



## Indhold

- **Finanskrise er en tillidskrise**
- **Verdensøkonomien på skrump**
- **Et nærmere kig på tysk økonomi**
- **Nyt fra Møller & Company A/S**

### Finanskrise er en tillidskrise

Vi har i de seneste måneder set **stor ansvarlighed** hos G7 landene, og nedenstående er det enkle og klare budskab, der er hovedkonklusionen fra G7 mødet i Washington den 10. oktober 2008 med deltagelse af finansministrene og præsident Bush. Signalet er meddelt klart fra G7 landene, der ønsker:

- At beskytte banksystemet og indskyderne
- At sikre likviditeten i pengemarkedet
- At sikre tillid til banksystemet på global plan.

Centralbankerne har ammunition og regeringerne i ryggen, og det livtag, der tages i øjeblikket med de finansielle markeder har **kun en sikker vinder og det er regeringerne**, og de tiltag der er gennemført er koordinerede og får i løbet af få måneder en positiv effekt på de finansielle markeder. Signalerne er meget klare og man mener det alvorligt. Rentevåbnet er taget i brug. Finans- og skattepolitiske værktøjer er ikke taget i brug; skattenedsættelser for at stimulere økonomien, og offentlige investeringer.

**Det klare budskab er derfor**, at regeringer og centralbanker skal nok få bragt orden i økonomien og få den normaliseret, men at udgangspunktet bliver anderledes er der ingen tvivl om, og at tingene langsigtet ender som vi kender det er der heller ingen tvivl om. De finansielle markeder går op og ned, men ikke nødvendigvis i den rækkefølge. At det er gået ned kan ingen vist være i tvivl om, **og derfor ender vi også oppe igen**.

### ”G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors Plan of Action”

**Washington:** The G-7 agrees today that the current situation calls for urgent and exceptional action. We commit to continue working together to stabilize financial markets and restore the flow of credit, to support global economic growth. We agree to:

1. Take decisive action and use all available tools to support systemically important financial institutions and prevent their failure.
2. Take all necessary steps to unfreeze credit and money markets and ensure that banks and other financial institutions have broad access to liquidity and funding.
3. Ensure that our banks and other major financial intermediaries, as needed, can raise capital from public as well as private sources, in sufficient amounts to re-establish confidence and permit them to continue lending to households and businesses.
4. Ensure that our respective national deposit insurance and guarantee programs are robust and consistent so that our retail depositors will continue to have confidence in the safety of their deposits.
5. Take action, where appropriate, to restart the secondary markets for mortgages and other securitized assets. Accurate valuation and transparent disclosure of assets and consistent implementation of high quality accounting standards are necessary.

The actions should be taken in ways that protect taxpayers and avoid potentially damaging effects on other countries. We will use macroeconomic policy tools as necessary and appropriate. We strongly support the IMF's critical role in assisting countries affected by this turmoil. We will accelerate full implementation of the Financial Stability Forum recommendations and we are committed to the pressing need for reform of the financial system. We will strengthen further our cooperation and work with others to accomplish this plan.

Kilde:

<http://www.treas.gov/press/releases/hp1195.htm>

Der er **siden G7 mødet sket en række tiltag** på global plan i form af indskud fra nationalbanker i en række store banker. Der er etableret større garantier af indlån i en række lande inkl. Danmark. Der er specielt i USA stillet 250 mia. USD til rådighed som aktiekapitalindskud i de største banker på meget lempelige vilkår<sup>1</sup>. Den amerikanske centralbank har etableret ordninger, der skal øge likviditeten i banksystemet og genoprette tilliden mellem bankerne, og sikre at indlånerne føler sig mere sikre

<sup>1</sup> Præferenceaktier med 5 % i årlig udbytte og lempelige tilbagekøbsvilkår. Samlet plan er på 700 mia. USD.



