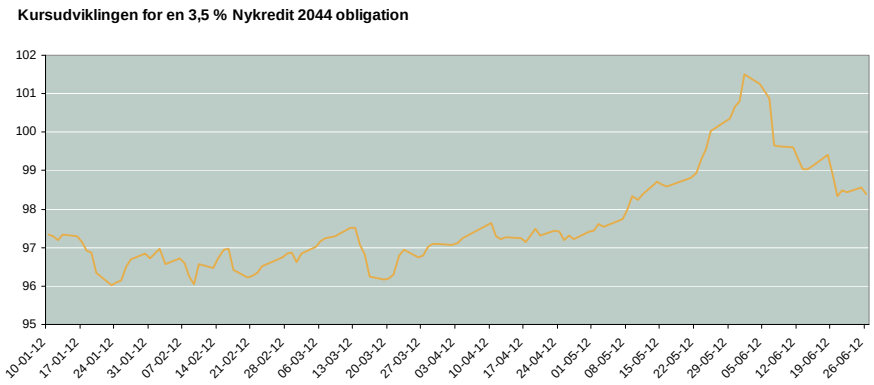
Fokus har overhovedet ikke flyttet sig de sidste måneder. Krisen i Sydeuropa er stort set det eneste tema på obligationsmarkederne. Desværre har tingene ikke bedret sig, snarere tværtimod.

Grækenland har fået ny regering, men inden længe vil markedet konstatere, at dette ikke har løst krisen. Banksektoren i Spanien har store problemer, og Spanien har nu bedt ECB om hjælp til at redde de spanske banker. Dette har medført, at de spanske statsobligationer er kommet under voldsomt pres.

Problemet er, at de nye lån, som skal redde de spanske banker gør, at Spaniens gæld i forhold til bruttonationalproduktet, bliver meget høj. Dette løses måske af muligheden for at optage lån direkte i ESM. Italien og Frankrig har ligeledes store problemer med budgetunderskud samt stor arbejdsløshed. Det store problem er, at konkurrenceevnen landene imellem i en længere periode ikke har kunnet udlignes via ændringen i valutakursen.

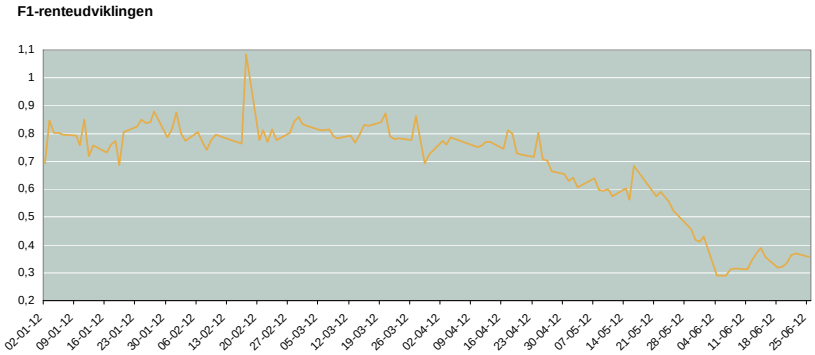
Som vi tidligere har skrevet, kan vi ikke få øje på en mirakelkur, der kan løse gældskrisen i Sydeuropa. Vi frygter (og forventer) derfor, at krisen vil fortsætte og dermed vedblive med at lægge et nedadgående pres på renterne.

Vi har tidligere forudset, at 3,5 % 2044 ville lukke i løbet af året. Som det ses af grafen til højre, skete dette allerede i første halvår. Efter en måneds uafbrudt stigning toppede kursen i næsten 101,50. Siden har vi dog set en forholdsvis voldsom korrektion, så kursen nu er nede omkring kurs 98,50.



