

Halvårsrapport - 1. halvår 2011

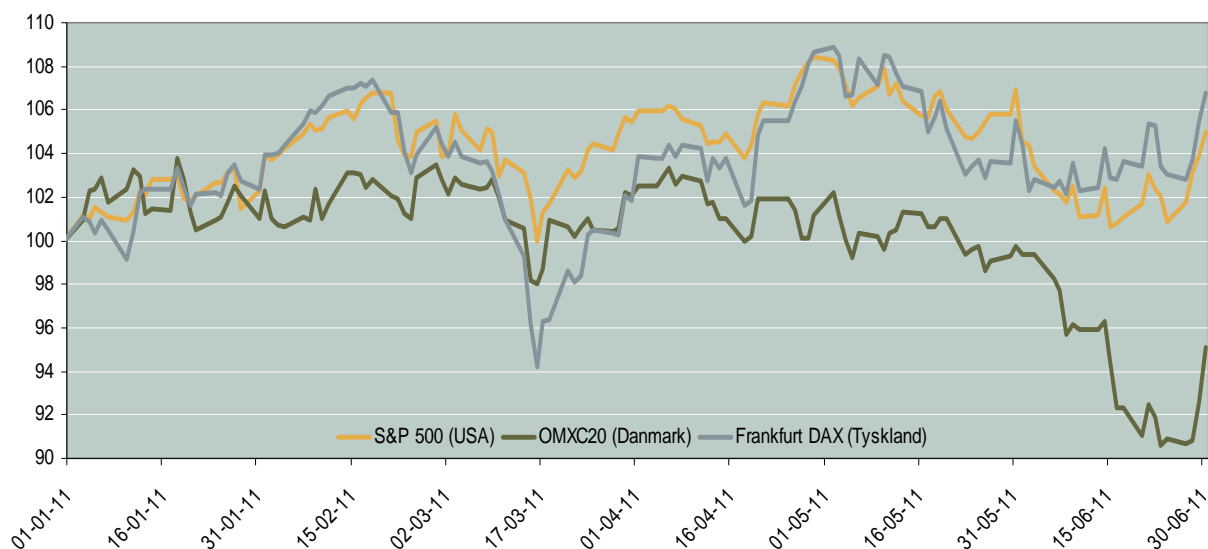
Hovedpunkter

- Gældskrisen i Grækenland
- Vækstsignaler globalt
- Fokus på finansielle aktier
- Flere rentestigninger i horisonten
- Schweizerfrancen i rampelyset
- Danske Andelskassers Bank A/S går på børsen

Økonomi – Den græske gældskrise blusser op igen

Den græske økonomi har i særdeleshed sat dagsordenen på de finansielle markeder i 2. kvartal. Frygten var og er, at Grækenland ikke kan betale sin gæld og dermed går statsbankerot, og det satte sine tydelige spor. Således steg de græske obligationsrenter til nye højder, samtidig med at renterne i de mere sikre lande som f.eks. Tyskland og Danmark faldt i samme periode. Det skyldtes, at investorerne solgte de usikre græske obligationer og søgte mod de sikre lande. Usikkerheden gav også markante aktiefald verden over både på de etablerede markeder og de nye vækstmarkeder (Emerging Markets).

Udvikling på indeksniveau



Hvorfor er en græsk statsbankerot et problem for resten af verden?

Umiddelbart kan det virke underligt, at en økonomi på størrelse med den danske - og som kun udgør 2 procent af eurozonens økonomi - kan skabe så voldsom uro på verdens finansielle markeder. Der er især to grunde til, at det er sådan..

For det første vil en græsk statsbankerot give store tab til bankerne i flere europæiske lande, da de har penge i klemme i direkte lån og statsobligationer. Derfor er der mange, der frygter, at en græsk statsbankerot kan kaste den finansielle sektor ud i en ny krise på størrelse med - eller endda større end - den, der indtraf i efteråret 2008, hvor den amerikanske storbank Lehman Brothers gik konkurs. Den finansielle krise udviklede sig den gang til en dyb global økonomisk krise.

