

## Notat

### De finansielle markeder i 2012

#### **BAGGRUND**

Den nuværende krise er nu i sit femte år og markerer med stor sandsynlighed afslutningen på en periode på næsten 30 år med exceptionelle høje afkast på finansielle aktiver.

Rentefaldet siden begyndelsen af 80'erne var den primære årsag til de høje afkast men medvirkede indirekte også til en stigning i investorenes risikovillighed og derfor ligeledes til den betydelige opbygning af gæld i den vestlige verden<sup>1</sup>.

De problemer, gældsætningen gav anledning til, har de seneste år bevæget sig gennem en række faser<sup>2</sup>, hvor de er blevet håndteret i samme rækkefølge, men hvor dynamikken har bevirket, at andre problemer er dukket op i nye områder.

Det er ikke sandsynligt, at dette er slut endnu, og investorer må derfor vente endnu nogen tid, inden det bliver klart, hvor stor en del af det exceptionelle afkast, der skal betales tilbage, før verden igen kommer ind i en mere stabil gænge.

Svaret på spørgsmålet kan i høj grad komme til at afhænge af, om det alene er gælden, der skal spoles tilbage, eller det ligeledes er de lave renter.

#### **EURO-KRISEN**

Et af de forhold, der fik mest opmærksomhed i 2011, og som vil få det nogen tid endnu, var gældsætningen i randlandene i euro-området, landenes mulighed for at dække deres finansieringsbehov og implikationerne for euro-samarbejdet.

Set under et er såvel gældsniveauet som underskuddet på de offentlige finanser i forhold til bruttonationalproduktet lavere i Europa end i USA, men det særlige for euro-landene er som bekendt, dels (i) at de enkelte lande ikke selv kan udstede euro, og dels (ii) at visse lande i periferien har problemer med deres konkurrenceevne vis-a-vis blandt andet Tyskland.

Det første forhold bevirker, at investorerne ikke er sikre på, at statsgælden vil blive betalt tilbage, og det andet forhold bevirker, at periferien vil skulle igennem en smertefuld periode med tilpasninger, før de pågældende lande ikke længere er afhængige af udenlandsk finansiering.

Siden 2. verdenskrig er der imidlertid investeret så meget politisk kapital i det samlede europæiske projekt, der har euro-samarbejdet som sin kerne, fordelene ved samarbejdet er så store, og finansielt er landene nu så integreret, at det er meget usandsynligt, at euro-samarbejdet vil bryde sammen.

Fra politisk side udkrystalliserede der sig i forbindelse med topmødet den 8. og 9. december et billede af tre fokusområder, der skal sikre euro-samarbejdet; (1) en

---

<sup>1</sup> Dereguleringen af den finansielle sektor og politiske tiltag for at stimulere långivningen til fast ejendom bidrog ligeledes til problemerne.

<sup>2</sup> IMF delte i deres "Global Financial Stability Report" fra september 2011 udviklingen op i fire faser; (i) en, hvor problemerne lå i den private sektor, (ii) en, hvor de lå i banksektoren, (iii) en, hvor de vedrørte statsgælden, og endelig (iv) en politisk fase.

finanspolitisk union, (2) etableringen af en effektiv firewall og (3) nationale tiltag for at få ligevægt på de offentlige finanser.

Inden for hvert område er der gjort væsentlige fremskridt, og den europæiske centralbank tilbød efter mødet euro-landenes banker ubegrænset adgang til at låne penge i en periode på tre år.

ECB nævnte i forbindelse med annonceringen af tiltaget, at de håbede, at en del af pengene ville gå til udlån til små og mellemstore virksomheder, men at det var bankernes beslutning, om de ville købe statsobligationer for pengene<sup>3</sup>.

Specielt i relation til de lande (for eksempel Spanien), hvor problemerne centrerer sig om banksektoren, kan ECB's ordning sammen med topmødet i sig selv markere vendepunktet i euro-krisen, mens markedets tillid i relation til de lande (for eksempel Italien), hvor kilden til problemerne er den offentlige sektor, vil kræve fortsatte strukturreformer.

