

## Outlook – Januar 2012

### Makro:

Den globale økonomi sagner farten, og der er stor usikkerhed om vækstudsigterne. Gældskrisen i Euroland plager den globale økonomi, og den nedbryder virksomhedernes og husholdningernes tillid og tynger væksten. Det er fortsat op til de europæiske politikere og ECB at løse gældskrisen. Vi venter fortsat, at der kommer en politisk løsning og at et eurosammenbrud undgås. Men der er udsigt til en turbulent periode. USA og Emerging Markets ser vækstmæssigt bedre ud end Euroland, hvor der er udsigt til recession. Vækstforskellen mellem USA og Euroland ser i 2012 ud til at blive den største siden 1993.

De direkte konsekvenser af gældskrisen er synlige i form af aktiekursfald, strammere kreditvilkår, finanspolitiske opstramninger mv., men krisen forstærker også mistilliden, og usikkerheden om opsvinget øges. Det gør husholdningerne nervøse mht. deres jobsituation og virksomhederne bekymret for den fremtidige efterspørgsel. Det lægger en dæmper på privatforbruget og investeringerne.

En voksende mistillid hos husholdningerne og virksomhederne samt de europæiske politikeres langsommelige vej til at finde en løsning på gældskrisen medfører risiko for, at det udvikler sig til en negativ spiral. Der er derfor en betydelig risiko for et lavere vækstforløb, og især hvis gældskrisen ikke bliver tøjlet indenfor en overskuelig tid.

Potentialet for en positiv vækstoverraskelse er begrænset. Den begivenhed, der har størst mulighed for at udløse et mere positivt vækstforløb er, hvis de europæiske politikere inkl. ECB anlægger en meget mere proaktiv tilgang til gældskrisen. Det kan give et tillidsløft, der kan løfte økonomien.

Den globale økonomis skæbne er således i høj grad lagt i hænderne på de europæiske politikere og ECB. Vi vurderer fortsat, at der kommer en politisk løsning på gældskrisen, og ECB kommer på banen i en mere fremtrædende rolle. Men der er lange udsigter til en endelig løsning. Det kræver en væsentlig tættere økonomisk og politisk integration, hvilket er en lang proces, der tager flere år.

Man skal endvidere huske på at selvom man i EU bliver enige om "pagten", hvor landene bl.a. ikke må have mere end 60% af deres BNP i gæld, afhjælper det ikke det problem at de fleste Euro lande har markant mere end 60% i gæld på nuværende tidspunkt. Dette gælds-problem kræver, at der tages markant hårdere fat på finanspolitikken i de kommende år, således at der skabes overskud på de løbende budgetter. En sådan fremgang vil uden tvivl skabe recession i Europa i store dele af 2012 og 2013.

## Renter

Nu, hvor banker kan låne ubegrænset beløb fra ECB for en periode på op til tre år, og EURO'en langsomt, men sikkert, er på vej mod en finanspolitisk union, er håbet stadig, at det er begyndelsen til enden for eurokrisen.

Vi forventer dog ikke, at forhåbningerne kommer til at holde længe, da de foranstaltninger politikerne og ECB benytter, primært er rettet mod at løse likviditetsproblemer, mens det største problem i dag er insolvens hos mange af bankerne og de svagere lande. Derfor forestiller vi os, i det kommende år, spændinger på rentemarkedet igen, hvor renterne fortsat vil befinde sig på meget lave niveauer i historisk perspektiv.

Uden et fornuftigt samarbejde mellem ECB og de europæiske regeringer vil krisen med sikkerhed kun blive værre. Hvis ECB udfører kvantitative lempelser uden, at de berørte lande kommer i gang med strukturelle reformer og får mindre underskud på de løbende budgetter, vil resultatet med tiden være markant stigende inflation.

Men det som på papiret virker som den mest rationelle løsning, nemlig opstramninger og strukturelle reformer, ser ud til at blive vanskeligt at opnå i praksis, på grund af den negative effekt, som det vil have på økonomierne på kort sigt – hvilket skaber politisk modstand mod løsningen.

Så selvom de næste uger kan vise sig som positive og trykket kan lette lidt, forventer vi at mistilliden og frygten vil komme stærkt tilbage.

For renterne betyder dette, at de lave renter vil forsætte gennem 2012, både i USA, Europa og i særdeleshed i Danmark.

I USA har man meldt ud at renterne forbliver lave til godt ind i 2013 for at skabe ro omkring den kortsigtede renteutvikling, og dermed også husmarkedet, der er så utroligt vigtigt at få i gang igen i USA.