For det andet kan en statsbankerot i Grækenland trække flere andre gældsplagede lande med i faldet, f.eks. Portugal og Irland. Derefter kan det sprede sig til de langt større økonomier i Italien og Spanien, hvor en statsbankerot vil have helt uoverskuelige konsekvenser for såvel EU som resten af verden.

Grækenland reddet i første omgang

Grækenland skal d. 15. juli tilbagebetale statsgæld på 2,4 mia. euro, men da Grækenland ikke har de penge, er de afhængig af udbetaling af et lån fra de øvrige eurolande og Den Internationale Valutafond (IMF). For at udbetale dette lån kræver eurolandene og IMF, at Grækenland gennemfører en række skrappe økonomiske reformer med yderligere skattestigninger og stramninger i den offentlige sektor.

Reformerne er meget vidtrækkende. Hvis man skal omregne effekten til danske forhold, er den græske spareplan otte gange skrapere end den danske genopretningsplan. Den danske genopretningsplan drejer sig om besparelser på 1,5% af BNP, mens den græske spareplan svarer til 12% af landets BNP. Hvis man omregner til danske forhold, ville alene skatte- og momsstigningerne svare til, at en dansk gennemsnitsfamilie ville få 40.000 kr. mindre udbetalt om året. Udsigten til de barske reformer har mødt stor folkelig modstand med store demonstrationer og landsdækkende strejker til følge, og de har betydet, at den græske regering er blevet omdannet og har været tæt på at måtte gå af. Den 28. juni var reformerne til afstemning i det græske parlament og blev vedtaget. Dermed er Grækenland i første omgang reddet fra en statsbankerot, da eurolandene og IMF nu udbetaler det nødvendige lån.

Den græske spareplan

- Der indføres en ekstra solidaritetsskat på 1-5% afhængig af indkomst
- Den skattefrie bundgrænse sænkes
- Momsatserne stiger med op til 23%
- Der indføres højere ejendomsskatter og merskat på en række produkter som tobak, alkohol, sodavand, biler mm.
- Offentligt ansattes løn beskæres med 15%, og 150.000 offentligt ansatte fyres
- Arbejdsugen forlænges fra 37,5 til 40 timer, og pensionsalderen sættes op til 65 år.
- Generelle nedskæringer i offentlige institutioner
- Sociale ydelser beskæres
- Sygesikringen bliver dyrere
- Investeringer i infrastruktur for 850 mio. euro aflyses

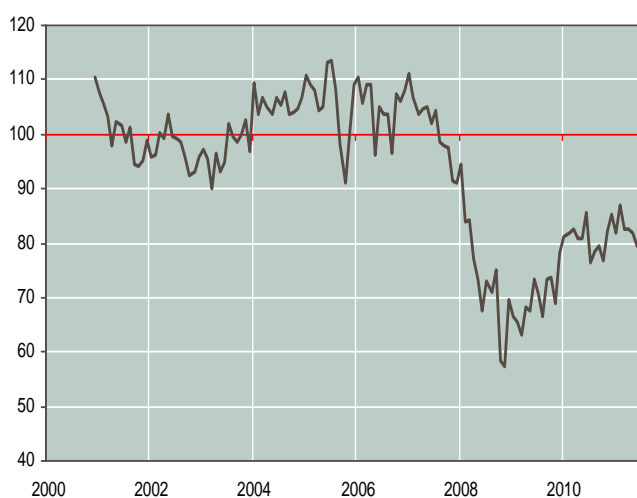
Selvom Grækenland på kort sigt har afværget en statsbankerot, så er der stadig massive udfordringer på længere sigt. De vedtagne reformer skal effektueres, hvilket kan give yderligere folkelig modstand og pres på regeringen. Dernæst tåler den græske økonomi ikke uforudsete problemer, der kan give større udgifter og/eller mindre indtægter end budgetteret.

