

## NYE SAMMENHÆNGE PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER

### Resume

*Nye sammenhænge mellem forskellige aktivtyper på de finansielle markeder har resulteret i, at kapitalbevægelser påvirker verdensøkonomien i et omfang og med en hastighed, vi ikke tidligere har set.*

*Kombineret med overdreven grådighed og dumdristighed af for mange investorer og långivere resulterer det i en finansiell og økonomisk krise, som den vi nu befinder os i.*

*For at kunne reducere og helst bringe krisen til ophør skal beslutningstagerne have belyst de nye økonomiske sammenhænge. Lykkes dette ikke, bliver det umuligt for såvel politikere som centralbanker at ordinere den rigtige helbredende medicin.*

*Det er vores vurdering, at investorer vil vende tilbage til gode, gamle dyder, hvor de primært investerer for egne midler og i flere aktivtyper samt – og ikke mindst - i aktiver, som investor kender og forstår. At kende sin risikoprofil vil igen blive "et must". Simplicitet bliver in og kompleksitet bliver yt.*

*Det er også vores vurdering, at der i øjeblikket sker en byge af tvangssalg af alle former for aktiver af investorer, som er blevet tvunget til at nedbringe deres gearing (investering for lånte midler).*

*Når vi er ved at være igennem "nedgearingen" og har fået belyst de nye finansielle sammenhænge, vil vi få en verdensøkonomi med en mere sund vækst.*

**I forbindelse med Kvartalsrapport for 1. Kvartal 2008 udarbejdede vi en analyse "Den finansielle krise – hvorfor, hvordan og hvad vil der mon ske?" hvor vi postulerede, at den finansielle krise skyldtes en kombination af overdreven grådighed og dumdristighed. Vi er siden da blevet mere og mere overbeviste om, at vores postulat var rigtigt, og det vi nu er vidne til, er den pris, der skal betales for grådighed og dumdristighed.**

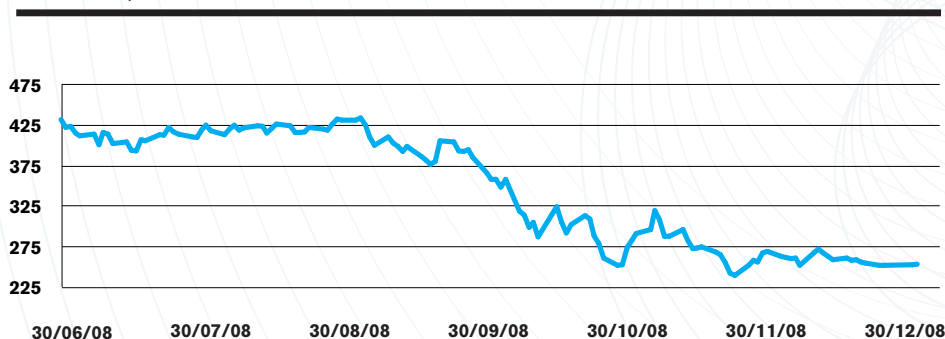
Aktier, råvarer, ejendomme og kreditobligationer er i 3. og især i 4. kvartal 2008 faldet markant i kurs, medens der har været kraftige bevægelser på valutamarkedet.

Som det ses af graferne neden for, er der nogle interessante sammenhænge mellem de forskellige aktivtyper, sammenhænge vi ikke tidligere har set. Investorer som udelukkende har brugt historiske statistiske modeller som grundlag for investeringsbeslutninger, har derfor sjældent vurderet rigtigt og har derfor fået store tab.

Kursudviklingen på forskellige aktiver i 2. halvår af 2008 er grafisk vist neden for. Særlig interessant er kursudviklingen i september og oktober måned.

