

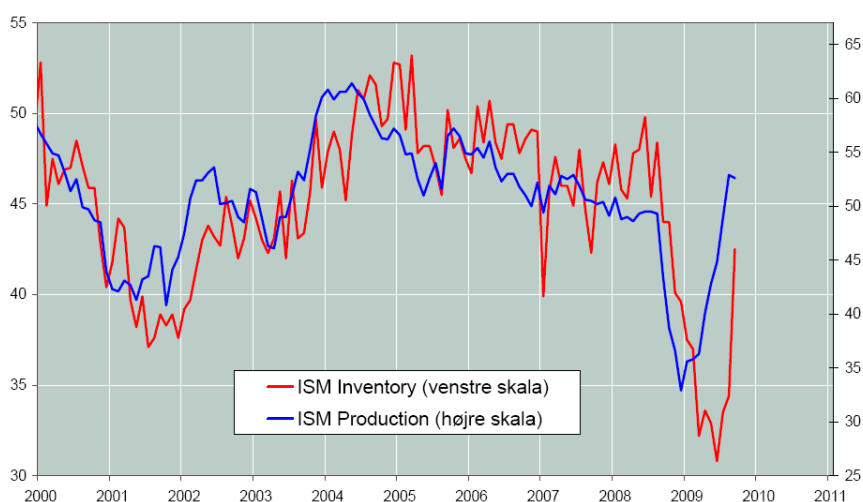
Kvartalsrapport på de finansielle markeder

D. 15. oktober 2009

Økonomiske udsigter

Den overordnede diskussion blandt økonomerne synes i skrivende stund primært at dreje sig om, hvor hurtigt og hvor kraftigt, væksten i økonomien vil vende tilbage inden nytår. Når man læser mellem linierne, synes antagelsen således at være, at den globale økonomi vil vende tilbage til et stabilt og positivt vækstmønster umiddelbart efter årsskiftet. I vores optik er dette et for optimistisk scenarium.

I USA har især ISM-tallene været med til at præge optimismen. ISM nøgletallet er en konjunkturindikator for industrien. ISM er en af de tidligste indikatorer for den amerikanske økonomi, og tallet er derfor en slags trendsætter for de efterfølgende nøgletal. Den seneste udvikling har vist en kraftig modreaktion i forhold til de voldsomme fald, som påbegyndtes i efteråret 2008. Disse kraftige udsving vil formentlig give en række efterfølgende bølgeskulp, idet produktionsapparat og lagerniveauer skal genfinde en mere naturlig balance.



Der har været blandede nøgletal fra det amerikanske boligmarked i den seneste tid. Mens der har været tegn på, at de amerikanske boligpriser har set de laveste niveauer i denne omgang, så er salgsaktiviteten i de sidste målinger igen faldet en smule tilbage ovenpå nogle fornuftige stigninger. Samtidig er forbrugertilliden faldet en smule tilbage, og forbruget er ligeledes faldet efter kortvarigt at have oplevet fremgang i sensommeren.

Alt i alt ser vi en øget risiko for tilbagefald i de amerikanske ISM-tal. Der er i skrivende stund ikke belæg for at tro, at det amerikanske forbrug vil være i stand til at trække væksten i den amerikanske økonomi op i gear før medio 2010. Dette betyder ikke, at vi ikke ser tegn på positiv vækst i den amerikanske økonomi inden nytår, men blot at der ikke for alvor kommer gang i kedlerne før et pænt stykke ind i 2010.

Den 30. september offentliggjordes statistikken for det danske bruttonationalprodukt (BNP) for 2. kvartal 2009. Tallene viste et fald på -2,6 procent i forhold til sidste kvartal. Dette var et større fald end de ventede -1,5 procent. På årsbasis er BNP faldet med 7,2 procent, hvilket er et rekordstort fald. Derved ses med al tydelighed, at denne økonomiske lavkonjunktur ikke bare er noget, der forsvinder hen over natten. Det netop opdaterede konjunkturbarometer for byggesektoren målte i september -49. Dette er den laveste måling i barometerets historie til trods for løfter om fremskydning af offentligt byggeri, renovationspuljen og en historisk lav rente.



