

## Kvartalsrapport 3. kvartal 2011

### Hovedpunkter

- Gældskrisen sætter den altoverskyggende dagsorden
- Mulig statsbankerot i Grækenland skaber nervøsitet og frygt
- Høj risiko, men også billigt prisfastsatte aktier
- Spændet mellem korte og lange renter forventes indsnævret
- US dollar og japanske yen som sikkerhavn valutaer efter schweizerfrancen

### Økonomi: Gældskrisen sætter den altoverskyggende dagsorden

Nervøsitet og frygt for vækstafmatningen og gældssituationen i USA og Europa har endnu engang sat dagsordenen på de finansielle markeder det seneste kvartal. Epicenteret for gældskrisen skal også denne gang findes i Grækenland, men også nedjusteringen af den amerikanske kreditværdighed på baggrund af deres gældsudfordringer har sat sine spor. Grækenland skulle efter planen have udbetalt næste del af den eksisterende hjælpefond, European Financial Stability Facility (EFSF), fra eurolandene og Den Internationale Valutafond (IMF) i september måned. Grækenland har dog ikke kunnet leve op til de aftalte krav for udbetalingen fra hjælpefonden, hvilket har medført, at kassen er lukket i, og der er indledt forhandlinger med den græske regering om betingelserne for alligevel at få udbetalt penge fra hjælpefonden. Den græske statskasse er ved at være tom, og uden yderlig udbetaling fra hjælpefonden vil statskassen være tømt medio oktober. Spekulation om en nært forestående statsbankerot i Grækenland er derfor taget til.

### Mulig statsbankerot i Grækenland skaber nervøsitet og frygt

En mulig forestående græsk statsbankerot har skabt nervøsitet og frygt på de finansielle markeder. Flere banker i primært Frankrig, men også Tyskland m.fl. har store lån til gode hos både den offentlige og private sektor i Grækenland. En statsbankerot i Grækenland vil derfor påføre disse banker meget store og måske endda livstruende tab, hvilket allerede for nogle franske bankers vedkommende har medført en nedjustering af deres kreditværdighed.

En mulig statsbankerot i Grækenland er ikke kun problematisk for den finansielle sektor, men i høj grad også for andre gældsplagede lande såsom Italien og Spanien. Italien og Spanien er meget større økonomier end Grækenland. Den offentlige gæld i Italien og Spanien er således større, end de kan reddes af den nuværende hjælpefond på sammen måde som Irland og Portugal allerede er blevet reddet, og Grækenland er i gang med at blive reddet. Bekymringen for primært Italien eskalerede, da Italiens kreditværdighed for nylig blev nedgraderet. Obligationsrenterne i Spanien og Italien er på baggrund af denne usikkerhed steget voldsomt og er nu så høje, at de truer med at udløse en gældsspiral, så landene ikke længere kan låne på de finansielle markeder.

De finansielle markeder har derfor fokuseret på, hvorvidt eurolandene er indstillede på at udvide den nuværende hjælpefond, så den – hvis det måtte blive nødvendigt – også kan redde store økonomier som Italien og Spanien. Hidtil har den politiske vilje ikke været til stede, hvilket har øget nervøsiteten hos investorerne. For at fjerne noget af nervøsiteten og frygten på de finansielle markeder skal de politiske ledere fremlægge et fælles stærkt og troværdigt svar på, hvordan gældssituationen skal løses ikke kun på kort, men også på langt sigt.

Den globale økonomi er ved at blive kvalt i gældskrisen. Det finansielle system er igen ved at fryse til is i Europa, og både private forbrugere og virksomheder er blevet så bekymrede og tilbageholdende, at der er en risiko for en ny recession (økonomisk tilbagegang to kvartaler i træk).

