

Årsrapport 2011

Hovedpunkter

- 2011 i gældskrisens tegn
- Politisk handlingslammelse
- Fortsat fokus på defensive aktier
- Holdningsskift i Den Europæiske Centralbank
- Faldende renter og en indsnævring af spændene mellem korte og lange renter
- Kursloft over schweizerfrancen

Økonomi: 2011 i gældskrisens tegn

Vi skulle ikke langt ind i 2011, før jordskælvet i Japan og den følgende atomkatastrofe sendte de første chokbølger gennem verdensøkonomien. Også omvæltningerne i de nordafrikanske og arabiske lande gav hurtigt anledning til stigende bekymring hos økonomerne.

Selvom det bredt opfattes som positivt, at befolkningerne gjorde oprør, og at diktatorer, som havde siddet på magten i årevis, blev fjernet, så skaber oprør og borgerkrig altid usikkerhed og en ustabil situation.

Det er ikke befordrende for samhandel og økonomisk vækst. En ustabil situation i en region, som indtil videre står for størstedelen af verdens energiforsyning, er altid problematisk for verdensøkonomien som helhed.

2011 blev dog domineret af en opblusning af gældskrisen. Igen var epicenteret Grækenland, men også andre af de såkaldte PIIGS-lande (Portugal, Italien, Irland, Grækenland og Spanien) stod for skud, hvilket medførte kraftige stigninger i disse landes obligationsrenter.

Grækenland, Irland og Portugal - der alle har fået støtte fra hjælpefonden, European Financial Stability Facility (EFSF), fra eurolandene og Den Internationale Valutafond (IMF) - var isoleret set økonomiske udfordringer, der nemt kunne håndteres, idet disse landes økonomier er små og samlet set kun udgør omkring 7 procent af eurolandenes økonomier.

Én af de store bekymringer i relation til gældskrisen var og er stadig, at gældskrisen spreder sig til større og mere centrale eurolande. Således så vi i slutningen af 2011, at især Italien, der er den tredjestørste økonomi i eurosamarbejdet, blev inddraget i krisen. Frygt og nervøsitet for et kollaps af eurosamarbejdet og deraf uoverskuelige konsekvenser prægede således de finansielle markeder, og rygter blev hurtigt pisket op til stormstyrke. Nogle viste sig at have hold i virkeligheden, mens andre viste sig kun at være en storm i et glas vand.

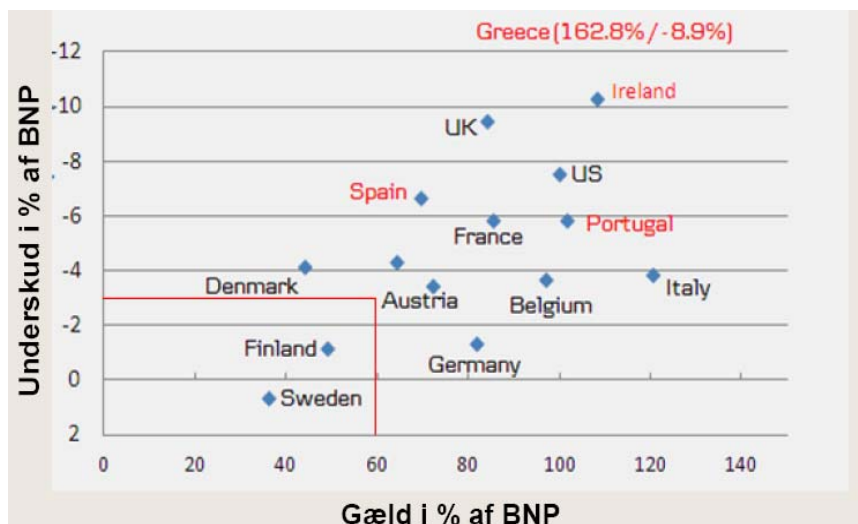
Politisk handlingslammelse

Den politiske håndtering af krisen kan betegnes som "for lidt, for sent". De europæiske regeringer samledes til topmøder et utal af gange i 2011, men man kom aldrig rigtig til at agere i stedet for kun at reagere.

Havde EU i starten afgivet en ubegrænset garanti for den græske gæld, kunne en afsmitning til andre lande muligvis være undgået. Den langsommelige beslutningsproces og de vedvarende stridigheder udhulede finansmarkedernes tiltro til, at Europa kunne løse sine problemer.

Også politikerne i USA udstillede flere gange i 2011 deres handlingslammelse. Det skete ved at være ude af stand til at træffe fælles beslutninger af langvarig karakter og med bred opbakning.

I december fremsatte Tyskland og Frankrig et forslag om en ny traktat i EU. Den reviderede traktat skal øge den politiske og økonomiske integration, og målet er at stramme styringen af euro-staternes finanser efter en årrække, hvor Maastricht-aftalens konvergenskrav - om en maksimal gæld på 60 procent af BNP og et underskud på maksimalt 3 procent af BNP - tydeligvis ikke er blevet overholdt, som det fremgår af figuren til højre.