Den etårige fleksrente er i første halvår halveret fra knap 1 % til ca. 0,40 % p.a. Denne udvikling er godt hjulpet på vej af Danmarks nationalbank, der i to omgange har været ude at sænke renten. Det er sket i et forsøg på at begrænse indstrømningen af valuta til Danmark. Grundet krisen i Sydeuropa anses Danmark for at være sikkert område, og investorerne strømmer derfor hertil.

Danske statsobligationer er for første gang solgt på auktion til negativ rente. Dette er tidligere sket med skatkammerbeviser, men det er første gang, at toårige danske obligationer er solgt med negativ rente.



Vores forventninger er stadig, at vi vil se svagt faldende korte og lange renter. Bl.a. hjulpet af en rentenedsættelse fra ECB. Vi forventer, at Danmark følger med og måske endda, endnu engang, må komme med en selvstændig rentesænkning, for at kronen ikke skal stå for stærkt over for euroen. Det vil betyde, at vi for første gang nogensinde i Danmark kommer til at operere med negative renter i nationalbanken.

De etårige fleksrenter tror vi vil falde til et niveau omkring 0,25 % p.a. inden årets udgang. Den lange realkreditobligation, 3,5 % 2044, tror vi, efter den seneste korrektion igen vil kravle tilbage over kurs 100.

Valuta

Konklusionen i afslutningen af sidste kvartalsrapports valutaafsnit var, at den dengang udbredte optimisme med hensyn til udviklingen i euroområdet var overdrevet, og at forhold som meget lav vækst, høj arbejdsløshed og høj gældsætning ville komme i fokus igen. Det viste sig at være korrekt.

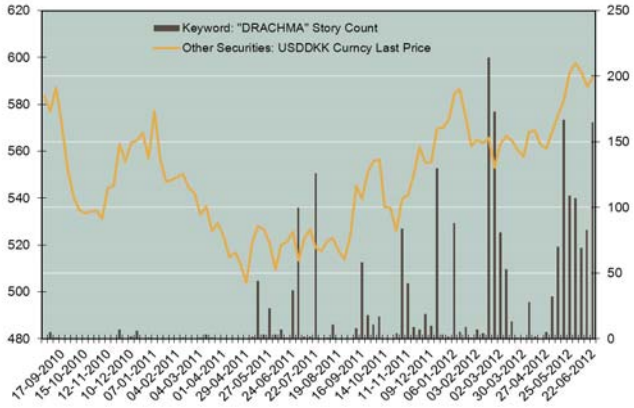
Valutamarkederne er i løbet af det sidste kvartal gået fra at være kraftigt på vej mod øget optimisme til udpræget pessimisme igen. Det skyldes primært, at de økonomiske nøgletal fra USA og Europa overraskede positivt i løbet af sidste kvartal 2011 og i starten af 2012. Allerede fra februar/ marts begyndte tallene at være mindre overraskende til den positive side, og siden starten af 2. kvartal 2012 er overraskelserne i decideret negativt terræn.

Selvom USA og Japan har en højere gældsætning end EU-området som helhed, er det de stærkt forgældede europæiske stater, som gang på gang holdes i fokus på de finansielle markeder. Til trods for at det lige overståede EU-topmøde har skabt en smule optimisme igen, vil stemningen ikke blive forbedret ret meget i det lange løb. Det kan kun generelt forbedrede økonomiske udsigter bevirke.

I forbindelse med de positivt overraskende nøgletal i slutningen af 2011 og starten af 2012 opfattedes det finansielle miljø som stærkt forbedret. Opfattelsen af forholdene i USA havde endda sneget sig i svagt positivt terræn, alt imens betingelserne i Europa fortsat blev betragtet som negative, men dog forbedret kraftigt.