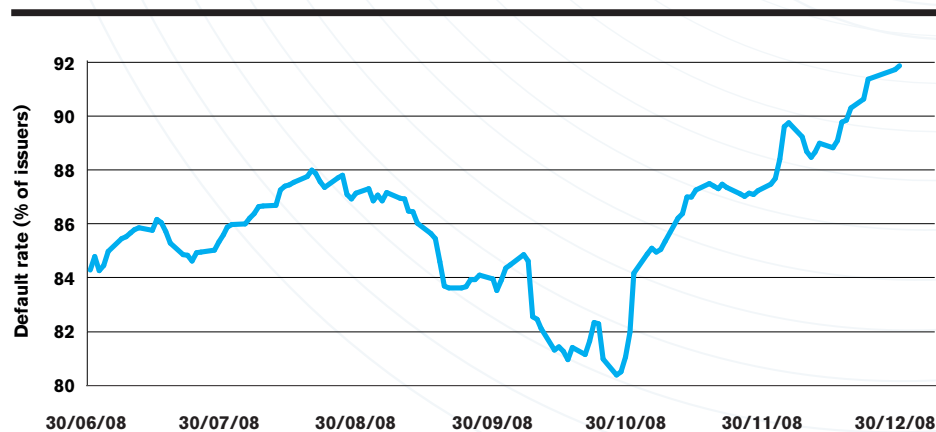
1. OMX C20 faldt i september til oktober fra indeks 425 til indeks 247. Et fald på ikke mindre end 42% på 2 måneder. Til sammenligning faldt DJ Eurostoxx 50 (50 største europæiske aktier) med 32% i samme periode.

**OMX C20 i 2. halvår 2008**



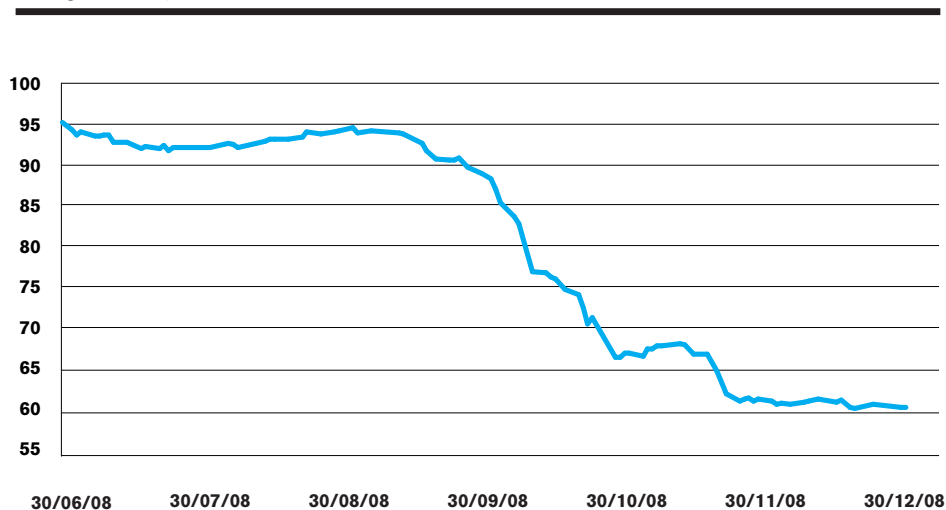
2. Realkreditobligationen 4% NYK 2038 faldt fra kurs 86 pr. 1. september til kurs 78,50 pr. 28. oktober. I samme periode lå den danske statsobligation 4% STAT 2015 uændret omkring kurs 97 til 98.

**4% NYK 2038 i 2. halvår af 2008**



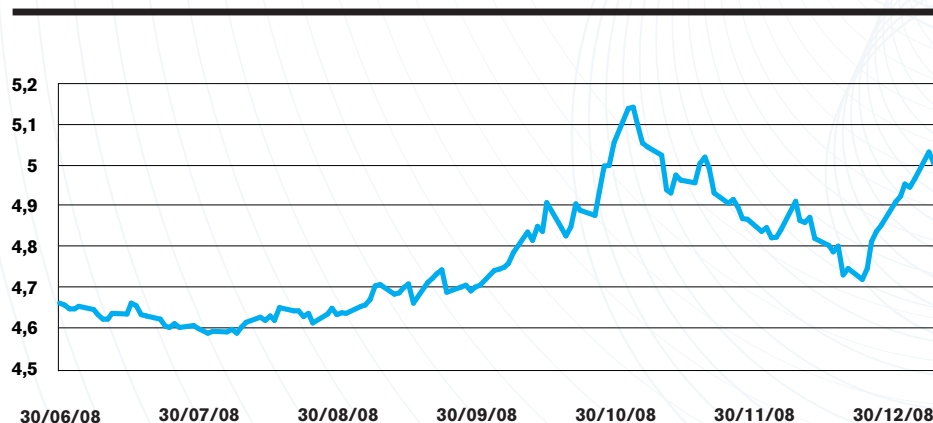
3. Virksomhedsobligationer faldt kraftigt i værdi. Som eks. kan nævnes Investeringsforeningen Sparinvest High Yield Value som faldt med 28% i perioden fra 1. september til 28. oktober.