Gældskrisens politiske uro medførte endvidere, at folkevalgte politiske ledere i både Grækenland og Italien blev afsat og erstattet af teknokrater, som i en overgangsperiode frem til parlamentsvalg skal regere landene og sikre vedtagelse af de nationale spareplaner, der er nødvendige for at få kontrol over landenes store gæld og underskud på de offentlige finanser.

Mange europæiske lande har allerede vedtaget store sparetiltag for få styr på deres økonomi igen. Men mens de økonomiske stramninger flere steder er vedtaget, er eksekveringen, og dermed påvirkningen i befolkningen/vælgerne, kun lige startet. Som det ses i nedenstående tabel, står de europæiske forbrugere over for massive besparelser.

Store finanspolitiske stramninger				
	2010	2011	2012	2013
Tyskland	1,7	-2,2	-0,3	-0,4
Frankrig	-0,9	-1,2	-1,6	-1,7
Italien	-0,6	-1,3	-2,7	-1,6
Spanien	-2,2	-2,9	-1,9	-1,8
Portugal	-0,3	-4,5	-2,9	-1,4
Grækenland	-7,0	-4,7	-3,8	-1,8
Irland	-1,3	-2,2	-1,1	-1,5
Euroland	-0,3	-1,9	-1,4	-1,0

Et skisma i forbindelse med spareplanerne er ratingbureauernes rolle. Ratingbureauerne Fitch Rating, Standard & Poor's og Moody's Investors Services krævede alle reformer og besparelser i de gældsatte lande for ikke at nedgradere deres kreditværdighed velvidende, at disse krav ville medføre en midlertidig nedsat vækst. Når væksten så begynder at aftage, nedgraderer man de selsamme lande under henvisning til de forringede økonomiske udsigter. I alt fik flere lande nedgraderet deres kreditværdighed i 2011, mens endnu flere blev

sat på ratingbureauernes negative overvågningsliste. I august fik også USA for første gang i sin historie nedgraderet kreditværdigheden fra den højst opnåelige rating AAA til den næstbedste rating AA+ af Standard & Poor's.

De seneste vækstrelaterede nøgletal fra USA har dog været positive. Således slog tallene både økonomernes forventninger og viste en fornuftig udvikling i vækstsignalerne fra den foregående måned.

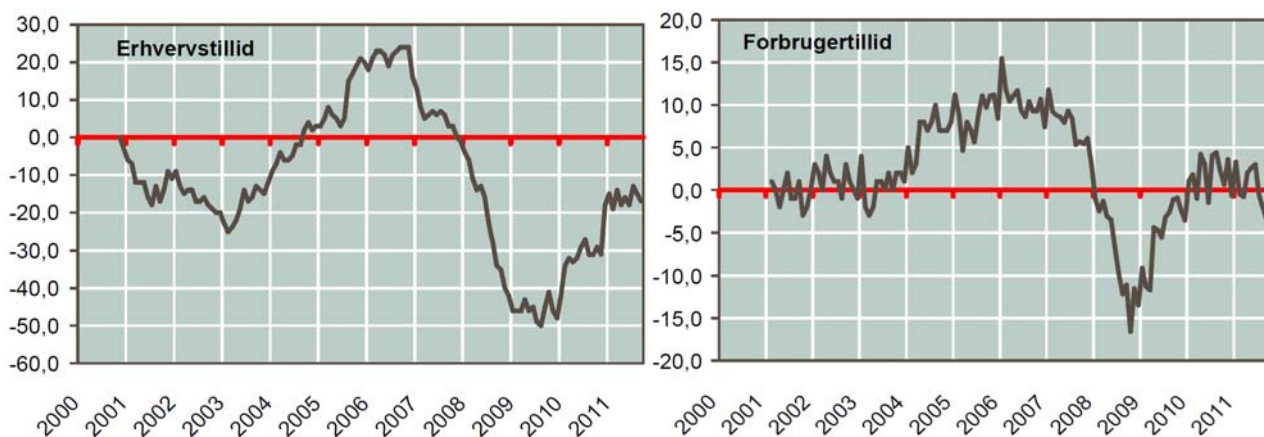
Det er primært de forbrugsrelaterede nøgletal, der har overrasket positivt. Men også arbejdsmarkedet har vist nogen styrke. Væksten i 4. kvartal ser dermed fornuftig ud, om end det kommer fra et lavt niveau, og tempoet er også stadig i den lave ende. De økonomiske nøgletal fra Europa har også mod slutningen af året været marginalt bedre end ventet, men tegner stadig et billede af en europæisk økonomi, som i øjeblikket balancerer på kanten af en recession.

2012: Et udfordrende år

De mange problemer i 2011 har medført en opbremsning af økonomien, specielt i Europa.

