

# Fra Guldlok til Double Dip?

Nervøsiteten over statsgæld og offentlige underskud bredte sig for alvor i løbet af kvartalet. Især gik det ud over Euroen, ligesom aktiemarkedene havde det svært. I starten af maj – inden nervøsiteten for alvor brød løs – sikrede vi alle låneporteføljer mod kraftige CHF-stigninger.

AF SØREN ASTRUP, DIREKTØR, FORMUEFORVALTNING, FORMUEPLEJE A/S



I begyndelsen af året beskrev jeg, hvordan de meget lave renter og den lempelige finanspolitik i kombination med en ekstrem lav inflation havde skabt et investeringsklima, som var gunstigt for både aktie- og obligationsinvesteringer – et såkaldt "Guldlok"-scenarie.

I 2. kvartal er den lempelige finanspolitik og især forventningerne om en sådan blevet afløst af finanspolitiske opstramninger - særligt i de europæiske økonomier.

## FINANSPOLITIKKEN DIKTERET AF DEALERNE

Opstramningerne implementeres bredt – også i de lande, som har orden i "husholdningen" såsom Tyskland og Danmark. At selv de relativt sunde økonomier vælger sparevejen, på trods af sund offentlig økonomi og massivt behov for aktivitet og arbejdspladser, skyldes primært frygt. Politikerne er ganske enkelt bange for de markedsreaktioner, der kan opstå på baggrund af "dealer-snak". Skrækeksemplet er Spanien, hvor vi i andet kvartal så statsrenter stige kraftigt i takt med renterne i Grækenland og Portugal. Og jo – Spanien har sit at kæmpe med, men landet kan, efter min

vurdering, ikke umiddelbart sammenlignes med de to øvrige, da det økonomiske grundlag er meget stærkere. Hertil kommer, at spaniolerne er gået forrest i ønsket om at få offentliggjort stress-test af bankvæsenet i EU.

## ONE SIZE FITS ALL = KRISE?

Fra Asien-krisen i 1998 lærte Den Internationale Valutafond, IMF, at "one size fits all"-finanspolitik til forskellige lande ikke er godt.

For at rekapitulere, så indledtes asienkrisen med at nogle mindre østasiatiske økonomier, Thailand og Indonesien, havde problemer med offentlig gæld og statsunderskud. Præcis som i eurozonen i dag vågnede de finansielle markeder "pludselig" op og begyndte at trække penge ud – med store rentestigninger til følge. Krisen i de to "økonomiske dværge" skabte nervøsitet for den

**>> "Spend now, while the economy remains depressed; save later, once it has recovered. How hard is that to understand?"**

*Paul Krugman, Professor og nobelpristager i økonomi, finanspolitiske opstramninger. New York Times 2010*



langt større og mere robuste økonomi i Sydkorea, som også måtte opleve rentestigninger og konsultation fra IMF. Resultatet blev, at IMF satte alle problemøkonomierne på samme hårde hestekur. For Sydkoreas vedkommende konkluderede IMF efterfølgende, at "hestekuren" var for hård og unødvendig, men skaden var sket, og økonomien kørte i slæbegear langt længere end nødvendigt.

De europæiske politikere har tilsyneladende glemt denne lektie, eller de har ikke hørt efter.

### DEN DÅRLIGE NYHED

De kraftige finanspolitiske stramninger i de europæiske økonomier vil kunne mærkes af forbrugere og virksomheder de kommende år. Derfor er opstramningerne dårligt nyt for væksten, og det øger risikoen for deflation og "japanske" tilstande i de europæiske økonomier. Det er da også på den baggrund, at vi nedjusterer vores vækstskøn for EU for anden gang i 2010.

### DEN "GODE" NYHED

Som en konsekvens af opstramninger og deraf lavere vækst vil renterne i EU forblive meget meget lave i længere tid. Isoleret set en god nyhed for låntagere, obligationsinvestorer og – såfremt væksten ikke går helt i stå – aktieinvestorerne. Med andre ord "Guldlok" lever lidt endnu netop pga. rekordlave renter, fravær af inflation og – såfremt privatforbruget kan supplere det offentlige ditto – en nogenlunde fornuftig efterspørgsel.