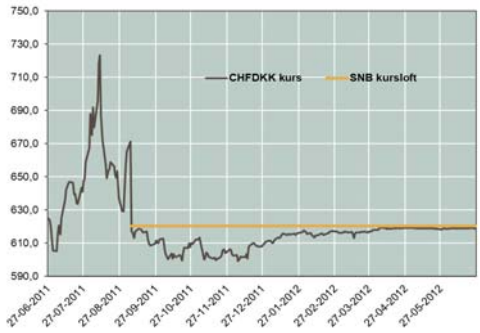
I løbet af sidste kvartal har betingelserne udviklet sig til det værre igen. I denne situation opfattes de mest gældsatte (indtil videre dog kun europæiske) stater og deres finansielle systemer som sårbare. Ratingagenturerne følger som sædvanligt strømmen og nedgraderer europæiske staters og bankers kreditværdighed i takt med, at økonomiske udsigter og finansielle betingelser forværres.

De forbedrede udsigter til økonomien vinteren igennem havde medført en svindende "risikoaversion", dvs. markedsdeltagerne var i højere grad parate til at påtage sig risiko. Det første græske valg - med uklare flertal og med partier styrket, som arbejder for en udtrædelse af euro-samarbejdet - satte for alvor risikoaversionen i højsædet igen.

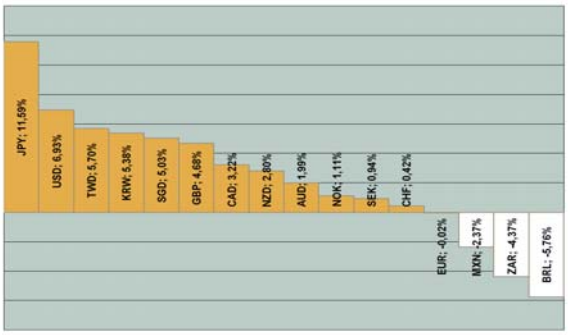


I faser med risikoaversion er det euroen som sælges mod USD, hvilket også medfører en USD styrkelse i dansk regning. Grafikken til venstre viser sammenhængen mellem USD-styrkelsen over de sidste uger og sammenfaldet med den tiltagende frygt for et sammenbrud af EUR-samarbejdet. I grafikken er frygten forsøgt gjort "målbar" via en optælling af forekomsten af ordet "Drakme" (den græske valuta som i givet fald skulle genindføres) i Bloombergs nyhedsflow, som sammenholdes med USD-styrkelsen.

Selvom den umiddelbare fare for græsk udtræden af samarbejdet efter det andet valg er drevet over, så betragtes problemerne i Spanien, Italien og de øvrige gældsplagede lande som så graverende, at man må gå ud fra en fortsat stærk USD samt øvrige "safe haven" valutaer som f.eks. JPY, CHF og i mindre grad de nordiske valutaer.



Der er ikke meget nyt at berette om schweizerfrancen (CHF) siden sidste kvartal. Den af den schweiziske centralbank SNB indførte kursbund på 1,20 for EUR kursen (svarende til et CHF kursloft omkring 620 kr.) bliver forsvaret ihærdigt. Selvom der ikke er udsigt til vedvarende stigninger over aktuelle niveauer, er der vedvarende efterspørgsel. Den schweiziske økonomi har på grund af den fortsat høje valutakurs svært ved at konkurrere på verdensmarkedet, og der er opstået en mild deflation. Begge forhold tilsiger, at loftet består og sænkes på sigt, hvilket afspejles af de langsigtede prognoser i markedet.



Kursændringerne i første kvartal viser generelt et billede af større risikoaversion. Safe-haven valutaer JPY og USD er steget markant, mens kun enkelte opadstræbende økonomiers valutaer som brasilianske Real og sydafrikanske Rand har tabt værdi i forhold til den svækkede EUR og kronen.

Aktuelt er markederne efter vores vurdering noget mere realistiske i deres forventninger end ved afslutningen af sidste kvartal. Vækstudsigterne for verdensøkonomien i almindelighed og for EUR-området i særdeleshed skal blive bedre, inden vi kan forvente en langsigtet styrkelse af EUR, hvilket vil medføre en svækkelse af f.eks. USD, JPY og CHF i dansk regning.