I Danmark er forbrugertilliden fortsat på vej ned, og udviklingen i erhvervstilliden, som har været i bedring siden 2009/10, ser ud til at være gået i stå.

Væksten i den danske økonomi ser her til årsskiftet ud til at stå stille, og der er stor sandsynlighed for en teknisk recession. Boligmarkedet står fortsat i stampe, og en stimulering af forbruget via stigende boligpriser ligger tilsyneladende adskillige år ud i fremtiden. Dertil kommer, at statsgælden er stigende, hvilket indsnævrer muligheden for at sparke økonomien i gang via øget offentligt forbrug.



Den faldende/lave tillid fra forbrugere og virksomheder kan have uheldige og selvforstærkende effekter på krisen. Snebolden er begyndt at rulle, men kan blive forstærket af følgende: → forbrugerne bliver mere nervøse og bruger færre penge, → det går ud over virksomhederne og dermed aktiekurserne, → det gør forbrugerne endnu mere nervøse, hvilket igen medfører, at de bruger færre penge, → virksomhederne bliver nødsaget til at fortage nogle besparelser hvilket ofte er lig med afskedigelser af medarbejdere, der igen påvirker forbrugsmønstret, og så ruller snebolden videre.

Betalingsbalancens løbende poster i Danmark viser dog rekordstore overskud i disse år. I 2010 blev overskuddet på 96 mia. kr. men i 2011 ser det ved redaktionens slutning ud til, at overskuddet bliver endnu større og kommer op på omkring 115 mia. kr.

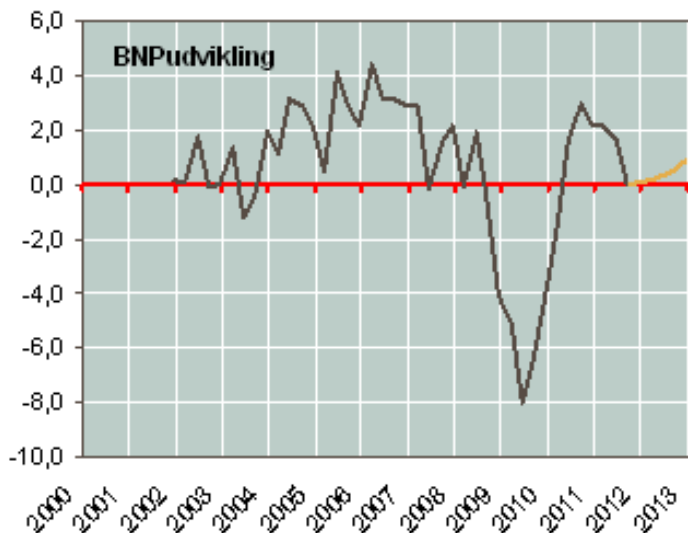
Som udgangspunkt er det en fordel for et land at have plus på betalingsbalancen. I Danmarks tilfælde styrker det efterspørgslen efter danske kroner og understøtter de finansielle markeders positive syn på Danmark, hvilket bidrager til lave renter.

Det store overskud er dog ikke kun en fordel. I Danmarks tilfælde dækker det rekordstore overskud over en meget stor indenlandsk opsparingslyst, hvilket dæmper aktiviteten, og dermed koster arbejdspladser her og nu. Udviklingen skal også ses i sammenhæng med, at danske virksomheders stigende investeringer i udlandet ikke er blevet fulgt op af udenlandske virksomheders investeringer i Danmark.

I dagens Danmark er det naturligt for en større virksomhed - eksempelvis af konkurrencemæssige hensyn - også at placere sig i udlandet. Isoleret set er problemet dermed ikke så meget, at danske virksomheder investerer i udlandet, men nærmere at udenlandske virksomheder ikke i samme omfang investerer her i landet.

Vi forventer, at den økonomiske vækst i Danmark for 2011 lander på et lille plus i omegnen af 0,9 procent. I 2012 forventer vi en sløj start på det nye år efterfulgt af en mindre vækst hen over året, således at 2012 slutter med et mindre plus på 1,1 procent og et plus på 1,4 procent i 2013.

Den fremtidige udvikling er dog forbundet med meget stor usikkerhed, og som det fremgår af tabellen i vores konklusion, kan eksempelvis en eskalering af gældskrisen eller et sammenbrud af eurosamarbejdet accelerere den begyndende vækstkrise, hvilket vil medføre store negative konsekvenser for dansk og international økonomi.



Aktier

Aktieåret 2011 blev i høj grad præget af den makroøkonomiske uro og gældssituationen i PIIGS-landene. Således var der store fald at spore i de globale aktieindeks. Det danske OMXC20 indeks faldt med 15,50 procent, det tyske DAX indeks faldt med 14,70 procent, det amerikanske S&P 500 indeks faldt med 0,02 procent, og det japanske Nikkei 225 indeks faldt med 17,33 procent.