### REAL BNP-VÆKST

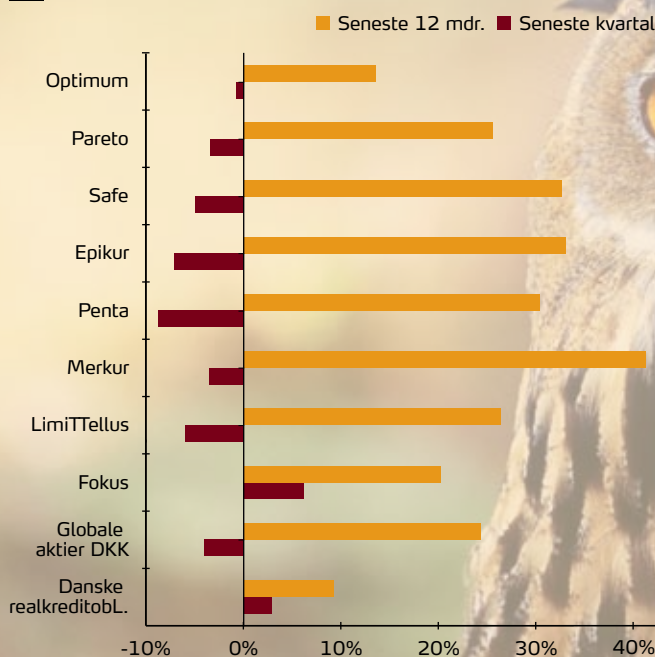
% YoY	2009 Konsensus	2010 Formuepleje	2010 Konsensus*
Europa	-3,6%	1,1% (1,3%)	1,1% (1,2%)
USA	-2,4%	3,0% (2,6%)	3,2% (3,0%)
Japan	-5,7%	2,1% (1,6%)	2,2% (1,9%)
Kina	8,2%	10,0%	10,1% (9,6%)
Indien	6,1%	8,0%	7,8% (7,7%)
BRIC	4,7%	8,2%	7,9% (7,8%)
Udviklede økonomier	-3,1%	2,1%	2,7% (2,1%)
<b>Verden</b>	<b>-0,9%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,2% (3,9%)</b>

(x) angiver værdier fra sidste offentliggjorte vækstforventninger, såfremt der er ændringer

\*Consensus Economics, Economist, IMF, Bloomberg og Formuepleje

Dermed er et egentligt Double Dip scenarie, hvor økonomierne kører tilbage i recession, ikke vores hovedscenarie, men vi anerkender, at væksten sandsynligvis taber momentum i H2 2010 og starten af 2011. Vi vil naturligvis holde skarpt øje med tegn på hvorvidt økonomierne endnu engang vender vækstpilen nedad.

## 1 3 OG 12 MÅNEDERS AFKAST



Kilde: Formuepleje og Bloomberg

### MISSIONEN: AT ØGE OG BEVARE FORMUEN

Skulle det ske – at det, vi nu vurderer som usandsynligt, bliver sandsynligt – vil vi tage vores forholdsregler for at sikre porteføljerne, præcis som vi valgte at gøre det i 2. kvartal på valutamarkedene (CHF).

Netop i 2. kvartal var Formueplejeselskaberne præget af de nervøse og negative aktiemarkeder, hvor især de mest aktiefølsomme selskaber havde det svært. Således faldt det rent aktiebaserede selskab, LimiTellus, med ca. 6% mens det rent obligationsbaserede selskab, Fokus, steg med ca. 6%. Målt på 12 mdr.'s sigt er disse selskaber steget med henholdsvis 26,7% og 28,2%. Samtlige selskaber har leveret positivt afkast i 2010, ligesom afkastene de seneste 12 mdr. varierer mellem 13,8% og 41,8%.