**SP High Yield i 2. halvår 2008**

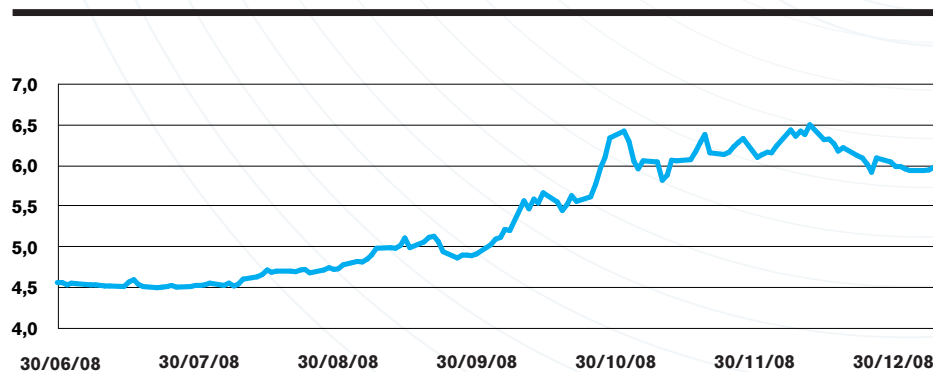


4. CHF (schweizerfranc) steg i perioden 1. september til 28. oktober med 8,67% over for DKK (fra 4,73 kr. til 5,14 kr.) og den har inden for dagen været oppe at runde 5,21 kr. JPY (japanske yen) steg i perioden 1. september til 27. oktober med 26% over for DKK.

CHF/DKK i 2. halvår 2008



JPY/DKK i 2. halvår 2008



Som det ses af ovenstående grafer faldt såvel aktier, realkreditobligationer og virksomhedsobligationer kraftigt i september og oktober, mens de traditionelle lånevalutaer, JPY og CHF, steg markant i værdi. Nedenfor er andre aktivers prisudvikling kommenteret.

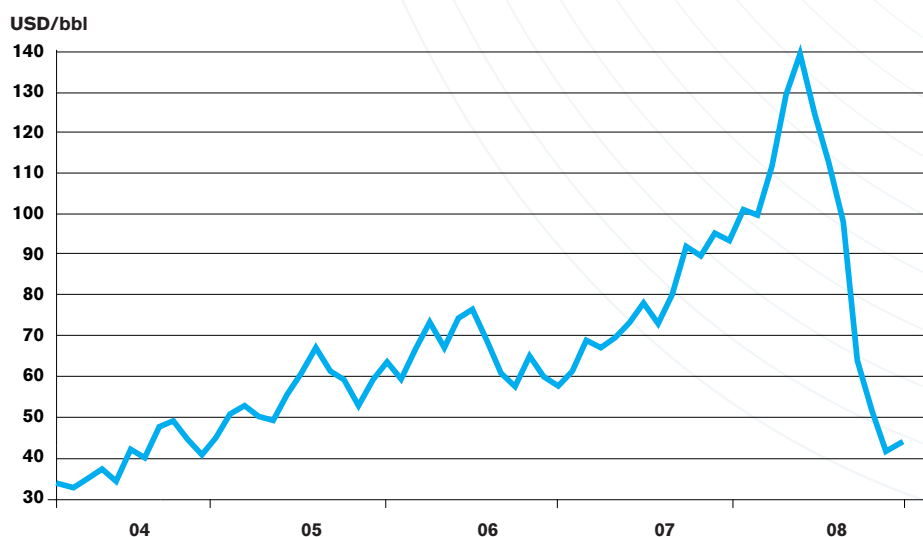
### *Ejendomme*

Ifølge en artikel i Dagbladet Børsen den 7. januar 2009 var det EDC og BRF's vurdering, at ejendomspriserne i 2008 faldt med op mod 9%, hvilket er næsten dobbelt så meget som tidligere vurderet. Er vurderingen korrekt faldt boligpriserne i 2. halvår af 2008 ekstraordinært meget.