Som det ses af ovennævnte, var der primært negativ udvikling at spore i 2011, og flere af de danske OMXC20-selskaber måtte indkassere store kursmæssige tab. Således faldt Vestas-aktien med 64,70 procent, Pandora-aktien med 83,90 procent, Danske Bank-aktien med 49,00 procent og Sydbank-aktien med 40,40 procent.

Til gengæld blæste der anderledes milde vinde over forsikringsbranchen – og det på trods af, at vejret ikke just var i forsikringsselskabernes favør. En særdeles hård vinter, en regnfuld sommer og en stormfuld afslutning på 2011 afholdt ikke investorerne fra at sende Topdanmark-aktien i et 2011-plus med en stigning på 21,10 procent, mens Tryg-aktien steg med 23,90 procent.

De få lyspunkter ændrer dog ikke på det overordnede billede af aktieåret 2011, hvor 12 af de 20 OMXC20-selskabers aktier endte året med et samlet kurstab. Halvdelen af samtlige OMXC20-aktier faldt med tocifrede procentsatser i 2011.

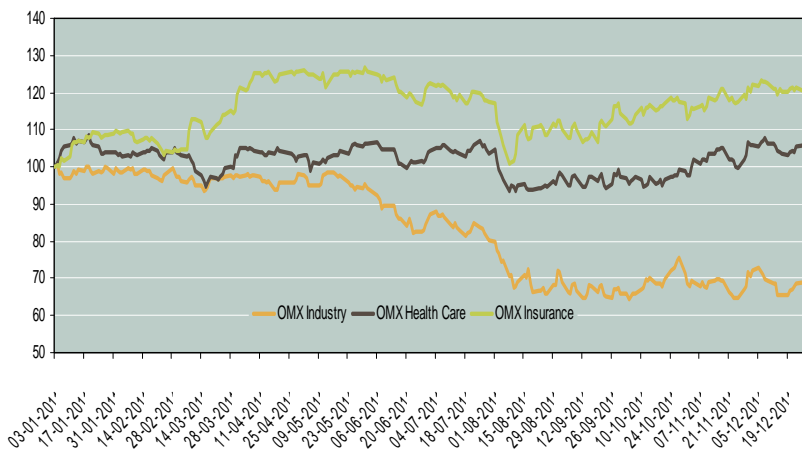
Konjunkturfølsomme aktier stod for skud

I takt med, at gældskrisen i PIIGS-landene blev forværret i specielt 2. halvår af 2011, nedgraderede flere lande vækstudsigterne for de kommende år. Dette har sat dybe aftryk hos specielt de konjunkturfølsomme aktier, som derved tegnede sig for nogle af de største kursfald i 2011. Blandt de danske OMXC20-aktier er A.P. Møller Mærsk, FLSmidth, DSV og NKT slående

eksempler. Samtlige af disse selskabers aktier endte 2011 med et kursfald på tocifrede procentsatser.

Den enes død er som bekendt den andens brød, og det gælder også her. I takt med at investorerne begyndte at sælge ud af de konjunkturfølsomme aktier, steg interessen samtidig på aktier, som ikke umiddelbart påvirkes af konjunkturerne, også kaldet defensive aktier. Blandt disse kan nævnes Novo Nordisk, Topdanmark, Coloplast, Chr. Hansen, TDC og Novozymes. Alle selskaber, hvis primære forretningsområde ikke påvirkes af udsving i vækstforventningerne, hvilket gør papirerne attraktive i en situation med stor usikkerhed og udsigt til lav økonomisk vækst.

Udvikling fordelt på brancher



Som det ses af billedet ovenfor, faldt de konjunkturfølsomme aktier, illustreret ved OMX Industri-indekset, i løbet af 2011, mens konjunkturneutrale brancher, illustreret ved OMX Medicinal og Pleje og OMX Forsikring, begge oplevede stigninger i årets løb. Specielt er det bemærkelsesværdigt, at der kan spores en modsatrettet udvikling i 2. halvår mellem industrisektoren og forsikrings- og medicalsektoren.

Fortsat fokus på defensive aktier

Flere, specielt konjunkturafhængige, selskaber er prisfaldt på historisk set lave niveauer målt på aktienøgletal, hvilket kan være en mulighed for den mere langsigtede investor.

Et godt eksempel er FLSmidth, hvis aktie faldt med 36,50 procent i 2011 til trods for, at selskabet driftsmæssigt klarede sig bedre end ventet. FLSmidth aktien handles nu på et P/E-niveau for 2012, som er under gennemsnittet for branchen, de pæne regnskaber til trods. Dette gør sig gældende for flere konjunkturfølsomme aktier, og vi forventer, at der i perioder i 2012 kan komme fokus på denne type aktier med kortsigtede kursstigninger til følge.

Vi fastholder dog vores fokus på defensive aktier som eksempelvis TDC, Novo Nordisk og Chr. Hansen, og anbefaler, at man fortsat overvægtter disse aktier i porteføljen. Det skyldes, at vi forventer en længere periode med lav økonomisk vækst grundet de mange pengepolitiske stramninger i specielt Europa. Når disse vækstudsigter skal prises ind i markedet, vil fokus fortsat være rettet mod de defensive aktier.