Ledigheden er i de seneste par målinger forblevet på cirka 3,7 procent. I august nåede ledigheden dermed op på 103.700 personer. Med til historien hører dog, at ferierende ledige ikke tæller med i statistikken, og derfor kan man frygte en ketchup-effekt i de næste par måneder. Vi fastholder således vores eksisterende skøn på mellem 130.000 og 140.000 ledige ved udgangen af 2009.

Trods et rekordlavt renteniveau fortsætter tvangsauktionerne på et niveau, som ikke er set siden 1996, og niveauet for konkurserne fortsætter på cirka 450 konkurser pr. måned. I den seneste måneds tid har det især været handels- og transportvirksomhederne, som er bukket under for krisen.

Tirsdag den 22. september godkendte regeringen med støtte fra Dansk Folkeparti en Erhvervspakke for små og mellemstore virksomheder. Erhvervspakken skal hjælpe de virksomheder, som er kommet i klemme på grund af dels de dårlige globale økonomiske konjunkturer, dels at bankernes kreditgivning er blevet strammet betydeligt i lyset af kreditkrisen.

Der er i alt afsat en ramme på godt 4 milliarder kroner med henblik på indsatser i relation til at skabe:

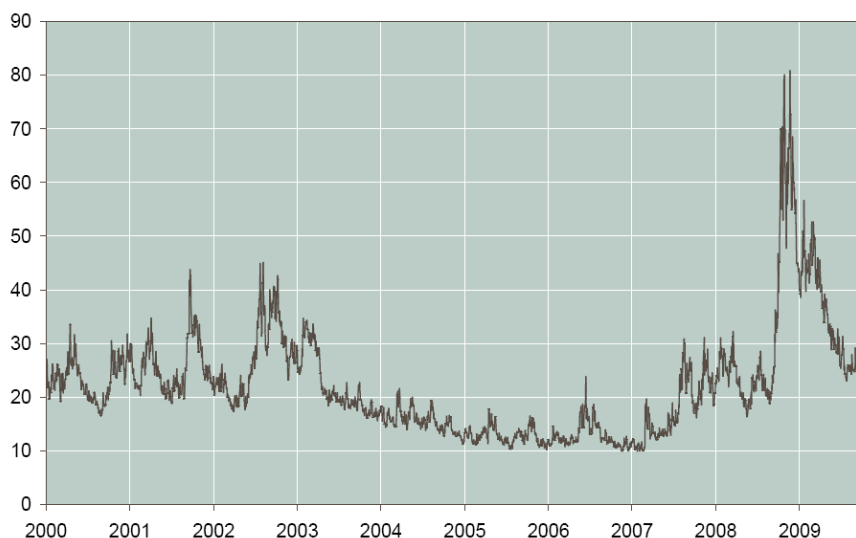
- Bedre muligheder for eksport
- Bedre lånemuligheder for små og mellemstore virksomheder
- Risikovillig kapital til nye virksomheder
- Markedsudvikling af offentlige velfærds løsninger

Der vil være en gearing af de statslige midler, så den samlede effekt skønnes at blive over 6 milliarder kroner. Der er tale om en midlertidig indsats, der i første omgang løber frem til udgangen af 2010. Erhvervspakken er selvfølgelig positiv, den nuværende situation taget i betragtning, men om den vil få nogen markant effekt på antallet af konkurser i dansk industri er mere usikkert.

Aktier

Udviklingen i de toneangivende danske aktier, målt ved OMX C20 indekset, har i den sidste måneds tid været flad. Den samlede bevægelse har været -0,9 procent. Til sammenligning er eksempelvis de tyske aktier (målt ved DAX indekset) og de amerikanske aktier (målt ved S&P 500 indekset) steget med over 3,5 procent. Vi forventer, at denne flade udvikling på de danske aktier vil fortsætte frem mod nytår, hvor en negativ korrektion i de amerikanske ISM-tal kan medføre øget nervøsitet i markedet.

Usikkerheden på aktiemarkedet afspejles i eksempelvis VIX-indekset. Her ser vi, at niveauet de seneste par måneder har nærmet sig udsvingene fra før oktoberkrakket i 2008, men dog er højere, end de niveauer, der indfandt sig under den seneste aktieoptur fra medio 2003 til medio 2007. Usikkerhedsniveauet betyder at investorernes appetit på risikofyldte aktiver, herunder aktier, fortsat vil være varsomt en rum tid endnu.