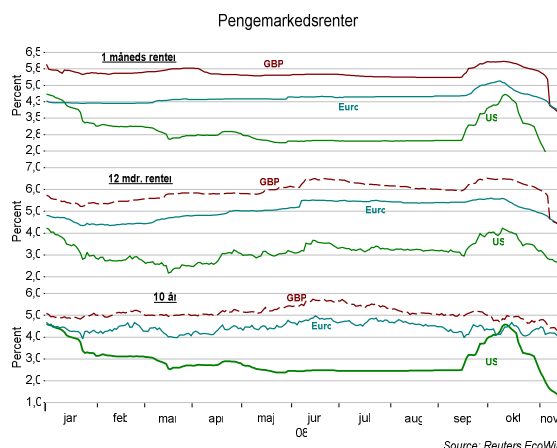
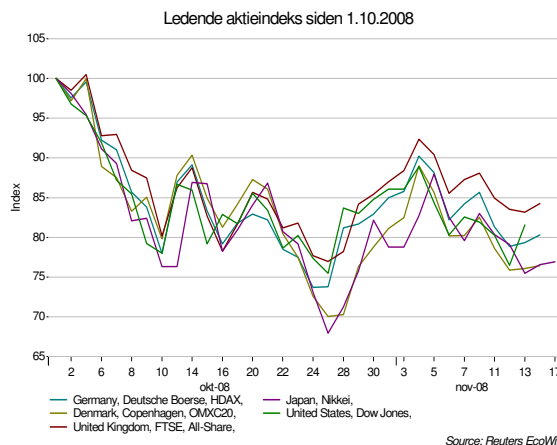
på banksystemet med det primære mål at genopbygge tilliden til banksystemet, og internt mellem bankerne.

Effekterne heraf fremgår nedenfor på aktiemarkedet, og her var man i første omgang meget positiv, men i de sidste dage er fokus på recessionspøgelset dukket op igen, og aktiemarkedet har på ny sendt markederne til tælling. I de seneste dage har kursfaldene været dramatiske, og det betyder at centralbankerne og regeringerne skal på banen igen med både penge- og finanspolitiske indgreb (rentenedsættelser og skattnedsættelser).

G7 mødet fandt sted den 10. oktober 2008 og medførte en stigning i aktiemarkedet på ca. 10 % i løbet af få dage, men siden er markederne faldet tilbage, for ikke at sige kollapsede.

**Likviditeten i pengemarkedet er forbedret**, og det ser man nedenfor i udviklingen over de korte renter (1 og 12 mdr.) og i 10 års renterne er effekten tydelig.

Mest effektivt har udviklingen været i USA og i Euroland, mens UK kun i mindre omfang følger med, men med den opbremsning, der sker i engelsk økonomi er det kun et spørgsmål om tid før det får effekt. Samlet overordnet konklusion siges præcist af præsident Bush, og her kan man godt læse hans læber: ” *We will do what it takes to resolve this crisis* ”<sup>2</sup>, og det skal man ikke være i tvivl om.



<sup>2</sup> <http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm081011-bush.htm>



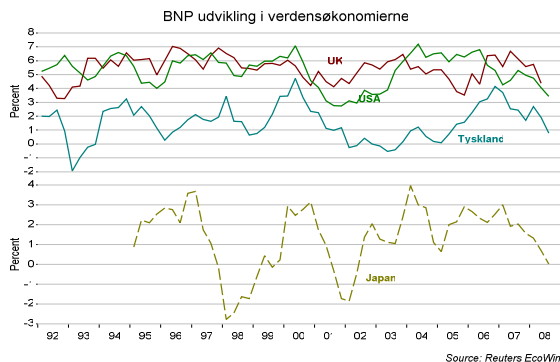
## Verdensøkonomien på skrump

De finansielle markeder går op og ned, men ikke nødvendigvis i den rækkefølge er et kendt citat af to professorer på HHK. I det store verdensøkonomiske billede holder vi Japan lidt uden for sammen med Kina, man ser tydeligt at USA fra 2001 er forrest i konjunkturcyklussen, men også falder først. UK følger USA tættere end Tyskland, der efter et længere tilløb fra 2001 kommer godt med, men som nu også viser en faldende tendens.

Forventningerne til fremtiden ser meget dystre ud, og det kan ses på tabellen over BNP estimatet fra IMF og OECD, samt en række større banker. IMF udgav World Economic Outlook i oktober 2008, og i november er væksten nedjusteret til stort set nul i USA og i Eurolandene.