Europæiske renter vil blive ligeså fragmenterede i 2012, som vi så i 2011. De lande som markederne anser for værende usunde, vil risikere markant stigende renter, mens de såkaldte "sikker havn"-lande, hvor vi blandt andet har Danmark og Tyskland, vil fortsætte med at have lave renter, måske endda også lavere end på nuværende tidspunkt.

Med de lave renter er der ikke meget afkast at komme efter i obligationsmarkedet – fokus lige nu er på at få pengene tilbage, og ikke hvor meget de bliver forrentet med. Derfor kigger vi meget mod markedet for virksomhedsobligationer.

Mange større virksomheder har markant bedre økonomi end flere lande, og giver, på trods af dette, rigtig fine renteafkast. Herudover kan man få obligationer i fx Danske Bank, der inden længe vil få stemplet "systemisk vigtig", og dermed være de-facto statsgaranteret. Alligevel handler Danske Banks senior kapital til 3,4 % effektiv rente med udløb i medio 2014. Dette synes vi er et godt køb.



Ole Mikkelsen  
Rente- og obligations Dealer  
9616 1587  
omi@sparbank.dk

## Aktier:

### 2012 – nyt år og nye muligheder?

2012 starter hvor 2011 slap. Nemlig med fokus på den europæiske gældskrise og politikernes bestræbelser for at inddæmme den. Der vil være stor fokus på udviklingen i de sydeuropæiske landes renteniveauer, og renteforskellene i forhold til Tyskland. Kan de bedre væksttoner, som prægede den amerikanske økonomi i det sidste kvartal af 2011, fortsætte, og kan Kina undgå at økonomien bliver ramt af den hårde landing?

### Høj risikopræmie er skadelig for investorerne

Usikkerhedsfaktorerne er mange, og det er afspejlet i den historisk set meget høje risikopræmie. Netop den høje risikopræmie er fortsat den primære årsag til at aktierne forbliver lavt vurderet relativt til andre aktivklasser. Det kræver dermed ikke nødvendigvis markante positive vækst- og indtjeningsoverraskelser for at aktierne kan udfolde deres potentiale. Men snarere at udfordringerne ikke bliver større og investorerne kan se meget tydelige tegn på, at der trods alt er lys for enden af tunnellen.

### Det mest sandsynlige scenarie

Ved indgangen til 2012 er det mest sandsynligt, at året vil blive præget af negative til moderat positive afkast. Forventninger til væksten i verden gør det legitimt at antage, at investorerne føler sig aktiemæssigt mest komfortable med at være eksponeret i amerikanske aktier. Dels er den forventede vækst højere end i Europa, og dels er konjunkturfølsomhed/økonomiens åbenhed mindre end i eksempelvis Europa.

### Bedre/værre er dog ikke urealistisk

Selv om ovenstående er det basale scenarie, skal der dog ikke ændres særlig meget før et "bedre/værre" scenarie udspiller sig. Og der er mange begivenheder i det kommende år, som kan påvirke investorernes tillid. Volatiliteten bliver helt sikkert også høj i 2012.

### Danske aktier - Indeksudvikling centreret om Novo Nordisk

Den danske udvikling er meget centreret om, hvad der sker i Novo Nordisk, som aktuelt ligger meget tæt på det højeste niveau nogensinde. Novo Nordisk nyder sammen med andre danske selskaber, med en mindre konjunkturfølsomhed, godt af sin fortsatte "sikker havn" status. Dette vil formentlig ikke blive ændret, hvis ovenstående basis scenarie indtræffer.

De mere konjunkturfølsomme danske virksomheder har kursmæssigt været "noget underdrejet" det seneste halvår. En række af disse er i god økonomisk form og vil kunne profitere, hvis investorerne vejrer økonomisk og vækstmæssig morgenluft.



Henrik Dahl  
Markets Dealer  
9616 1574  
hnd@sparbank.dk



Michael Nørregaard Gram -  
Madsen  
Markets Chef  
9616 1593  
mgm@sparbank.dk

## Valuta:

Vi står i starten af et nyt år, og afventer spændt, hvad det vil bringe. Meget tyder på at 2012 vil blive mindst lige så interessant at følge, som 2011. Gældskrisen vil sandsynligvis trække de største overskrifter sammen med frygten for recessionen, som er yderst reel. Herudover lurer faren for at problemerne i mellemøsten eskalerer, og får oliepriserne til at svinge voldsomt. Ringene i vandet vil ramme valutaerne med stor kraft, og det bliver nok et af de sværeste markeder at spå om, da de ekstremt lempelige pengepolitikker rundt om i verden har gjort valutaernes reelle værdi umulig at fastsætte på kort sigt. Kampen om at have en svag valuta for at sparke gang i eksporten og øge væksten tror vi bliver intensiveret i 2012, og udsvingene på valutamarkedet bliver ekstreme. Vi ser allerede nu en del "all time highs/lows", og dem vil vi sandsynligvis se flere af i 2012.