Svage vækstsignaler fra resten af verden

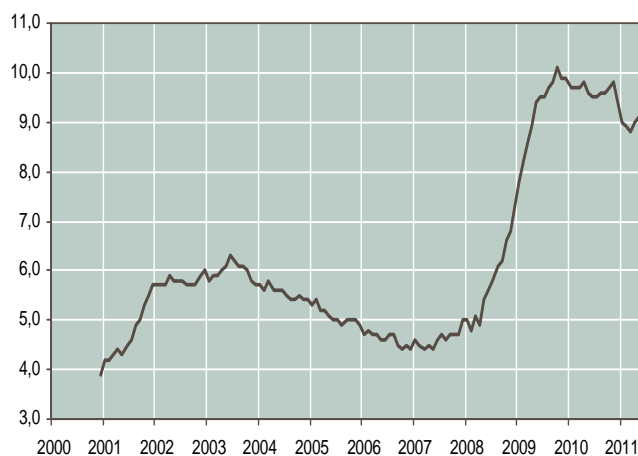
Udover de store gældsproblemer i Sydeuropa har vi også de seneste uger set en række skuffende økonomiske nøgletal fra især den amerikanske økonomi, hvor væksten i jobskabelsen og optimismen blandt forbrugerne og virksomhederne er faldende.

Ligeledes i Europa og de hurtigt voksende økonomier i Asien og Sydamerika er der tegn på, at opsvinget er ved at tabe fart. Det ændrer dog ikke billedet af, at økonomien stadig er i vækst - om end i et lavere tempo, end de finansielle markeder har håbet på.

University of Michigan, amerikansk forbrugertillid



Arbejdsløshed i USA

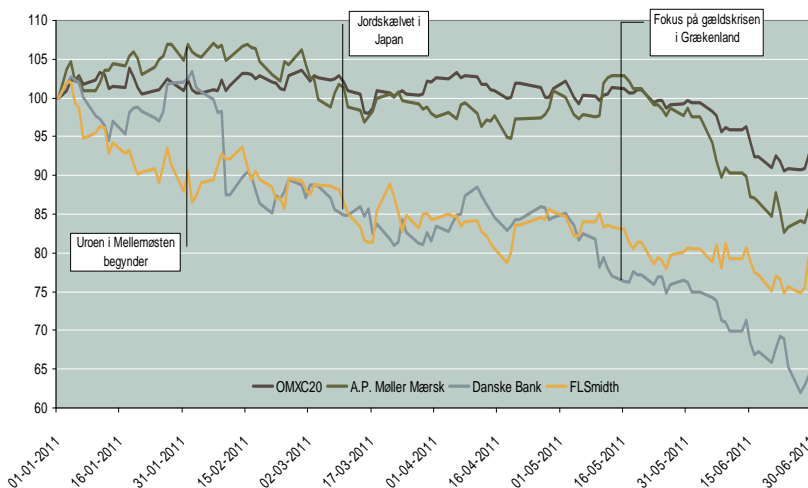


Aktier

Aktieåret 2011 startede ganske fornuftigt, hvilket skyldtes en række stærke årsregnskaber for de største danske sel-skaber.

Således realiserede det danske eliteindeks OMXC20 en stigning på 2,10% i årets første kvartal. Sidenhen har mørke skyer i form af først jordskælvet i Japan, så uroen i Nordafrika og sidenhen gældskrisen i Grækenland bevæget sig ind over aktiemarkedene, hvoraf specielt sidstnævnte medførte en større korrektion i juni. OMXC20 endte dermed årets første seks måneder med et fald på 6,50%.

Uro på aktiemarkedene



Det er specielt større

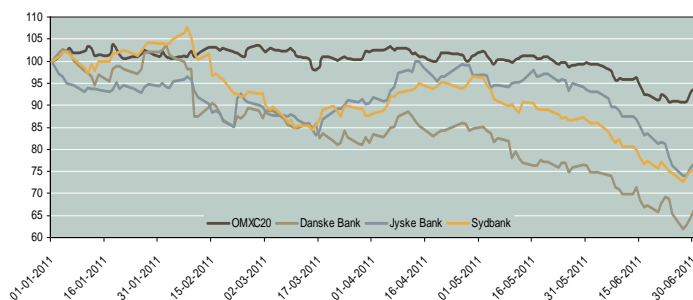
konjunkturfølsomme selskaber samt finanssektoren, der er blevet påvirket af de mange uroskabende begivenheder, og investorerne i A.P. Møller (-13,25%), FLSmidth (-17,90%), Danske Bank (-34,00%) og Sydbank (-24,75%) har måttet se aktierne falde i værdi.