Vi forventer også, at Carlsberg aktien vil klare sig godt i 2012. Rent risikomæssigt ligger selskabet imellem de defensive aktier og de konjunkturfølsomme. Aktien handles med en rabat på 30-35 procent i forhold til konkurrenterne og en P/E på 9,5. Derudover er der store forventninger til, at den nye russiske ledelse kan vende udviklingen på Carlsbergs største marked. Det forestående EM i fodbold i Polen og Ukraine vil også give stor opmærksomhed omkring Carlsberg, da selskabet er sponsor for en række af de deltagende lande.

Svagt positivt 2012 i vente

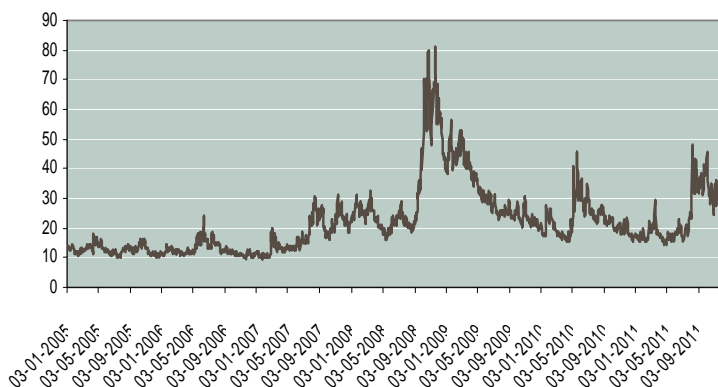
Vi forventer, at 2012 fortsat vil byde på en del usikkerhed på aktiemarkedet som følge af den makroøkonomiske uro, men dette er ikke nødvendigvis ensbetydende med, at investorer skal søge væk fra aktierne eller sælge ud af samtlige aktiebeholdninger.

Det er der flere årsager til. For det første har aktiemarkedet oplevet en faldende volatilitet siden august, hvor denne steg kraftigt som følge af den eskalerende gældskrise. Dette kan være medvirkende til at skabe ro på aktiemarkedet og samtidig øge investorerens lyst til at købe aktier, som historisk set har vist større udsving, også blandt de konjunkturfølsomme selskaber.

Derudover er der som nævnt mange dårligdomme indregnet i de aktuelle kurser, og mange selskaber handles derfor på meget lave nøgletal.

Vi anser det som sandsynligt, at det danske OMXC20-indeks stiger mellem 5 til 10 procent i løbet af 2012. Her er det dog værd at bemærke, at medicinalgiganten Novo Nordisk fortsat fylder meget i OMXC20-indekset (40%), hvorfor større stigninger og fald i Novo Nordisk-aktien vil få udslagsgivende betydning for OMXC20-indekset.

S&P 500 volatilitet



Obligationer / renter

2011 bød på et markant holdningsskifte i Den Europæiske Centralbank (ECB). Efter at have startet året med 2 rentestigninger kom der sidst på året 2 rentenedsættelser. Vi ser dette som en klar indrømmelse fra ECB af, at man fuldstændigt har undervurderet krisen i Europa. Vi mener, at rentenedsættelserne er naturlige på grund af den svære økonomiske situation i Europa, men alligevel er det kommet som en overraskelse for os, at ECB, med den nye centralbankdirektør Mario Draghi, har ændret holdning, så der nu også fokuseres på vækst og ikke kun på inflation.

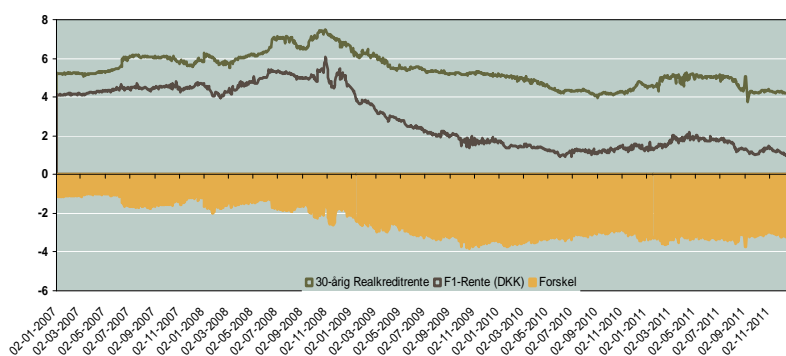
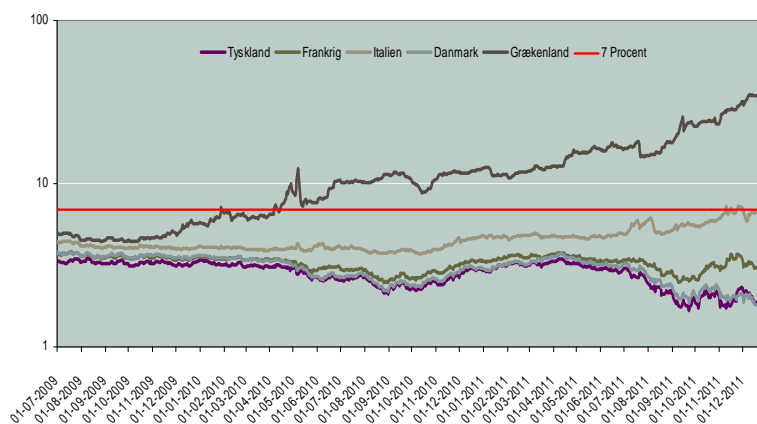
Tidligere på året forudsagde vi, at F1 renten ville blive refinansieret til ca. 1,10 %, hvilket den gjorde. Vi vurderede samtidig, at 4 % Totalcredit 2044 med afdrag ville ligge i ca. kurs 99,50. Her var rentefaldet dog lidt større end forventet, da den lå i kurs 100,40 ved årsskiftet.

Året har været præget af gældskrisen i PIIGS-landene og efterfølgende store besparelser på de offentlige budgetter. De store problemer i PIIGS-landene og dermed i EU har fået obligationsinvestorerne til at søge mod de sikre lande. Her har Tyskland tidligere været det helt naturlige valg, men med risikoen for, at Tyskland kommer til at hænge på de store gældsposter i PIIGS-landene, har investorerne prøvet at finde alternativer. Det har betydet, at Danmark i en længere periode har haft renter under de tyske. Vi har endda set helt korte statspapirer handlet med negativ rente.

Netop renten på de europæiske statspapirer har påvirket de finansielle markeder meget i efteråret. Men hvorfor er en lav rente så vigtig? Når stort set samtlige europæiske lande har underskud, er landene afhængige af, at kunne finansiere underskuddet ved salg af statsobligationer. Hvis renten stiger, vil det blive dyrere for landene at låne pengene, og dermed starter den negative spiral.

7 % på en 10 årig statsobligation har i markedet været betragtet som et uofficielt loft for, hvor høj renten maksimalt må være, før det pågældende land ikke længere kan servicere gælden. Da Grækenland brød 7 % grænsen,

gik der 13 dage, inden landet måtte bede EU, ECB og IMF om hjælp. I Irland gik der 15 dage, mens Portugal holdt stand i 49 dage. Hen over efteråret var Italien og Spanien i perioder over grænsen, og ECB var nødt til at støtteopkøbe for at presse renten ned igen



Som det ses på grafen til venstre, så har rentefaldet i de danske statsrenter også haft en effekt på de korte og lange realkreditobligationer. Spændet mellem de korte og lange obligationer er dog stadig forholdsvis høj, og det spænd forventer vi vil blive indsnævret i takt med, at den lange rente vil falde mere end den korte rente i 2012.

Vi forventer, at også 2012, økonomisk set, bliver et hårdt år med lav eller måske ligefrem negativ vækst i perioder af året. For renter er dette imidlertid meget positivt. Derfor tror vi, at styringsrenterne fra såvel ECB som Danmarks Nationalbank vil blive nedsat yderligere. Vi forventer, at ECB sænker renten minimum to gange med 0,25 procentpoint.

Dette kan betyde, at vi i slutningen af 2012 vil se refinansiering af et årlige flekslån på 0,75 % eller lavere. De lange 30 årige realkreditobligationer med afdrag (4 % 2044) er allerede gået over kurs 100. Vi tror derfor, at realkreditinstitutterne inden længe vil være klar til at udstede en 3,5 % 2044. En sådan obligation vil i øjeblikket skulle handles omkring kurs 96,25. Vi vil derfor ikke blive overrasket, hvis også en sådan serie kommer over kurs 100 i løbet af 2012.

Valuta

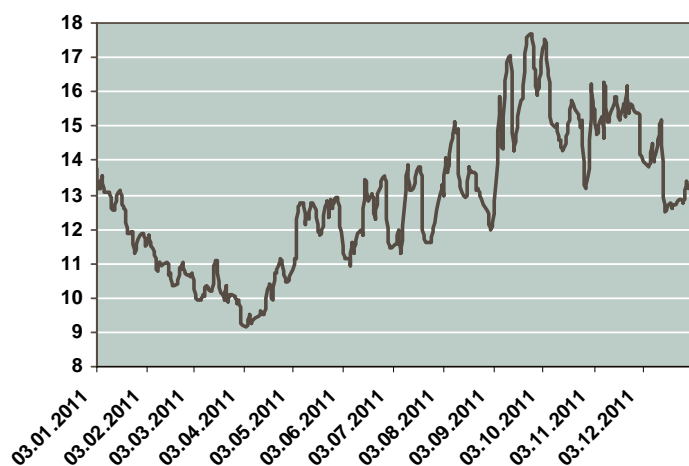
Valutamarkedet forventes - i hvert fald i starten af 2012 - at være bestemt af de samme emner som 2011. I andet halvår 2011 blev tilstedeværelsen eller fraværet af den såkaldte risikoappetit mere og mere markedsbestemmende. Det særlige ved risikoappetitten i 2011 var, at den ofte kunne skifte

fra at være helt fraværende til at være forholdsvis stor på et enkelt døgn eller endda en enkelt nyhed. Omskifteligheden i risikoappetitten er et resultat af generel stor nervøsitet i markedet. Markedsdeltagerne har mistet troen på egen opfattelse af situationen og langsigtede analyser.

