



### TURBULENSEN FORTSÆTTER I 2009

Det forgangne blev de helt store økonomiske overskrifters år. Den historiske nedtur på de finansielle markeder og den deraf afledte historiske nedtur i den økonomiske vækst var opsigtsvækkende, men frem for alt var året specielt derved at centralbanker og regeringer intervererede i et omfang vi sandsynligvis skal mange år frem for at se konsekvensen af.

Den globale vækst blev i 2008 ca. 3%, hvilket er en markant nedgang i forhold til de forrige år. Tallet skjuler imidlertid den dramatiske nedtur der fulgte i kølvandet på investeringsbanken Lehman Brother's konkurs i september, som førte til at den kredit der i forvejen var knap med ét tørrede helt ud. Ingen institutioner skulle nyde godt af at udlåne til andre, hvilket naturligvis negativt påvirkede privatforbrug og investeringer. Det sidste kvartal i 2008 blev som forventet det værste nogensinde målt i de fleste vestlige lande, herunder USA (-6,3% p.a), Japan (-12,1% p.a) og Tyskland (-8,1% p.a). Det indeværende år bliver derfor efter al sandsynlighed det værste år nogensinde, som følge af en kraftig negativ spiral mellem lavere forbrug/investeringer og højere arbejdsløshed. Den globale vækst forventes at blive omkring -2% i 2009 men med stor regionsforskel. OECD landene vil efter OECD's egne beregninger have omkring -4%, mens udviklingslandene vil have omkring 1%.

I USA i Q1 er der for alvor fyret op under arbejdsløsheden der nu stiger med raketastighed. Således er der senest i marts afskediget 663.000 personer og dermed i alt 4 millioner siden Lehman Brothers gik konkurs. Arbejdsløsheden er nu 8,5% hvilket er næsten dobbelt så højt som for bare 2 år siden. Samtidig er situationen nu den værste i 25 år, og med den nuværende udvikling i beskæftigelsen vil arbejdsløsheden have rundet 10% i løbet af 3 måneder. Denne udvikling påvirker naturligvis den private sektors forbrugs- og investeringslyst, som derfor også i indeværende kvartal ser skidt ud. Meget tyder derfor på at Q1 nedgangen i væksten bliver dårligere end forrige kvartal.

Både Obama's administration og FED forsøger og har forsøgt med voldsomme (koordinerede) tiltag at sparke noget stimulus ind i den amerikanske økonomi, men foreløbig har effekten fra det kritiske jobmarked og ikke mindst boligmarked været større end skattelettelser, lavere renter og massive offentlige investeringer. Derudover er der præsenteret en finansiell hjælpepakke ved navn PPIP (Public-Private Investment Program) som har til formål at rengøre bankernes balancer for dårlige lån ("toxic assets"). Planen fungerer ved at private investorer indskyder midler i et kapitalforvaltningsselskab med mulighed for at gear investeringen med offentlige midler, hvor investor kan vinde væsentligt mere end han kan tabe.

I Eurozonen er udviklingen i BNP det værste i efterkrigstiden med nu kontraktion i 3 på hinanden følgende kvartaler. Ikke overraskende var Q4 i lighed med resten af verden det værste nogensinde. Specielt Tyskland, som ellers mange forestillede sig skulle slippe relativt billigt pga. at landet, ikke som mange af de andre ramte lande, har været udsat for en boligboble. Den historiske tyske nedtur med ca. -8% p.a. vækst skal dog findes i at landet er meget eksportafhængig, og da netop den globale handel er totalt kollapsede er Tyskland blevet så hårdt ramt. Dette har naturligvis smittet kraftigt af på både Eurolandene men også øvrige EU lande da disse i stort omfang er underleverandører til den tyske industri.