Der har dog også været flere lyspunkter i mørket, og specielt industriselskabet NKT Holding, har efter et skuffende 2010 været én af årets helt store vindere, blandt andet grundet en større end ventet milliardaftale med det brasilianske olieselskab Petrobras. NKT-aktien er år til dato steget med 10,50%. Herudover har forsikringsbranchen taget til genmæle ovenpå et svagt 2010, og Topdanmark og Tryg er således steget med henholdsvis 31% og 15% år til dato.

Bankerne i fokus

Dagbladet Børsen bragte ultimo juni en stor gennemgang af 99 danske pengeinstitutter, som blev klassificeret ud fra et såkaldt risikoindeks. Indekset var baseret på en række overordnede risikofaktorer, heriblandt kapitaldækning, branchekoncentration, nedskrivninger, rentabilitet, forretningsudvikling, udlånsvækst og indtjening.

Danske Bankers udvikling kontra OMXC20 - indekset



Risikoindekset viste, at Fjordbank Mors var mest risikabel, og der skulle blot gå fire dage fra offentliggørelsen af undersøgelsen, til at Fjordbank Mors måtte overgå til finansiell stabilitet. Årsagen skal findes i skærpede krav fra Finanstilsynet, som efter gennemgang af Fjordbank Mors' engagementer krævede nedskrivninger for yderligere 400 mio. kr. samt øgede solvenskravet fra 9,7% til 16%. Dette kunne Fjordbank Mors ikke efterkomme, og derfor måtte banken afvikle aktiviteterne.

Dermed blev Fjordbank Mors den første bank til at kaste håndklædet i ringen, siden Amagerbanken i februar måtte dreje nøglen om. Det har overordnet set været et dårligt år for de danske bankaktier, hvilket illustreres af ovenstående graf, hvor kursudviklingen i aktierne fra Danske Bank, Sydbank og Jyske Bank sættes over for udviklingen i OMXC20 indekset.

Vi forventer, at der vil være stort fokus på specielt de mindre danske pengeinstitutter, hvilket skyldes, at sandsynligheden for flere bankkrak i 2011 fortsat vurderes at være høj.

Græsk tragedie for nogle – købsmulighed for andre

Til trods for de urolige markeder vurderer vi ikke, at aktiemarkedet er uinteressant. Kvartalsregnskaberne fra de danske selskaber understregede, at det langt fra er reglen, at den økonomiske krisesituation i PIIGS-landene (Portugal, Irland, Italien, Grækenland og Spanien) har smittet af på regnskaberne og dermed selskabernes sundhed.

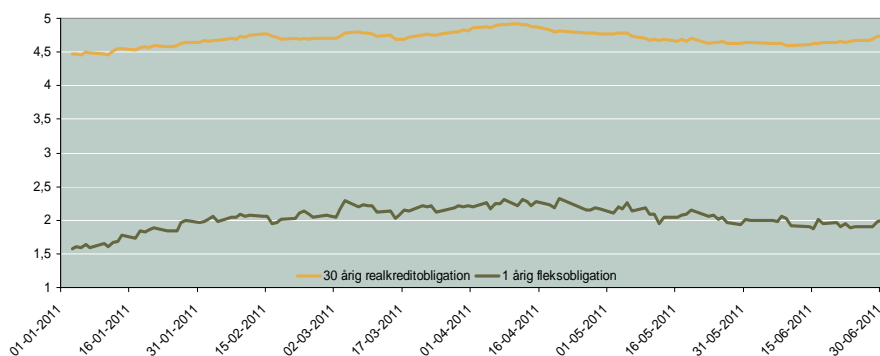
Den seneste måneds uro på aktiemarkedet kan derimod give mulighed for at købe op i fundamentalt sunde selskaber på et fornuftigt kursniveau. Blandt disse selskaber anser vi A.P. Møller Mærsk, der er faldet med 12% i løbet af den seneste måned, som værende en oplagt købskandidat, ligesom Carlsberg, der er faldet 7% den forgangne måned, begynder at være interessant som en kortsigtet købscase.