### *Fødevarer og olie*

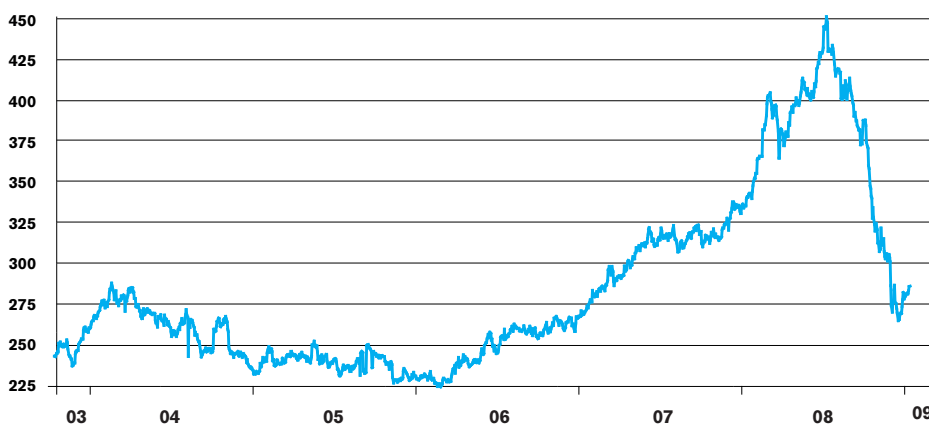
Priserne på olie (Oil price i USD) og fødevarer (World, CRB, Foodstuffs i USD) steg kraftigt fra primo 2007 til juli 2008 for derefter at kollapse. Priserne på de fleste øvrige råvarer har fulgt samme mønster. Hvad er mon logikken i at fødevarer og olie følger samme prismønster? Og hvorfor stiger priserne så meget fra januar 2008 til juli 2008 - en periode, hvor væksten i verdensøkonomien allerede var aftaget? Det kan ikke forklares ud fra tidligere historiske sammenhænge, hvor prisudviklingen på olie- og råvarer har afspejlet forventningen til udviklingen i verdensøkonomien.

#### **Oil price**



Source: Reuters Ecowin, Danske Markets Equities

#### **World, CRB, Raw Foodstuffs Scb index, USD**



Source: Reuters Ecowin, Danske Markets Equities

Der er flere forhold, der indikerer, at flere finanshuse og markedsdeltagere har haft en væsentlig interesse i at forstærke ovennævnte prisudvikling.

Som eks. kan nævnes:

- Goldman Sachs forudsagde i maj 2008, at prisen på olie i løbet af de kommende 6 til 24 måneder kunne stige til over 200 USD. Forudsigelsen er for samme periode senest blevet ændret til en pris på ca. 45 USD.
- Merrill Lynch forventede i juni 2008 en oliepris i 2009 på omkring 106 USD. I oktober 2008 blev deres forventninger til olieprisen i 2009 nedjusteret til 90 USD og senest i januar 2009 til omkring 50 USD og endog med risikoen for kortvarigt at falde til under 25 USD.
- Det russiske olie- og gasselskab, Gazprom, forsøgte i juni 2008 at tale olieprisen yderligere op. De udtalte, at olieprisen inden for kort tid kunne stige til 250 USD.