Den samlede udvikling i Eurozonen blev ca. -6% p.a. hvoraf hele 4% kunne henføres til handlen med landene udenfor Eurozonen. Indenfor ØMU samarbejdet sker der store forskydninger i øjeblikket, da landene meget asymmetrisk reagerer på det økonomiske chok. Nogle af de lande der er hårdest ramt er Irland, Grækenland, Spanien og Portugal som udover eksportkollapset også er voldsomt ramt som følge af den punkterede boligboble, og den deraf følgende konsolidering af balancerne i den private sektor. Endvidere har disse lande søsat massive offentlige hjælpepakker finansieret på kapitalmarkederne, der har kvitteret ved at sende de lange renter på statsobligationer i vejret. Sidstnævnte skader naturligvis yderligere væksten da rentestigning fordyrer investeringer og forbrug.<sup>1</sup> Generelt har de europæiske lande unilateralt søsat historiske pakker rettet mod dels stabiliteten i banksystemet (udbuddet af kredit) og dels købekraften i den private sektor (efterspørgslen efter kredit). Foreløbig har disse initiativer dog ikke kunnet forhindre at arbejdsløsheden i hele Eurozonen er steget betragteligt til 8,5%, og samtidig desværre ser ud til at kunne accelerere yderligere, da det først er på det seneste at det tyske arbejdsmarked er begyndt at blive svækket.

<sup>1</sup> Dette fænomen kendes som "Crowding Out"



## RENTERNE STYRTDYKKER OVER HELE VERDEN

Generelt har det økonomiske kollaps og den kraftigt aftagende inflation verden over åbnet dørene for at centralbankerne kan sænke de styrende renter til historisk lave niveauer. Inflationen er kommet langt under 2% flere steder. I Eurozonen er den nu årligt 0,6% og i USA 0,2%.

Fed har sænket renten fra 5,25% til 0%-0,25% (interval) og har samtidig introduceret en bred vifte af utraditionelle værktøjer der skal sikre kreditten og ikke mindst prisen på kreditten. Langt ind i kredittkrisen forsøgte FED at løse krisen ved at sænke de styrende renter i den korte ende af rentekurven og tilbyde likviditet til nødstedte institutioner (eg. Bear Stearns og AIG). Det store problem her var dog at renterne på (lange) boliglån ikke kom ned. Derfor startede FED med at købe realkreditobligationer og for nylig også statsobligationer for at få det generelle renteniveau ned. Foreløbig har denne model virket og realkreditrenterne er således faldet med 1,5%-point siden banken første gang startede disse opkøb i november.

I Europa er ECB en del bagefter i forhold til at både FED, BoE og BoJ har sænket til næsten 0% i rente. Den styrende rente er nu 1,25% og dermed hele 3%-point lavere ned efteråret 2008 hvor ECB startede med at barbære renteniveauet. I 2009 har banken nedsat renten fra 2,5% til 1,25%. Ligesom FED har også ECB anvendt utraditionelle værktøjer til at dæmme op for krisen, foreløbig ved at tilbyde uendelig likviditet på det givne renteniveau. Dette har betydet at ECB pumpet deres balance massivt op, men uden direkte intervention ved opkøb af lange obligationer. Det forventes dog at banken i en eller anden version senere i foråret vil gøre brug af dette værktøj.

Den danske nationalbank har kunnet følge ECB's rentesænkninger og oven i købet sænke yderligere da der har været et stort inflow af udenlandsk valuta i den danske valutareserve. Den officielle rente i Danmark er nu 2%, hvilket betyder at spændet til Eurozonen er 0,75%-point og dermed 1%-point lavere end under "valutakrisen" i efteråret hvor spændet blev udvidet til 1,75% i forsvaret af den danske kronekurs.

Obligationsrenterne i Danmark er trods de massive fald i de styrende renter kun faldet i den korte ende af rentekurven. Den 2 årige rente er således faldet med 0,25%-point til 2,25%, mens den 10 årige rente er steget fra 3,3% til 3,6%. Tendensen med stigende lange renter er ikke et dansk fænomen, men et globalt og specielt europæisk fænomen som skal ses i lyset af den store udstedelse af statsobligationer til at finansiere de offentlige hjælpepakker. Som sagt har dette specielt ramt lande som Irland og Grækenland hvor den 10 årige rente ligger ca. 2%-point over den tyske rente. Den danske 10 årige rente handler "kun" 0,6%-point over den tyske og skyldes den relativt gode statsbudgetsituation i Danmark. Afkastet på danske statsobligationer er således lidt spredt med de højeste afkast i de korte obligationer, herunder også flexobligationer. De danske realkreditobligationer har ligeledes i Q1 givet et fornuftigt afkast, som følge af låntagernes opkøb med henblik på at refinansiere i korte flexlånsoptioner.