Det samlede billede, at euro-landene nu har en model, hvor ECB kan optræde som "lender of last resort", og fordelene ved den budgetmæssige disciplin, den europæiske model fører med sig, kan på sigt opveje de ulemper, modellen giver i relation til en potentiel deflationær opstramning af finanspolitikken i randlandene.

I en rum tid vil Tyskland ikke lade modellen udvikle sig til en "overførselsunion", så i årene fremover vil vi i Europa endnu mere end for eksempel i USA få en stram finanspolitik, strukturreformer og en lempelig pengepolitik.

Det væsentligste på kort sigt er, at eurolandene har de ressourcer og nu også de institutioner, der skal til for at løse problemerne, men da det er en politisk proces, vil forløbet fortsat give en del støj.

Begyndelsen af 2012 vil formentlig blive præget af forhandlingerne vedrørende detaljerne i aftalen fra topmødet den 9. december, det "haircut", finansielle virksomheder skal tage på deres græske statsobligationer ("PSI"), samt det græske parlamentsvalg, der meget vel kan skabe røre om en mulig default og Grækenlands deltagelse i euro-samarbejdet.

Sideløbende er der de tre "troika"-låneprogrammer til Irland, Portugal og Grækenland, der i den rækkefølge har eftersyn i de tre første måneder af året, og der vil være drøftelser om en mulig forhøjelse af EFSF's loft på EUR 500 mia. – noget Holland, Slovakiet, Finland og formentlig også Tyskland vil modsætte sig.

#### **ITALIEN**

Efter en periode, hvor der begyndte at komme pres på italienske statsobligationer midt på året i 2011, har regeringerne under Berlusconi og Monti nu gennemført justeringer af finanspolitikken svarende til en årlig besparelse på 5 procent af BNP, hvoraf en væsentlig del kommer allerede i 2012.

Besparelserne har som målsætning at sikre ligevægt på de offentlige finanser i slutningen 2013, mod et underskud på 4,0 procent af BNP i år.

---

<sup>3</sup> Artikel 123 i Lissabontraktaten forhindrer ECB i at købe statsobligationer direkte.



Stramningerne kommer samtidig med en opbremsning i det i forvejen moderate opsving, som Italien oplevede efter recessionen i 2008-09, og vil formentlig føre til et fald i BNP i 2012 på omkring 1,5 procent. I juni 2011 forventede Kommissionen til sammenligning en stigning på 0,1 procent.

Under ét afspejler tiltagene derfor et rimeligt hensyn til den konjunkturmæssige effekt, samt at der er vilje og mulighed for at adressere problemet med statsgældens størrelse.

De næste skridt bliver nu en række reformer, der skal styrke Italiens konkurrenceevne, og som formentlig vil blive annonceret inden mødet mellem eurozonens finansministre den 23. januar.

Udviklingen i Italien vil have væsentlig betydning for hvor lang tid, det vil tage at få genskabt tilliden til eurosamarbejdet, men foreløbig mener vi, at det skridt, der er taget, er tilstrækkelige til, at Italien i relation til tillidskrisen vil træde i baggrunden i løbet af året.

#### **KONJUNKTURSITUATIONEN**

2011 begyndte rimeligt godt. Opsvinget var skrøbeligt, men der var spirende håb om, at et stigende privatforbrug i Europa og USA ville føre til et selv bærende opsving.

Efter forhøjelsen af gældsloftet i USA i begyndelsen af august åbnede der sig imidlertid et gab mellem USA og Europa, hvor konjunktursituationen i Europa i stigende grad blev præget af en negativ spiral, der har været drevet af en tillidskrise, forholdene på kreditmarkedet samt udsigten til en stram finanspolitik i en årrække fremover.