Vi forventer, at aktiemarkedet vil stabilisere sig ovenpå afstemningen om den græske sparepakke, og vi tror på, at selskabernes regnskaber for første halvår 2011 vil understrege, at gældskrisen i eksempelvis Grækenland ikke har sat en stopper for selskabernes globale vækst.

Obligationer / renter

Såvel de korte som de lange renter steg i starten af året, da Den Europæiske Centralbank (ECB) ændrede retorik. Siden da har udsvingene på rentemarkedet været yderst begrænsede.

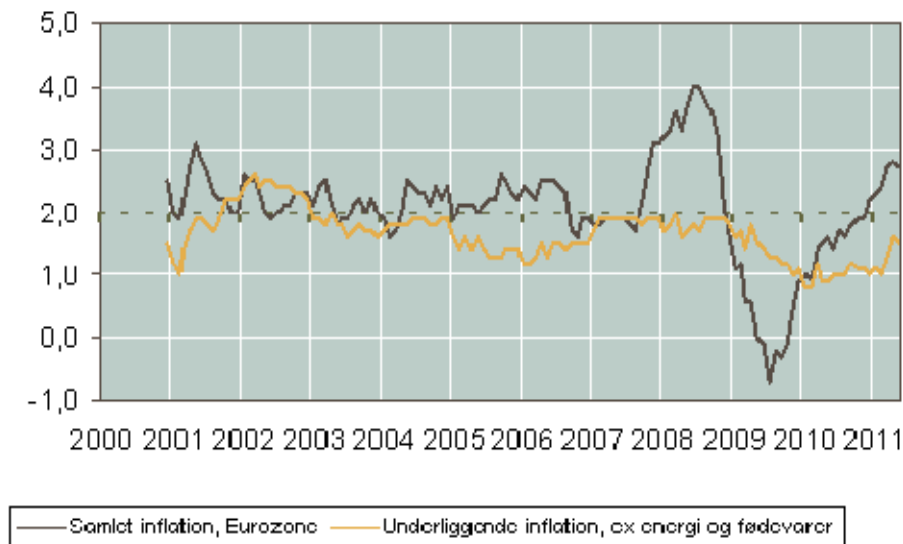
Renteudvikling i 2011



ECB hævede renten med 0,25 %-point den 7. april, og forventningerne er, at der kommer yderligere en rentestigning på 0,25 %-point i juli. Hvad der herefter skal ske, er der straks mere delte meninger om. ECB har tidligere gjort det meget klart, at de alene er sat i verden for at bekæmpe inflationen, som i øjeblikket ligger over ECB's målsætning. Dette indikerer, at der i årets sidste halvdel kan komme yderligere rentestigninger. I den modsatte retning trækker, at olieprisen så småt er begyndt at falde, hvilket alt andet lige trækker inflationen nedad. Derudover er der tegn på, at ECB er begyndt at kikke på andet end inflationen. Således blev der ved sidste møde udtrykt bekymring over situationen i Sydeuropa, hvilket tolkes i retning af, at ECB måske vil holde renten uændret for ikke at forværre situationen.

Som det ses af grafen er kerneinflationen i Europa fortsat under 2%, mens inflationen inkl. fødevarer og energi er ca. 1% højere. Nogle mener, dette udgør et dilemma for ECB.

Europa: Samlet Inflation og underliggende inflation



Vores forventning er - i tråd med resten af markedet - at ECB hæver renten igen i juli. Herefter tror vi, at ECB vil vurdere udviklingen i Sydeuropa meget nøje, før en evt. yderligere forhøjelse kan komme på tale allersidst på året.