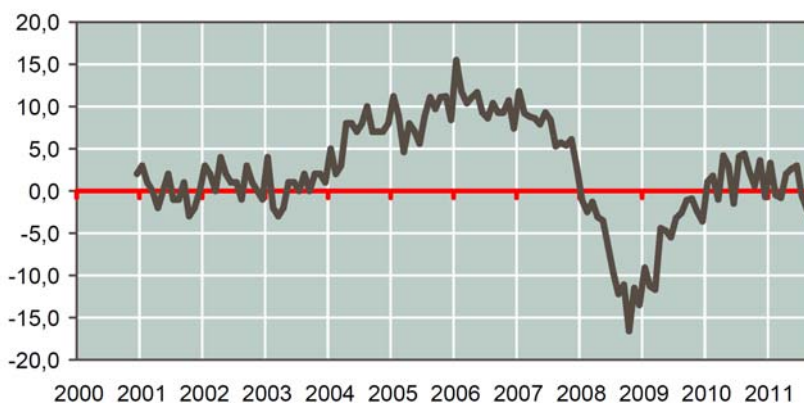
Vi vurderer, at de politiske ledere i EU i løbet af efteråret vil præsentere en omfattende plan for, hvordan gældskrisen kommer under kontrol. Planen må blandt andet forventes at indeholde kapitaltilførsel til kriseramte banker samt en forøgelse af hjælpefonden EPSF, som regeringslederne blev enige om i juli. Det er nødvendigt at lave en fælles omfattende politisk løsning, men det bliver ikke nemt at få de ændrede rammer for hjælpefonden igennem de nationale parlamenter. Den politiske og befolkningsmæssige opbakning om forsat at holde hånden under de sydeuropæiske lande er udfordret. Befolkningen og dermed vælgerne i eksempelvis Tyskland, der er den største økonomiske bidrager, har efter henholdsvis 2. Verdenskrig og efter murens fald selv genopbygget den tyske økonomi ved hårdt arbejde. Stemningen i den tyske befolkning er derfor lunken over for fortsat at holde hånden under grækerne m.fl., som har fået et prædikat som værende dovne og forvænte.

### Danmark skal ikke forvente mere hjælp fra udlandet

Dansk økonomi står pt. i stampe. Med en manglende indenlandsk efterspørgsel har økonomien det seneste år stået på et ben i form af efterspørgslen fra udlandet. Eksportmarkederne har hidtil holdt hånden under den danske økonomi, men de seneste tal for eksporten indikerer, at afsætningen til udlandet nu bliver ramt. Forklaringen skal igen findes i gældskrisen i mange lande. Gælden kræver opstramninger, der påvirker væksten negativt og samtidig øger usikkerheden, der medvirker til en lavere efterspørgsel.

Danmark: Forbrugertillid

For indeværende er der ikke tegn på, at dansk økonomi er på vej tilbage på vækstsporet. Forbrugertilliden er faldet det seneste kvartal, og er efter en periode i positivt terræn gået i et negativt terræn. Forbrugerne holder fortsat igen. Tallene for bilsalget til husholdningerne er nedadgående efter de meget store stigninger tidligere, detailomsætningen viser et markant fald over sommeren, og dankortomsætningen har udviklet sig svagt.



Efter en periode hvor ledigheden stabiliserede sig i 2010 og endda viste et svagt fald ind i 2011, er

Danmark: Ledighed målt i procent



udviklingen nu vendt til en mindre stigning i ledigheden. Meldingerne fra virksomhederne peger i retningen af fortsat stilstand på arbejdsmarkedet. Den globale usikkerhed medfører, at virksomhederne er tilbageholdende med at ansætte nye medarbejdere, desværre er tendensen nok snarere modsat. Vores vurdering er, at arbejdsmarkedet vil udvikle sig svagt negativt i den kommende periode, og at en forbedring først forventes i 2. halvår 2012.

Hvis verdensøkonomien ikke kører helt af sporet, er det dog vores vurdering, at dansk økonomi også vil kunne klare skærene denne gang, blandt andet hjulpet af det meget lave renteniveau. Men forsat stor opsparingslyst, et usikkert boligmarked, negativ forbrugertillid og højere omkostninger for banksektoren og dermed for låntagerne vil være med til at holde væksten nede på et lavt niveau i en længere periode.

## Aktier

I takt med at de økonomiske vækstforventninger er faldet, er usikkerheden på aktiemarkedet steget markant. Dette kom til udtryk i tredje kvartal 2011, hvor OMXC20-indekset faldt med drastiske 21 %, fra indeks 456 til indeks 359,41. Til trods for, at regnskabssæsonen i august bød på få lyspunkter i form af bedre end ventede regnskaber fra blandt andet Vestas, Danske Bank og DSV, var helhedsindtrykket overvejende på det jævne, hvor blandt andet FLSmidth, NKT og Carlsberg skuffede markedet med regnskaber, der var dårligere end ventet.

