



Et ekstremt år

I fjerde kvartal 2008 blev det åbenlyst for alle, at de fleste vestlige lande nu befinder sig midt i en økonomisk recession. Det blev også klart, at vi muligvis stod overfor en af de værste recessioner i mands minde og lighedspunkter med den store depression i 30'erne fandt vej til nyhedsmediernes forsider. Den økonomiske nedtur tog til i styrke og selv de tidligere så ombejlede Emerging markets kunne ikke afværge den pludselige opbremsning i den økonomiske aktivitet.

Især husmarkedet i USA, som er der hvor man mener, at kilden til problemerne opstod, oplevede nærmest frit fald, og samtidig begyndte virksomhederne for alvor, at annoncere fyringsrunder. Det der startede som en amerikansk krise i boligmarkedet spredte sig som en steppebrand til verdens øvrige lande, og også i Danmark oplevede de internationalt orienterede danske virksomheder en dramatisk nedtur i deres ordrebøger.

Der skal ikke herske tvivl om, at udsigterne er mørke og at vi risikerer en negativ spiral med lavere efterspørgsel, yderligere fald i beskæftigelsen, tvangsauktioner og lignende selvforstærkende tendenser.

Et eksempel på hvor dramatisk de finansielle markeder udviklede sig i 2008 kan måles ved det såkaldte kreditspænd. Spændet indikerer hvor meget merafkast investorer kræver for at investere i virksomhedsobligationer sammenlignet med statsobligationer. Dette spænd blev udvidet med ca. 6% i løbet af året og nåede niveauer, der kun tidligere var set under 30'ernes store depression. Denne markante stigning i kreditrenterne betød omvendt et ligeså markant kurstab for de mere risikofyldte obligationer. Kreditobligationer har tidligere år givet en god risikospredning og et attraktivt afkast.

Som investor er det altid vigtigt at holde hovedet koldt, især når resten af verden forbereder sig på det værste. Vi tror, at dette bliver en længerevarende krise, men det er afgørende forskelligt fra en egentlig langvarig depression, som vi eksempelvis oplevede det i 30'ernes USA med fire års økonomisk tilbagegang og en arbejdsløshed på over 25%.

Massiv økonomisk stimulans

Den vigtigste årsag til at vi tror, at de finansielle markeder undgår en total nedsmeltning skal findes i politikernes, og Centralbankers massive indsats for at sikre, at det finansielle system fortsat kan fungere. Det værste tænkelige scenario vil være, at kreditværdige virksomheder og privatpersoner ikke længere kan opnå finansiering, hvilket vil ramme investeringerne og dermed vækst og beskæftigelse.

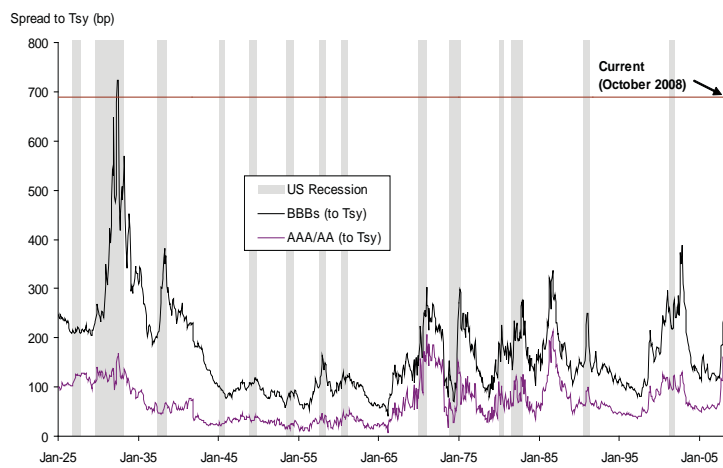
Krisen i 30'erne blev netop forstærket fordi den økonomiske politik blev strammet på et tidspunkt, hvor økonomien var på vej ned i gear, modsat den lempelige politik vi oplever nu.

Diverse hjælpepakker og massiv tilførsel af kapital, vil begynde at få effekt i løbet af 2009. Hertil kommer at inflationen er faldet dramatisk blandt andet som følge af lavere energipriser, hvilket vil give øget købekraft hos den enkelte forbruger.

Hvor skal man investere i 2009?

På trods af økonomiske stimulanser og hjælpepakker vil vi dog på den korte bane fortsat kunne opleve markante kursudsving og perioder med faldende kurser. Økonomien og dermed indtjen-

Udvikling i kreditspænd mellem virksomheds- og statsobligationer



ingsudsigterne for virksomhederne ser p.t. meget negative ud. En betydelig del af den forventede nedgang i indtjeningen, er der dog allerede taget forskud på i de markant kursskred vi har oplevet på de globale aktiemarkeder i 2008.

Det betyder samlet, at vi har en mere forsigtig tilgang til flere aktivklasser ved starten af 2009. Vi forventer dog at de tidligere omtalte kreditspænd vil indsnævres betragtelig når der kommer mere ro på markedet og dermed har de et betydeligt stigningspotentiale ved en normalisering.

Det vanskelige spørgsmål at besvare er hvor længe krisen vil vare og om man som investor skal trække sine penge ud af de finansielle markeder og eventuelt placere dem kontant. For at besvare det har vi forsøgt at se på historien for at vurdere hvor længe tidligere recessioner har varet og hvordan de har påvirket aktierne.

Der er flere interessante konklusioner, der kan drages ved at se på nøgletallene for de 22 recessioner, vi har set siden begyndelsen af 1900 tallet. For det første fremgår det af tabellen nedenfor, at recessioner i gennemsnit varer godt ét år (14 Måneder). Krisen i 1929 afveg dog markant fra dette gennemsnit og varede i næsten 4 år! Yderligere ser det også ud til, at aktiemarkedet vender ca. 6 måneder før recessionen er overstået.

At aktierne tager forskud på sorger og glæder er et velkendt fænomen, hvor markedet typisk falder et halvt år før recessionen rammer. Endelig fremgår det, at aktierne uden undtagelse har leveret solide afkast i de 12 måneder der følger efter en recession. Det indikerer at man kan risikere at gå glip af betydelige afkast, hvis man ikke når at komme ind i aktiemarkedet igen efter man har solgt. Det er derfor vores holdning, at hvis man tror på, at de politiske tiltag vil få en effekt og vi dermed undgår en lang depression, så må vi se en vending senest mod udgangen af 2009. Det betyder ikke, at vi ikke kan se fortsatte fald, men aktierne er som beskrevet i stand til at se en afslutning på en recession nogle måneder før økonomien bunder ud. Set i historisk perspektiv bør det ske i andet halvår 2009, og vi forventer positive afkast på aktier for året som helhed.



Udvikling i amerikanske recessioner og deres indvirkning på aktiemarkedet

Recessioner i USA og aktiemarkedet

(Antal måneder)

Start	Slut	Varighed	Periode fra aktier topper til recession starter	Periode fra recession starter til aktier rammer bunden	Periode fra aktier rammer bunden til recession ophører	Fald i aktiemarkedet	Afkast 12m efter aktier rammer bunden
Sep -1902	Aug - 1904	23	-12	14	-9	-40%	0,57
May-1907	Jun - 1908	13	-12	6	-7	-13%	0,21
Jan - 1910	Jan - 1912	24	-2	18	-6	-46%	0,44
Jan - 1913	Dec - 1914	23	-1	6	-17	-18%	0,19
Aug - 1918	Mar - 1919	7	-12	6	-1	-13%	0,21
Jan - 1920	Jul 1921	18	-2	18	0	-46%	0,44
May - 1923	Jul 1924	14	-1	6	-8	-18%	0,19
Oct - 1926	Nov - 1927	13	-2	1	-13	-12%	0,27
Aug - 1929	Mar - 1933	44	0	36	-8	-88%	1,56
May - 1937	Jun - 1938	13	-2	11	-2	-49%	0,33
Feb - 1945	Oct - 1945	8	-1	2	-6	-6%	0,32
Nov - 1948	Oct - 1949	11	-5	7	-4	-16%	0,4
Jul - 1953	May - 1954	10	-6	3	-8	-22%	0,37
Aug - 1957	Apr - 1958	8	-1	3	-5	-19%	0,29
Apr - 1960	Feb - 1961	10	-3	7	-3	-17%	0,24
Dec - 1969	Nov - 1970	11	-12	6	-5	-35%	0,44
Nov - 1973	Mar - 1975	16	-10	13	-3	-45%	0,42
Jan - 1980	Jul - 1980	6	-3	4	-2	-15%	0,33
Jul - 1981	Nov 1982	16	-2	14	-3	-24%	0,52
Jul - 1990	Mar - 1991	8	-1	3	-5	-19%	0,26
Mar - 2001	Nov - 2001	8	-6	20	11	-36%	0,33
Feb - 2008	?	?	-5?	?	?	-50%	?
Gennemsnit		14	-5	10	-5	-28%	40%
Gennemsnit ex. 1929-33		13	-5	8	-5	-25%	34%