## DANSK REALKREDIT – GOD PERFORMANCE I FØRSTE KVARTAL

Dansk realkredit fortsatte de gode takter i starten af januar, men blev i midten af januar ramt af stigende volatilitet, som følge af stor usikkerhed på obligationsmarkedet. På den ene side blev de økonomiske udsigter værre og værre, hvilket tilsagde lavere renter, men på den anden side pressede massive udstedelser af statsobligationer pga. hjælpepakkerne renterne op. Realerne blev også ramt af en markant stejling af rentekurven, da markedet indprisede flere rentenedsættelser fra ECB pga. de forværrede vækstudsigter. Dette betød, at i starten af februar havde realer og CF'er generelt tabt 1,5%-2% i afkast på året i forhold til sammenlignelige statsobligationer. Højtforrentede konverterbare obligationer klarede sig dog en del bedre, da 30-årige 6%'er og 7%'er kun havde underperformet med 0,25% - 0,5% på året.

Moderat opkøb og lav udstedelse af konverterbare realer, som følge af et fastfrosset boligmarked samt 80% af udstedelsene kom i Flexlån pga. den stejle kurve, fik realer til at performe fra midten af februar og frem. Desuden nød realer godt af stigende risikoappetit pga. de nye politiske tiltag fra især USA for at løse den finansielle krise, og vi har været vidne til pæne spændingsnævninger mellem realer og stater. På året har 6% og 7% segmenterne klarer sig bedst med en performance på omkring 2%-point i forhold til stater, 5% segmentet med ca. 1,5%-point og 4% segmentet med ca. 1%-point. CF-segmentet blev hårdest ramt af den stejle rentekurve og stigende volatilitet, hvorfor de kun har performet med ca. 0,5%-point på året.



## PORTEFØLJESTRATEGI – PERFORMANCE I Q1

Porteføljen har i det seneste kvartal ligget lang på varigheden i den lange ende af rentekurven og har dermed tabt pga. de stigende lange renter. Omvendt har porteføljen nydt meget godt af overvægten i dansk konverterbar og inkonverterbar(flex) realkredit, hvor der som sagt var pæn performance som følge af låntagernes opkøb med henblik på at finansiere sig i flex'erne.

Handelsaktiviteten har været meget lav i Q1 som følge af stadig voldsomt store handelsspænd. Den største handel har været salg af lange 4%'er mod Stat 4% 2019, hvor der dels blev solgt realkrediteksponering fra (profittagning) og dels købt varighed til. Derudover er der købt Flex 4% 2014 outright.

Alt i alt er afkastet moderat og lige omkring sammenligningsindekset.