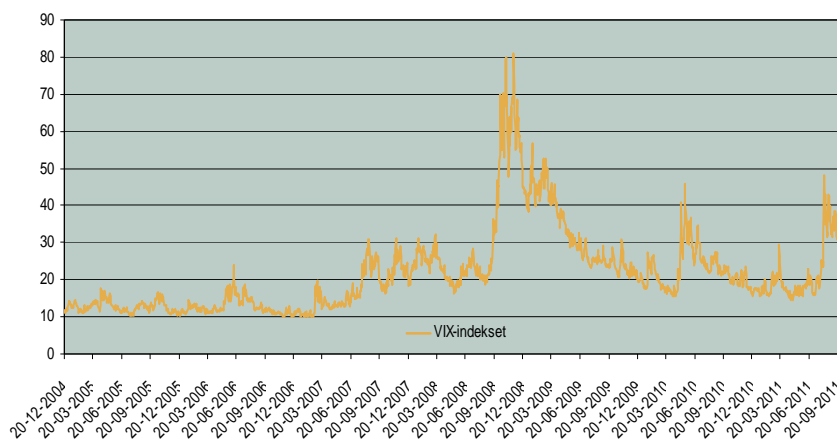
På trods af at regnskabssæsonen bød på både gode og dårlige nyheder, har det været de makroøkonomiske effekter, der har påvirket aktiemarkedet i størst grad. Udsigten til en ringere vækst end ventet kombineret med gældssituationen i Sydeuropa og USA har i særdeleshed påvirket de konjunkturfølsomme aktier, og disse har over en bred kam tegnet sig for massive fald.

Således er A.P. Møller Mærsk faldet med 26 %, FLSmidth er faldet med 35 %, DSV med 18 % og NKT med 38 %, alle i 3. kvartal 2011. Dette har medført, at flere af de nævnte aktier handler på særdeles billige relative nøgletal, og for den langsigtede investor kan dette ligne en oplagt købsmulighed. Spekulationerne om et muligt double dip i økonomien gør dog, at det ikke er anbefalelsesværdigt at øge andelen af cykliske aktier i porteføljen, i stedet bør man fokusere på en anden gruppe af aktier, hvilket uddybes i denne kvartalsrapports aktietema, defensive aktier.

## Fremadrettede forventninger

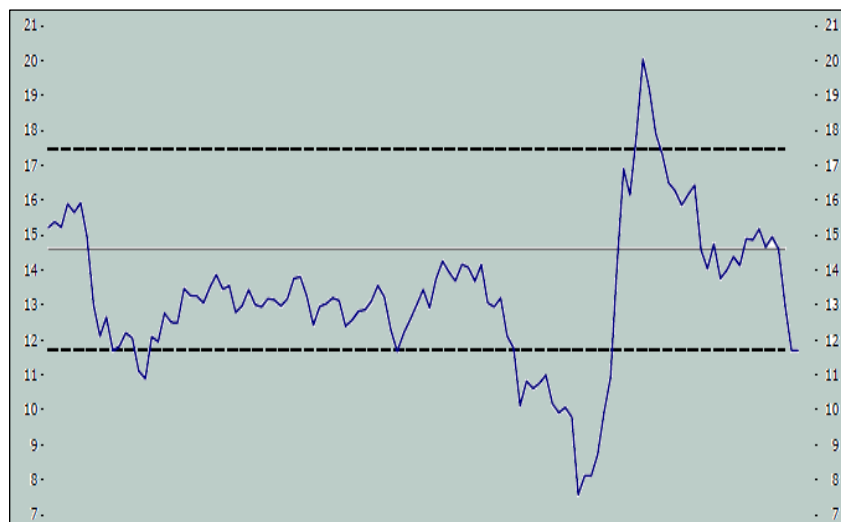
Aktiemarkedet er i meget høj grad blevet berørt af usikkerheden omkring de makroøkonomiske fremtidsforventninger, hvilket tydeliggøres af det såkaldte volatilitetsindeks, VIX-indekset, som viser, hvor store udsving der er på aktiemarkedet. Som det ses af VIX-indekset, er udsvingene og dermed også usikkerheden tiltagende på aktiemarkedet, og vi forventer fortsat, at den underliggende usikkerhed vil skabe store udsving blandt aktierne.

