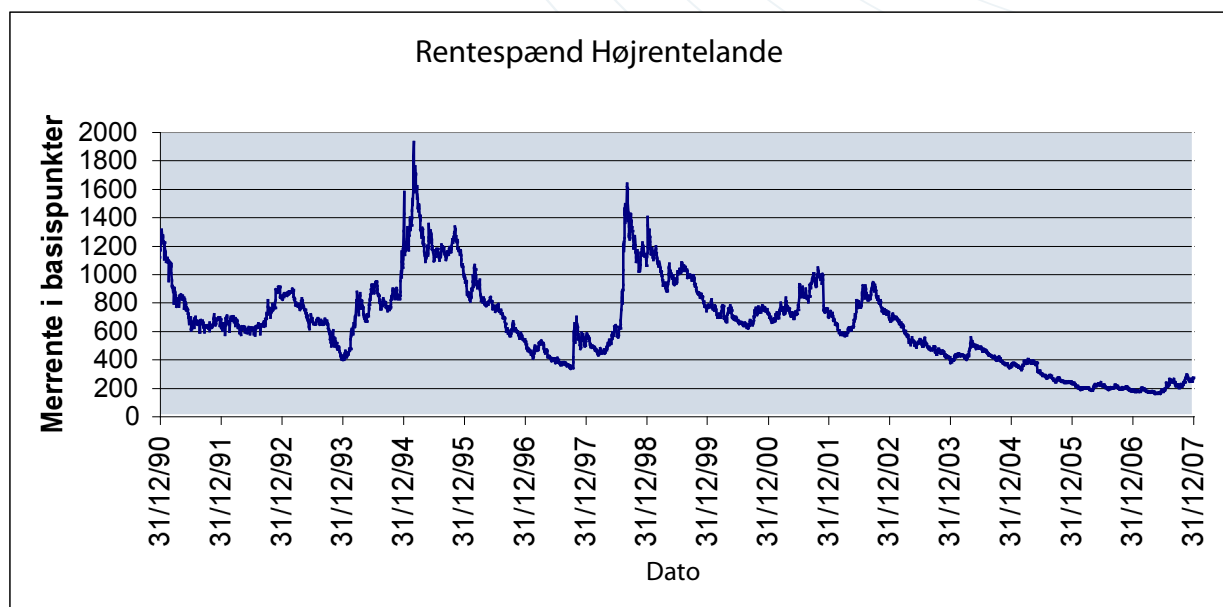


ANALYSE: DEN FINANSIELLE KRISE – HVORFOR, HVORDAN OG HVAD VIL DER MON SKE?

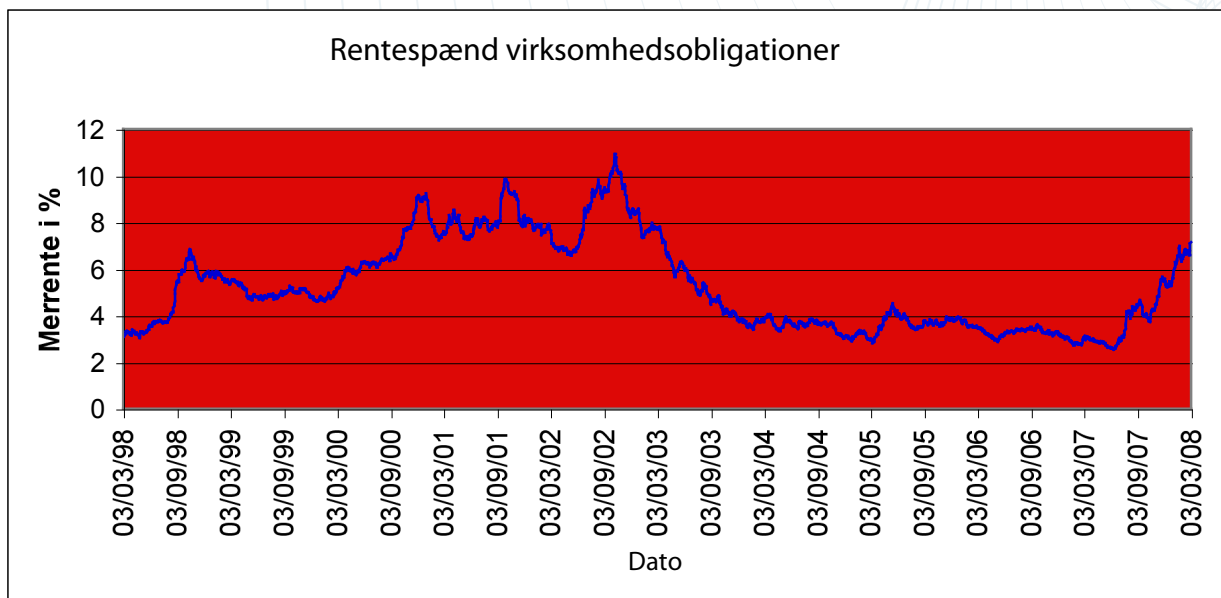
Der er sikkert mange investorer, som spørger sig selv, hvorfor den seneste tids uro på de finansielle markeder er opstået, og hvad den skyldes. Der har i dagspressen været mange bud og forklaringer på årsagen til krisen. Vi er af den opfattelse, at baggrunden for krisen er ganske simpel, nemlig en kombination af *overdreven grådighed* og *dumdristighed* hos såvel investorer som aktører i det finansielle system verden over! Det er hårde ord, som vi vil søge at illustrere i det følgende ved at belyse nogle faresignaler, som vi siden 1. kvartal 2006 løbende har beskrevet i vores kvartalsrapporter:

Højrentelände- og virksomhedsobligationer

Som det ses af grafen neden for og af grafen på næste side, var rentespændet mellem såvel Højrentelände og amerikanske statsobligationer som Virksomhedsobligationer og amerikanske statsobligationer faldet til et historisk lavt niveau i løbet af 2006 og 2007. Det betød, at den merrente (risikopræmie), der kunne forventes ved at investere i Højrentelände og Virksomhedsobligationer, var på et historisk lavt niveau. Vi rejste derfor i tidligere Kvartalsrapporter spørgsmålet: Hvorfor påtage sig risiko, der ikke gives betaling for? Ikke desto mindre så vi mange investeringskampanjer, og det var ikke kun et dansk fænomen, hvor investorer blev anbefalet ("lokket") til at optage lån (ofte i deres friværddi i huset og/eller i form af et valutalån i CHF eller JPY) for at placere de lånte penge i Højrentelände/Virksomhedsobligationer. Mange gearede deres investeringer på et tidspunkt, hvor de fik en historisk lav præmie for at påtage sig risici! Det kunne kun gå galt.



100 basispunkter er lig 1%. Dvs. at Y-aksen i grafen ovenfor går fra 0 til 20% i merrente. I perioden 2005 til 2007 faldt merrenten til ca. 2% point for omkostninger.



Nye lånetyper

I takt med bankernes udlånsmarginale er faldet og handelskurtagerne har været under pres, har bankerne været meget kreative med at finde nye indtjeningsmuligheder. En af bankernes helt store hits var at "opfinde" nye lånetyper, og heri indgik blandt andet Sub Prime lånene. Den "nye opfindelse" var, at bankerne "samlede" en række lån i en portefølje og "pakkede" lånene ind i en ny indpakning, hvorefter de kunne videresælges til investorer, herunder banker, Hedgefonde og Institutionelle Investorer som en portefølje af lån. Man gik ud fra at risikoen på porteføljen af lån nu var blevet markant lavere. Den "smarte" indpakning blev hurtigt populær, hvorved risikopræmien også faldt for disse lånetyper. Men den underliggende risiko, dvs. risikoen for at låntagerne ikke kan betale lånet tilbage, den falder altså ikke ved, at lånene gives en anden indpakning! Det kunne kun gå galt!

Økonomiske sammenhænge er ændret

De finansielle markeder har ændret sig markant i de senere år.

- Globaliseringen har betydet, at en idé/anbefaling hurtigt har bredt sig verden rundt, hvorved "flokken" af investorer, der bevæger sig i takt med hinanden, er blevet væsentlig større. Skal der sælges/købes, sker dette ofte mere synkront og med en væsentlig større styrke end hidtil. Herved bliver markedspåvirkningen af "flokdyrsmentaliteten" mange gange kraftigere end hidtil set.
- Komplexiteten af produkterne er blevet større, hvilket har gjort det vanskeligere at vurdere den egentlige risiko ved produktet. Det er ikke kun virksomhedslån og Sup Prime lån, der er blevet relanceret i en ny indpakning. Investeringsprodukter er blevet "sat" sammen på kryds og tværs, ofte udstedt af en låntager, der mikser såvel det investeringsmæssige som det kreditmæssige. Hermed er overblikket for mange investorer givetvis gået tabt, hvilket ofte har resulteret i, at investorerne har påtaget sig en væsentlig større risiko, end egentligt ønsket og forventet.
- Gearing, dvs. investering for lånte midler, er også blomstret op i de senere år. Det har været særligt populært at lave "carry trades", dvs. at låne i lavrentevalutaer (f.eks. CHF og JPY) og investere midlerne i højrentevalutaer (f.eks. ISK og TRY). Men en generel belåning i CHF og JPY og placering i andre investeringsaktiver, f.eks. aktier og virksomhedsobligationer, har også været meget brugt. Det har medført et vist salgspres på finansieringsvalutaer (CHF og JPY) og et købspres på investeringsaktiverne. Hermed er kursen på investeringsaktiver steget (og dermed er risikopræmien ved at investere i aktiverne faldet), medens finansieringsvalutaerne er blevet presset ned i kurs.