Det er vores forventning, at de lande som har stærke fundamentaler vil klare sig rigtig flot i 2012. Både Sverige og Norge har styr på deres gæld, og ligner nogle af de kandidater, der vil klare sig bedst gennem krisen. Dette vil få stor indflydelse på deres valuta i et miljø, hvor de fleste lande forsøger at monetarisere deres gæld, og vi forventer derfor et stigende opadgående pres på NOK og SEK. Norge bør være den helt sikre hest, da højere oliepris typisk vil give udslag i en styrket NOK, og da man desuden, ikke i så væsentlig grad som Sverige, er eksponeret mod den globale konjunkturcyklus. Under normale forhold vil SEK lide ved global vækstafmatning, men eftersom gældskrisen har sat flere gamle sammenhænge ud af kraft, kunne man på baggrund af stærke fundamentaler i Sverige godt forestille sig, at SEK vil klare sig flot i en global nedtur. Med den høje volatilitet vil vi dog klart foretrække at vælge det relative spil, hvor man køber NOK mod SEK, som er behæftet med noget lavere risiko end at købe NOK og SEK mod EUR eller DKK. Det skal bemærkes, at især SEK er startet året flot ud, hvorfor vi kortsigtet mere tror på en svækkelse end en styrkelse. Et køb af NOK/SEK omkring de 1,1520, som den ligger pt., ligner et attraktivt køb på både kort og langt sigt.

Europa har stadig ikke bidraget med en varig løsning på deres problemer, og meget tyder på, at det skal blive værre, førend det bliver godt. Et vedvarende pres på EUR betyder, at især USD vil nyde godt af problemerne, og GBP vil sandsynligvis følge med så længe man undgår at skæve til de meget høje inflationstal, som vidner om en fuldstændig monetarisering af deres gæld. USA er ikke noget mønsterbarn, og deres tur vil komme, men vores bud er, at problemerne i Europa er mere presserende, og dette vil gøre udslaget. Netop timing bliver altafgørende i 2012, og man skal også have et vågent øje på Japan som vi frygter vil løbe ind i store vanskeligheder indenfor de næste par år.















Med usikkerhederne in mente kan vi ikke lide CHF. Vi tror de formår at holde deres loft i EUR/CHF på 1,20, men usikkerheden er stor, og derfor holder vi os fra den for nuværende.



Morten Skipper Pedersen  
Valutachef  
9616 1583  
msp@sparbank.dk

## Markets forventninger

Herunder er vores bud på udviklingen på de enkelte markeder. Der er ikke oplyst specifikke niveauer for de enkelte markeder, men udelukkende oplyst hvilken retning, vi forventer markederne vil bevæge sig indenfor de næste 3 måneder.

Marked / Horisont	3 mdr.	12 mdr.
<b>Aktier</b>		
<b>Renter</b>		
<b>ECB</b>		
<b>Korte rente</b>		
<b>Lange renter</b>		
<b>Valuta</b>		
<b>CHF/DKK</b>		
<b>NOK/DKK</b>		
<b>SEK/DKK</b>		

**Disclaimer:**

Dette materiale er udarbejdet af SPARBANK Markets, som er en del af SPARBANK. SPARBANK er en bank under tilsyn af Finanstilsynet. Materialet er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge værdipapirer, valuta eller finansielle instrumenter, og materialet bør ikke træde i stedet for udøvelse af eget skøn over, hvorvidt sådanne dispositioner skal foretages. Efter bankens opfattelse er materialet korrekt og retvisende, men tager ikke ansvar for materialets nøjagtighed og fuldkommenhed eller for evt. tab opstået som følge af dispositioner foretaget på baggrund af materialet. SPARBANK og ansatte i SPARBANK kan have positioner i de nævnte værdipapirer, valutaer eller finansielle instrumenter. Investorer skal være opmærksomme på at køb og salg af værdipapirer, herunder de i materialet omtalte, er forbundet med risiko, idet kursen på værdipapirer afhænger af udsving på kapitalmarkederne m.v. Investering i værdipapirer medfører derfor også risiko for tab.