Vi mener, at en renteforhøjelse i juli er indiskonteret i priserne. Derudover tror vi, at markedet vil reagere positivt på en evt. udsættelse af yderligere renteforhøjelse. Dark horse i dette er dog udlandets vurdering af de danske realkreditobligationer, som på det seneste har fået en noget hård behandling af kreditvurderingsinstituttet Moody's.

Valuta

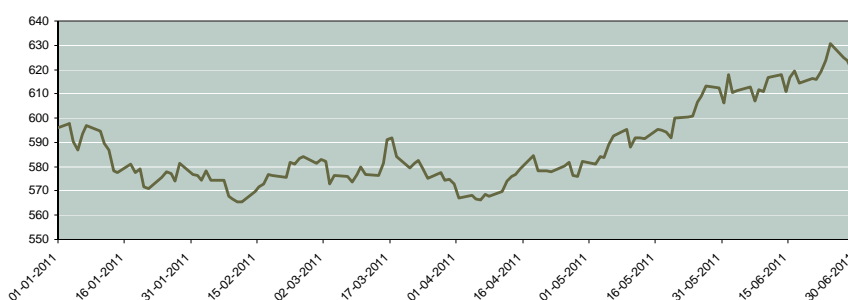
Det første halve år har valutamarkedet været præget af ét emne; den sydeuropæiske gældskrise. Grækenland har i denne sammenhæng været det land, som markederne havde størst fokus på, idet landet anses for at have en nøglerolle i løsningen af problemet: Kan en restrukturering af gælden (populært kaldt "statsbankerot") forhindres, eller kan restruktureringen gennemføres, uden at dette får uoverstigelige konsekvenser for kreditorerne, tror markederne også på en løsning af problemerne i de mindre gældsplagede lande.

Kreditorernes situation er meget i fokus, fordi en stor del af de græske statsobligationer bliver ejet af europæiske banker. I tilfælde af en græsk statsbankerot ville disse banker skulle gennemføre store nedskrivninger af deres obligationsbeholdninger, hvilket for mange af de mindre velpolstrede banker kunne medføre meget alvorlige problemer. Et krak af flere europæiske banker ville have næsten uoverskuelige konsekvenser, som ville overskygge begivenhederne efter konkursen af Lehman Brothers, der var startskuddet til den største verdensomspændende krise siden den store depression i 1930'erne.

Overordnet set har Euroen på trods af den meget kriseprægede stemning klaret sig fornuftigt mod de fleste andre valutaer. Dette gælder imidlertid ikke Schweizerfrancen (CHF), som alene siden april måned er steget med ca. 10% overfor Euroen og derved også den danske krone. Grunden til Schweizerfrancens kraftige stigninger er mangfoldige. Først og fremmest har den schweiziske valuta altid været efterspurgt i krisetider, og denne viden har en selvforstærkende effekt, hvis mange handler derefter. Desuden har der også været god fornuft i at søge mod CHF, idet den schweiziske økonomi kun har været ramt af en mild recession efter finanskrisen. Dette skyldes, at Schweiz ikke havde en "boligboble" med opskruede huspriser og intensiv udnyttelse af de opskruede friværdier.

Selvom Grækenland sidst i juni stemte besparelser og opstramninger igennem parlamentet, hvilket var forudsætning for udbetaling af en lånetranche fra EU og IMF - og har medført en vis styrkelse af Euroen - vil de næste måneder fortsat være præget af en stærk CHF. Billedlig talt har EU og IMF kastet en

CHF/DKK 2011



redningskrans ud til et druknende Grækenland, og landet har nu besluttet sig for at gribe efter den. Derved er den druknende dog endnu ikke hevet ombord i redningsbåden, og man er i hvert fald rigtig langt fra det sikre land. Med andre ord: Meget kan endnu - og vil formentlig - gå galt med Grækenland. Det drejer sig derfor først og fremmest om at vinde tid, således at kreditorerne kan nå at hensætte penge nok til, at en græsk statsbankerot ikke river kreditorerne med i faldet - med de førortalte potentielt katastrofale følger.