Hvad er summen af ovenstående?

- De finansielle markeder er blevet mere integrerede ved, at et investeringsprodukt ofte indeholder flere elementer fra de forskellige finansielle markeder: valuta-, aktie-, obligations- og kreditmarkedet. Det medfører, at en hændelse på et af de finansielle markeder, kan have indvirkning på flere af de andre finansielle markeder.
- Risikopræmien på investeringsaktiver er faldet (og kurserne på aktiverne er dermed steget), medens lånevalutaer er presset i kurs.
- Markedspåvirkningen fra investorerne er blevet kraftigere.

Det betyder, at vi nu står i en situation, hvor der er skabt helt nye og uforudsigelige sammenhænge med en større markedspåvirkende kraft, end vi hidtil har set. De tidligere historiske sammenhænge, som mange investorer og banker rent faktisk bygger deres investerings- og risikostyring på, er i bedste fald blevet mindre pålidelige og i værste fald ubrugelige! Læg dertil, at risikopræmien på investeringsaktiver er faldet, medens lånevalutaer er presset ned i kurs. Det kunne kun gå galt!

Konklusion

Det er vores vurdering, at vi var kommet i en situation, hvor mange investorer og aktører i den finansielle sektor, lod deres grådighed styre i stedet for at bruge den sunde fornuft. Ovenstående situation var blevet uholdbar, og spørgsmålet var kun, hvornår det gik galt – ikke om det kunne gå galt! Det skal dog nævnes, at graden af overvurderingen af de enkelte aktiver efter vores vurdering varierede meget. F.eks. var prisfastsættelsen mest "skæv" på høj risiko obligationer, dvs. obligationer som virksomhedsobligationer og Sub Prime, medens aktiemarkedet faktisk var rimelig prisfastsat. Så vores frygt omkring aktier gik på, at når risikovilligheden generelt aftog kombineret med tvangssalg, ville det på grund af den større sammenhæng på de finansielle markeder også påvirke aktiemarkedet negativt, men effekten har været svær at vurdere.

Hvad betyder krisen for investeringsstrategien?

Det som startede som en isoleret Sub Prime krise, har bredt sig til andre investeringstyper, og vi er begyndt at få indregnet nogle mere attraktive/realistiske risikopræmier på investeringsaktiver igen:

- Rentespændet på virksomhedsobligationer er steget kraftigt, så det nu er udvidet fra under 2% point til knap 8% point i forhold til amerikanske statsobligationer
- Ejendomspriserne er faldet kraftigt, dog kraftigst i USA
- Bankerne har sat marginalen på udlån op
- Aktiekurserne er faldet
- Lånevalutaer som JPY og CHF er styrket
- Højrentevalutaer som ISK og TRY er faldet

Hvem vil tage en chance, hvis ikke der er udsigt til en passende gevinst? Nok de færreste. Nu er kurserne på mange investeringsaktiver faldet, så man får en større betaling for at påtage sig risiko. Vi vil derfor overveje, hvorvidt kurserne er faldet "tilstrækkeligt", så det igen er attraktivt at købe disse aktiver.

Tillidsproblem i banksektoren

Hvad der er langt mere strukturelt alvorligt er, at der er opstået et stort tillidsproblem blandt pengeinstitutterne, hvilket har resulteret i, at samhandlen (udlån til hinanden) er blevet kraftigt reduceret. Når et pengeinstitut blot skal have 8 kr. i kapital for at kunne udlåne 100 kr. (solvens på min. 8%), skal der være nogen, der har tillid til pengeinstituttet og som vil låne pengeinstituttet penge til videreudlån. Tillid er derfor et nøgleord i hele banksektoren.