## FORVENTNINGER TIL OBLIGATIONSMARKEDET

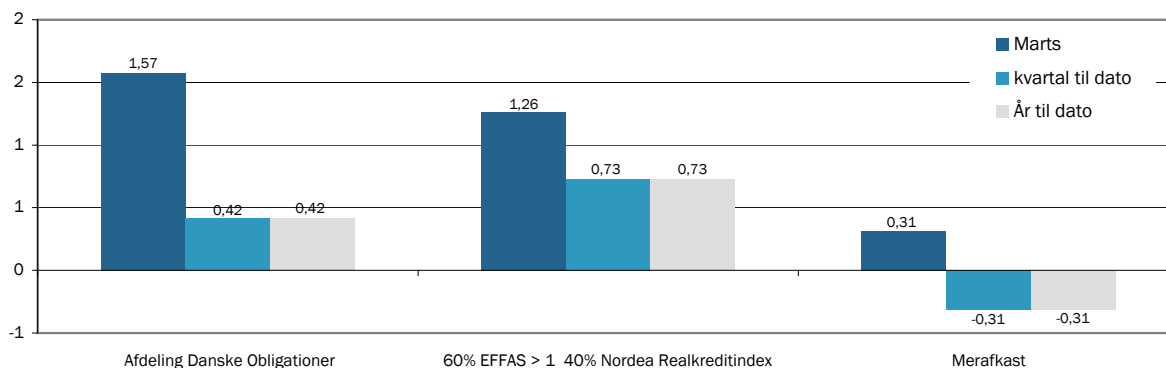
Vi vurderer, at FED vil holde den korte rente uændret på de ca. 0% i lang tid, og i hvert fald året ud. I lyset af en stadigt aftagende inflation og svage vækstudsigter vil de øvrige centralbanker også følge trop. Sandsynligvis ikke helt til 0%, men det kan ikke udelukkes. Foreløbig forventes det, at ECB sænker renten til 1,0% men derudover også involverer sig i kvantitative lempelser, hvorved det forstås en form for direkte opkøb af den private sektors aktiver. Dette benyttes allerede både af FED, BoE og BoJ. Den danske nationalbank bør have styrken til at følge, som minimum, ECB's aktioner de næste måneder. Alt andet lige vil dette være positivt for korte obligationer, ikke mindst flexobligationer.

De lange obligationer i Danmark, herunder realkreditobligationer, vurderer vi går en stærk afkastperiode i møde. For det første vil de lange renter falde generelt i takt med fortsat aftagende inflation og vækstproblemer. For det andet bliver der løbende større sandsynlighed for at ECB vil intervenere i lighed med de andre centralbanker. Derudover vil det også have en positiv afsmittning når de andre centralbanker fortsætter deres direkte opkøb i den lange ende. For det tredje er rentekurven historisk stejl og det vil før eller siden føre til appetit på lange varer mod korte varer, dog sandsynligvis ikke før ECB er færdig med at anvende det korte rentevåben. Sidst, dele af dansk realkredit vil isoleret set gøre det godt da låntagere får travlt med at opkøbe deres lån i markedet. Dette kommer i første omgang specielt de lange 5%'er til gode og sekundært de lange 4% obligationer.

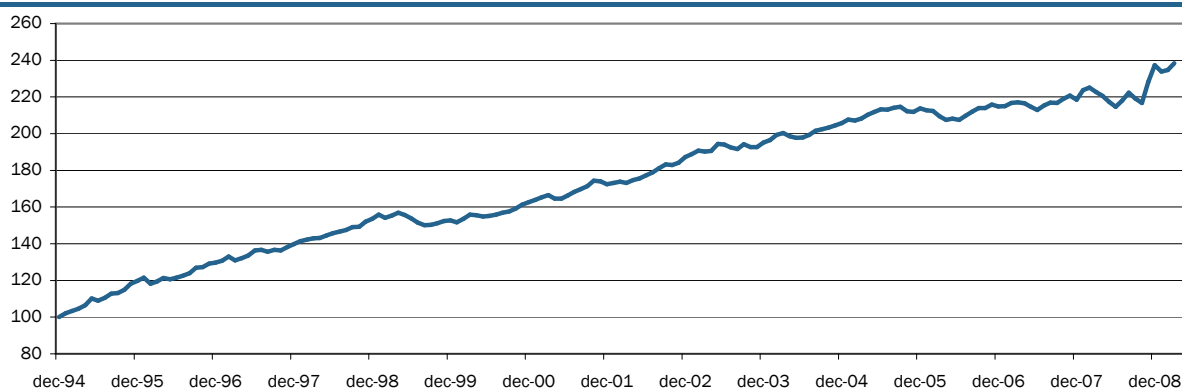
Hvad taler så imod denne eksponering mod lange obligationer og specielt realkreditobligationer? Det gør primært et fornyet udstedelsespres af statsobligationer til finansiering af hjælpepakker og/eller en genopblusning af kredittkrisen til niveauer fra efteråret. Vi vurderer dog at de allerede søsatte hjælpepakker globalt er ved at arbejde sig ind i systemet, hvorved det er blevet væsentligt mindre sandsynligt at vi igen bliver vidne til en kraftig forværring i det finansielle og økonomiske system. Samtidig er vi langt fra det tidspunkt, hvor de aggressive rentenedsættelser og finanspolitiske pakker kan komme på tale at blive trukket tilbage. Vi står efter vores vurdering overfor en lang periode med lave korte renter, der langsomt vil trække de lange renter ned, aktier op og gradvist den globale økonomiske aktivitet op. Den største risiko generelt for dette scenarie er, at der bliver eller allerede er lavet en "politisk fejl", som følger af de ofte hurtige politiske beslutninger, der træffes omkring redningspakkernes søsætning.