For så vidt angår væksten, er det nu sandsynligt, at der kommer recession i Europa i 1. halvår – herunder muligvis også i Tyskland – mens USA forventes at opleve en stigning i væksten til omkring 2,5 procent i 2012<sup>4</sup>.

Tilbageslaget i Europa vil næppe blive lige så markant som i 2008, da recessionen denne gang med lidt held bliver isoleret til Europa og ikke kommer efter en lang periode med cykliske udskjelser, vi tror ligeledes, at billedet kan vende i slutningen af året, så Europa – når den værste tillidskrise omkring euro-samarbejdet har lagt sig, og når det amerikanske budgetunderskud skal reduceres – står stærkere end USA.

Da der denne gang ikke er mulighed for at lempe finanspolitikken, er der dog en meget reel risiko for, at Europa vil have lave vækstrater i en længere periode, end det normalt er tilfældet i en recession, og i baggrunden er der fortsat en risiko for, at Kina ikke får arrangeret en blød landing.

Ejendomspriserne i Kina er således begyndt at falde men befinder sig fortsat på et højt niveau<sup>5</sup>, og problemet melder sig samtidig med, at eksporten vil blive påvirket af

---

<sup>4</sup> I 2011 blev væksten i euro-landene og USA henholdsvis 1,6 og 1,8 procent.

<sup>5</sup> Prisen på en gennemsnitlig lejlighed i en kinesisk by svarer til 8-10 gange den gennemsnitlige årsindkomst, hvor det tilsvarende tal for USA var omkring 5,1-5,5, da boligpriserne toppede.

faldet i den globale vækst, og kommer efter en lang årrække med en meget lempelig pengepolitik.

En væsentlig udfordring for de kinesiske myndigheder er nu at få omstillet økonomien, så den i højere grad bliver drevet af indenlandsk forbrug, men det tager tid og har historisk været svært for andre lande.

#### **FINANSIELLE AKTIVER**

Selv om virksomhedernes indtjening givetvis vil falde de næste par år, er niveauet fortsat højt, renteniveauet vil være lavt, og store virksomheder vil fortsat have rigelig adgang til likviditet.

Kurserne på aktie- og kreditmarkedet afspejler derfor i højere grad nervøsiteten i markedet, end de afspejler de fundamentale forhold, og vi forventer pæne afkast i takt med, at euro-krisen driver over, og pengepolitikken får effekt<sup>6</sup> – den sandsynlige recession i Europa kommer denne gang efter en periode, hvor den gode stemning langt fra nåede at løbe af med investorerne.

Renten på almindelige investment grade erhvervsobligationer svarer således til en flerdobling af antallet af misligholdelser i forhold til den værste periode (1986-1990) i efterkrigsårene, og når man ser på sammenhængen mellem den lange rente og aktiekurserne, har der ikke været noget tidspunkt de seneste 50 år, hvor aktier har været lige så billige, som de er i dag.

Områder, der giver særlig god mening for investorer, er hybridkapital samt en række særligt sikrede obligationer ("clo'er" og "syntetiske cdo'er") – værdipapirer, der alle handler på vilkår, der ikke alene afspejler nervøsiteten, men ligeledes er attraktive for investorer som følge af væsentlige regulative eller strukturelle forhold.

Hybridkapital vil blandt andet blive understøttet af de nye kapitalkrav til pengeinstitutter, "Basel III", der siden juli 2011 har været i en fase, hvor der indhentes kommentarer til de nærmere detaljer, men som fortsat med overvejende sandsynlighed vil blive implementeret med begyndende virkning fra 1. januar 2013<sup>7</sup>.

Specielt de bedre ratede clo'er vil blive understøttet af ECB's lånetilbud, og de syntetiske cdo'er kombinerer de fordele, forholdene på kreditmarkedet giver investorer, med en mulighed for at udnytte bankernes problemer med at rejse kapital, uden at løbe en risiko på bankerne selv.