Vi brugte ordet systemisk krise tilbage i 2007 og en systemisk krise løses kun af de centrale deltagere, der her er de suveræne stater, og der er allerede initieret en række tiltag, som beskrevet ovenfor. Vi mener der er mange nye tiltag på vej, og rentevåbnet er allerede taget i brug. Vi har også set, hvordan tekniske finansielle løsninger er taget brug. Den amerikanske centralbank har sænket kravene til sikkerhedsstillelse for bankerne og acceptere nu risikofyldte Commercial Papers som belåningsgrundlag. Der er skudt betydelige beløb ind i kriseramte finansielle institutioner, der er væsentlige for den globale verden. AIG-pakken er et eksempel herpå - Citigroup en anden. Aktieinvesteringer i en række af de mest betydelige amerikanske banker på attraktive vilkår, og her i landet har vi set tekniske reguleringer med stor effekt: Den Sociale Pensionsfond tilladelse til køb af realkreditobligationer og anvendelse af realkreditrentekurven, som tilbagediskonteringsrente for pensionselskabernes pensionstilsvær.

Alle blot eksempler på, at der fra officiel side gøres hvad gøres kan, og vi afventer skattesænkninger og andre finanspolitiske tiltag globalt med det formål at stimulere verdensøkonomien.



### Tyskland

BNP estimater	2006	2007	2008E	2009E
IMF	3	2,5	1,8	-0,8
OECD	3,1	2,6	1,9	1,1
Deutsche Bank	3	2,6	2,6	-1,5
Dresdner Bank	3	2,5	1,8	0,7
Nordea	3,2	2,6	1,6	0,9
Danske Bank	-	2,7	1,1	0
Gennemsnit	3,1	2,6	1,8	-0,1

### Storbritannien

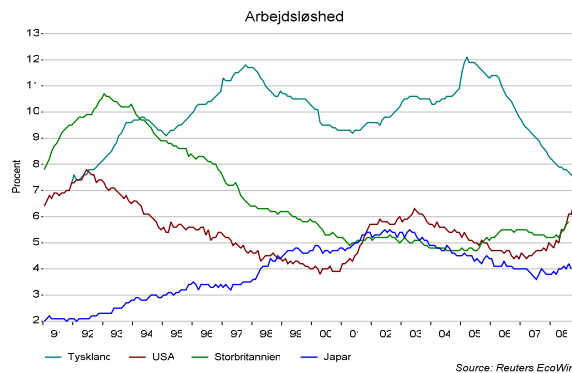
BNP estimater	2006	2007	2008E	2009E
IMF	2,8	3	1	-0,1
OECD	2,9	3,0	1,8	1,4
Danske bank	-	3,1	1,4	0,6
Nordea	2,9	3,1	1,3	0,4
BNP Paribas	2,9	3,1	1,1	0,2
Gennemsnit	2,9	3,1	1,3	0,5

### USA

BNP estimater	2006	2007	2008E	2009E
IMF	2,8	2	1,6	0,1
OECD	2,9	2,2	1,2	1,1
Danske bank	-	2	1,4	0
Nordea	2,8	2	1,3	0,4
BNP Paribas	2,8	2	1,7	1,5
Gennemsnit	2,8	2,0	1,4	0,6



Den helt centrale opgave er udviklingen i beskæftigelsen. **Den amerikanske og britiske arbejdsløshed fører an med kraftige stigninger** og for USA's vedkommende har arbejdsløsheden ikke været højere siden 1993. Vendes blikket derimod mod Tyskland er det tydeligt at det endnu ikke er ramt af samme modgang som USA og Storbritannien. Arbejdsløsheden har således ikke været lavere i 15 år. Der er dog sorte skyer i horisonten og den tyske vækst står foran en hård opbremsning. Man diskutere en separat statsgaranti til Opel fabrikkerne, og andre bilproducenter har indført reduceret arbejdstid.