Udvikling i VIX-indekset



Denne usikkerhed er medvirkende til at skabe tvivl om aktiemarkedet på kort sigt, og vi anbefaler således udelukkende langsigtede investorer at øge beholdningerne af mere konjunkturfølsomme aktier i øjeblikket. Vi forventer, at specielt de cykliske selskaber løbende vil justere forventningerne efter de makroøkonomiske udsigter, og det kan i denne forbindelse ikke udelukkes, at vi vil se flere selskaber forholde sig mere pessimistiske til fremtiden.

Vi vurderer dog, at der på det nuværende markedsniveau er inddiskonteret mange negative forventninger i priserne på såvel enkeltaktieniveau som på indeksniveau. Som grafen til højre viser, er prissætningen på danske aktier, målt på 12 måneders forward P/E (prisen for DKK 1 af selskabernes indtjening), faldet kraftigt og handler under gennemsnittet på ca. 14,6. Derfor forventer vi ikke, at enkelte nedjusteringer primært blandt de cykliske selskaber vil vælte hverken



markedet generelt eller aktiekursen på det enkelte selskab, idet flere af de konjunkturfølsomme aktier, heriblandt A.P. Møller Mærsk, FLS, DSV m.fl. allerede nu handler på billige nøgletal. Reaktionen vil dog naturligvis afhænge af størrelsen på en eventuel nedjustering.

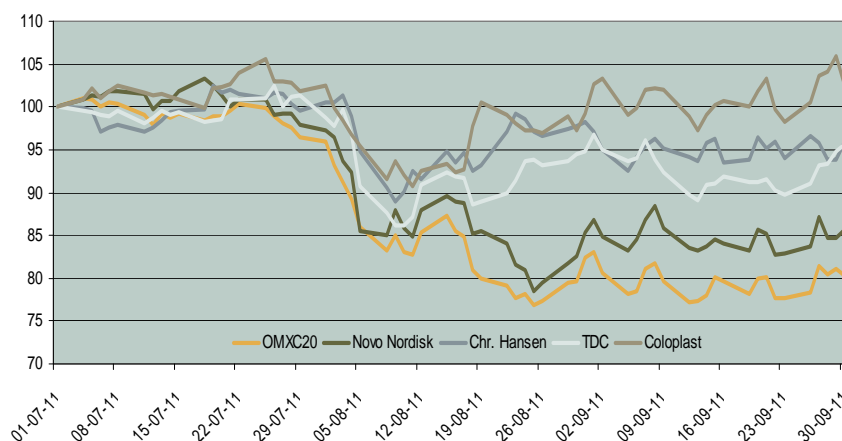
### Aktietema: Defensive aktier

Som følge af usikkerheden hos specielt de konjunkturfølsomme aktier har vi valgt at øge vores fokus på mere defensive papirer og har som følge heraf nedgraderet vægten af risikobetonede aktier på vores Aktieanbefalingsliste. I stedet har vi taget den danske producent af bakteriekulturer og naturfarvestoffer, Chr. Hansen, med på listen, og generelt vurderer vi, at investor bør øge andelen af defensive papirer i porteføljen for at formindske konjunkturfølsomheden.

Vi anbefaler derfor investor at fokusere på aktier som Novo Nordisk, TDC, Chr. Hansen eller Coloplast, som alle karakteriseres ved en stabil forretning, som ikke er afhængig af økonomisk vækst.

Det ses på grafen til højre, at de defensive papirer har outperformat det danske OMXC20-indeks i 3. kvartal 2011, og vi forventer, at de defensive papirer fortsat vil levere en fornuftig relativ performance, så længe aktiemarkedet er så ustabil, som det er tilfældet i øjeblikket, samtidigt med at vækstforventningerne globalt er beherskede.

Defensive aktier kontra OMXC20-indekset



Af de ovennævnte aktier er Novo Nordisk og Chr. Hansen vores foretrukne valg, hvilket skyldes, at begge selskaber

har en stabil forretning med gode vækstmuligheder. Herudover ser vi kurstriggere i begge aktier, blandt andet i form af Novo Nordisks kliniske fase 3 forsøg med deres to produkter inden for den nyeste generation af insuliner, Degludec og DegludecPlus, mens Chr. Hansen vil nyde godt af den forøgede fokus på sundhed, herunder fødevarer med dokumenteret sundhedsmæssig virkning og samt forøget fokus i den vestlige verden på bivirkningerne ved syntetiske fødevarer.

## Obligationer / renter

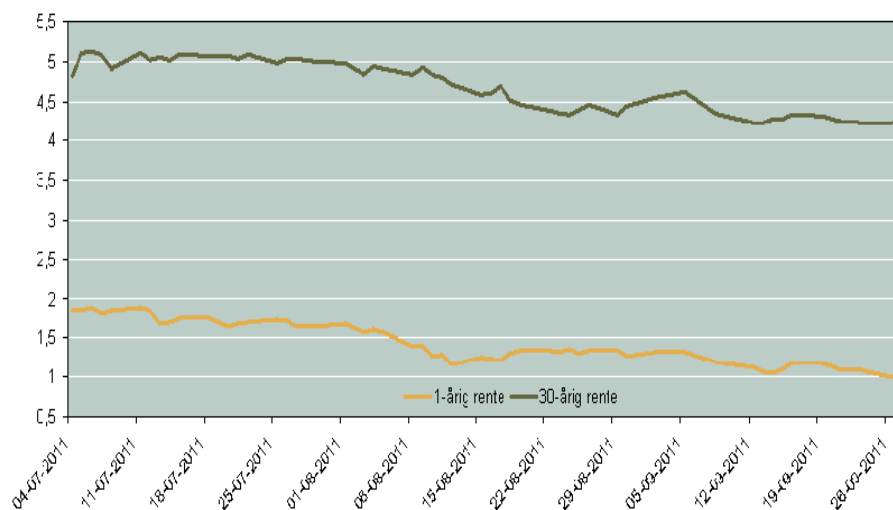
Kvartalet startede med en renteforhøjelse fra ECB. Renteforhøjelsen var ventet af markedet og havde derfor ikke nogen effekt på obligationskurserne. I slutningen af juli startede rentefaldet, hvilket stort set fortsatte hele kvartalet. De markante rentefald kommer efter en periode med dårlige økonomiske nøgletal fra både Eurozonen og USA. Nøgletallene viser, at væksten er nedadgående, og det har fået frygten for recession til at bryde ud igen.

I samme periode er gælds frygten i Eurozonen blusset op igen efter nedgraderinger af bl.a. den italienske og spanske kreditværdighed. Grækenlands økonomi er også blevet yderligere forværret, da recessionen i landet har vist sig at være dybere end frygtet, og samtidig har de haft problemer med at leve op til de stramme reformkrav, der skal sikre dem yderligere lån fra EU og den Internationale Valutafond (IMF).

Opbremningen i den globale vækst og gældsproblemerne i Sydeuropa har fået den europæiske centralbank (ECB) og den amerikanske centralbank (FED) til at ændre fokus. FED har således kommunikeret til markedet at der ikke kommer en renteforhøjelse før tidligst medio 2013, mens ECB har ændret retorik, så bekæmpelsen af inflationen ikke længere er den eneste prioritet, når renten fastsættes. Samtidig har FED besluttet at sælge korte statsobligationer for at købe lange statsobligationer og derved presse den lange markedsrente ned.

Den forværrede globale økonomiske situation og de nye toner fra centralbankerne har fået markedet til at spekulere i en snarlig rentenedsættelse fra ECB. Det er blevet udstillet med al tydelighed, at ECB's to renteforhøjelser i april og juli var en fejl, da væksten i økonomierne slet ikke var så stærk, som ECB troede. Denne åbenlyse fejltagelse vil være svær at få ECB til at indrømme, og derfor tror vi ikke, at der kommer en rentesækning fra ECB i år. I takt med at vi forventer, at den svage økonomiske vækst fortsætter, og at risikoen for recession i såvel Eurozonen som USA fortsat er høj, forventer vi en rentesækning fra i ECB i 1. kvartal 2012.

Vi forventer også, at spændet mellem de korte og lange renter vil blive indsnævret med et fald i de mellemlang og lange renter til følge. Som det kan ses i grafen til højre, er spændet stort, og i takt med at obligationsmarkedet indstiller sig på en længere periode med lav økonomisk vækst forventer vi, at spændet indsnævres.