Da recessionen ikke er slut i Danmark endnu, mener vi, at man som investor bør bibeholde et vist defensivt fokus, herunder eksponering imod farma, stabilt forbrug og forsikring. Disse sektorer bør dog ikke overvægtes for meget. På sektorniveau begynder vi så småt at kigge frem mod en forstående genvindings-fase i økonomien. Det er vores holdning, at det er for tidligt at begynde at eksponere sig imod transport-, shipping- og energiaktierne. Derimod vil vi holde et vågent øje med teknologi- aktierne og relaterede aktier, som eksempelvis indenfor høreapparater eller elektronikbranchen.

På kort sigt vurderes Vestas-aktien at være en attraktiv købsmulighed. Opmærksomheden omkring de "klimavenlige aktier" vil nemlig være stigende op til og i forbindelse med FN's Klimakonference, COP15, der holdes i København mellem den 7. og 18. december 2009. I Danmark er der flere andre gode bud på "klimavenlige aktier", herunder Danisco, Novozymes og Rockwool. Men det vurderes, at Vestas i denne sammenhæng vil stjæle meget af opmærksomheden, fordi selskabets "produkt" er nemt at forstå i forhold til klimadebatten. Desuden er Vestas i forvejen blandt de mest eksponerede klimavenlige selskaber i verden.

Vestas-aktien har været under et hårdt salgspres i de seneste måneder. Især de udenlandske investorer synes at have mistet tilliden til Vestas' topledelse, og en nedjustering af 2009 resultatet, samt forventningerne til 2010 synes allerede nu indregnet i kursen. Det forventes det, at Vestas' ordreindgang vil tiltage markant i 4. kvartal. Det sker i takt med, at kundernes muligheder for investeringer forbedres, og der samtidig kan forventes mere lempelige kreditvilkår fra bankerne og andre finansieringskilder.

Renter, obligationer og valuta

Danmarks Nationalbank sænkede den 24. september udlånsrenten med 0,10 procentpoint, således at den nu er på 1,25 procent p.a. Renten på indskudsbeviser er herefter på 1,00 procent, og diskontoen er ligeledes 1,00 procent. Vi ser stadigvæk mulighed for, at Nationalbanken i løbet af de næste måneder kan indsnævre det nuværende spænd til Den Europæiske Centralbank (ECB) på 0,25 procentpoint yderligere. Vi forventer, at ECB i lang tid vil holde renten uændret på det nuværende meget lave niveau.

Med hensyn til renteutviklingen på længere sigt, så betyder den indeværende krise, at vi forventer, at centralbankerne i mindst trekvart år mere vil holde renten på det nuværende lave niveau. Vi venter, at dette vil få investorerne til langsomt men sikkert at søge længere ud på rentekurven, hvilket vil sige, at man investerer i obligationer med længere løbetider. Denne bevægelse vil betyde svagt faldende lange renter. Den nuværende markedssituation er imidlertid forbundet med stor usikkerhed. Derfor forhindrer ovenstående ikke, at vi råder kunder, der er meget aktive på gældsplejeområdet, til allerede nu at omlægge en del af deres variabelforrentede gæld til lang fast rente.

En del valutaer handles modsat prognoserne, idet der er ved at opstå tvivl om, hvor hurtigt en krise så dyb som den aktuelle kan overvindes. Vi har hele tiden advaret mod en overdrevet optimisme, og det ser ud som om, vi får ret. Nøgletalene bliver ved med at være blandede, og markederne vil sandsynligvis være længe om at vende tilbage til normale tilstande. Mange analytikere, som har været meget positive mht. fremtidsudsigterne, er også begyndt at "trække en smule i land" på det sidste.

Vi forventer fortsat, at det prognosticerede kursfald i CHF frem til udgangen af 2010 kommer, selvom vi er overraskede over, at kursen bliver ved med at blive presset opad. JPY forventes ikke at blive svækket meget fra nuværende niveauer, hvilket, sammen med den høje volatilitet, gør JPY meget farlig som finansieringsvaluta. Overordnet kan lange valutaforretninger (valutaswaps) ud fra den danske krone stadig ikke anbefales, da tillæggene fortsat er alt for høje.

USD forventes på et års sigt at blive styrket fra nuværende niveauer, men der forventes fortsat store udsving. Efter udgangen af 2010 forventes der en længere nedtur for USD.