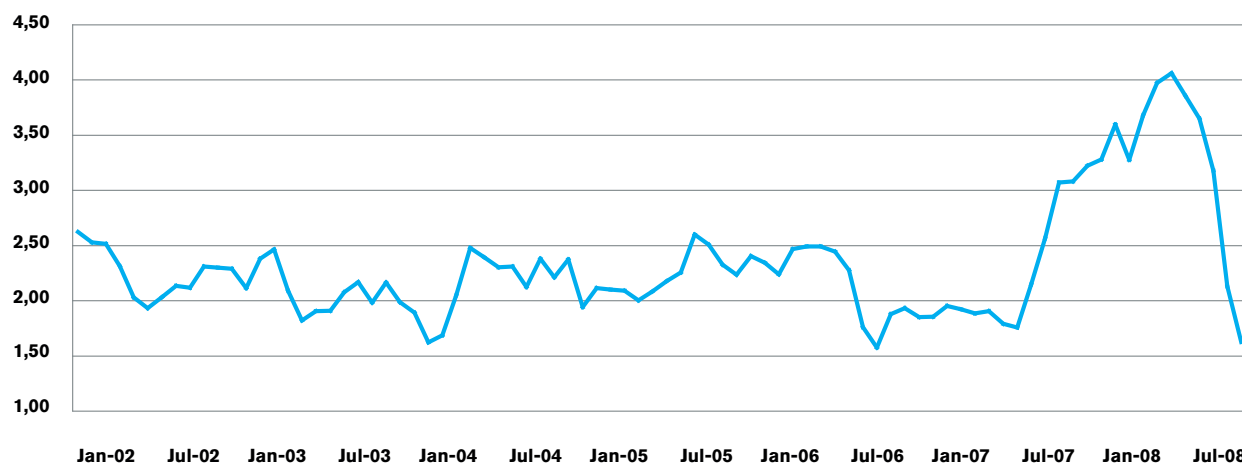
Det er vanskeligt at forholde sig seriøst til ovennævnte forudsigelser. Enten fremskrives prisudviklingen ukritisk af markedsdeltagerne, og/eller har de tydeligvis en interesse i at påvirke prisdannelsen i en given retning. Der kan selvfølgelig argumenteres for, at vækstudsigterne for verdensøkonomien det seneste halve år er blevet væsentligt forringet, men vækstudsigterne var allerede i foråret 2008 på vej ned.

#### *Inflationen og andre realøkonomiske betragtninger*

Som det kan ses af nedenstående graf er inflationen (her vist i Euroland, men med samme tendens på verdensplan) blevet kraftigt påvirket af de markante prisudsving på råvarer, olie og fødevarer. Inflationen i Euroland har i flere år ligget på omkring ECB's mål på 2%, men pludselig tordner inflationen op over 4% medio 2008 for herefter at falde kraftigt til nu 1,6% i december 2008!

Inflationen følger kapitalbevægelserne på råvarer, olie og fødevarer. Stigende inflation betyder højere renter, lavere forbrug af andre varer og dermed lavere økonomisk aktivitet. De spekulative kapitalbevægelser har således mulighed for at påvirke realøkonomien i et hidtil uset omfang. Og det rejser andre spørgsmål: Hvilken betydning har kapitalbevægelserne ind og ud af ejendomme, aktier og obligationer for den økonomiske aktivitet i verden?

#### **Inflation i Euroland**



I Nationalbankens Kvartaloversigt, 4. kvartal 2008 skriver banken, at årene op til den internationale finansielle krise var kendetegnet ved en høj udlånsvækst i bankerne og en høj gearing af deres egenkapital. Samtidig var renterne lave og der var rigelig likviditet. En tolkning på disse karakteristika kunne let føre til, at bankerne var blevet "lullede" i søvn og havde glemt kreditrisikoen, så de kun fokuserede på at låne penge ud. Bankernes rentemarginal blev samtidig indsnævret og for at opretholde indtjeningen, skulle de samlede udlån forøges.

Flere banker blev sandsynligvis grebet af den samme grådighed og dumdristighed, som investorerne, og lånte – uden passende sikkerhed - penge ud i et (for) hastigt tempo. Dermed var vi en situation, hvor bankerne med stor velvillighed lånte penge ud til investorer, som havde fået endnu mere appetit på at påtage sig risiko, for risikoen var efter både långivers (bankens) og låntagers (investors) vurdering meget lav. Stort set alt steg i værdi, uanset om det var aktier, ejendomme, råvarer, fødevarer eller kreditobligationer. Dette var ikke et isoleret dansk fænomen, men et internationalt fænomen. Dermed blev der verden over skabt en ekstraordinær kapitalindsprøjtning til køb af alle aktiver, hvorfor prisen på disse blev presset op.

Vi har oven for beskrevet, hvor stor en effekt kapitalbevægelserne ind og ud af råvare-, olie- og fødevaremarkedet har på inflationen. Det store spørgsmål er nu, hvor stor en effekt den alt for rigelige likviditet i kombination med en for lempelig kreditpolitik og lave renter haft på både den økonomiske vækst og ikke mindst, hvor stor en effekt har det haft på prisdannelsen på aktiverne? Hvad er de reelle værdier på aktier, ejendomme, kreditobligationer o.s.v. uden denne gearing og stor risikovillighed?