Vi forventer, at F1 renten i december vil blive refinansieret til ca. 1,10 %, mens vi forventer, at 4 % Totalkredit 2044 med afdrag på samme tid vil ligge i ca. kurs 99,50. Det markant faldende renteniveau betyder også, at man som investor bør overveje at flytte en del af investeringerne fra lange til korte obligationer. Vi tror, at det kunne være et fornuftigt tidspunkt at mindske risikoen en smule på obligationssiden. Vi tror fortsat på svagt faldende lange obligationer, men vi synes, at det nuværende niveau er til at mindske varighedsrisikoen en smule. Vi forventer ikke, at omlægningen på obligationssiden vil øge afkastet, men at den vil bidrage til at gøre afkastet mere stabilt.

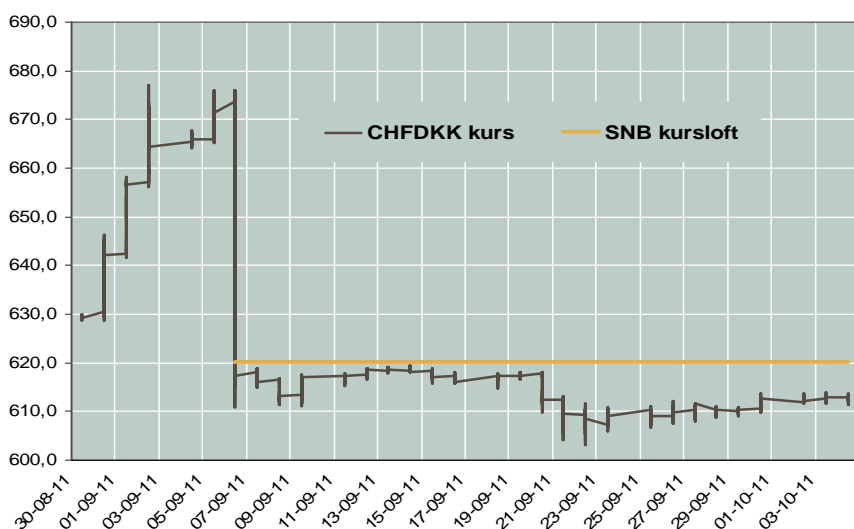
## Valuta

Valutamarkedene er fortsat præget af bekymring for en alvorlig økonomisk tilbagegang, frygten for konsekvensen af en græsk statsbankerot og de generelle gældsproblemer i Europa, USA og Japan.

Selvom Japan og USA er væsentlig mere forgældede end Euroområdet som helhed og på trods af det faktum, at Japan og USA i modsætning til EU indtil videre ikke gør en nævneværdig indsats for at nedbringe gælden, er det Eurozonen, som fortsat er i fokus. Dette ændrer heller ikke ratingagenturenes ændrede fremtidsudsigter til kreditvurderingen af landene noget ved. Det er den vedvarende usikkerhed om Grækenland, som skaber de største problemer for EU-området. I Grækenland er gældsproblemerne blevet så alvorlige, at Grækenland på langt sigt ikke kan refinansiere sig på kapitalmarkedet. I en sådan situation havde den teoretisk mest fornuftige fremgangsmåde fra de andre Eurolande været at udstede en ubegrænset garanti for den græske gæld og derefter at rydde op "bag kulisserne". Desværre er euroen dog i sin tid blevet skabt uden reelle sanktionsmuligheder mod de lande, som måtte opføre sig uansvarlige. De andre EU-lande, som naturligvis har en interesse i, at Grækenland selv betaler så meget af gælden som muligt, har derfor hele tiden haft brug for at kunne presse Grækenland til indrømmelser mod at blive dækket af de solide landes garantier. Desværre har den heraf resulterende proces været præget af så mange forskellige forslag, halve kompromiser og skænderier "foran åben tæppe", at markedets tiltro til, at EU kan løse sine gældsproblemer, er blevet ødelagt fuldstændigt.