Det er imidlertid ikke alene i Europa, at der er problemer med stor gæld. I USA bliver de lovmæssige øvre grænser for gældsætningen konstant flyttet opad, fordi gælden vokser med foruroligende hast. De første ratingagenturer har meldt ud, at USA på sigt kunne miste sin status som "AAA"-rated. Den amerikanske økonomi er på trods af en løbende likviditetstilførsel fra den amerikanske centralbank og meget lave renter fortsat sløj, og også Japan har helbredsproblemer. Her ligger gældsprocenten i forhold til BNP således højest, og landet har ikke kunne præstere nævneværdig vækst i årtier. Det er alene det faktum, at statsgælden næsten udelukkende er i japanske hænder, der gør, at landet indtil videre ikke har problemer med at finansiere sig på markedet.

I betragtning af den overordnede økonomiske situation i de etablerede økonomier vil valutamarkedet formentlig også i de kommende måneder være præget af en latent og til tider opblussende krisestemning. Således forventer vi, at der i nogle faser vil ske en forøgelse af risikoen for at opnå et bedre afkast, men at der overordnet set fortsat vil være fokus på risikobegrænsning. I de faser, hvor risikoen begrænses, medfører dette pt. primært en svækkelse af Euroen og en styrkelse af Schweizerfrancen. Dette billede vurderes at blive ved med at være aktuelt de næste måneder.

Konklusion

Selvom Grækenland i første omgang undgik en truende statsbankerot, så er gældsproblemerne i Grækenland og resten af Sydeuropa langt fra løst. Derfor vil problemerne stadig dukke op i markedets bevidsthed i ny og næ, og den usikkerhed vil skabe udsving på de finansielle markeder. Vi forventer dog fortsat, at der på kort sigt vil være politisk vilje fra de ramte lande til at vedtage de nødvendige reformer, og at EU og IMF fortsat vil være villige til at hjælpe.

Det er dog vigtigt at understrege, at vi fortsat ser økonomisk vækst, om end i et meget lavt tempo. Den ovennævnte usikkerhed kan skabe en del muligheder på de finansielle markeder, hvor eksempelvis udsving på aktiemarkedet kan give anledning til at købe op i fundamentalt sunde virksomheder. Vi er af den overbevisning, at der - gældssituationen i Sydeuropa til trods - vil være positive tegn fra de danske virksomheder, hvilket vi får syn for ved den kommende regnskabssæson i august.

Vi vurderer ikke, at en rentestigning fra ECB i juli vil have en bemærkelsesværdig betydning for obligationspriserne, idet renteforhøjelsen bør være indiskonteret i det nuværende prisniveau. I stedet vil det i langt højere grad være kreditvurderingsinstitutternes udmeldinger omkring de danske realkreditobligationer, der kan flytte priserne.

I takt med, at situationen i Sydeuropa udvikler sig, kan der skabes yderligere opmærksomhed og pres på Euroen. Også her vil markedet være præget af en del til tider kraftige udsving. Der vil fortsat være fokus på risikobegrænsning, hvilket kan svække Euroen yderligere, mens Schweizerfrancen tilsvarende vil blive styrket.

Danske Andelskassers Bank A/S går på børsen

Danske Andelskassers Bank er blevet børsnoteret med første handelsdag 7. juli 2011. Resultat af aktieudbuddet blev 439 mio. kr. og ca. 35.000 nye aktionærer.

Bankens administrerende direktør, Vagn T. Raun, udtaler i en selskabsmeddelelse:

”Med udbuddet sikrer vi dels et fortsat bredt ejergrundlag for vores bank, dels et solidt udgangspunkt for den fremtidige udvikling. Med rødder i andelskulturen betyder det meget for os, at en så stor del af vores kunder har lyst til at være medejere af deres pengeinstitut, og vi glæder os til at kvittere med et stærkt lokalt pengeinstitut. Vi havde en målsætning om at kunne kalde os et folkeaktieselskab, og den målsætning synes vi, at vi med tilfredshed kan kalde opfyldt.”