### Afkast afdeling Danske Obligationer 2008

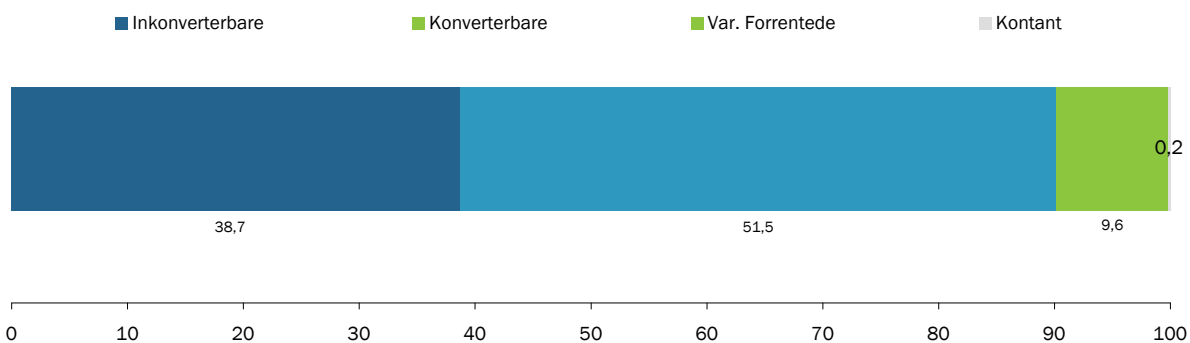
Afdelingens afkast er opgjort til indre værdi



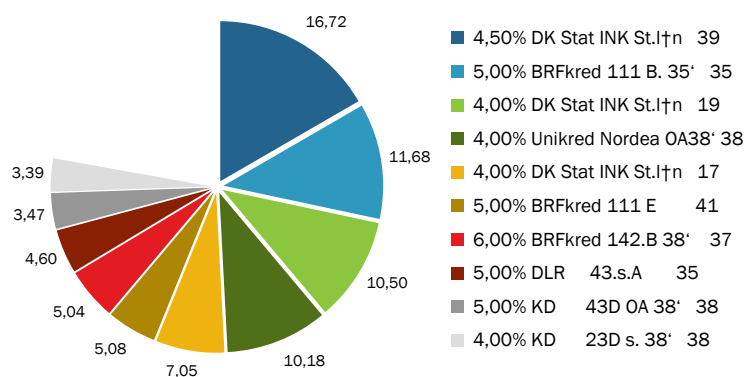
### Afkast afdeling Danske Obligationer siden start



### Valutafordeling



### 10 største beholdninger



Den, der anvender dele af informationen heri, bør særligt være opmærksom på, at informationen tilgodeser situationen på tidspunktet for tilblivelsen og hurtigt kan blive uaktuel. Opsparing gennem fonde indebærer altid en risiko. Vær opmærksom på, at tallene er historiske, og at tidligere afkast ikke kan anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast, ligesom gevinsterne kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser. Alfred Berg frasiger sig ethvert ansvar for direkte eller indirekte tab eller skade, uanset dennes art, som opstår på grund af kunders anvendelse af dette til forskellige investeringsbeslutninger