Frygten er nu, at der opstår en domino-effekt. Når Grækenland ikke kan tilbagebetale sin gæld, som ligger hos primært europæiske pengeinstitutter, kan dette få vidtrækkende konsekvenser for en del af de store europæiske banker, idet bankerne skal nedskrive gælden og derved indirekte mister en del af egenkapitalen. De i forvejen ikke alt for solide største europæiske banker risikerer at komme i endnu større problemer, og uanset om bankerne krakker eller om staterne redder dem, vil det medføre øget gældsætning og nedsat vækst i de pågældende lande. Det er imidlertid den lave vækst og den høje gældsætning, som er baggrunden for gældskrisen, og problemer i den europæiske banksektor vil derfor bringe selv de lande i fokus, som aktuelt vurderes at være stabile.

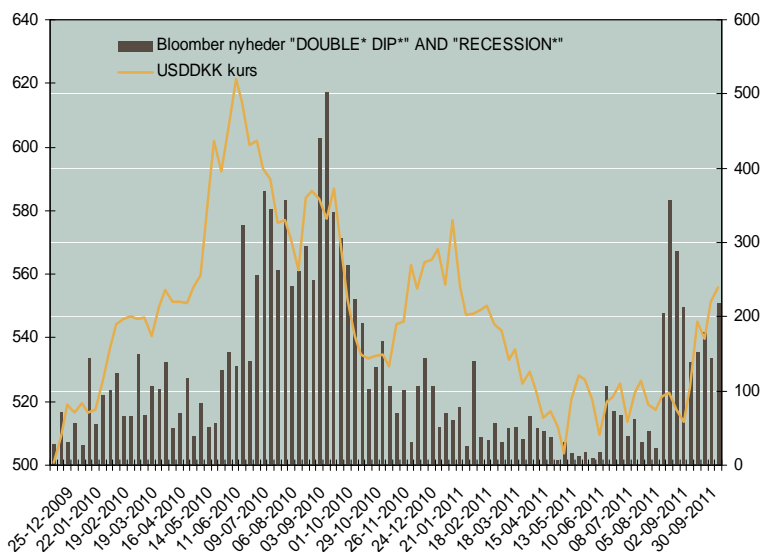
Schweizerfrancen har i mange år spillet en stor rolle som flugtvaluta. Også i forbindelse med gældskrisen er francen siden 2008 blevet styrket meget kraftigt og nåede som det højeste et



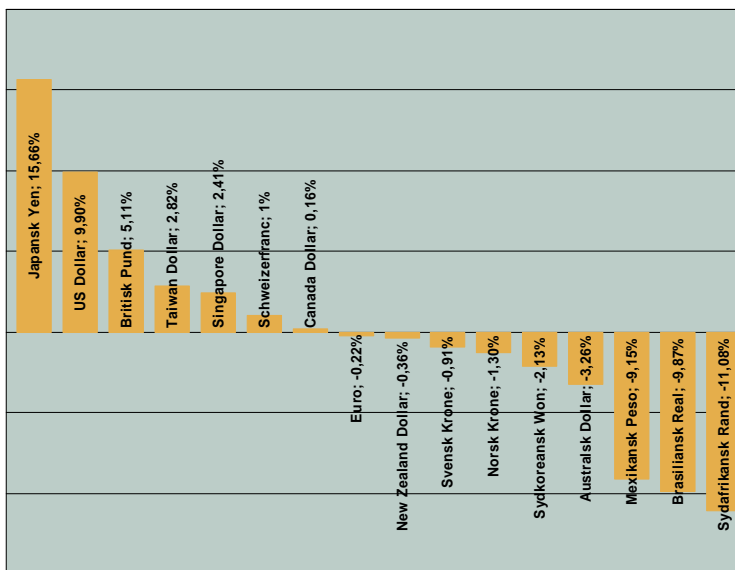
kursniveau lige under 740 kr. Da schweizerfrancen efter en korrektion i starten af september var kraftigt på vej op mod disse niveauer igen, blev det for meget for den schweiziske centralbank SNB. Den høje valutakurs kvæler væksten i den meget eksportorienteret økonomi og SNB informerede således markedet om, at man ikke længere ville tolerere en EURCHF kurs under 1,20, hvilket svarer til et CHFDKK kursloft omkring 620. Lige fra starten har markedet

accepteret de nye forhold, og SNB er indtil videre ikke blevet udfordret med massive opkøb af CHF for at teste bankens beslutsomhed. Ved sin manøvre har centralbanken skabt en frygt i markedet for, at kursloftet kunne sænkes yderligere