Konklusion

Nervøsiteten er vendt tilbage til de finansielle markeder, hvor de svagere økonomiske nøgletal og den politiske uro i Europa må bære en stor del af skylden. Specielt aktiemarkederne overreagerer som regel i både negativ og positiv retning. Det ses tydeligt i den øgede volatilitet, som vi har set på aktiemarkederne i det seneste kvartal. Aktierne falder kraftigt ved øget uro og stiger ligeledes kraftigt, når ilden bliver slukket igen.

Selv om de politiske brandslukningsøvelser fra specielt EU - senest EU-topmødet i slutningen af juni - bliver modtaget positivt af de finansielle markeder, så løser øvelserne ikke de langsigtede økonomiske udfordringer: Hvordan får vi styr på de store gældsproblemer, samtidig med at der skabes vækst? For uden økonomisk vækst vil gældsproblemerne kun blive værre, og dermed forstærkes den onde cirkel, som specielt den europæiske økonomi pt. befinder sig i

Vækst er blevet et større og større tema i EU, og det er et af den nye franske præsidents mærkesager. Fra EU's side har man bl.a. efter fransk pres vedtaget, at der skal oprettes en vækstfond. Hvordan fonden praktisk skal fungere, har vi endnu til gode at se, men den manglende økonomiske vækst vil være et stort tema i den kommende tid.

Vi anser det for meget sandsynligt, at vi fortsat vil se øget regulering fra EU og ECB for at sikre stabiliteten. Senest har vi set, at der arbejdes på at oprette et fælles finanstilsyn, og det kan bane vejen for en fremtidig fælles bankunion i EU. Det kræver dog, at politikkerne kan blive enige.

På trods af de åbenlyse udfordringer tror vi ikke, at 2012 bliver en kopi af 2011, som resulterede i markante aktiefald i 3. kvartal. Vi tror fortsat på, at specielt Europa skal vænne sig til en længere periode med lav vækst. Uroen vil fortsat være stor på de finansielle markeder, da de fundamentale problemer endnu ikke er tæt på at blive løst. Derfor vil specielt aktierne reagere kraftigt på øget uro. Det er dog også vores overbevisning, at aktiemarkederne er blevet mere modstandsdygtige over for de dårlige nyheder, og at et kollaps magen til det, der skete i efteråret, ikke er forestående

For den kortsigtede aktieinvestor anbefaler vi at udvise forsigtighed og satse på de mere defensive aktier, mens den langsigtede investor kan overveje at samle op i de cykliske aktier som f.eks. FLSmidth. På obligationssiden tror vi stadig på en svagt faldende kort og lang rente.

Med halvdelen af 2012 overstået er det naturligt at justere vores skøn for 2012. Tallet i parentes er vores tidligere skøn.

Scenarie	**Negativt scenarie**	**Hoved scenarie**	**Positivt scenarie**
BNP vækst i Danmark	0,2% (-0,3%)	0,9% (1,1%)	1,3% (1,7%)
OMXC20	-15%	+10-15% (+5-10%)	+25% (+20%)
USD/DKK	670 (645)	600 (573)	550 (530)
1 årig dansk flexrente	0,1% (0,5%)	0,25% (0,75%)	1% (1,5%)
30 årig dansk realkreditrente	2,75%	3,25%	4,75%

På grund af den svagere globale økonomiske vækst og en ringere effekt af Vækstpakken har vi nedjusteret vores skøn for den danske vækst. Til gengæld har vi hævet skønnet for udviklingen i OMXC20 indekset, hvilket primært skyldes udviklingen i Novo Nordisk, som fylder over 40 procent. De fortsatte problemer for euroen er grunden til justeringen af forventningerne til USD. Vi forventer, at flexrenten fortsat vil være lav, mens vi vurderer, at de lange danske renter igen vil falde tilbage til vores hovedscenarie.