Kapitalbevægelserne på de finansielle markeder er dermed blevet en væsentlig større faktor for verdensøkonomien. Når der skabes en "boble" eller det modsatte i en eller flere aktivtyper, kan det således få en forholdsvis stor økonomisk effekt på realøkonomien. Dermed er økonomierne også blevet mere integrerede og de tidligere økonomiske sammenhænge er ændret, hvilket gør det ekstra vanskeligt for både regeringer, centralbanker og økonomer at spå om og styre den økonomiske udvikling.

Det er samtidig paradoksalt, at man ved diverse hjælpepakker nu forsøger at give bankerne mulighed for både at opretholde de nuværende udlån og forøge udlånene i kombination med at renterne bliver sat ned. Dette var netop nogle af de karakteristika, som var gældende op til finanskrisens start. Er man nu på vej til at lave samme fejltagelse igen? Hvis ikke kreditgivning bliver forbedret, er risikoen for en gentagelse absolut tilstede. Der er tydeligvis et stort behov for at få klarlagt de nye økonomiske sammenhænge. Ellers kan man ikke foretage de rigtige tiltag.

#### *Investeringskoncepter som bygger på stabile historiske sammenhænge har haft det svært i 2008*

Vi har i 2008 set flere gearede investeringsselskaber tabe mere end 75% af deres formue. Disse investeringsselskaber har ofte bygget på "normale" historiske sammenhænge, som der herefter er investeret efter, "selvfølgelig" med en passende gearing. Som eksempler herpå kan nævnes Jyske Invest Hedge Markedsneutral Obligationer, hvis formål var at skabe et stabilt afkast ved at låne penge og investere i danske realkreditobligationer. Hedgeforeningen fra Jyske Invest tabte i 2008 ca. 85% af sin værdi. Formuepleje Penta, hvis investeringskoncept ifølge deres egen varedeklaration i høj grad bygger på en nobelprisvindende investeringsprincip med en konservativ brug af lånekapital, har alene i 2008 tabt 79% af deres egenkapital.

Risikoen ved brug af gearing er tydeligvis blevet undervurderet, og når det går galt, kan det gå virkelig galt.

#### *Hvad kan der observeres?*

- Der er i september og oktober 2008 sket et kraftigt fald på aktier, virksomhedsobligationer og almindelige realkreditobligationer. I samme periode er CHF og JPY steget kraftigt.
- Råvarer, fødevarer og olieprisen har fulgt den samme udvikling, en kraftig stigning siden primo 2007 til primo juli 2008 for herefter at kollapse.
- Ejendomspriserne faldt i 2. halvår af 2008 mere end forventet.

- Der har op til finanskrisens start været en kraftig stigning i bankernes udlån.
- Spekulative kapitalbevægelser kan påvirke realøkonomien i et hidtil uset omfang.

#### *Hvad fortæller ovenstående os?*

- Der er vist ikke længere nogen tvivl om, at vi specielt i september og oktober 2008 har været vidne til en række tvangssalg af alle former for aktiver (aktier, kreditobligationer, realkreditobligationer, ejendomme) samt en nedlukning af de tilhørende lånerammer, ofte i henholdsvis CHF og JPY.
- Gearing, dvs. investering for lånte midler, har været et internationalt fænomen, og omfanget af lånearrangementer har været væsentligt højere end antaget/frygtet.
- Investeringsmarkedet har i stigende grad været præget af en kasinomentalitet. Hvis et aktiv steg i værdi, har folk ukritisk kastet sig over investeringen godt hjulpet af spektakulære forudsigelser omkring det mulige afkast.
- Nye investeringsmuligheder er blevet introduceret. Råvarer, olie- og fødevarer blev pludselig et investeringsalternativ for såvel pensionskasser som fonde og private.
- Risikoelementet ved at investere har længe været glemt, men nu virker det som om man er gået helt over i den anden grøft.
- Der er behov for at klarlægge de nye økonomiske sammenhænge på de finansielle markeder, idet den realøkonomiske påvirkning fra kapitalbevægelser er af en hidtil uset størrelse.
- Investeringskoncepter som udelukkende bygger på stabile, historiske sammenhænge vil få svært ved at klare sig, og indeholder konceptet en gearing, bør man være ekstra påpasselig, idet risikoen ved investeringer ofte undervurderes. Når det går galt, kan det gå rigtig galt.