Eftersom SNB har fjernet schweizerfrancen som "safe haven", er det primært de andre to klassiske flugtvalutaer, US dollar og den japanske yen, som bliver efterspurgt, når risikoaversionen blusser op. Det er slående, hvordan bekymringen om den økonomiske udvikling, målt i antal artikler om emnerne "recession" og "endnu en nedtur" (double dip) hænger sammen med udviklingen af dollarkursen. En lignende sammenhæng – om end ikke helt så tydeligt – findes for forholdet mellem antallet af artiklerne om recession og yenkursen.



I løbet af det sidste kvartal, hvor gældskrisen og den truede økonomiske vækst har været det fremherskende emne, er yennen og dollaren blevet styrket mest. Udviklingen i schweizerfrancen har over det sidste kvartal været beskeden, idet SNB har indført loft over kursudviklingen. De valutaer, som typisk kommer i investorenes søgelys, når risikoaversionen aftager og der jages et højt afkast, er blevet svækket over en bred kam.



Vi forventer ikke, at det samlede billede kommer til at ændre sig markant. Gældsproblematikken i de etablerede økonomier og specielt Europa har eroderet tilliden til holdbarheden af det økonomiske opsving, som mange steder var kommet i gang. De økonomiske udsigter er således blevet markant forringet i løbet af det sidste kvartal,

og der er for nuværende ikke en holdbar løsning af gældsproblematikken på bordet, hverken i Europa eller i henholdsvis Japan og USA. Derfor er vores bedste bud, at valutamarkedet fortsat vil favorisere yen og dollar mod euroen samt de mere risikoprægede valutaer.

## Konklusion

Det er ved at gå op for de fleste, at krisen fra 2008/2009 har trukket så dybe spor, at det ikke er muligt at køre "business as usual" to år efter. Hjælpe-pakkerne dengang var nødvendige for at forhindre et totalt kollaps af verdensøkonomien, men samtidigt har det været en kæmpe udskrivning. De i forvejen gældsatte stater var således nødt til at øge gældsætningen voldsomt, samtidigt med at væksten og derved skatteindtægterne faldt brat. Resultatet af denne giftige cocktail er gældskrisen, som specielt Europa, USA og Japan døjer med.

Det forsøges at løse gældsproblematikken på forskellig vis. De europæiske kernelande vil spare sig ud af krisen. Dette betyder, at økonomien vil bruge tid på at komme sig. Investeringer udskydes, og forbrugerne afventer. I USA prøver man at stimulere og investere sig ud af krisen, og Obama har lige foreslået et tredje forsøg på at kickstarte økonomien med endnu en omgang kolossal ny gældsætning. Forbrugerne i de etablerede økonomier er imidlertid klogere, end politikerne tror. De ved godt, at regningen for hjælpepakkerne kommer på et tidspunkt, og de sparer op til at kunne betale den. Væksten kommer derfor aldrig i gang.

Der er igen opstået stor usikkerhed om, "hvor galt det går". De mest pessimistiske prognoser forudsiger en ny større recession med en efterfølgende lang årrække af japanske tilstande med lav eller ingen vækst og deflationstendenser. De lidt mere optimistiske økonomer ser en årrække, hvor økonomierne præsterer lav vækst og en langsom nedbringelse af gældsbyrden. Det er imidlertid stort set umuligt at finde kvalificerede prognoser, som forventer høj vækst og en hurtig løsning af gældsproblematikken. For de europæiske lande er euroens overlevelse kritisk i denne sammenhæng. En holdning om, at enhver er sig selv nærmest, ville styrte alle EU-lande i en dyb krise.

Vi ser det som mest sandsynligt, at den globale og dermed også den danske økonomi undgår den helt store nedtur. Men omvendt forventer vi både i 2011 og i 2012 meget lav vækst og ser en risiko for, at væksten også periodisk kan være i negativt territorium. Politisk er der simpelthen for meget på spil til ikke at finde en fælles holdbar løsning på gældskrisen i Europa. Endvidere er virksomhedernes situation i dag meget stærkere end for tre år siden med stærkere indtjeningsevne, lavere gældsætning og dermed mindre afhængighed af bankerne.