## Et nærmere kig på tysk økonomi

Hovedkonklusion fra **Tysk økonomi og finanskrisen** er herunder kort skitseret. Den samlede analyse kan downloades på [www.moller-company.dk](http://www.moller-company.dk) under publikationer.

- **Vækstforventningen nedjusteres voldsomt – Tyskland har oplevet tilbagegang de to seneste kvartaler.**
- **De tyske forbrugere er rustet til krisen – høj opsparing og lav boliggyld.**
- **Inflationsspøgelset er væk - godt hjulpet af lavere fødevarer- og brændstofpriser.**
- **Eksport driver væksten – men eksporten er ved at gå i stå.**
- **Laveste arbejdsløshed i 15 år, dog er der sorte skyer i horisonten**
- **Aktiemarkedene reagerer kraftigt og har sendt DAX til tælling.**

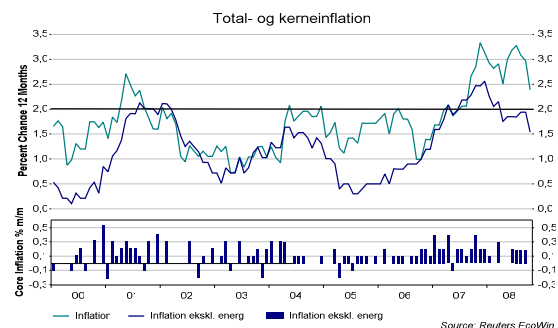
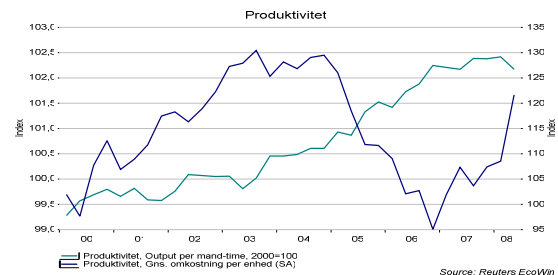
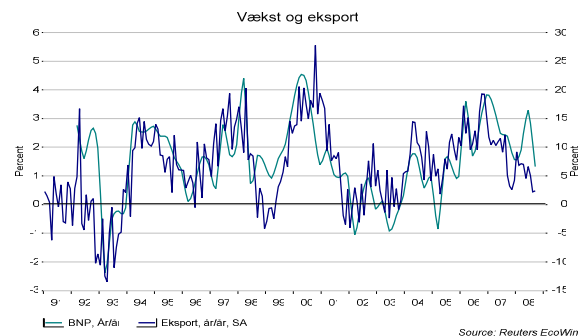
Tyskland har historisk set været en nation **drevet af eksport** og derfor ses der en stor sammenhæng mellem eksporten og BNP-væksten. De seneste års pæne væksttal har således været drevet af en voksende eksport sektor. Nu melder nedgangen i den globale økonomi sig og dette vil i den kommende tid slå hårdt igennem i Tyskland.

Siden årtusindeskiftet er **produktiviteten blevet forbedret** i form af et højere output per mand-time. Ydermere har lønomkostningerne per produceret enhed været faldende i perioden 2004-2007. Produktivitetsforbedringerne har været med til at øge den tyske eksport og er derved en væsentlig faktor bag de senere års opsving i den tyske økonomi.

**Inflationen** har de seneste år været drevet op af høje brændstofpriser og har ligget et godt stykke over ECB's inflationsmål på 2%. Inflationsfaren er ved at være drevet over, hvilket baner vej for rentenedsættelser. Derudover baner den lavere inflation vej for højere privatforbrug via stigende realløn, som de senere år har været ramt af stigende forbrugerpriser (Olie).

## Tyskland

BNP estimerer	2006	2007	2008E	2009E
<b>IMF</b>	3	2,5	1,8	-0,8
<b>OECD</b>	3,1	2,6	1,9	1,1
<b>Deutsche Bank</b>	3	2,6	2,6	-1,5
<b>Dresdner Bank</b>	3	2,5	1,8	0,7
<b>Nordea</b>	3,2	2,6	1,6	0,9
<b>Danske Bank</b>	-	2,7	1,1	0
<b>Gennemsnit</b>	3,1	2,6	1,8	-0,1



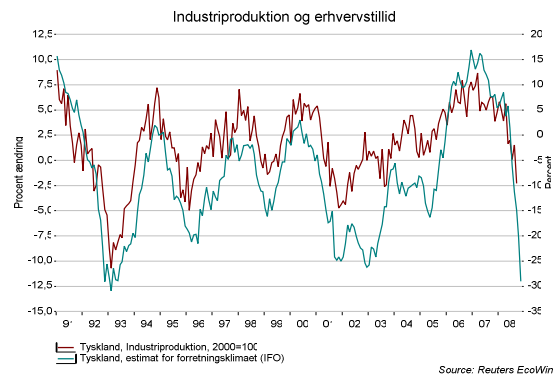
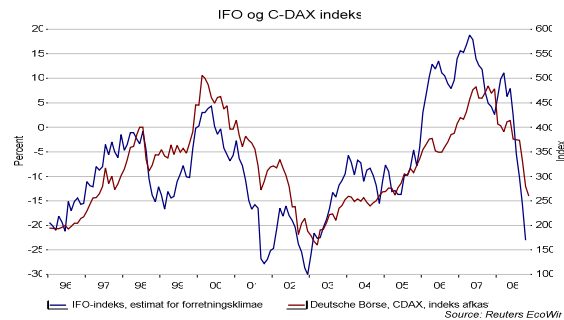
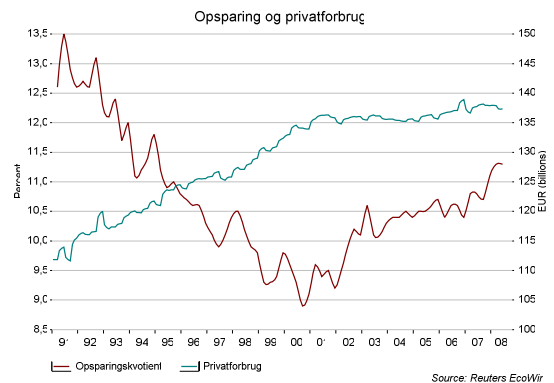
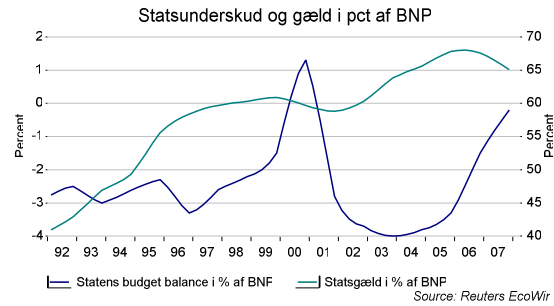


**Budgetbalancen er siden 2004 forbedret** fra -4 % til ca. -0,5 % i 2008. Tyskland overholder dermed kravene i Stabilitetspagten om et maksimalt underskud på budgetbalancen på 3 %. Ligeledes nærmer statsgælden sig 60 % som er et af kravene i Stabilitetspagten. Den tyske økonomi er således solid form. Der er derfor plads i budgettet hvis Frau Merkel skulle ønske at kickstarte det indenlandske forbrug ved hjælp af offentlige investeringer eller skattelettelser.

De tyske forbrugere er blandt de mest konservative i Europa og **har ikke deltaget i de seneste års forbrugsfest**. Derimod har de sparet op til dårligere tider og er derfor særdeles godt rustet til krisen. Længere fremme lurer en stigende arbejdsløshed og frygten herfor får normalt tyskerne til at holde igen på forbruget.

**Forretningsklimaet og forventningerne** til den fremtidige udvikling for tyske virksomheder er særdeles negative. DAX er blevet banket mod bunden og befinder sig nu på et 2004 niveau. Aktiemarkederne har (over)reageret kraftigt og afspejler de negative forventninger til fremtiden.

Krisen er for alvor ved at påvirke den tyske økonomi og **industriproduktionen falder for første gang siden IT-boblen i 2000**. IFO estimatet for forretningsklimaet viser tegn på yderligere fald i produktionen i den kommende tid. I forhold til tidligere nedgangsperioder (95/96 og 01/02) er de niveauer nået. Estimatet for forretningsklimaet er således det laveste siden 1993.





## Hvilke øvrige konsekvenser får krisen?

### Vi tror på faldende renter de næste 2 år.

Renterne kan specielt i Euroland falde meget mere, mens amerikanerne er ved at være fanget i en likviditetsfælde. De kan ikke sænke renterne meget yderligere.

### Der oprettes nationale selskaber, hvor de eksotiske værdipapirer forventes placeret.

Vi ser allerede en række konsekvenser af den finansielle krise – nærmere den manglende tillid mellem de finansielle institutioner. De betydelige tab, som er konstateret vil påvirke sektoren fremover og mens der konsolideres i sektoren må det forventes at der ikke tages yderligere risici.

Markedsdeltagerne ønsker at sælge selvsamme risiko til den kreds af kunder, der alle har rigeligt af risikoen der tilbydes. En ond cirkel der vanskeligt løses, og som kun løses ved at der oprettes nationale selskaber, der overtager problemerne. Vi har set det med de amerikanske kreditforeninger Fanny Mae, Freddy Mac, og AIG er også en parkeringsplads for de såkaldte "toxic bonds". Senest er Citigroup blevet delvist nationaliseret. Vi har set Roskilde Bank som er nationaliseret, og det er de løsninger der skal til.

### Der vil ske en regulering af finansielle instrumenter i retning af at de skal balanceføres.

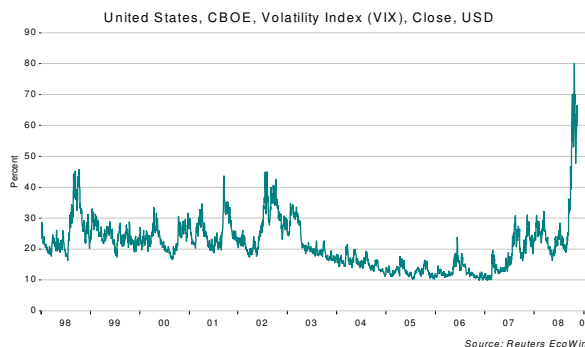
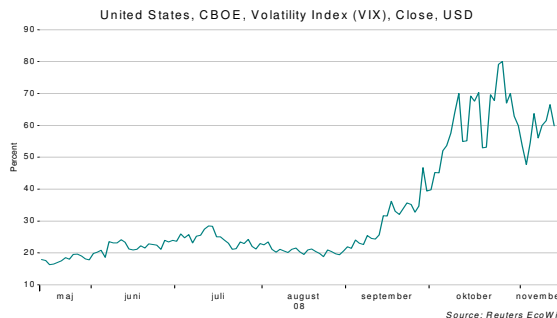
Verdens rigeste mand Warren Buffett har i årevis talt om finansielle instrumenter, som "weapons of mass destruction", og her henvises til at specielt hedgefonde kan være uregulerede og med positioner som er vanskelige at håndtere. Den såkaldte Long Term Capital viste det første gang.

Krisen startede i USA med subprimekrise og som en spekulativ bobbel, hvor prisudviklingen på fast ejendom var løbet løbsk. Da den bristede kender vi allerede den del af historien.

### Aktiemarkederne er forud for markedet

Aktiemarkerne er forud, og overreagerer altid, men ingen synes at have kapital at investere.

De store vindere bliver de deltagere, der trykker pengene og det er centralbanker og pensionselskaber med løbende indbetalinger.





## Møller & Company A/S nyt

### Ny vicedirektør



Cand. Merc. Henrik Demant, der har været med i Møller & Company A/S fra starten er pr. 1.11.2008 udnævnt til vicedirektør. Henrik fungerer som COO.

### Ny studentermedhjælp



Bachelor Mathias Hermansen, HA, er pr. 1.10.2008 ansat som studentermedhjælp i vores analyseafdeling, hvor han vil arbejde med makroøkonomiske analyser. Mathias læser på Aarhus School of Business, hvor han er stud.merc. i finansiering.