Baggrunden for krisen skal efter vores opfattelse primært findes i bankernes fejlvurdering af risikoen i de nye lånetyper og investeringsprodukter. Pludselig stod bankerne med en helt anden risiko, end forventet. Det er selvfølgelig afgørende for både pengeinstitutter og andre investorer, at man kun påtager sig den risiko, som man kan leve med. Da risikoen viste sig højere end ønsket, var mange banker interesseret i at nedbringe risikoen ved at sælge de dårlige lån og investeringsprodukter. Mange sælgere og få købere giver selvfølgelig lavere priser. Da risikopræmien derud-

over var historisk lav på disse kreditrelaterede produkter, medførte det forholdsvis store kursfald. Store kursfald fører igen til store nedskrivninger hos de banker og investorer, der har disse papirer i beholdningen. Flere af investeringsbankerne, bl.a. Bear Stearns, havde desuden Hedge Fonde, som for gearede midler havde investeret i netop disse lånetyper. De mest gearede fonde fik hurtigt økonomiske problemer, hvorved de enten skulle tvangssælge papirer og/eller få tilført kapital. Dette førte igen til et større salgspres på kreditrelaterede produkter, og en negativ spiral blev "skudt" i gang.

Når banksystemet bygger på tillid, og investorer og indskydere pludselig finder ud af, at de ikke kan have tillid til, at bankerne egentlig ved, hvilken risiko, de har på deres udlåns- og investeringsportefølje, opstår der et stort problem! Hvem tør satse på, at banken har styr på tingene? Laves der samhandel med den "forkerte" bank, og den går konkurs, kan indskyder/investor selv komme i økonomiske vanskeligheder, og hvem ønsker det? Derfor er det naturligt, at når tilliden forsvinder, falder aktiviteten på Interbankmarkedet (samhandlen mellem bankerne) til et meget lavt niveau. Derfor må bankerne sørge for at få funding (indlån) via andre kanaler, hvilket har resulteret i, at vi på det seneste har set meget høje indlånstilbud til private og virksomheder.

Mangel på funding var med til at knække Bank Trelleborg i Danmark, og det var også en afgørende faktor i kollapset hos Bears Sterns i USA. I USA var situationen imidlertid langt mere alvorlig, idet det var en af de helt store investeringsbanker, der var ved at gå konkurs. Derfor valgte den amerikanske centralbank at deltage i redningsaktionen for at undgå en total lammelse af hele banksektoren.

Hvad er løsningen på denne krise?

Den amerikanske centralbank har sænket renten drastisk og den har ligeledes i samarbejde med bl.a. centralbankerne i Europa stillet likviditet til rådighed. Dette er med til at mildne skaden, men det genskaber langt fra tilliden i banksystemet. Det er gennem genskabelsen af tillid, at krisen skal løses. Hvordan det skal gøres, vil der komme mange bud på, men det vil givetvis indebære, at vi får mere tilsyn med bankerne med fokus på en forbedring af deres kredit- og risikostyring. Basel 2 regelsættet, der er blevet indført i hele EU som fælles standard for risikovurderingen af bankerne, er i høj grad et værktøj, der benytter sig af statistiske sammenhænge. Det virker som et paradoks, hvis man udelukkende skal stole på et statistisk værktøj, da en af erfaringerne i denne krise jo netop er, at de statistiske sammenhænge både har det med at ændre sig og i krisetider at blive sat ud af kraft. Selv de store og "dygtige" kreditratingsbureauer som Moody's og Standard and Poors har erkendt, at de har taget helt fejl. Mon ikke bankerne får lov til at gå mere "back to basic", dvs. at de i højere grad skal lave en individuel vurdering af kredit- og investeringsrisikoen frem for at stole på statistiske sammenhænge, der har det med at ændre sig på de finansielle markeder. Men inden dette sker, skal der ryddes op i banksektoren. Bankerne må melde ud, hvilken risiko de har på deres udlåns- og investeringsporteføljer, så alle ved, hvilke banker, der har fået "sorteper". Og det vil heller ikke undre, hvis vi ser centralbankerne foretage alternative indgreb, det kan f.eks. være at købe kreditobligationer, så der bliver lagt en bund under markedet, hvorved stabiliteten og dermed tilliden genskabes.

Men den finansielle krise bliver ikke løst på en weekend. Det vil tage tid og sikkert kræve flere ofre, men udfaldet af krisen bliver sandsynligvis, at vi får en finansiell sektor, der i fremtiden bliver endnu bedre til at håndtere risici. Så der er som altid lys for enden af tunnelen.

10. april 2008

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S
Fondsmæglerselskab

Nærværende Analyse kan ikke erstatte den rådgivning, der gives i Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab. Analysen er således ikke en opfordring til at købe eller sælge værdipapirer. Selskabet påtager sig heller ikke noget ansvar for Analysens rigtighed eller fuldkommenhed, selvom Analysen naturligvis er søgt sikret et korrekt og retvisende indhold. Selskabet påtager sig ikke noget ansvar for eventuelle tab, der følger af værdipapirhandler foretaget på baggrund af Analysen. Citeres der fra Analysen, skal dette ske med kildeangivelse og udarbejdelsesdato.