Det ene øjeblik synes hele markedet f.eks. at være bange for en opløsning af eurozonen med kolossale negative følger for hele verdensøkonomien. Euroen bliver solgt fra, og en voldsom efterspørgsel efter de valutaer, som aktuelt opfattes som "sikker havn" - specielt US dollar, japanske yen og schweizerfranc - opstår.

Ved fravær af risikoappetit bliver også vækstøkonomiernes - og råvare - valutaer solgt fra, idet man vurderer, at disse lande bliver ramt hårdest af en kraftig nedtur i verdensøkonomien. Mens stemningen er drevet af frygt, bliver kursudsvingene voldsomme. Et eller andet sted er markedet også bevidst om det. Men mens den dårlige stemning er til stede, er alle markedsdeltagere bange for, hvad der sker, hvis tingene bliver endnu værre.

EURUSD kursvolatilitet

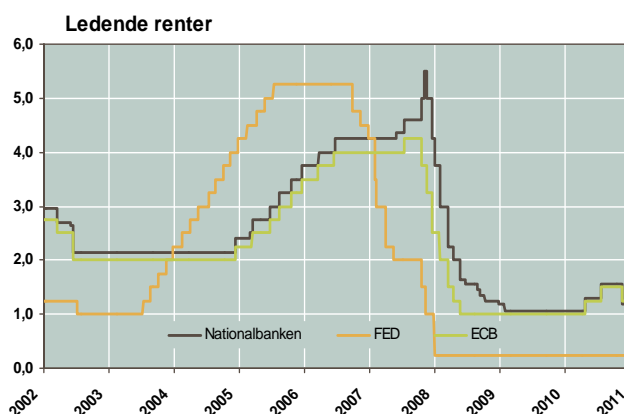


I denne situation kan en positiv nyhed rykke markedets opfattelse ganske voldsomt. Nu erstattes frygten for en "endeløs nedtur" med baggrund i krisen eller euroens opløsning af frygten for "ikke at være med", hvis den positive nyhed nu skulle være det første skridt til en løsning af krisen. Pludselig tror markedsdeltagerne for en stund, at bunden nu er nået, og at det nu går fremad. Kurserne kan nu lige så hurtigt flytte sig den anden vej. Se den stigende udvikling i størrelsen af kursudsvingene (stigende volatilitet) siden foråret 2011 i grafen til venstre.

Naturligvis er de frygtbaserede voldsomme udsving ikke særlig rationale. Derfor burde løsningen være, at man køligt vurderer situationen og holder fast i sine dispositioner, når de læner sig op af vurderingen. Kursudsvingene er imidlertid så voldsomme, at de midlertidige tab ved denne strategi kan blive så betydelige, at det ville være uforsvarligt fortsat at følge den. Uden at ville det, løber man således sammen med resten af markedet efter kortsigtede trends.

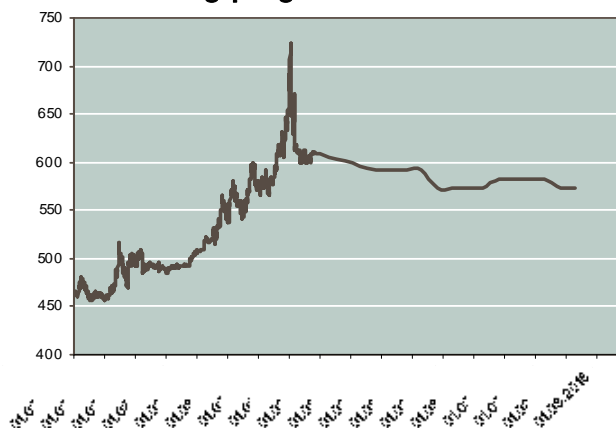
Forholdene er i løbet af de sidste 2 måneder blevet en smule mindre bestemt af frygt alene. Det er imidlertid for tidligt at gå ud fra, at der nu kommer mere ro på, og at kursudsvingene vedvarende bliver mindre. Der skal mange små skridt i den rigtige retning til, før krisen vil kunne blive betragtet som løst. Derfor vurderer vi, at den øgede volatilitet vil vare ved i 2012.

I løbet af 2012 vil dog også andre, mere klassiske emner blive mere kursbestemmende igen. Her skal primært nævnes renteforskellene landene imellem samt udsigterne til udviklingen i rentespændene, som er knyttet tæt til de økonomiske udsigter i de forskellige lande. De forventede rentenedsættelser i euroområdet regnes således som en faktor, der virker belastende for euroen, og US-dollar forventes at blive styrket også over for kronen.



I løbet af 2011 har den schweiziske nationalbank indført en minimumskurs for euroen over for francen, fordi francen var blevet styrket til uhørte niveauer på grund af den europæiske gældskrise og den heraf følgende efterspørgsel efter "sikker havn" valutaer.

CHF historik og prognose



Den indførte minimumskurs for euroen på 1.20 franc svarer til et kursloft over for den danske krone på 620. Mange analytikere har påpeget, at centralbanker i det lange løb ikke kan forsvare et kursniveau mod hele markedet. Det er korrekt. Imidlertid er markedet bevidst om, at francen også på niveauer under 620 kroner er overvurderet. Renterne i Schweiz er desuden rekordlave, og centralbanken har ved sit skridt brudt den stigende trend, som francen var i. Derfor mener vi, at det er overvejende sandsynligt, at det rent faktisk lykkes denne gang at forhindre francen i at blive styrket til niveauer over 620 igen.

Med en schweizerfranc ude som sikker- havn- valuta har markedet kastet sig over de tilbageværende klassiske "sikre" valutaer, US-dollar og den japanske yen. Derudover har lande med en lav statsgæld været i fokus som tilflugtssted. Her er specielt de nordiske valutaer blevet interessante. Den norske- og svenske Krone har forøget deres værdi over for euroen, og selv den danske krone, som jo har meget snævre aftalte udsvingsgrænser, er blevet styrket. Denne trend forventes at fortsætte, idet der generelt er kommet fokus på størrelsen af statsgælden i forhold til bruttonationalproduktet.

Konklusion

Fra finanskrisen over gældskrisen til vækstkrise i 2012?

Efter et meget turbulent 2011 med markant faldende aktiemarkeder forventer vi, at 2012 bliver mere positivt. Der er dog en række usikkerhedsmomenter, der kan ændre billedet radikalt.

Vi har derfor opstillet tre scenarier for 2012, hvor hovedscenariet efter vores overbevisning er det mest realistiske, men vi forholder os også til såvel et mere negativt som et mere positivt scenarie.

Hovedscenarie: 2012 bliver endnu et år, hvor den europæiske økonomi vil sætte dagsordenen på de finansielle markeder. Vi forventer, at den politiske villighed til at redde eurosamarbejdet fortsætter, og at det vil kunne berolige markederne, så en stor del af frygten og nervøsiteten for et eurosammenbrud skal prises ud af markedet. Omvendt skal markederne prise en længere periode med lav vækst ind som følge af de massive europæiske spareplaner. Så vi tror på et generelt svagt positivt aktiemarked uden nogen stor eufori. Samtidig tror vi også på et godt obligationsår med faldende renter og dermed stigende kurser, da ECB vil stimulere væksten med yderligere rentenedsættelser.

Negativt scenarie: Som vi så i 2011 kan stemningen på de finansielle markeder hurtigt skifte, og der er fortsat mange usikkerhedsmomenter. Hvor dyb bliver recessionen i Europa? Bliver Grækenland og/eller andre lande tvunget til at udtræde af euroen, og hvor stor vil den negative effekt i så fald blive på de europæiske banker? Bliver den relative politiske stabilitet i Europa ændret ved de kommende valg? Specielt valget i Frankrig kan få betydning, men også valgene i Grækenland og Italien vil blive imødeset med spænding. Spørgsmålene er mange, og et negativt svar på et eller flere af disse spørgsmål vil sende de finansielle markeder på rutsjetur. Aktierne vil falde kraftigt, mens obligationerne vil stige som følge af faldende renter. Euroen vil samtidig falde markant over USD.

Positivt scenarie: Hvis de europæiske politikere effektivt får skabt ro om eurosamarbejdet, og vi samtidig ser en begyndende vækst i Europa, mens USA og Kina fortsætter den gode udvikling, så vil 2012 blive et rigtigt godt år for specielt aktiemarkederne. Det vil i særdeleshed være de konjunkturfølsomme aktier, der vil klare sig. Samtidig vil markederne begynde at indstille sig på stigende renter fra centralbankerne, og derfor vil markedsrenterne være stigende med faldende obligationer til følge. Euroen vil samtidig styrke sig over for USD.

Danske Andelskassers Banks forventninger til 2012

Scenarie	Negativt scenarie	Hoved scenarie	Positivt scenarie
BNP vækst i Danmark	-0,3%	1,1%	1,7%
OMXC20	-15%	+5-10%	+20%
USD/DKK	645	573	530
1 årig dansk flexrente	0,50%	0,75%	1,50%
30 årig dansk realkreditrente	2,75%	3,25%	4,75%