#### *Hvad tror Dansk FI?*

Det vi har været vidne til i løbet af specielt 2. halvår af 2008 er en række tvangssalg af forskellige aktivtyper fra investorer, som har foretaget lånefinansierede investeringer. Omfanget af de lånefinansierede investeringer har været væsentligt større end både vi og de fleste andre økonomer har ment. Et så stort verdensomspændende udsalg af alle former for aktiver på så kort tid kan de finansielle markeder ikke absorbere. Derfor har den kurspåvirkende effekt også været så markant. Vi betaler nu prisen for den overdrevne dumdristighed og grådighed, der i de senere år har hersket på de finansielle markeder.

Vi er i øjeblikket vidne til, at der på verdensplan lanceres alle mulige hjælpepakker i form af bankpakker, bilpakker, skattepakker o.s.v. i kombination med at centralbankerne verden over i et hastigt tempo nedsætter renterne. Alle hjælpepakkens formål er at afbøde den nuværende finansielle krise, således, at den økonomiske nedtur ikke bliver til en depression. Men når man ikke har overblik over de nye økonomiske sammenhænge, hvordan kan man så sikre, at den samlede effekt af hjælpepakkerne giver den ønskede effekt? Op til finanskrisens start havde vi en periode med meget lave renter i kombination med en (for) kraftig udlånsvækst hos bankerne. Derfor er det paradoksalt, at man i øjeblikket forsøger at give bankerne bedre mulighed for at forøge deres udlån i kombination med at renterne nedsættes. Er man på vej til at lave den samme fejltagelse igen, eller skyldes fejltagelsen udelukkende en for lempe- lig kreditpolitik hos bankerne og en for høj risikovillighed blandt investorerne?

Forsøget på styringen af den finansielle krise bliver en utrolig balancegang, idet der både er en risiko for, at de nuværende hjælpepakker kan vise sig at være utilstrækkelige eller at være alt for omfangsrige og dermed resultere i en overophedning af den økonomiske aktivitet. I øjeblikket er den generelle holdning, at man for alt i verden vil undgå en depression. Derfor hellere løbe risikoen for at overdosere økonomien. Det er sandsynligvis også den rigtige

kortsigtede løsning, men man bør fra politisk side samtidig iværksætte en undersøgelse af, hvordan de nye økonomiske sammenhænge ser ud, og hvordan de påvirker realøkonomien. Ellers bliver det umuligt at få lagt en langsigtet strategi, hvor man kan udvise rettidig økonomisk omhu, men også umuligt at få indført de nødvendige begrænsninger/kontroller af kapitalbevægelserne på de finansielle markeder, således at man ikke begår den/de samme fejltagelse igen.

Når vi er gennem krisen og har fået klarlagt de nye økonomiske sammenhænge, er vi af den opfattelse, at vi igen kan se frem til en mere sund vækst i verdensøkonomien. Det er samtidig vores opfattelse, at man rent investeringsmæssigt vil komme tilbage til de gamle dyder:

- Spred dine investeringer på flere aktivtyper som du forstår (primært aktier, obligationer og ejendomme)
- Tilpas dine investeringer til både din økonomiske samt mentale risikoprofil
- Jo større gearing desto større risiko

Så der er som altid lys for enden af tunnelen, og det er i krisetider, at man skaber forudsætningen for det kommende økonomiske opsving. Desuden plejer man at kunne gøre de bedste køb, når der holdes tvangssalg over varerne, idet priserne som regel er i bund, når ingen hverken har råd eller lyst (risikovillighed) til at købe. Men 2009 bliver efter vores vurdering et udfordringernes år, hvor man både som investor og som virksomhedsleder skal være parat til at handle hurtigt, idet de økonomiske udsigter sagtens kan ændres i et hastigt tempo. I øjeblikket er det vores vurdering, at både investorer, økonomer og virksomheder har taget de meget dystre briller på og glemmer de positive tiltag, der også sættes i gang.

07.01.2009/JM

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 rapportens 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 udarbejdsdato.