Renten vil forblive lav i 2012, men muligheden for en stigning i den lange rente er formentlig den risiko, investorer i øjeblikket får den laveste betaling for at løbe.

#### **INFLATION**

Inflationen i euro-området har været høj i 2011 – ifølge Eurostat 3,0 procent år-over-år igen i november, mod 1,6 procent i 2010 og 0,3 procent i 2009.

---

<sup>6</sup> Aktier vil blive understøttet af den lave rente, og kreditmarkedet af den rigelige likviditet.

<sup>7</sup> Det er absolut muligt, at for eksempel Danske Bank i 2. halvår af 2012 vil komme med et indløsnings-tilbud på noget af sin hybridkapital eller et tilbud om at ombytte de pågældende obligationer til almindelige obligationer.



Stigningen har været drevet af priserne på energi og fødevarer, der udgør ca. 30 procent af det harmoniserede forbrugerprisindeks ("HICP"), og ECB forventer en inflation på 1,5-2,5 procent i 2012 og 0,8-2,2 procent i 2013.

Inflationen vil fortsat i et vist omfang blive påvirket i opadgående retning af indirekte skatter, men i fravær af en stigning i olieprisen – for eksempel som følge af en tilspidsning af den politiske situation i et olieeksporterende land – vil opbremsningen i den økonomiske vækst med en pæn sandsynlighed sikre en lav inflation de næste par år.

Billedet er det samme globalt, hvor der forventes et fald i inflationen fra ca. 4,4 procent i 2011 til formentlig omkring 3,4 procent i 2012.

På kort sigt er der således ikke umiddelbart udsigt til en stigning i inflationen, og de samme forhold, som fik inflationen til at falde i Japan efter 1990, vil spørge i vores del af verden.

På lidt længere sigt er der imidlertid en risiko for, at stigende importpriser igen vil føre til en højere inflation i Europa, primært som følge af flaskehalse i emerging markets, der vil komme tilbage på den anden side af krisen, men i et vist omfang ligeledes drevet af en faldende valutakurs.

#### **TILRETTELÆGGELSE**

En væsentlig ændring fra før krisen er, at der reelt ikke længere er aktiver, der kan anses for at være risikofri. Uanset hvordan ens formue placeres, er der scenarier – nogle af dem usandsynlige men desværre ikke helt utænkelige – hvor værdien af de værdipapirer, der investeres i, vil blive udhulet væsentligt.

Alligevel er forskellige typer af aktiver naturligvis forbundet med forskellige grader af risiko – korte danske statsobligationer vil rimeligvis kun være forbundet med en lav risiko, men den pris, der betales for at være placeret i disse værdipapirer, er meget høj, og det er bestemt ikke sikkert, at prisen kun skal betales et enkelt år.

Ved at investere i værdipapirer, der traditionelt anses for at være sikre, løber investorer derfor en risiko for at tabe en del af den reelle værdi af deres aktiver.

Trods den relativt høje usikkerhed på de finansielle markeder mener vi derfor, at den bedste måde at sikre sine værdier på er at acceptere de udsving, det kan give fra måned til måned, og investere i såvel aktie- som kreditmarkedet.

Den største risiko for et væsentligt fald i værdien af aktier og obligationer er knyttet til en stigning i den lange rente. Specielt på kort sigt er det ikke sandsynligt, at det sker, men investorer bør fortsat undgå fastforrentede obligationer – som minimum bliver risikoen langt bedre betalt andre steder<sup>8</sup>.

For hele året forventer vi pæne afkast i 2012. Det er først, når de fleste problemer tilsyneladende er væk, at der for alvor er grund til at være nervøs.

---

<sup>8</sup> I en rapport fra januar 2010 fandt McKinsey Global Institute, at udviklingen i 8 ud af 32 tilfælde, hvor den samlede gæld er blevet nedbragt efter en finanskrisen, har ført til en væsentlig stigning i inflationen ("Debt and Deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences").