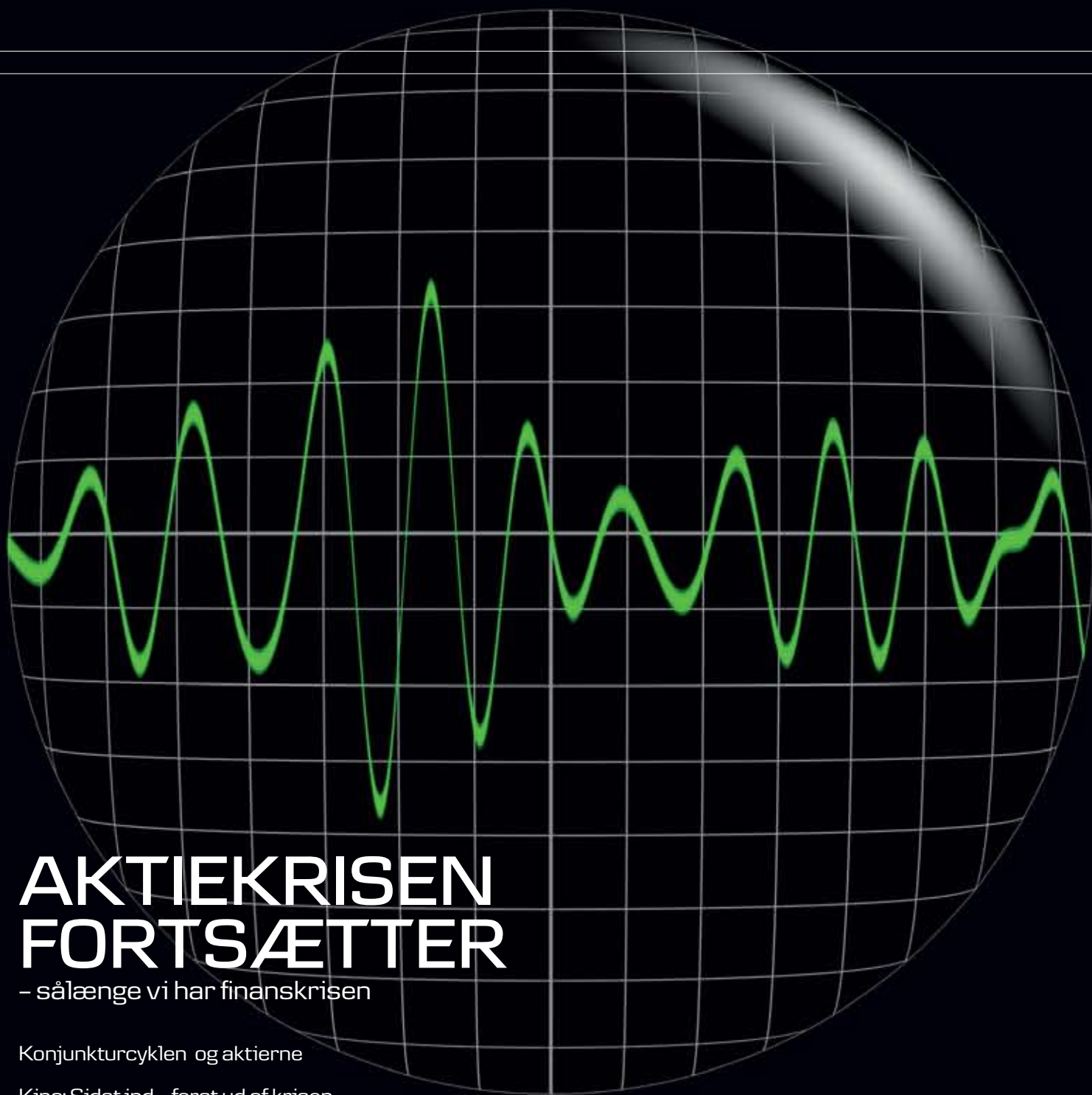


INVESTERING

[MARTS 2009]



AKTIEKRISEN FORTSÆTTER

– så længe vi har finanskrisen

Konjunkturcyklen og aktierne

Kina: Sidst ind – først ud af krisen

Østeuropa under pres

Børskrakkernes historie

Historie: Finanskriser tager lang tid og gør meget ondt

Danske Bank

TEMA: AKTIEKRISEN FORTSÆTTER

06

Aktiekrisen fortsætter – så længe vi har finanskrisen

Den vedholdende finanskrisen forstærker den økonomiske nedtur og tvinger Danske Banks aktiestrateg til at nedjustere forventningerne til aktiemarkedet.

08

Konjunkturcyklen og aktierne

Hvis både USA og Kina rejser sig i løbet af andet halvår, så vil vi se massive og hurtige stigninger på aktiemarkedet i en periode.

16

Østeuropa under pres

De øst- og centraleuropæiske landes krise er på randen af kollaps, så mange lån til vesteuropæiske banker ikke vil blive betalt tilbage.

20

Kina: Sidst ind – først ud af krisen

USA og en række andre vestlige økonomier er i en strukturel krise, men krisen i Asien er mere af cyklisk karakter, som er hurtigere at komme ud af.

26

Historie: Finanskriser tager lang tid og gør meget ondt

I modsætning til andre finanskriser (bortset fra 30'er-krisen) er denne global. Ingen kan eksportere sig ud af krisen. Vi er alle i samme båd.

300

Swedish Match' afkast over de seneste 10 år (%).

AKTIEANBEFALINGERNE SIDE 14-15



INVESTERING udkommer 10 gange årligt. Hensigten med magasinet er at give primært bankens investeringsaktive privatkunder et godt overblik over de mest aktuelle investeringsmuligheder og anbefalinger og samtidig skabe den bedst mulige indsigt i andre emner af økonomisk karakter.
Udgiver: Danske Bank · Holmens · Kanal 2-12 · 1092 København K · Telefon 33 44 00 00
SWIFT: DABADKK www.danskebank.dk/kontakt · Redaktion: Niels Adelmærk (ansvarshavende) og redaktør Flemming Østergaard · Redaktion afsluttet den 5. marts 2009 · Grafisk design og produktion: Datagraf · Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri · Kommentarer, spørgsmål, ris og ros, bedes sendt til flste@danskebank.dk · Forside: Getty Images



11 Shipping er hårdt trængt

11 Goldman Sachs: Olieprisen er tæt på bunden

GS anser energirelaterede aktier for undervurderede.

12 På vej i atomalderen - igen

GS vurderer, at der skal bygges mere end 300 atomkraftværker over de næste 20 år.

12 Bilbranchens krise

13 Pharma – vær selektiv

Medicinalselskaber er ganske vist nogenlunde upåvirkede af konjunkturer, men også her skal man være selektiv.

14 Aktieanbefalinger

Swedish Match, Walmart, Nestlé, Husqvarna

18 Hovedanbefaling af korte obligationer fastholdes

Udsigt til yderligere fald i de korte renter.

22 Børskrakkens historie

Grådighed, overdreven optimisme og manglende overblik karakteriserer alle aktivbobler.

24 Derivater: Aktiekøb med sikkerhed

Kend din risiko på forhånd, med købte call-optioner.

27 USA kontra Japan

USA's forbrugere skal lære at spare op. Bare ikke lige nu.

28 Skat: Forårspakken

Skatteeftret sænkes fra 63 pct. til 56 pct.

30 Skat: Lovændring for investeringselskaber

Kredsen af lagerbeskattede investeringselskaber udvides.

32 Aktiebeskatning: Overgangssaldo

Overgangsordningen indebærer, at du skal opgøre en overgangssaldo ud fra din aktiebeholdning pr. 1. jan. 2007.

FASTE RUBRIKKER:

04 Kort nyt

14 Aktieanbefalinger

33 Modelporteføljer for obligationer

34 Verdensøkonomien – kort fortalt

35 Aktieoversigt

»Men hvordan kan vi vide, hvornår *irrational exuberance* (irrationelle overdrivelser) urimeligt har eskaleret aktivværdier, som så bliver genstand for uventede og langvarige kontraktioner, som de har i Japan i dette årti?«

Citat fra en tale af tidligere chef for den amerikanske centralbankdirektør Alan Greenspan 5. december 1996, som en kryptisk advarsel mod fortsat stigende aktiekurser. Forleden sluttede det amerikanske aktiemarked på et niveau ikke set siden oktober 1996.

Pas på storetåen

■ AF FLEMMING ØSTERGAARD, REDAKTØR

Den helt afgørende forudsætning for at få bremset den negative økonomiske spiral, der accelererer med en hastighed, der gang på gang kommer bag på alle, er at få genoprettet stabiliteten i det finansielle system. Sålænge banker og kreditmarkederne ikke er i stand til at stille de nødvendige lånefaciliteter til rådighed for erhvervsliv og forbrugere og til rimelige renter, så kan den onde cirkel ikke brydes. Dermed kan aktiemarkedet heller ikke stige, for med udsigt til en økonomisk udvikling, der stadig går den gale vej, er der ikke udsigt til en forbedret indtjening. Aktierne må falde.

Historiske erfaringer lover ikke godt

Hvor langt afhænger af, hvornår finanskrisen tæmmes. Ser man tilbage på de økonomiske nedture, der tidligere har været i forbindelse med finanskriser, så er der ikke megen opmuntring at hente. Boligpriserne falder over seks år, aktienedturen varer i tre et halvt år, og statsgælden stiger med 86 pct.

Faldet i aktiekurserne er i snit 55 pct. og der er vi allerede. Skræks scenariet, der lurar nu, er naturligvis den japanske krise i 90'erne og den amerikanske depression, der fulgte i kølvandet på Wall-Street-krakket i 1929.

Finansmanden John Mauldin, forfatter til flere bestsellere om investering, har gransket aktiemarkedet i perioden 1900-2002, og fremhæver flere interessante observationer.

F.eks. at det årlige afkast (i USA) i perioden var 7,2 pct. Men det er bestemt ikke ensbetydende med, at man dermed typisk kan forvente et årligt afkast på 5-10 pct. Kun fem af de 103 år endte med stigninger i det interval. Derimod var der næsten 70 pct. af tiden tale om to cifrede tal for afkastet, positivt eller negativt. Aktier er med andre ord en volatil affære. Og tålmodighedskrævende.

Deles de 103 år op i 88 tyve-års perioder, så gav halvdelen et årligt afkast på mindre end 4 pct. Kun i 9 perioder var afkastet over 9,6 pct. – og heraf var de 8 forbundet med aktieboblen i 90'erne. Før denne periode var der ingen 20-års periode med afkast over 10 pct.

To andre vigtige observationer af John Mauldin er også, at intet vedvarende bullmarked i

de 103 år er startet uden, at P/E i udgangspunktet har været lavt – og at P/E altid skyder voldsomt i den ene eller anden retning over en lang årrække, i gennemsnit tager det 17 år fra top til bund.

Dette varslar ikke godt for USA, hvor en P/E aktuelt på 25 (europæiske aktier er væsentlig billigere) er næsten dobbelt så højt som det historiske gennemsnit. Selv med en normalisering af indtjeningstal til et gennemsnit over adskillige år ligger vi stadig ifølge Mauldin et godt stykke over det historiske snit – og så er der det med de 17 år fra top til bund

Det behøver jo ikke gå som det plejer

Måske er det anderledes denne gang. Ganske vist er vi i en historisk krise, men verdensøkonomien har til gengæld aldrig tidligere fået så massive kapitalindsprøjtninger som nu.

Og det er langt fra slut endnu, for regeringer og centralbanker over hele verden vil gøre alt for at undgå en situation med deflation – for så vil det for alvor gøre ondt, i lang tid. Det er derfor ikke helt urimeligt at tro på, at den vigtige amerikanske økonomi vil vise et mindre op-

sving i andet halvår.

Hvor længe det så holder, er en anden snak. Flere og flere økonomiske iagttagere taler om risikoen for, at USA allerede i 2010 igen vil opleve afmatning, idet forbrugerne i USA i stigende grad er i gang med at spare penge op – og det vil tydeligt kunne mærkes på økonomien, når de økonomiske stimulanser ikke længere understøtter dem.

Forvirret? Det er vi vist alle. Det ser mørkt ud for økonomiens, finanssektorens og aktiemarkedernes udvikling lige nu. Men får Danske Banks økonomer ret i, at Kina, verdens tredjestørste økonomi, allerede er i færd med at rejse sig og bliver efterfulgt af den største, USA, i andet halvår, så vil vi se massive og hurtige stigninger på aktiemarkedet i en periode – og det vil på den baggrund være en fordel allerede nu at inkludere en vis mængde af de såkaldt tidligt cykliske aktier i porteføljen, idet de positive tegn i så fald vil begynde at vise sig i de nærmeste måneder.

Men om forventningen om en konjunkturvenning om 4-8 måneder er "sandheden" ved vi af gode grunde ikke – og det kan gøre ondt at tage fejl. Som jeg med et halvt øre hørte en karakter med speciale i vrøvlcitater udtale i en tegnefilm på Cartoon Network forleden:

Den, der søger visdommen i markedet, støder ofte storetåen mod sandheden.

Pas på hvor du går. ■



Kinas afrikanske indflydelse

KINA HAR I STIGENDE GRAD øjnene rettet mod Afrika. Men i modsætning til 1960'erne, hvor formand Mao drømte om at brede kommunismen til det afrikanske kontinent, så er det i dag jagten på energi og andre naturressourcer, der antages at være den væsentligste drivkraft i den massive kinesiske tilstedeværelse i Afrika.

Kina har blandt andet store investeringer og indflydelse i olieindustrien i Nigeria, Su-

dan og Angola. Til gengæld for olie får de afrikanske lande massive kinesiske investeringer i infrastruktur, ligesom kineserne har afskrevet enorme afrikanske gældsposter.

Set med afrikanske øjne giver Kinas voksende indflydelse på kontinentet et alternativ til de vestlige bistandsdonorer, Den Internationale Valutafond og Verdensbanken.

Men de stadig tættere kinesiske bånd til de

afrikanske lande kan ifølge politiske iagttagere give Kina mere end adgang til energi- og andre naturressourcer.

Det er samtidig en adgang til større global, politisk indflydelse. Ganske vist fylder Afrika ikke meget i den globale økonomi. Men indirekte giver det alligevel mening at have mange venner i Afrika. Kontinentets 50 lande udgør en fjerdedel af de stemmeberettigede i FN. ■



Ex Shell-boss: Løsningen på energi- og klimaproblemet kræver globalt samarbejde

PÅ DEN NYLIGT OVERSTÅEDE klimakonference i Århus, var den tidligere topchef for Shell i USA, John Hofmeister, blandt hovedtalerne. Umiddelbart skulle man ikke forvente, at en mand med dybe rødder i olieindustrien ville være at finde på talerstolen i et forum, der handler om menneskeskabt global opvarmning som følge af netop afbrænding af fossile brændstoffer. INVESTERING fangede ham forud for konferencen (som fandt sted efter redaktionens slutning).

Du argumenterer i din non-profit organisation »Citizens for affordable energy« for, at man skal gøre meget mere for at udnytte de tilgængelige ressourcer af olie i USA?

»Verden har et energiproblem, som vil komme i fokus igen, når verdensøkonomien rejser sig igen – og vi vil se oliepriser formentlig endnu højere end rekorden i 2008. Samfundet har brug for energi. Nogle måder at imødegå behovet på, er øget energieffektivitet, atomkraft og ikke mindst massiv udvikling af alternative teknologier inden for vind,

sol, brint og 2. og 3. generations biobrændsel m.v. Men det går langsomt, og vi er tvunget til at bruge de fossile brændstoffer en rum tid endnu. Men det kan også lade sig gøre uden at forværre udledningen drastisk, idet vi allerede har teknologier til at opfange CO₂. Vi mangler blot den politiske vilje til at implementere det i stor stil på kraftværkerne.«

Hvorfor er europæerne langt længere fremme end amerikanerne, hvad angår miljøteknologi og brugen heraf - og bekymrer amerikanerne sig om global opvarmning?

»Der er helt klart en kulturel forskel, hvor social ansvarlighed karakteriserer europæerne i modsætning til amerikanerne, hvor den individuelle frihed sættes højere. USA's befolkning er nærmest delt 50-50 i spørgsmålet om global opvarmning. Hensigten med min organisation er, at medvirke til at oplyse og uddanne folk inden for energispørgsmål, herunder også udledningen af drivhusgasser. Kun med en uddannet befolkning kan man ændre kursen radikalt.«

Men det tager tid...

»Vi er nødt til at bevæge os væk fra diskussionen om, hvorvidt man tror på, at den observerede globale opvarmning er menneskeskabt eller ej. En normalt fungerende verdensøkonomi har et energiproblem, og vi er nødt til at samarbejde globalt, hvis vi skal løse det. Vi vil kun få succes, hvis vi er pragmatiske sammen i fælles løsningsmodeller. Vi skal se bort fra politiske ideologier. Min pointe er, at hvis vi går til den ene eller den anden side, går det galt. Vi har ikke tid til at fejle og en fælles middelev vej baseret på pragmatiske løsninger og politikker er efter min vurdering den hurtigste og mest effektive måde at imødegå problemet med global opvarmning og et stærkt stigende globalt energibehov på.« ■



John Hofmeister

» Vi ser nu på et fremtidigt klima, som ligger ud over alt, vi har behandlet seriøst i simulationer med klimamodeller «

CHRIS FIELD · PROFESSOR STANFORD UNIVERSITY SENIORMEDLEM AF IPCC



Global opvarmning nærmer sig en kritisk grænse

Kloden opvarmes langt hurtigere end videnskabsfolk forudså for blot to år siden, da FN's klimapanel IPCC publicerede de seneste rapporter

DET VAR HOVEDBUDSKABET på det nylige årlige møde i the American Association for the Advancement of Science.

Professor Chris Field fra Stanford University, seniormedlem af IPCC, udtalte, at den uventede hastige stigning i afbrændingen af fossile brændstoffer, især kul, siden 2000 vil have forfærdelige konsekvenser på grund af »feedback loops« i det globale klima.

»Vi ser nu på et fremtidigt klima, som ligger udover alt, vi har seriøst behandlet i simulationer med klimamodeller,« sagde Chris Field.

IPCC's fjerde klimarapport i 2007 konkluderede, at den gennemsnitlige globale tempe-

ratur vil stige mellem 1,1 grader Celcius og 6,4 grader ved indgangen til 2100 afhængigt af hvor meget CO₂ og andre drivhusgasser, der udledes i atmosfæren i de kommende årtier. Chris Field sagde, at på baggrund af nye beviser er dette en alvorlig undervurdering af den potentielle voldsomhed af global opvarmning. Beviserne er blandt andet, at der allerede nu er tegn på, at den arktiske tundra er ved at smelte og at skovbrande i tropiske skove bliver hyppigere og større – forhold, der vil forøge mængden af CO₂ i atmosfæren med milliarder af tons.

»Der er en alvorlig risiko for, at menneskeskabte klimaforandringer vil accelerere frigivelsen af CO₂ fra skove og tundra økosystemer, som har lagret en meget stor mængde af CO₂ i tusinder af år,« sagde professoren. ■

Friværdierne er faldet 20 procent

Faldet i boligpriserne spiller selvsagt en rolle, men hovedforklaringen er en øget gældsætning hos boligejerne.

FRIVÆRDIEN – forskellen på boligens gæld og handelspris – er faldet 20 pct. siden 3. kvartal 2006. I starten var faldet beskedent, men siden accelererede det, og udviklingen det seneste års tid har alene tegnet sig for 80 pct. af faldet i friværdierne siden 2006, viser en opgørelse fra Realkredit Danmark (RD).

Ejere af ejerlejligheder har i gennemsnit fået reduceret friværdien med 465.000 kroner

siden 3. kvartal 2006, hvor friværdierne toppede. Til sammenligning er den gennemsnitlige friværdi for enfamiliehuse og sommerhuse faldet med henholdsvis 273.000 kroner og 155.000 kroner.

Opgørelsen viser, at det nu er sommerhusejerne, der er mest velpolstrede. Den gennemsnitlige friværdi er på godt 1 mio. kroner for sommerhuse og på 950.000 kroner for enfa-

milieshuse – og dermed er der altså en del at stå imod med, hvis sommerhuspriserne for alvor begynder at falde.

Det er i øvrigt værd at bemærke, at det ikke kun er faldet i boligpriserne, der har indsnævet boligejernes formuer i mursten. En stor del af faldet i friværdierne skyldes således, at boligejerne har belånt friværdien. Faktisk er det kun 36 pct. af faldet i friværdierne, der kan forklares ud fra den faldende værdi af boligmassen, mens 64 pct. af faldet skyldes, at boligejerne har øget gælden i deres boliger.

Friværdierne i Danmark er dog fortsat høje. RD's beregninger viser, at friværdierne på landsplan i gennemsnit er 957.000 kroner. Det svarer til, at friværdierne i gennemsnit er faldet med 280.000 kroner siden toppen i 3. kvartal 2006. ■

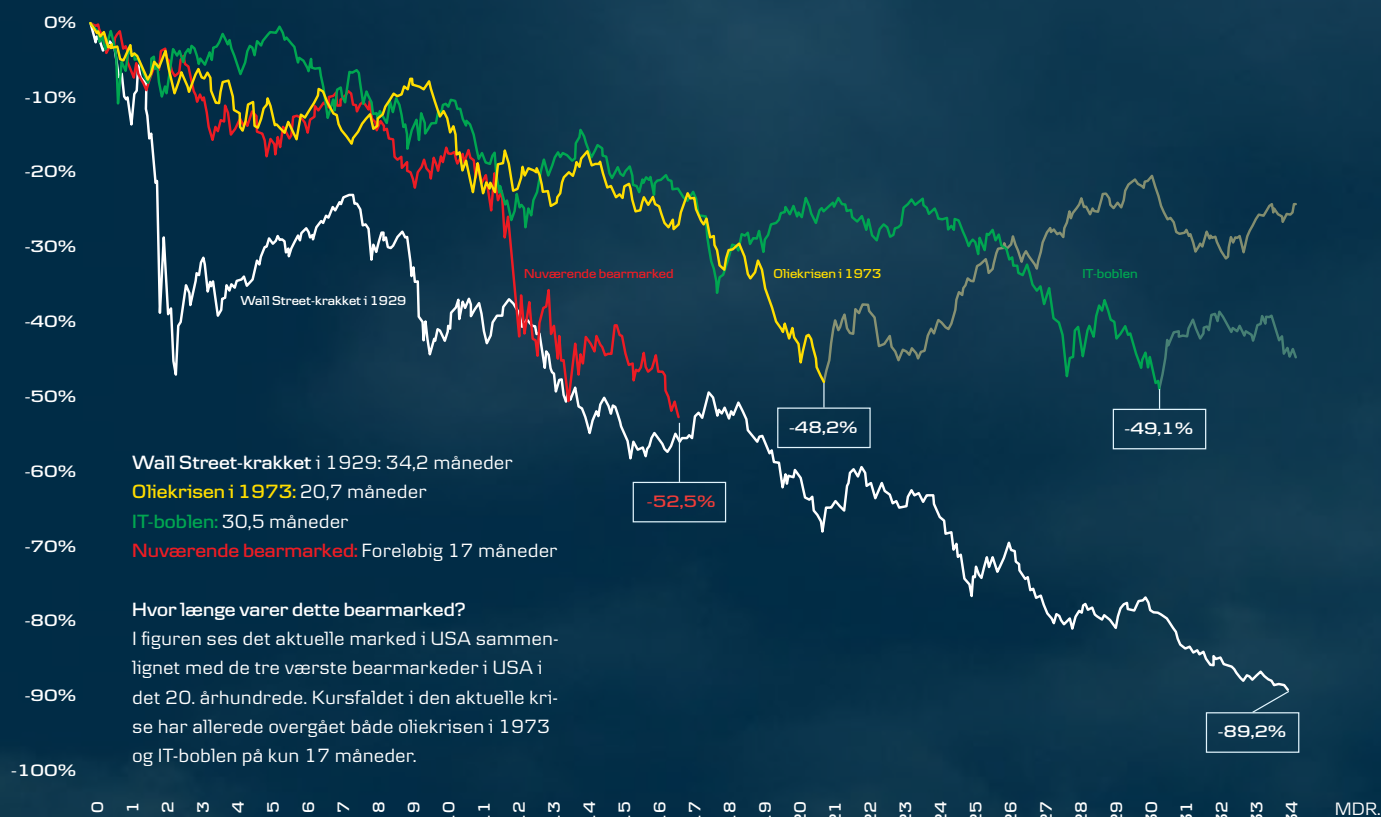
Den gennemsnitlige friværdi pr. bolig, 4. kvartal 2007-4. kvartal 2008

	4. kvartal 2007	4. kvartal 2008	Ændring
Enfamiliehuse	1.166.000	946.000	-219.000
Ejerlejligheder	1.164.000	960.000	-204.000
Sommerhuse	1.135.000	1.010.000	-125.000

KILDE: REALKREDIT DANMARK, NATIONALBANKEN, DANMARKS STATISTIK. TALLENE ER AFRUNDET TIL HELE 1.000 KRONER.

Fire slemme bearmarkeder i USA

DJIA i 1929-32 · S&P 500 i 1973-74 · 2002-02 · 2007-2009



Opdateret 23. februar 2009 · BEMÆRK: Historisk kursudvikling er ikke en pålidelig indikator for fremtidig kursudvikling.

KILDE: GOLDMAN SACHS

AKTIEKRISEN FORTSÆTTER

– så længe vi har finanskrisen

■ AKTIEKRISE

En lang række nye dystre nøgletal og tendenser har sendt aktiemarkederne gennem niveauerne fra november 2008.

DER ER IKKE MEGEN opmuntring at hente i de statistiske data, der vælter ind for tiden. Østeuropa er på randen af et totalt sammenbrud. Japans eksport er kollapsede med næsten 50 pct., og landet måtte notere et fald i BNP sidste år på 12,7 pct. Kina, der længe er vokset med 10-11 pct. om året har oplevet en hård landing med vækstrater under 7 pct. Og for nylig fik markedet endnu et chok, da reviderede tal for USA viste et annualiseret fald i BNP for 4. kvartal 2008 på 6,2 pct. mod ventet 5,4 pct. Boligpriserne

falder fortsat, ledigheden stiger voldsomt, husholdningerne holder på pengene og er mere bekymrede for fremtiden end nogensinde før. Nedgang i forbrug, investeringer og vækst er en naturlig del af en konjunkturedgang. Men det særlige ved den aktuelle krise er hastigheden, hvormed det sker. Det går så hurtigt, at politikere, centralbanker, økonomer, investorer, forbrugere og virksomheder gang på gang bliver overraskede – på den ufedede måde. Forklaringen er ligefor: *Finanskrise.*

Bankernes forretningsmodel er kollapsedet

Vi har stadig et finanssystem, der langt fra fungerer normalt. Bankerne har tabt så mange penge, at de er nødt til at stramme voldsomt op på kreditbetingelser og udlån for at overleve, og det sætter virksomhederne under et langt større pres end under en normal cyklisk nedtur. Det er ikke godt nyt for aktiemarkedet. Så længe man ikke kan se en ende på finanskrisen, kan man ikke se en ende på aktiekrisen.

»Vi oplever en nedsmeltning i finanssektoren, og det betyder i realiteten, at vi ikke kan beregne plausible estimater for aktiemarkedet, hvis det fortsætter. Det er selve bankernes forretningsmodel, der er kollapsedet, og det har en lamende effekt på samfundsøkonomien. Vi tror imidlertid på, at det lykkes i de kommende måneder at stabilisere finanssystemet. Ganske vist er egenkapital og aktiekapital ved at være væk i mange banker, men via den statslige intervention og garanti vil det lykkes at opretholde bankernes funktion som kreditformidler til virksomheder og husholdninger – som vil få mere karakter af, at være en slags forsyningsselskaber, der i stedet for elektricitet giver samfundet den nødvendige kredit,« siger Danske Banks aktie-strateg, Morten Kongshaug.

Markedet kan falde yderligere

Aktiemarkedet har reageret på den seneste tids ubønhørlige strøm af dårlige nyheder, og generelt brød markederne for nylig gennem den bund man så under markedets kollaps i oktober/november 2008. Og det er ikke sikkert, vi har set bunden endnu.

»Hvis vi skal tage udgangspunkt i det amerikanske marked, hvis udvikling er meget afgørende for de øvrige, så tror vi, at bunden ligger omkring 600-700 for S&P 500. Idet vi antager, at det i de kommende måneder lykkes med statslig indgriben og delvise nationaliseringer at sikre bankerne en troværdig status som stabil forsyningskilde af kredit, så vil det bane vejen for, at økonomien også stabiliseres formentlig omkring 3.-4. kvartal i år. Hvis der i de kommende måneder ses tegn på, at dette scenario er ved at udspille sig, er vejen banet for en massiv stigning på aktiemarkedet og et sandsynligt niveau for S&P 500 ved årets udgang omkring 850-950,« siger Morten Kongshaug, som tilføjer, at europæiske aktier ud fra en vurdering af indtjeningen det seneste år i forhold til aktuelle aktiekurser er prisat væsentligt billigere end de amerikanske.

Også Goldman Sachs (GS), der tidligere på året så lavpunkterne fra november som en tilstrækkelig bund for markedet, har måttet krybe til korset og erkende, at vi med en betydelig sandsynlighed skal ned mod 600-650, før bunden er nået. Til gengæld holder også GS-økonomerne fast i en forventning om, at det lykkes at stabilisere finanssystemet i de kommende måneder, og at de finanspolitiske hjælp-

pepakker vil begynde at stimulere økonomien i 2. og 3. kvartal. GS forventer, at S&P 500 slutter året omkring 860 - mens der spås noget større stigninger i de europæiske aktier.

Problemer forude...

Men dermed er problemerne ikke slut. GS ser en betydelig risiko for, at der kan opstå fornyet svaghed i amerikansk økonomi allerede i 2010. Det hænger sammen med, at finanssektoren i flere år vil være tyngt og tvunget til at føre en stram kreditpolitik for at forbedre balancen. Desuden vil effekten af finanspolitikken være relativt kortvarig og de amerikanske husholdninger vil begynde at spare flere penge op. Allerede nu kan der observeres en markant stigning i opsparingskvoten efter to årtier med umådeholdent forbrug. GS forventer, at opsparingskvoten vil stige skarpt til over 8 pct. ved udgangen af 2010, og det vil lægge en alvorlig dæmper på USA's og verdensøkonomiens vækstmuligheder. GS forventer en betydelig risiko for, at bankens estimat på 1,3 pct. vækst i USA i 2010 er for højt sat. Og poin-

terer, at konsensus går på 2,1 pct. mens Obama-regeringens lyder på 3,2 pct. Op gennem 80'erne havde Norge, Finland og Sverige en lignende udvikling med en opsparingskvote, der bevægede sig ned tæt på nul – og efter krisen i starten af 90'erne røg opsparingskvoten op på 10-12 pct. i de efterfølgende 4-6 år.

Får GS-økonomerne ret, vil USA's forbrugere i de kommende år ikke længere kunne agere de trækheste for USA's og verdens økonomi, som de har været de seneste 20-25 år.

GS-økonomerne ser også en anden risiko - deflationen. Som udgangspunkt tror GS, at det med tilstrækkelige økonomiske stimulanter lykkes at holde deflationsscenarioet væk. Men man har foretaget modelberegninger over perspektiverne, hvis missionen mislykkes.

GS arbejder med to scenarier. I det ene oplever vi en relativt kortvarig deflationsperiode i 2009, men det afholder ikke det europæiske marked fra at stige 13 pct. I det andet scenario bliver deflationen mere vedholdende, og det vil sende markedet ned med 40 pct. ■



POLIFOTO

KONJUNKTUR- CYKLEN OG AKTIERNE

■ HVOR ER VI I KONJUNKTURCYKLEN?

Er din portefølje skruet rigtigt sammen?

SEKTORERNE I ERHVERVSLIVET arter sig forskelligt, alt efter hvor man befinder sig i den såkaldte konjunkturcyklus. Verdensøkonomien er i konstant forandring, og det er forskelligt, hvad der udløser kriserne. Derfor er konjunkturfaserne i økonomien aldrig helt ens, men strukturen er grundlæggende den samme. Det er vigtigt, at du kigger din portefølje efter i sømmene og vurderer, hvordan den er skruet sammen i forhold til konjunkturfaserne og dine forventninger til, hvornår vi bevæger os ud af den aktuelle recession, der præger hele verdensøkonomien.

Der er ingen tvivl om, at vi befinder os i fase 1 (se figur s. 10) lige nu – recessionen. Det bør afspejle sig i, at en stor del af porteføljen er eksponeret mod de nævnte sektorer – dvs. telekommunikation, forsyning, tobak, føde- og drikkevarer samt sundhedssektoren.

Som bekendt har aktiemarkedet en historisk vane med at stige et halvt år før, den økonomiske vending er en realitet, og derfor skal man som investor forsøge at være på forkant med udviklingen. Derfor er det vigtigt, at man også udbygger porteføljen med de såkaldt tidligt cykliske aktier, hvis man anser det for realistisk, at en konjunkturvending er i sigte. Tidligt cykliske aktier omfatter detailsektoren, varige forbrugsgoder (herunder biler), og råvarer, forarbejdede materialer og energi.

Hvornår går vi i fase 2?

Men hvor tæt er vi egentlig på en vending i konjunkturcyklen lige nu? Udover, at vi kan konstatere, at verden er i recession, er det umuligt at svare præcist på, om bunden snart er nået. Vi har råvare- og oliepriser banket i bund, milevidt fra toppen for godt et år siden. Forbrugerne holder på pengene, og sparer op – bekymrede over den hastigt stigende ledighed, den smuldrende friværdis i boligerne, vanskelighederne med at låne penge osv. I erhvervslivet er der tilsvarende bekymring over fremtiden. Industriproduktionen er styrtet på få måneder over hele verden. Eksporten er hårdt ramt, fordi hele verden er med i nedturen. Hvis dette var en almindelig lavkonjunktur ville der ikke være meget tvivl om, at med

så massive hjælpepakker, rentenedsættelser og kapitalindsprøjtninger, ville de globale økonomier rejse sig i løbet af i år.

Men det er det ikke. Økonomiske nedture udløses som regel af, at økonomien kører for hurtigt og det begynder at skabe kapacitetsproblemer og spændinger på forskellig vis. Oliekrisen i 1974 er dog et eksempel på en udefra kommende begivenhed i form af Yom Kippur-krigen, der førte til, at der blev lukket af for olieleverancer fra Mellemøsten, og olieprisen blev firedoblet.

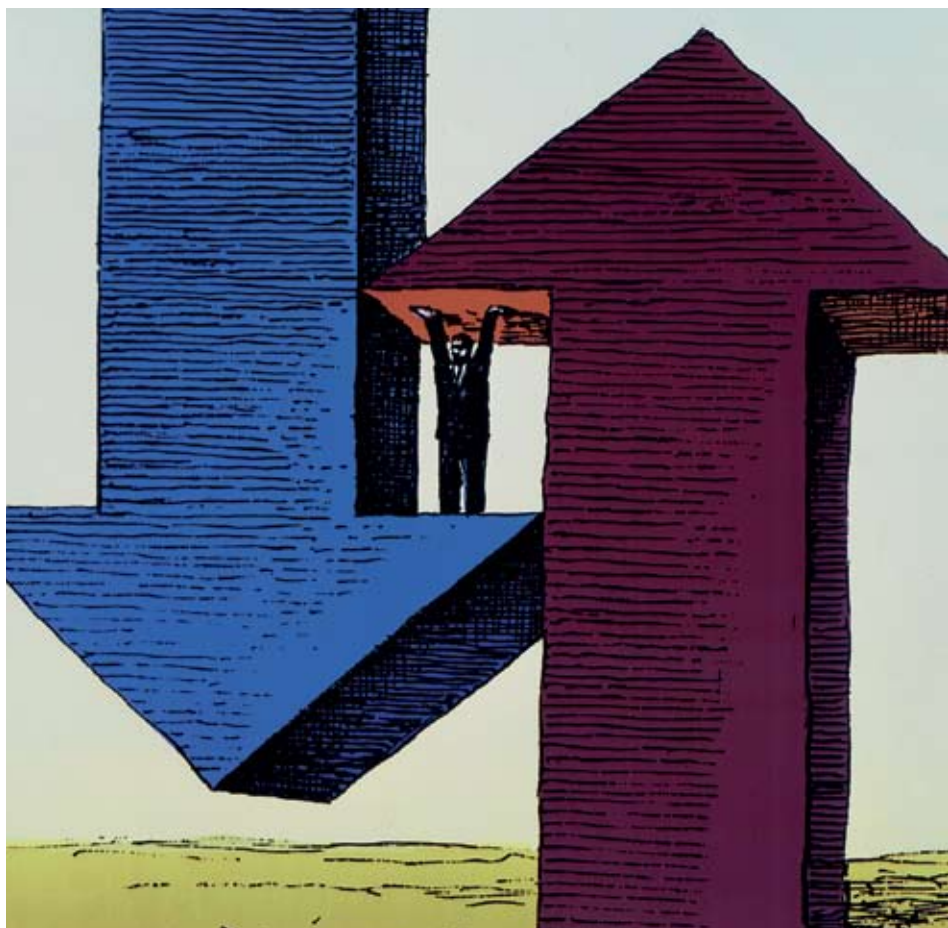
Men oftest handler det om, at økonomien i sig selv »overdriver« – og det kan også udmønte sig i aktivbobler af forskellig slags. Wall Street-krakket er velkendt, og det samme er IT-boblen. I begge tilfælde var det massive overvurderinger af virksomhedernes indtjeningspotentiale og vækstmuligheder, der udløste en realøkonomisk krise, da boblen og de tilknyttede illusioner bristede og aktieformuer og erhvervslivets investeringer faldt drastisk i værdi.

Denne krise er som bekendt også udløst af en kollapsede aktivboble – ejendomspriserne –

men den er blevet meget værre end IT-boblen, fordi banker over hele verden ganske enkelt har lånt for mange penge ud i forhold til risikoen, hvis ejendomspriserne kollapsede. Derfor kan denne krise trække længere ud end f.eks. krisen i 2001-2003.

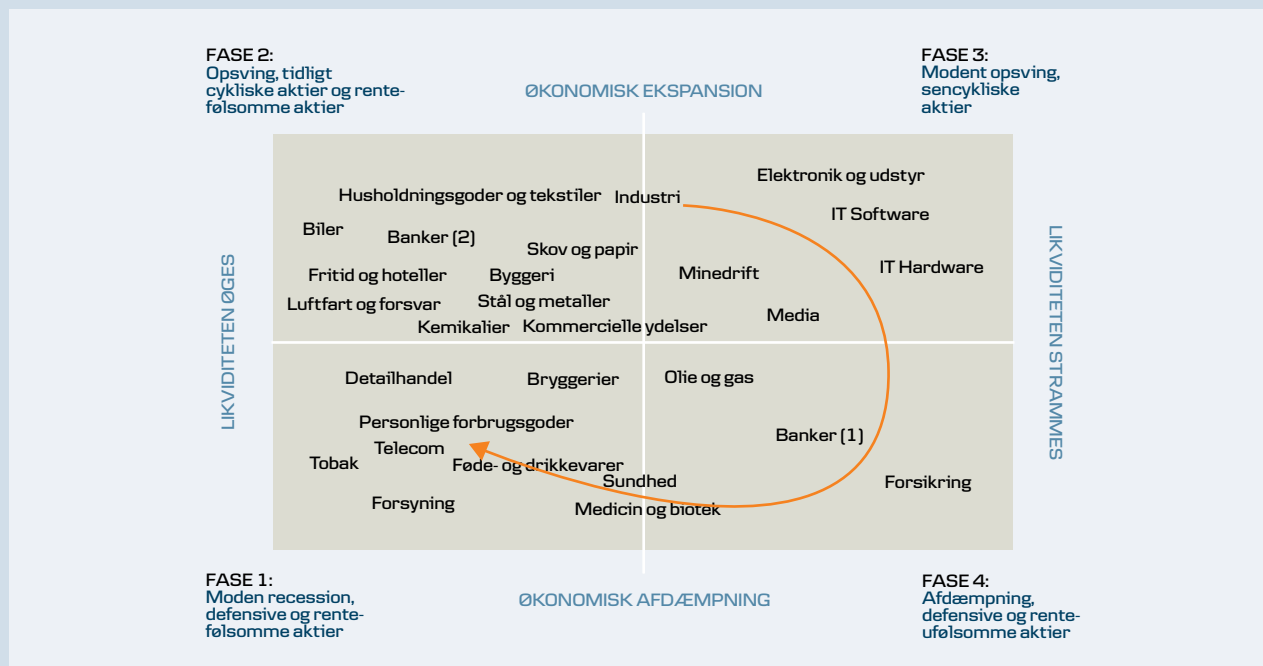
For Danmarks vedkommende er det alt for tidligt at tale om en snarlig vending – og det gælder også resten af Europa. USA er derimod længere i konjunkturforløbet, og regnes af de fleste for det land, der rejser sig først i den udviklede del af verden. Samtidig er den amerikanske banksektor imidlertid hårdest ramt, og en stor del af de mange mia. dollars i hjælpepakkerne er foreløbig spildt.

Ikke desto mindre er der overvejende enighed om, at USA alligevel rejser sig først, og det skønnes af Danske Banks økonomer at finde sted i løbet af 3. eller 4. kvartal. Hvis økonomerne får ret, vil det i denne globaliserede verden betyde, at også de cykliske sektorer i resten af verden, vil nyde godt af, at verdens største økonomi får gang i hjulene igen, og øger den generelle efterspørgsel. ■



GETTY IMAGES

Sektorvalg i konjunkturcyklen



Figuren illustrerer, hvilke sektorer, der klarer sig bedst i konjunkturcyklens forskellige faser. Når der begynder at vise sig tegn på, at en vending i økonomien ikke er mange måneder forude, så vil investorerne i stigende grad skifte fra de defensive sektorer over mod de cykliske sektorer (fase 2). Tror du, at en bedring især i USA er realistisk allerede i 2.-3. kvartal, bør du nu overveje en vis eksponering i de tidligt cykliske aktier.

KILDE: DANSKE MARKETS EQUITIES

Fase 1 · moden recession: I en recession - som vi befinder os i lige nu - strammer både forbrugere og virksomheder livremmen ind. Der fyres folk, forbrug og investeringer falder kraftigt, og forventningerne til fremtiden er pessimistiske. Det svækker indtjeningen i de fleste brancher, og i denne fase bør man som aktieinvestor rette blikket mod de sektorer, der leverer ydelser og produkter, som altid har en nogenlunde stabil efterspørgsel, ikke synderligt påvirket af op- og nedture i økonomien. Det drejer sig om telekommunikation, forsyningssektoren (kraftværker), tobak, føde- og drikkevarer samt medicin- og bioteksektoren. De to sidstnævnte, især biotek, hvor selskaberne også betegnes defensive vækstsekskaber, er be- hæftet med en noget større risiko end de øvrige, men har også et større vækstpotentiale.

Fase 2 · på vej op: Når en økonomi har befundet sig i en krise i længere tid, begynder bunden at nærme sig. De ubalancer, der udløste krisen, er ved at være væk eller i hvert fald reduceret mærkbart til et niveau, som kan sikre den nødvendige stabilitet for et opsving. Den lempelige pengepolitik evt. kombineret med finanspolitiske saltvandsindsprøjtninger begynder at gøre sin virkning. Forbrugere og virksomheder får mere tillid til fremtiden.

Efterhånden som opsvinget bider sig fast, ser virksomhederne igen lyst på fremtiden, og får mod på at investere igen, låne penge og købe nye kapitalgoder, teknologi, informationsteknologi m.v. og ansætte nye folk. Indkomsterne stiger, ledigheden falder, husholdningerne begynder at bruge flere penge og køber bl.a. varige forbrugsgoder, herunder også biler. Bankerne kan ånde lettet op og konstatere, at antallet af konkurs, betalingsstandsninger og svigtende betalinger på udlån igen er hastigt på vej mod en normalisering. Flere penge sættes i banken, og udlånsvæksten stiger. Den positive cirkel er i gang.

Fase 3 · modent opsving: Flere år fortsætter typisk på denne måde, og alle sektorer nyder godt af den solide vækst. Særligt positivt skiller informationsteknologi, elektronik og anden teknologi sig ud i denne fase, hvor pengene sidder løst hos både forbrugere og virksomheder. Også industrien har det godt, og den stærke efterspørgsel efter råvarer betyder, at også minedrift har gyldne tider, som følge af høje råvarepriser.

Men på et tidspunkt begynder der at opstå visse spændinger, som betyder, at "festen" nærmer sig sin afslutning. Hvis man kan tale om en "normal recession" så kan det ske, når der i en tid har været fuld be-

skæftigelse, og der ligefrem begynder at opstå mangel på arbejdskraft, hvilket øger lønpresset. Samtidig er råvarepriserne blevet høje og stiger stadig, og inflationspresset begynder generelt at blive uholdbart. Væksten skal bremses ned, og det gøres med strammere finanspolitik og pengepolitik. Vi er på toppen af konjunkturcyklen.

Fase 4 · på vej ned: Væksten begynder at tage af, der fyres folk, husholdningerne skærer ned på forbruget, industriproduktionen falder. Faldende indtjening i virksomhederne fører til faldende aktiekurser. I starten af afmatningsfasen er banksektoren stadig godt kørende, velpostret efter flere års vækst og høj indtjening, mens også energisektoren nyder godt af et stadig højt aktivitetsniveau i økonomien. Efterhånden som nedturen bider sig fast, rammer det også bankerne med flere tab på udlån og svækkede indtjeningsmuligheder, men i finanssektoren er der stadig gode købsmuligheder inden for forsikring, der er en relativt defensiv branche.

De sektorer, der klarer sig bedst i den mere fremskredne del af denne fase (og næste), er dem, der leverer ydelser og produkter, som altid har en nogenlunde stabil efterspørgsel. Det drejer sig om telekommunikation, medicinalektoren, forsyningssektoren (kraftværker) og dagligvarer.

Shipping er hårdt trængt

OVERKAPACITET

Rederier tynges af overkapacitet og kollaps i verdenshandelen.

VERDENSØKONOMIENS recession betyder, at der efterspørges generelt langt færre færdigvarer og råstoffer. Fragtraterne for tørlast er styrtet med 90 pct. siden toppen, og containerbranchen har noteret fald på knap 50 pct. Måske er bunden ved at være nået her, hvis vi antager, at verdensøkonomien stabiliserer sig i løbet af i år og baner vejen for en moderat stigning i efterspørgslen? Det har Johannes Møller, aktieanalytiker i Danske Markets Equities med speciale i shippingbranchen, et bud på.

”Situationen tegner ikke lys for rederibranchen generelt. Da verdensøkonomien kørte i højeste gear var fragtraterne eksorbitant høje pga. kapacitetsmangel, og også inden for tørlast blev fragtraterne presset i vejret, fordi der var for få skibe til at håndtere den massive efterspørgsel. De gode år med høj vækst og den stærke vækst i Asien, især Kina og Indien, fik mange til at investere i udbygning af flåden, og betyder, at krisen i dag rammer branchen på to fronter. Dels i form af den globalt lave efterspørgsel, som har sendt fragtraterne ned. Og dels i form af den massive overkapacitet i branchen, som vil forværres yderligere med færdiggørelsen af mange nye skibe både i år og næste år. Selv hvis det går, som vi venter, og verdensøkonomien stabiliserer sig i år og en svag bedring i efterspørgslen dermed er i sigte mod slutningen af året, så vil skibsflåden altså vokse samtidig og medvirke til at holde branchens indtjening under pres,” siger Johannes Møller, som ikke vil afvise, at fusioner og opkøb bliver et tema i branchen i år.

Han har et negativt syn på både tørlast, container og tankskibe, der alle er tyngt af situationen, og anbefaler, at man ser tiden an, før man investerer direkte i rene

rederiaktier.

En mulighed er dog A.P. Møller - Mærsk, som i kraft af sine olieaktiviteter og andre ikke-shipping relaterede aktiviteter, på gruppeniveau er relativt mindre eksponeret end de rene rederier, og for nylig præsenterede et bedre renskab end ventet.

Et andet selskab med stor eksponering til transportbranchen skiller sig også positivt ud: DSV, som er blandt verdens største speditører. Selskabet består af tre divisioner, der organiserer og udfører transport af varer og gods til vands til lands og i luften og tilbyder logistiske løsninger for opbevaring af varer og gods over hele verden. DSV er præget af meget lave faste omkostninger, og det hænger sammen med, at selskabet kun i begrænset omfang ejer de aktiver, som sørger for transporten af kundernes varer – dvs. lastbiler, fly og skibe. De lejer som hovedregel transportmidlerne, og det betyder, at 80 pct. af deres omkostninger er variable.

Det betyder, at DSV særligt i trange tider som disse kan lægge pres på leverandørerne, som alle er tyngt af overkapaciteten og den økonomiske krise, og desuden sidder med de faste omkostninger. Omvendt betyder DSV's forretningsmodel også, at under en højkonjunktur er det leverandørerne, der kan sidde med muligheden for at presse priserne op, men til gengæld kan DSV i vidt omfang overvælte de højere priser på kunderne. Kendsgerningen er, at DSV's indtjeningsmarginer har været ret stabile over de seneste 20 år. ■

Fakta om skibsfragt

Tørlast omfatter råstoffer som korn, jernmalm, stål, cement, kul m.v.

Containerskibsfarten håndterer færdigvarer.

Tankskibe sejler med typisk petrokemiske materialer.



POLIFOTO



GETTY IMAGES

Goldman Sachs: Olieprisen er tæt på bunden

OVERVEJ OLIERELATEREDE AKTIER

GOLDMAN SACHS anser det for sandsynligt, at konjunkturcyklen vil begynde at pege opad i dette års anden halvdel, og derfor bør man begynde at overveje olie-relaterede aktier. Banken anser den prismæssige nedtur på både olie og råvarer generelt for overstået.

Ganske vist kan det ikke udelukkes, at olieprisen tester 30 USD pr. tønde her i 1. halvår, men GS vurderer, at det er et niveau, der ikke brydes. Udbudet af råolie vil efter bankens vurdering falde markant i de kommende kvartaler, og sammenholdt med en forventet stabilisering af efterspørgslen, skønnes det, at olieprisen vil nå 50-60 USD pr. tønde i andet halvår.

I forventning om faldende volatilitet og en gradvis bedring af kreditmarkederne er der lagt op til, at diskonteringsrenterne falder i forhold til toppen i 4. kvartal 2008. På den baggrund mener GS, at der er lagt op til, at sektorens P/E kan stige pænt. Generelt anses energirelaterede aktier for at være markant undervurderede i øjeblikket i forhold til selv det beskedne opsving, der ventes i amerikansk økonomi i år og en vis bedring af verdensøkonomien.

De olie-relaterede selskaber, som har fundet vej til GS' Conviction Buy List er:

Petrobras, Cabot, EXCO, Questar, XTO, Schlumberger og Transocean – med særlig fremhævelse af Petrobras, der vurderes at være verdens bedst positionerede store olieselskab til det næste opsving, og samtidig er meget billig. ■



På vej i atomalderen – igen

■ ATOMKRAFTENS ANDEN TIDSALDER

De fleste langsigtede prognoser af bl.a. IEA og OECD har hidtil kalkuleret med en relativt begrænset vækst i atomkraft frem mod 2030.

TEGN PÅ EN ACCELERERET global opvarmning, stigende bekymring over hurtigere CO₂-udledning, bekymring omkring energiforsyningsikkerhed såvel som den potentielle omkostning ved fossile brændstoffer, når verdensøkonomien rejser sig igen, har imidlertid overbevist Goldman Sachs om, at der vil komme langt større fokus på atomkraft i de næste mange år. Sverige viste med vedtagelsen af sin ambitiøse energiplan for nylig en politisk vej, som formentlig vil inspirere en del andre lande. Planen indebærer, at man er indstillet på at forlænge atomkraftens æra, hvis private investorer tager risikoen. I takt med at de eksisterende reaktorer slides ned, vil det være politisk acceptabelt at opføre nye til erstatning. Vel at mærke uden nogen form for statslig støtte. De allerede lukkede reaktorer ved Barsebäck vil ikke kunne genstartes eller erstattes af nye. Vi står over for atomkraftens »anden tidsalder« i 2020-2030.

»Hvis regeringer og forbrugere mener det alvorligt med at gøre noget ved klimaforandringerne, så er det – medmindre vi oplever drastiske ændringer i adfærd – ikke til at komme uden om atomkraft som et nødvendigt, men ikke tilstrækkeligt middel til at kontrollere omfanget af udledte drivhusgasser,« skriver Goldman Sachs (GS) i en nylig analyse.

Der er i dag 439 atomkraftværker på kloden med en samlet kapacitet på 373 GW – hvilket dækker 15 pct. af verdens elproduktion. Idet GS forventer, at denne andel mindst opretholdes i 2030 kræver det, at den installerede kapacitet til den tid er 573 GW. I praksis betyder det, at der skal bygges mere end 300 atomkraftværker over de næste 20 år. Det vil hele værdikæden omkring atomkraft nyde godt af. Lige fra uranproducenter til selskaber, der forestår selve bygningen af reaktorerne.

GS fremhæver som særligt interessante selskaber *Areva*, *Exelon*, *Iberdrola* og *Fortum*. ■

Bilbranchens krise

■ SELV IKKE DE STÆRKESTE FÅR ET GODT ÅR

Bilproducenterne havde en gylden periode i 2003-2007, men de tider er forbi.

GOLDMAN SACHS (GS) VURDERER, at den globale bilefterspørgsel i de senere år har oversteget bæredygtige niveauer med 10-15 mio. biler, så nedskæringer i produktionen vil blive markant i forhold til toppen i 2007, hvor der globalt blev solgt 70 mio. biler. GS mener, at mange bilproducenter trods udbredt statsstøtte må dreje nøglen om, og 30-50 bilfabrikker over hele verden bliver lukket i den igangværende økonomiske krise.

GS forventer, at den globale bilproduktion reduceres med 16 pct. i år i forhold til sidste år. Størst ventes produktionsnedgangen at være i Vesteuropa med 25 pct., mens Nordamerika spås en nedgang på 18 pct. og Japan 7,5 pct. På den baggrund forventer GS, at indtjeningen i bilbranchen vil forblive presset med en forrentning af egenkapitalen på -5 pct. i forhold til +13 pct. i 2007.

En vigtig faktor for bilproducenters overlevelse er det aktuelle produktmiks og deres evne til at omstille sig til tidens krav og tendenser. Noget som *The Big Three* - General Motors, Ford og Chrysler - har været ekstremt ringe til i en årække. Fremtiden for netop disse tre afhænger i høj grad af, om staten tilvejebringer den nødvendige støtte. Og den får de sandsynligvis, idet bilproducenterne og den omkringliggende værdikæde i USA alene udgør 3 mio. mennesker. Noget for noget er imidlertid kravet – støtten gives kun under forudsætning af, at bilfabrikkerne omstiller produktionen til mere miljøvenlige biler - en anden vigtig faktor i bilindustrien i de kommende år.

Den globale opvarmning accelererer hurtigere end ventet, og den politiske fokus har aldrig været større, selv om pengeskasserne er slunkne for tiden. Toyota og Honda er foreløbig blandt de mest fremtrædende på den front blandt verdens største bilfabrikanter, og har dermed en større teknologisk erfaring end konkurrenterne. Den grønne tendens betyder også, at vi kan se en strukturændring blandt underleverandørerne i de kommende år i takt med stigende fokus på benzin-elektriske hybridbiler og rene eldrevne biler. Det vil ikke mindst indebære alliancer med de bedste batteriproducenter, og muligvis også forsyningsselskaberne.

Og så er der finanserne. Finanskrisen rammer i høj grad bilindustrien – og på flere fronter. Forskning og udvikling af mere miljøvenlige biler samt fortsat restrukturerings af bilfabrikkerne mod større effektivitet, bl.a. via investeringer i ny teknologi og nye produktionsanlæg, kræver penge for, at det enkelte selskab kan holde sig konkurrencedygtig. Finanskrisen gør det også vanskeligere for bilproducenterne at skaffe den nødvendige finansiering til forhandlerens lagerbeholdninger – hvilket allerede nu tvinger et stigende antal bilforhandlere til at dreje nøglen om. Og slutteligt er det naturligvis et problem, at køberne ikke blot er tyngt økonomisk af finanskrisen, men også at de har vanskeligere ved at låne penge til bilkøb, og må se friværdien i huset udhulet markant.

Toyota er den klart mest pengestærke af bilproducenterne, både opgjort i absolutte tal og i forhold til salget. Også Nissan står relativt stærkt. I bunden ligger GM, Ford og Chrysler. Men også den europæiske bilindustri, der tegner sig for 32 pct. af verdens produktion af personbiler, er hårdt trængt. Større fyringsrunder har allerede fundet sted over en bred kam, statsstøtte er givet til flere, og brancheorganisationen lobbyer kraftigt for en EU-pakke på 40 mia. EUR til europæisk bilindustri, hvilket dog foreløbig er blevet afvist af EU's konkurrencekommissær.

Udskilningsløb

Bilbranchen er i dyb krise, og færene vil blive skilt fra bukkene i dette og de næste par år. Fusioner og opkøb er også en sandsynlig tendens. Der er mange forhold, der spiller ind, når man skal forsøge at udpege vinderne på forhånd. Men noget tyder på, at Toyota, Nissan, Honda, Fiat, BMW og Porsche vil skille sig positivt ud – også når verdensøkonomien rejser sig igen, og støvet lægger sig. Det er imidlertid ikke ensbetydende med, at det er gode aktiekøb på nuværende tidspunkt, hvor indtjeningen året ud og formentlig også i 2010 vil presse indtjeningen. ■



Pharma – vær selektiv

■ MEDICIN UPÅVIRKET AF KONJUNKTURER

Aktier inden for pharma kaldes også defensive vækstaktier, og indgår derfor som et klassisk element i porteføljen i krisetider.

DET DEFENSIVE ISLÆT består i, at efterspørgselen efter farmaceuter er ret uberørt af, om økonomien går op eller ned. Og betegnelsen vækstaktier hænger især sammen med, at medicinalvirksomhederne løbende har en pipeline af produkter under udvikling, som har potentialet til at blive vigtige fremtidige drivere for selskabernes indtjening.

Et oplagt eksempel på en stærk medicinalaktie er Novo Nordisk – verdens største producent af insulin – der hidtil i kriseperioden har klaret sig fremragende. Men tiden er inde til at overveje reduktion af evt. positioner i Novo Nordisk. Selv hos dansk medicinalindustri stolthed vokser træerne ikke ind i himlen.

Men farmasektoren, der globalt omsætter for 800 mia. USD årligt, byder også på mange andre spændende muligheder. Som ved et hvilket som helst andet aktiekøb, skal man også ved pharma-aktier have de kritiske briller på. Der er flere vigtige forhold at fokusere på:

- Selskabet bør have et eller flere unikke produkter
- Er der truende patentudløb i horisonten? Og har selskabet i givet fald formået at gardere sig med en ny generation af produkter?
- Har selskabet en interessant pipeline? Og hvor langt er de forskellige produkter fra evt. godkendelse?
- Hvordan er selskabets vækstmuligheder?

Den seneste større nyhed i farmasektoren var verdens største medicinalproducent Pfizers køb af Wyeth for 68 mia. USD. Købet er Pfizers forsøg på at imødegå den svækkelse indtjeningen, der venter forude i 2011, når patentet på Pfizers absolutte største sællert, Lipitor, udløber i 2011. Det kolesterolsænkende præparat tegner sig med 10 mia. USD for ikke mindre end 25 pct. af Pfizers årlige indtægter. Sammenholdt med andre truende patentudløb er der lagt op til, at Pfizer i 2015 vil have en årlig indtægt 70 pct. lavere end i 2007 uden at have potentielle blockbusters i pipeline til at opveje tabet. Wyeth har imidlertid tilsvarende problemer. Dets to største præparater, Effexor (mod depression) og Protorix (mod kardialgi) udløber i hhv. 2010 og 2011. Til gengæld har Wyeth i pipeline en lovende udvikling af flere præparater mod Alzheimers med blockbusterpotentiale (årligt salg på 1 mia. USD). Samt en stærk position inden for vacciner, biologiske præparater, veterinær medicin og forbrugerprodukter – områder, hvor Pfizer ikke er godt repræsenteret.

Overordnet har opkøbet måttet stå skud for megen kritik og et udtryk for desperation fra Pfizers side. De tider er nemlig forbi, hvor mantraet »Big is beautiful« i pharmaindustrien også var opskriften på succes. For 20 år siden kunne de store selskaber med massiv markedsføring tjene enorme summer på præparater rettet mod relativt enkle sygdomme. Men dette område er mere eller mindre »udtømt« og derfor må forskerne i større omfang rette sig mod de mere komplekse sygdomme såsom Alzheimers, kræft osv. Og denne vanskeligere proces har udtynnet pipelines – det tager i sagens natur længere tid at finde de rigtige molekylersammensætninger til de mere komplicerede sygdomme – og det koster mere. Der er blevet langt mellem blockbusterprodukterne, der kan bære de store selskaber igennem og retfærdiggøre deres enorme udgifter til forskning og udvikling, en massiv salgskraft og meget store lønninger til topledelsen.

Det baner vejen for dels mindre specialiserede selskaber med langt lavere omkostninger, der fokuserer på præparater som er vanskeligere at kopiere – dels selskaber, som kan lave generiske kopier af præparater, hvis patent er udløbet, til ligeledes meget lavere omkostninger.

AstraZeneca

Megafusionen mellem Pfizer og Wyeth kan tænkes at udløse spekulation i en ny bølge af M&A-aktivitet (fusioner og opkøb) i medicinalindustrien. Danske Markets Equities valgte på den baggrund for nylig at opjustere anbefalingen på AstraZeneca fra Akkumulér til Køb. AstraZeneca er det selskab, der oftest nævnes som en potentiel overtagelseskandidat i sektoren (mulig køber er bl.a. GlaxoSmithKline).

Aktien er billig både i forhold til konkurrenter og medicinalbranchen som helhed, hvilket ikke er helt fortjent. Ganske vist udfordres flere af selskabets ledende produkter af generisk konkurrence og det bliver forstærket yderligere om tre år med visse patentudløb. Men generelt har selskabet en stærk produktportefølje (kræft, hjertesygdomme, mavesår, infektioner, neurologiske sygdomme, astma) og en stærk, bred pipeline med mange produkter i fase II og III. En risiko er naturligvis, at et eller flere af disse fremskredne projekter skuffer.

Actelion

Schweiziske Actelion er et eksempel på et mindre selskab med et meget lovende potentiale. Der er tale om et bio-medicinal selskab med en solid indtjening, og en solid balance uden behov for kapitaltilførsel. Størstedelen af indtjeningen kommer fra selskabets blockbuster, Tracleer, der modvirker for højt blodtryk i lungerne – og patentet udløber ikke før i 2015. Actelion har også en spændende pipeline med bl.a. tre produkter, hvis resultater fra den sidste kliniske fase III før godkendelsesfasen offentliggøres i løbet af 2. halvår 2009. Dertil kommer udviklingen af en mulig blockbuster, et nyt middel mod søvnløshed i samarbejde med GlaxoSmithKline – medicinalgiganten, som med en meget stor salgsorganisation har

mulighed for at sælge produktet globalt.

Goldman Sachs (GS) vurderer, at værdien af selskabets kontantbeholdning og eksisterende forretning alene indikerer en aktiekurs på 56. GS vurderer værdien af pipeline til 60 – og med en aktuel aktiekurs på 59 betyder det, at man får selskabets pipeline næsten gratis. GS har kurstarget i 113. Vær dog ved køb af denne aktie opmærksom på risikoen for, at CHF svækkes samt at de tre fase III produkter giver skuffende resultater. CHF er steget markant under krisen hidtil.

Teva Pharmaceutical

Et andet interessant selskab er Teva Pharmaceutical. Ganske vist ikke et selskab, der afviser tesen »Big is beautiful«, idet der er tale om verdens største kopiproducent. Men netop fordi der er tale om kopibranchen er der tale om langt lavere omkostninger. Selskabet har gode kort på hånden.

- I USA, hvor 2/3 af alle recepter går på kopimedien, har Obama-administrationen som et led i deres planer om en massiv sundhedsreform særlig fokus på kopimedien.
- Medicin for 24 mia. USD mister patent i 2009 – og Teva er klar. Selskabet har 145 ansøgninger hos myndighederne rettet mod produkter, der aktuelt sælges for 96 mia. USD årligt (heriblandt Pfizers Lipitor), som udløber i de nærmeste år.
- Teva har stordriftsfordele i produktionen, global produktion og den nødvendige know-how for relativt hurtigt at kunne bringe nye generiske kopier på banen.

Blandt risici kan nævnes produktionsproblemer, retssager omkring patenter og evt. styrkelse af USD. GS har kurstarget i 50 USD (aktuel kurs 19). ■

Hvad er et generisk produkt?

Et generisk medicinalprodukt er en identisk kopi af det originale varemærke, hvis patent er udløbet, og det har nøjagtig samme kvalitet, effektivitet og sikkerhed som originalproduktet. Et generisk produkt er en kemisk kopi af – og ombytligt med – det originale medicinalprodukt. De er bio-ækvivalente og terapeutisk ækvivalente. Det betyder, at de indeholder de samme aktive ingredienser, har samme doseringsformer og bruges på præcis samme måde. De er identiske i styrke og koncentration, og virker på samme måde i kroppen. De kan dog have en anden farve, facon og indpakning samt indeholde andre hjælpestoffer. Generiske produkter er langt billigere end originalproduktet, da udviklingsomkostningerne ikke afspejles i prisen.

Tobak og tændstikker står stærkt i krisetider

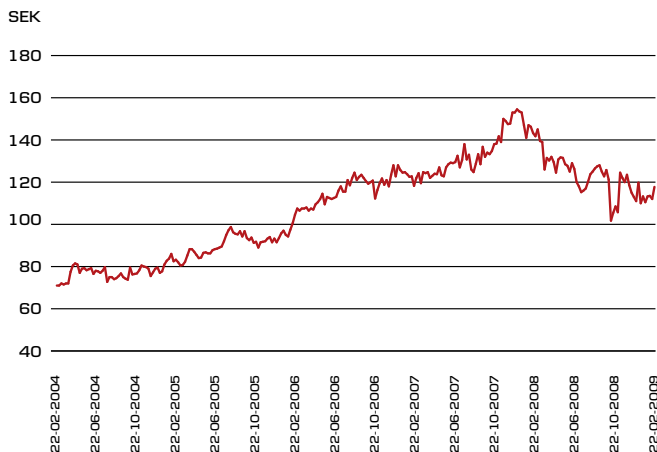
Swedish Match har hovedsæde i Stockholm og producerer snus, cigarer, pibetobak og andre tobakstyper samt lightere og er verdens største producent af tændstikker. Selskabet ejer flere aktiviteter i udlandet, blandt andet i Indonesien, hvor det har indgået et joint venture, der skal forbedre positionen i Sydøstasien.

Umiddelbart vil man sige, at selskab med et sådant produktsortiment er en klassisk defensiv aktie og dermed et godt valg i krisetider. Det er det også. Men netop denne aktie har også en imponerende væksthistorie bag sig til trods for, at tobak bliver stadig mindre trendy i den vestlige verden. Swedish Match har således givet et afkast på 300 pct. over de seneste 10 år, og det skal ses i forhold til det svenske hovedindeks, OMXS30, der har givet et negativt afkast på 16 pct. i samme periode.

Selskabet har de senere år og vil fortsat købe aktier tilbage for den overskydende likviditet og har gode muligheder for at hæve priser på flere af produkterne. Aktien handles på nøgletallet P/E (pris per indtjeningskrone) for 2009 med en rabat til de nærmeste konkurrenter, og aktien har ellers historisk været handlet til niveauer, der var højere end gruppen af rivaler, med rette.

Aktien har desuden en markant defensiv profil og holder ofte et stabilt niveau, når resten af markedet er særligt nervøst. Danske Markets Equities (DME) forventer, at indtjeningen vil stige 14 pct. om året fra 2009 til 2014, idet prispotentialet i Skandinavien altid er undervurderet. Bemærk valutarisikoen: SEK er svækket markant allerede, men forværring af krisen i Baltikum og Riksbanken muligvis på vej mod en nulrentepolitik, kan svække SEK yderligere.

DME fastholder sin Købsanbefaling på aktien og har et 12-måneders kursmål på SEK 167 per aktie.



KILDE: REUTERS



Verdens største supermarkeds kæde

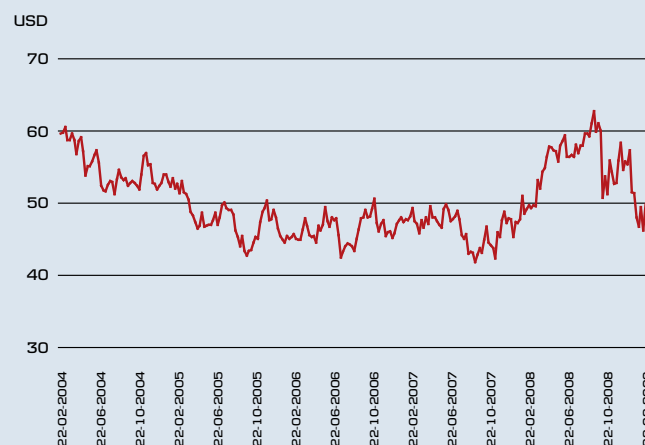
Wal-Mart er verdens suverænt største kæde af dagligvareforretninger med en omsætning i 2008 på over USD 400 mia. og markedsværdi på godt USD 185 mia. Med mottoet »everyday low prices« er Wal-Mart populært blandt lavindkomstgrupper, og den økonomiske afmatning i USA har givet yderligere gang i Wal-Marts salg af discount dagligvarer og selskabet erobrer markedsandele i et vanskeligt marked.

Godt 2/3 af Wal-Marts salg er i USA, men denne andel forventes at falde i takt med ekspansion udenfor USA. Således åbner Wal-Mart i omegnen af 200 nye forretninger om året og det er med til at sikre en fortsat fremgang i omsætning og indtjening.

Wal-Mart har altid formået at styre omkostningerne benhårdt. På trods af høj salgsvækst har man fortsat styr på distributionsomkostningerne og arbejdskapitalen. Dette vidner om en stærk ledelse og er meget vigtige egenskaber i den verden vi befinder os i netop nu.

Regnskabet for 2008 var generelt lidt bedre end forventet, og selskabets forventninger for 2009 lå inden for hvad aktiemarkedet havde forventet. Selskabets stærke balance og likviditet betyder, at Wal-Mart genstarter aktietilbagekøbet i løbet af 2009. Dette er et meget stærkt signal i en tid hvor mange selskaber kæmper »med penge til dagens drift«.

Risici ved investering i Wal-Mart er vigende salg i eksisterende forretninger og manglende omkostningsstyring. Goldman Sachs anbefaler køb af aktien og har et kursmål på USD 55 per aktie.



KILDE: REUTERS

Graferne viser kursudviklingen for de respektive aktier. Bemærk, at tidligere års kursudvikling ikke er en pålidelig indikator for den fremtidige kursudvikling. Bemærk ligeledes, at udsving i valutakursen kan påvirke afkastet på de udenlandske aktier.



Defensiv fødevareaktie i verdensklasse

Nestlé er en af verdens allerstørste fødevareproducenter. Sortimentet er bredt med stærke brands som Nestlé, Nescafé og Nestea – lige fra is og kager til øl og dyremad. Nestlé har mere end 276.000 medarbejdere fordelt på 480 fabrikker i 86 lande og regnskabet for 2008 viste en omsætning på godt CHF 110 mia.

Regnskabet indeholdt desuden stærke forventninger til 2009, hvor der forventes en salgsvækst på 5 pct. samt en forbedring i indtjeningen, blandt andet som følge af faldende omkostninger til råvarer. Med et stærkt »brand« i ryggen formår Nestlé at styre gennem den nuværende krise og selskabet er stærkt likviditetsskabende og videregiver penge til aktionærerne via aktietilbagekøb og dividende. Dette står i stærk kontrast til mange andre selskaber, der kæmper for at finansiere »dagen af vejen«.

Aktien handles til en P/E (prisen per indtjeningskrone) for 2009 til omkring 12, og aktien er ikke handlet til så lave niveauer siden 1990'erne. Risici ved køb af aktien er, at billigere private-label (no brand) produkter bliver fortsat mere populære, hvilket kan forventes i økonomisk svære tider, og det kan hæmme Nestlés salgsvækst. Selskabet har desuden en betydelig følsomhed over for udsving i den amerikanske dollar. Goldman Sachs har købt på aktien med kursmål på CHF 45.



KILDE: REUTERS

Husqvarna godt rustet til et opsving

Husqvarna er blandt de førende leverandører af værktøj til private og professionelle vedligeholdelse af udendørsanlæg såsom veje, parker, haver etc. Produktmæssigt drejer det sig bl.a. om vandingsudstyr, plæneklippere m.m. under navne som Gardena, Flymo og naturligvis Husqvarna.

Danske Markets Equities (DME) vurderer, at Husqvarna har en ekstremt fleksibel omkostningsbase, hvor op imod 80-90 pct. af omkostningerne er variable, hvilket sikrer en meget stærk mulighed for at navigere igennem vanskelige økonomiske tider. Ved indgangen af 2009 vurderes lagersituationen hos detailkunderne at være ekstremt lav, hvilket betyder, at et positivt skift i efterspørgslen meget hurtigt vil slå igennem hos selskabet.

En større del af Husqvarnas markeder er skabt af udskiftning af gam-

elt og slidt udstyr, hvilket sikrer et mere stabilt marked, også under de nuværende vanskelige økonomiske vilkår. Husqvarna vil via salg af have- og vandingsudstyr alt andet lige have glæde af et stabiliseret amerikansk husmarked, hvilket er en del af Danske Researchs forventning for 2009.

Risici ved investering i aktien er en fortsat forværring af globale konjunkturer herunder særligt husmarkeder, samt en styrkelse af den svenske krone overfor den amerikanske dollar. Den foreløbige svækkelse af SEK over for USD har været en fordel for Husqvarna, idet USA tegner sig for 44 pct. af selskabets omsætning. En svagere SEK øger konkurrenceevnen, men er til ugunst for investor med kort investeringshorisont. DME har en købs-anbefaling på aktien med et kursmål på SEK 55 per aktie.



KILDE: REUTERS



ØSTEUROPA UNDER PRES



■ SOLEN ER GÅET NED I ØST

Udsigten til en lang og dyb nedtur for de østeuropæiske økonomier forstærker uroen på de finansielle markeder.

DEN FINANSIELLE VERDEN var ganske udmærket klar over, at det stod skidt til på mange fronter i de øst- og centraleuropæiske lande. Men alligevel fik en rapport fra kreditvurderingsbureauet Moody's for alvor markedsdeltagerne til at rette blikket mod de økonomier, der har oplevet en voldsom omvæltning og vækst siden Jerntæppet forsvandt for snart 20 år siden.

Moody's konkluderede, at økonomierne i Central- og Østeuropa (CEE-landene) er gået fra en stærk økonomisk optur ind i en dyb og lang nedtur, der dermed eksponerer vesteuropæiske bankers forretninger i østeuropæiske banker – hvilket »præsenterer mulige påvirkninger af disses rating«. Denne udmelding var startskuddet til et massivt udsalg af østeuropæiske valutaer

og aktier, og der blev straks rettet fokus mod de mest eksponerede vesteuropæiske banker.

For mange lån i Central- og Østeuropa
Ekspansionen i CEE-landenes finanssektor de seneste par årtier har i stor udstrækning været drevet af, at de vesteuropæiske banker har været meget villige til at oprette datterbanker i regionen og stille midler til rådighed for et låneboom. Høj udlånsvækst er gået hånd i hånd med høj økonomisk vækst, men også med mere og mere synlige bobler på ejendomsmarkederne. Nu hvor der går hul på boblerne, og den globale økonomiske krise rammer CEE-landene, giver de afsmittende virkninger på eurolandene anledning til mildt sagt stigende bekymring.



» Det kommer til at gøre rigtig ondt i hele regionen. Og dermed følger betydelige finansielle og politiske risici, som man må håbe bliver indkapslet. For går det galt i ét land, er risikoen for, at det går galt i nabolandet stor.»

LARS CHRISTENSEN • CHEFANALYTIKER FOR EMERGING I DANSKE BANK



En del af lånene fra de vesteuropæiske banker til CEE-området ser ud til at være ydet på vilkår, der ligner de såkaldte subprime-lån i USA, dvs. at de har bygget på en antagelse om, at aktivpriserne – og især ejendomspriserne – fortsat ville stige eller i hvert fald aldrig falde. Desuden er mange lån ydet i euro eller schweizerfranc. Kombinationen af sammenbruddet i ejendomspriserne og en kraftig svækkelse af CEE-landenes valutaer betyder nu, at en stor del af de lån, der er ydet i CEE-området, ikke vil blive fuldt ud tilbagebetalt. Selv for lån, der bygger på en solid kreditvurdering, vil der være en kraftig stigning i misligholdelserne som følge af krisen.

Krisen i Øst repræsenterer store potentielle risici for østlandene og EU-samarbejdet. Flere østlande har således en reel risiko for en

statsbankerot. Der er stor risiko for kollaps af deres finanssystemer, investorerne flygter og ingen vil låne dem penge. Staterne har altid muligheden for at udstede obligationer og derved låne penge af markedet, og skaffe kapital til redningspakker og finanspolitiske indsprøjtninger. Men ingen står i kø for at købe statsobligationer i et land med så store strukturelle problemer og en vakkelvorn valuta.

Hvem skal nu betale?

De østeuropæiske lande er med andre ord afhængige af udlandets nåde. Dvs. for EU-medlemmernes vedkommende er det de vesteuropæiske medlemslande, der må bejles til – og det stiller solidariteten i EU på en hård prøve. Alle EU-lande har deres egne problemer at slås med i den værste økonomiske krise siden 2. verdenskrig, og at man nu skal til at hjælpe andre lande ud af selvforskyldte problemer, er svært for de respektive landes regeringer at retfærdiggøre over for vælgerne, der oplever en eksplosiv stigning i ledighed og virksomhedskonkurser.

Sagen er jo også, at det er umuligt at lave fordelingsneutrale hjælpepakker. Sveriges store banker Swedbank og SEB samt den skandinaviske storbank Nordea har ifølge centralbanksamarbejdet BIS udlån svarende til næsten 650 mia. kr. til især de baltiske lande samt Polen og Rusland. For den østrigske banksektor er situationen endnu værre. Således svarer den østrigske banksektors udlån til Østeuropa til 70 pct. af landets BNP. Men også tyske, italienske og belgiske banker har mange milliarder euro i klemme i øst. Og i forvejen er Europas banksektor generelt tyngt hårdt af tab på finanskrisen.

Lars Christensen er chefanalytiker for Emerging Markets i Danske Bank og advarede i adskillige analyser tilbage i 2006-2007 om, at det kun var et spørgsmål om tid, før dele af Østeuropa, især Baltikum, kollapsede.

»Det her kommer til at gøre rigtig ondt i hele regionen. Og dermed følger betydelige finansielle og politiske risici, som man må håbe bliver indkapslet. For går det galt i ét land, er risikoen for, at det går galt i nabolandet stor. Det er nødvendigt, at EU kommer på banen. Det bedst tænkelige er en koordineret indsats fra EU-Kommissionen og ECB.»

Der er ingen vej udenom. De mest velbeslædede EU-borgere må i sidste ende til lommerne, dvs. de ”gamle” EU-lande. Men det vil bestemt ikke ske uden sværdslag.

Ingen vil låne til Øst

Centralbanksamarbejdet BIS vurderer, at alene bankerne i eurozonen i 2008 havde udestående for over 8.700 mia. kroner i Østeuropa. Bankerne i eurolandene reagerer naturligt nok på den stigende risiko i CEE-regionen med et kraftigt fald i udlånsvilligheden. En betydelig del af gælden i CEE-landene er kortfristet, hvilket gør det endnu mere sandsynligt, at vi vil se et stort dyk i långivningen. Det øger presset på regionen. Danske Analyse venter, at faldet i udlånsvilligheden vil være mest udtalt i de lande, hvor de økonomiske udsigter er mest dystre. Der bliver altså sandsynligvis ikke tale om et homogent fald i udlånene til CEE-landene, men snarere en meget kraftig kreditflugt fra de mest sårbare lande. De økonomiske udsigter efter Danske Analyses vurdering dårligst i de baltiske lande og i Bulgarien, Rumænien og Ukraine, hvor der er risiko for et fald i BNP på 10 pct. eller derover. Udsigterne ser bedst ud for Tjekkiet.

Da bankerne i alle de vesteuropæiske lande er dækket af statslige garantier, må det ventes, at hvis der opstår store tab for bankerne, så vil en betydelig del heraf ende som øget offentlig gældsætning.

Der er stigende bekymring for, hvordan tabene i CEE-regionen vil påvirke holdbarheden af de offentlige finanser i de mest udsatte vesteuropæiske lande. Rentespændene på statsobligationer i forhold til Tyskland kørte betydeligt ud i efteråret, i takt med at subprimemekrisen eskalerede, og de er steget yderligere i begyndelsen af 2009 – især for ØMU-lande som Spanien, Grækenland og Italien – hvilket har skabt bekymring over euroens fremtid og de hårdest trængte medlemslandes muligheder for at udstede statsobligationer til rimelige markedsrenter.

2009 bliver året, hvor både EU- og ØMU-samarbejdet skal teste medlemslandenes solidaritet til det yderste. En situation, hvor solidariteten udebliver, er der ingen, der tør tænke på. ■

Hovedanbefalingen er stadig korte obligationer

■ KRISE PRESSER RENTERNE

Udsigt til yderligere fald i de korte renter. Køb kort, men overvej lange realkreditobligationer.

STIGENDE RISIKOAVERSION, en stadig strøm af elendige økonomiske nøgletal, manglende effekter af de mange massive redningspakker og den fortsatte krise i finanssektoren – som nu i Europa ikke just bliver bedre af østlandenes krise – peger på, at et økonomisk op-sving med tilhørende inflationspres bestemt ikke er lige om hjørnet. Dette kombineret med signaler fra ECB om yderligere rentenedsættelser (vi fik én for nylig) har udløst lavere renter over de seneste par uger. Markedet forventer nu stort set på linje med Danske Bank, at ECB-renten når 1 pct. i løbet af 2. kvartal. I Tyskland er den lange rente faldet mere end den korte. Det skyldes formentlig et ekstra nedadgående pres fra faldet i de lange amerikanske renter, samt en søgen efter sikker havn blandt europæiske statsobligationer.

Obligationsanalytikerne i Danske Bank vent-ter, at der både i Tyskland og Danmark er plads til yderligere rentefald i den korte ende af statskurven, efterhånden som Nationalban-ken og ECB sætter renten yderligere ned. Den lange ende af kurven har mindre potentiale for rentefald.

Som udgangspunkt fastholder vi derfor vo-res hovedanbefaling om, at købe 2-5 årige ob-ligationer. For den mere spekulative investor er 30-årige realkreditobligationer – 6-41 og 7-41, begge med afdrag – også en mulighed, der er værd at overveje, da begge obligationer

giver et godt horisontafkast. Risikoen er, at de lange renter falder og igangsætter massive kon-verteringer fra 7-41 til 5-41. Kursen på 7-41 er allerede over 100, hvorfor det er en åben-lys risiko, at låntager vil benytte sin ret til før-tidsindfrielse til kurs 100, hvis 5-41 når et me-re attraktiv kursniveau for låntagerne end det aktuelle 94,5. En anden risiko for 7-41 er, at de korte renters fald, har bevirket en stejling af rentekurven på det seneste, som nu gør FlexLån F1 til en mulig konverteringsmulig-hed for en del låntagere med 7-41. Hvis man har mod på 30-årige realkreditobligationer er 6-41 aktuelt den mest interessante.

De mere eksotiske anbefalinger

Grundlæggende har TRY (tyrkisk lira) klaret sig fornuftigt i det seneste par måneder, mens Østeuropa har været under stærkt stigende pres. Det har specielt været forventninger om rentenedsættelser, faldende inflation og styr-ke USD, der har holdt TRY »stabil«. Men på grund af den forværrede situation i Østeuro-pa anbefales det også at sælge eventuelle be-holdninger af TRY-obligationer.

Vi gentager også salgsanbefalingen på PLN og HUF. Endelig anbefaler vi, at kunderne af-holder sig fra investering i SEK, der kan kom-me yderligere under pres, hvis Riksbanken er på vej mod en nulrente-politik og problemer-ne for specielt de Baltiske lande tager til. ■



Grundlæggende har TRY (tyrkisk lira) klaret sig fornuftigt i det seneste par måneder, mens Østeuropa har været under stærkt stigende pres. Men på grund af den nu kraftig forværrede situation i Østeuropa anbefales det også at sælge eventuelle beholdninger af TRY-obligationer.

Ekstraordinær nedsættelse af mindsterenten?

Det faldende renteniveau trækker mere og mere i retning af en ekstraordinær nedsættelse af mindsterenten. For at mindsterenten nedsættes til 2 pct. ved en ekstraordinær ændring af mindsterenten, skal referencerenten i 10 på hinanden følgende børsdage, kvoteres under 3,41 pct. - dvs. mere end én procent under referencegrundlaget for den seneste fastsættelse. En evt. nedsættelse til 2 pct. vil så træde i kraft yderligere 10 børsdage efter.

Situationen betyder, at der mangler købere til 2%-udstedelser med længere løbetid, da der jo er en risiko for, at der kan komme nye udstedelser i dette segment, hvilket vil trykke kursen. Omvendt betyder det også, at man nu får nogle markante merafkast på de længe-

re 2%-papirer i forhold til de kortere 2%-papirer. Således bliver man præmieret med næsten 1%-point ekstra i en 2% RD 2016 frem for at købe 2%-2011 (regnet som effektiv rente efter skat).

Det er i øvrigt værd samtidig at understrege, at kreditforeningerne næppe over en bred kam vil iværksætte store udstedelser af 2%-obligationer, selv om muligheden skulle opstå med en nedsættelse af mindsterenten. Det skyldes, at der er en risiko for, at mindsterenteniveauet ikke holder ret længe, og derfor risikerer man at ende med små, illikvide serier.

I det lys understreges det attraktive prisniveau for de længere 2%-papirer, hvis man har tidshorisonten til dem.

Kreditmarkedet

Kreditmarkedet har været under pres på grund af de stigende problemer i CEE-landene (Øst- og Centraleuropa), og Moody's rapport omkring risikoen i de store vesteuropæiske banker som følge af deres eksponering mod CEE-landene.

The High Yield CDS Index, iTraxx Crossover er kørt ud til 1160 bp fra 1070 bp. siden Moodys rapport og til nu. Dette indeks indikerer begge - på baggrund af en ligevægtet kurv af 50 obligationer udstedt af virksomheder med de respektive ratings - hvor meget det koster at forsikre sig mod misligholdte betalinger på obligationerne over en

fem-årig periode.

The iTraxx Senior Financial Index Europe består tilsvarende af 25 europæiske finansielle institutioners obligationsudstedelser og fortæller, hvor meget det koster at forsikre sig mod default på disse over en fem-årig periode. Også her er der set en stigning siden Moodys rapport til 178 til 207 ved redaktionens slutning.

Til trods for den dårlige stemning mht. bl.a. finanssektoren og den økonomiske udvikling, så er markedet for *Investment Grade* obligationer i god form, hvilket kan ses ved en høj udstedelsesaktivitet. Udstedelsen satte med over 50 mia. EUR rekord i januar.

High Yield kreditobligationer anbefales fortsat

High Yield kreditobligationer anbefales fortsat som en attraktiv investering for risikovillige investorer med en tidshorisont på mindst fem år. Aktuelt er merrenten på disse obligationer, hvor udstederen har en væsentlig dårligere kreditrating end udstederne bag *Investment Grade* obligationer, 15,3 pct. i forhold til statsobligationer med samme løbetid på fem år.

Det store rentespænd er naturligvis udtryk for, at netop disse obligationer er behæftet med en særlig høj risiko i den aktuelle økonomiske og finansielle krise. Foreløbig er defaultraten - dvs. andelen af udstedere, der ikke kan betale deres lån tilbage - steget fra 4 pct. i december til 5 pct. i januar, men kreditvurderingsbureauet Moody's venter, at raten vil være 15 pct. for 2009 som helhed.

Hvor mange virksomheder, der defaulter på deres gæld inden for en fem-årig tidshorisont afhænger naturligvis af, hvor dyb og langvarig krisen bliver. Historisk set bød den værste fem-årige periode nogensinde på en akkumuleret default rate på 44 pct. Antag nu en tankegang af dette niveau samt, at recovery rate ligeledes bliver det vær-

ste niveau nogensinde med 27 pct. - dvs. obligationsinvestorerne modtager i snit, hvad der svarer til 27 pct. af obligationsgælden, når konkursboet er gjort op efter en virksomheds default. Selv under disse forudsætninger vil investor efter fem års forløb kunne notere et merafkast i forhold til fem-årige statsobligationer på 7,7 pct. årligt.

Det kan naturligvis ikke udelukkes, at den aktuelle krise bliver værre end depressionen i 30'erne. Men der kræves en defaultrate på 68 pct. (fortsat antagelse om recovery rate på 27 pct.) før High Yield kreditobligationerne ikke giver mere end statsobligationerne. Og en krise, der fører til det resultat, må - selv med de mest pessimistiske briller på - anses for urealistisk i lyset af de massive bestræbelser fra centralbanker og regeringers side verden over på, at normalisere finanssystemet og stimulere økonomierne.

High Yield kreditobligationer anses derfor stadig for at være en særdeles attraktiv investering, men det må anbefales, at investeringer finder sted via investeringsforeninger - f.eks. *Merchant Invest Globale Kreditobligationer* - og de bør kun udgøre en mindre del af porteføljen, 5-10 pct..

SIDST IND

– FØRST UD AF KRISEN

■ KINA I KRISE

Forestillingen eller måske snarere håbet om, at Kina kunne afkobles fra den vestligt udsprungne økonomiske krise, og dermed være en stødpude, der kunne mindske den globale nedtur, holdt ikke stik.

DEN KINESISKE ØKONOMI er nok blevet stor, stærk og fremadstormende. Men det har ikke været nok til at forhindre, at den økonomiske nedsmeltning i de vestlige økonomier, har ramt Kina og den øvrige del af Asien.

Tidligere var det mest fremherskende synspunkt, at USA, hvor nedturen startede, også ville være det første land, der rejste sig. I dag hælder flere og flere analytikere til, at det meget vel kan blive de asiatiske markeder med Kina i spidsen, der først vrister sig fri af krisen og dermed giver en hjælpende hånd til verdensøkonomien.

»Vi har aldrig troet på myten om, at Kina kunne afkobles fra krisen. Men den krise, vi ser i Kina og andre lande i Asien, er af en anden karakter. Mens USA og en række andre vestlige økonomier er ramt af en strukturel krise, der tager længere tid at komme ud af, så er krisen i Emerging Markets primært af mere cyklisk karakter, som er hurtigere at komme ud af,« forklarer Devan Kaloo, der er leder af Global Emerging Markets hos Aberdeen Asset Management,

der blandt andet er porteføljemanager for Danske Invest Global Emerging Markets.

Hård landing

Men lige nu er det en kendsgerning, at Kina og Asien er ramt af krisen. I sidste kvartal af 2008 faldt Kinas BNP til det efter kinesiske forhold meget lave niveau 6,8 pct. Der er tale om en hård landing.

Selv om kineserne har oplevet ét markant velstandsløft, har selv de ubegribeligt mange kinesere med flere penge på lommen ikke kunnet aftage de varer, som de vestlige forbrugere ikke længere efterspørger. Det har ramt eksporten hårdt, fabrikker er lukket, og estimerer peger på, at foreløbig 20 millioner kinesere er sendt ud i arbejdsløshed på grund af krisen.

Der er ingen tvivl om, at den kinesiske regering tager situationen særdeles alvorligt. Der er lanceret store hjælpepakker, der skal være med til at sikre jobs, der kan erstatte dem, der går tabt på grund af faldet i eksporten. Ikke desto mindre tegner ok-sens år 2009 til at blive en meget svær periode, hvor også de asiatiske virksomheders indtjening vil komme under pres på grund af faldet i eksporten og et indenlandsk forbrug, der vil være negativt påvirket af stigende ledighed.

Usikkerheden på kort sigt er relativt stor, men vurderingen fra Aberdeen Asset Management er, at man vil se de første tegn på en bedring i andet halvår af 2009. Og i hvert

fald på lidt længere sigt vil investeringer i Emerging Market være særdeles attraktive, lyder vurderingen. Ikke mindst sammenlignet med investeringer i de mere udviklede økonomier.

»De meget kraftige kursfald, vi har oplevet på Emerging Markets gør, at tidspunktet for at investere ikke bliver meget mere fordelagtigt. Der er mange veldrevne virksomheder, der er kraftigt undervurderet. Det vil markedet finde ud af på et tidspunkt. Den enorme befolkning i Kina og den voksende middelklasse generelt i Asien udgør et kæmpe indtjeningspotentiale for en lang række af virksomheder,« siger Devan Kaloo.

Som et eksempel på det voksende forbrug, overhalede kineserne i januar amerikanerne, når det gælder køb af fabriksnye biler. Ganske vist på et tidspunkt, hvor de amerikanske forbrugere sidder på pungen. Men alligevel et eksempel på, at Kina har fået en købestærk middelklasse.

Vækst gavner ikke alle

Devan Kaloo understreger, at selv om han overordnet ser positivt på udviklingen i Emerging Markets i Asien, så betyder det ikke, at alle aktier vil stige fremadrettet.

»I de 15-20 år vi har beskæftiget os med investeringer i Emerging Markets har vi konstateret, at stærk økonomisk vækst ikke nødvendigvis afspejler sig i, at alle typer af aktier stiger. I nogle tilfælde har vi set den modsatte sammenhæng,« siger han.

»Hold fokus på de veldrevne virksomheder, der præsterer vækst, og historisk har givet afkast til aktionærerne,« lyder anbefalingen ■

20

estimeret antal kinesiske arbejdsløse pga. krisen (mio.)

» De meget kraftige kursfald, vi har oplevet på Emerging Markets gør, at tidspunktet for at investere ikke bliver meget mere fordelagtigt.«



POLIFOTO

Overgangen fra rendyrket planøkonomi til en betydelig grad af kapitalisme og frie markeds kræfter har på få år skabt voldsomme forandringer i verdens folkerigeste nation på godt og ondt.

Kina satser på innovation

■ KINA HAR STORE AMBITIONER

EFTER AL SANDSYNLIGHED overhalede Kina sidste år Tyskland, som verdens tredjestørste økonomi efter USA og Japan. Det er uomgængeligt, at Folkerepublikken Kinas skifte fra rendyrket planøkonomi til økonomi med både kommunistiske og kapitalistiske tendenser har været en succes med to cifrede årlige økonomiske vækstrater.

Målt per indbygger er den kinesiske økonomi dog fortsat beskedent. Og der skal fortsat høje vækstrater til for at sikre økonomisk fremgang for kineserne. De kinesiske ledere er udmærket klar over, at udviklingen i den kinesiske velstand er afhængig af, at riget på sigt kan tilbyde mere end billig arbejdskraft, billige råvarer og produktionsfaciliteter, der til sammen har gjort Kina til hele verdens fabriksland.

Et eksempel på, at Kina arbejder målrettet på, at velstanden skal komme fra mere end rygende skorstene er fokus på mulighederne inden for IT. Indien er i dag verdens førende land, når det gælder om at håndtere outsourcing af IT fra de udviklede lande. Men kineserne vil også have deres del af kagen.

Den kinesiske regering vedtog 2. februar i år en lov, der tilbyder skattefordele og tilskud til outsourcing-firmaer i 20 forskellige byer i landet. Det har givet bekymrede miner i den indiske IT-outsourcing industri. Ganske vidst beroliger en ny rapport fra McKinsey med, at Kinas IT-industri er for fragmenteret, og at Kina mangler uddannede ledere til at kunne konkurrere med Indien. Men Pramod Bhasin, adm. direktør for Genpact, der er et af de største IT-outsourcing firmaer i Indien, er nu alligevel bekymret.

»Når kineserne beslutter sig for noget, så gennemfører de det, og de plejer at gøre tingene meget bedre end den indiske regering,« har han udtalt.

Næststørst på innovation

Kina poster i disse år enorme midler ind i innovation. I 2006 overhalede Kina verdens næststørste økonomi Japan, når det gælder investeringer i innovation. Ifølge OECD kom de samlede kinesiske investeringer i innovation op på 762 mia. kr. i 2006. Dirk Pilat, der er leder af OECDs division for videnskabs- og teknologipolitik, har kaldt de kinesiske investe-

ringer og antallet af ansatte for lamslående.

På trods af Kinas satsning på innovation, så vil de fleste danskere dog formentlig have svært ved at nævne navnet på bare et enkelt kinesisk produkt navn. Men med et gigantisk hjemmemarked og lave produktionsomkostninger har kineserne et godt udgangspunkt for at erobre verden med mere sofistikerede produkter.

Når det er sagt, så er det særdeles vanskeligt at skabe globale brands. Og for kineserne bliver det ikke nemmere, fordi brandet »Made in China« klæber til billigere produkter. Men der er genveje, om end de er beko-stelige, som da den førende kinesiske PC-producent Levono indgik en historisk aftale i 2005 med købet af IBMs Personal Computing Division.

Hvis det for alvor lykkes kineserne at få hul igennem til forbrugere uden for Kina med egne mærker, eksempelvis biler, vil det naturligvis være en kæmpegevinst for Kina fremadrettet, der på grund af den enorme arbejdskraft både kan få gevinsten af billig produktion og de større avancer, der kan hentes i produkter højest oppe i fødekæden. ■

BØRSKRÆKKENES

Tulipmania

I slutningen af 1500-tallet blev tulipaner bragt fra Tyrkiet til Holland. I de følgende årtier blev tulipaner meget populære blandt overklassen i især Tyskland og Holland, og priserne på tulipanløg nærmest eksploderede. Folk begyndte at købe tulipaner for lånte penge, og almindelige mennesker fra alle dele af forretningslivet begyndte at investere i tulipanløg. Og et bundt tulipanløg blev anset som en passende medgift for bruden.

For et enkelt tulipanløg af en sjælden variant var prisen for et enkelt løg: 24 vognlæs korn, otte svin, fire køer, fire tønder øl, 1000 pund smør og et par tons ost.

Men i efteråret 1636 begyndte tvivlen at brede sig om tulipanernes sande værdi. Og en panikstemning bredte sig meget hurtigt, boblen bristede, og priserne styrtedykkede. Mange opdagede, at deres formue bestod af overbelånte tulipanløg, som pludselig ikke kunne sælges videre. En bølge af konkurser skyllede ind over Holland og sendte landet i en depression, det tog mange år at overvinde. ■

South Sea-boblen

The *South Sea Company* blev oprettet i 1711, og selskabet påtog sig at hæfte for 10 millioner pund af den britiske statsgæld mod til gengæld at få 6 pct. i rente - og monopol på at sælge afrikanske slaver til alle amerikanske kolonier samt al handel med den spanske kolonimagt i Latinamerika, hvor der efter sigende var enorme guld- og sølvminer og forekomster af ædelstene.

Den første aktieudstedelse blev revet væk, og blev hurtigt fulgt op af flere. Det gik så godt, at The *South Sea Company* i 1719 overbød Bank of England og påtog sig yderligere 31 millioner pund af den nationale gæld mod yderligere rentebetalinger, og hæftede nu for 80 pct. af den britiske statsgæld.

Det hele var baseret på forventninger - ingen tog synderlig notits af, at det var begrænset, hvad selskabet *ville* kunne tjene på de »uudtømmelige« miner. Den spanske kolonimagt tillod kun ét engelsk skib om året, og krævede ovenikøbet en fjerdedel af al profit og fem pct. af omsætningen mod til gengæld at købe slaver fra the *South Sea Company*.

Men det var i tidens ånd, at handle aktier stort set udelukkende på forventninger - og ikke tidligere resultater og indtjening. Der var et stigende antal selskaber, som gik på børsen udelukkende med planer, idéer og forventninger til fremtiden - men uden nogen aktiv bagvedliggende forretning. De højtravende idéer gik lige fra planer om at genindvinde solskin fra grøntsager til kunsten at udvinde sølv fra bly. Regeringen var opmærksom på problemet med disse bobler, og forbød 104 selskaber med højtflyvende planer i juni 1720.

Trods forbudet mod de eksisterende selskaber blomstrede nye op hver dag, og aktiekurserne tordnede opad - ikke mindst på The *South Sea Company*.

Ledelsen i The *South Sea Company* var udmærket klar over, at aktiekursen afspejlede forventninger, der aldrig kunne opfyldes. Så de begyndte at sælge ud af deres egne aktier i sommeren 1720, da kursen var 1050, og scorede astronomiske gevinster. Men da det kom frem i offentligheden bredte panikken sig lynhurtigt. Aktiekursen styrtedykkede 85 pct. på tre måneder. ■

Wall Street 1929

Krakket i Wall Street i 1929 var afslutningen på en flerårig aktiefest, der startede i midten af 20'erne på et sundt grundlag. Optimismen var stor i efterkrigsperioden, industrialiseringen holdt sit indtog, og der var solide økonomiske vækstrater. Troen på en stor fremtid fik efterhånden store dele af den brede befolkning til at sætte penge i aktier. Milliarder af dollars blev investeret i aktiemarkedet, og stigende udbredelse af de såkaldte margin-spekulationer satte ekstra fart i den stigende trend.

Der blev ikke gjort noget fra centralbanken eller regeringen, som kunne medvirke til at få luften til at sive langsomt ud af ballonen, og bringe kurserne ned på et mere realistisk niveau. Og denne passivitet var reelt et udtryk for den fremherskende ånd i politik dengang, ikke blot i USA, men også i mange andre lande. Adam Smiths *laissez faire*-filosofi var populær. Jo mindre regeringen blandede sig i markedsmekanismerne, jo bedre. Og det blev også overført på aktiemarkedet, selv om politikere og økonomer anede, at noget var galt. Men ingen ville risikere at udløse et krak med iværksættelsen af tiltag, der skulle forhindre det.

Den 29. oktober 1929 bristede boblen. På denne »*Black Thursday*« faldt Dow Jones indekset med 12,9 pct. på en enkelt dag. Og panikken bredte sig i den efterfølgende periode. I løbet af to uger faldt indekset med 35 pct. Nedturen fortsatte de næste to år, indtil bunden blev nået i sommeren 1932. Da var indekset faldet knap 89 pct., og landet befandt sig i en dyb depression. ■

HISTORIE

Markederne drives i betydeligt omfang af psykologi og irrationalitet – lige fra politiske beslutningstagere og regulerende myndigheder til professionelle og private investorer. Det har historisk ført til store krak – det seneste er ikke det sidste.

Det japanske skrækscenario

Japan var efter 2. verdenskrig trængt helt i knæ, men formåede at rejse sig i de følgende årtier med forbløffende hast. Mellem 1955 og 1990 blev priserne på jord 70-doblet og aktiekurserne 100-doblet. Op gennem 80'erne var de største japanske selskaber hver for sig mere værd end alle deres amerikanske konkurrenter tilsammen. Og japanske golfbaner var mere værd end værdien af alle aktier på den australske børs.

Det var en udbredt antagelse, at det tætte samspil mellem regering og erhvervsliv kunne fastholde væksten. Men luften begyndte at gå ud af ballonen, da store jordbesiddende selskaber begyndte at anvende den bogførte værdi af deres jord til at købe aktier for – og brugte aktierne som sikkerhed til at købe sig ind i bl.a. amerikanske aktiver og selskaber.

Den japanske banksektor var i høj grad medvirkende til at skabe boblerne i aktie- og ejendomsmarkedet. Op gennem 80'erne gav de ofte lån til især virksomheder imod pant i fast ejendom til meget opskruede priser. Dette er en væsentlig del af forklaringen på, at bankerne endte med en stor byrde af dårlige lån – som også hang sammen med de mange krydsejerskaber mellem Japans finanssektor og erhvervslivet.

Omkring 1989-90 startede kollapse på de japanske markeder for ejendomme, jord og aktier. Regeringen og centralbanken formåede kun alt for langsomt at imødegå kollapse, og resultatet blev et chok for forbrugere og virksomheder. Nikkei-indekset toppede i knap 40.000 – i dag er det omkring 7.000. ■

IT-boblen – forventningen om en ny verden

IT-boblen bristede i april 2000 på »*Turbulent Tuesday*« hvor Nasdaq-indekset med de mange IT-aktier faldt 13,6 pct. – mere end Wall Street i 1929. Det rejste sig dog i løbet af dagen, men startskuddet var givet til en større nedtur med flere dage med kursfald på 6-10 pct.

En forklaring på IT-aktiernes optur var, at alt hvad der havde med IT at gøre blev vurderet som noget epokegørende, der ville skabe en revolution for økonomien og danne grundlaget for hidtil usete vækstrater. Flyindustrien har også ændret verden på dramatisk vis, men det har ikke været pengemaskiner for flyselskaberne – det er kun få, der har overlevet. Dem der har vundet på de revolutionerende opfindelser er ikke investorerne – men derimod forbrugerne. Baggrunden er, at uanset om en virksomhed har haft en stor fordel fremfor konkurrenterne, så bliver konkurrencen lynhurtigt så hård mellem virksomhederne, at indtjeningen begrænses – og det sætter sine grænser for stigningen i aktiekurserne.

Under alle omstændigheder så var IT-boblen et skræmmende eksempel på, at markedets forventninger til informationsteknologiens muligheder var skruet op på et niveau, som var helt ude af proportion med virkeligheden. Nedturen varede fra foråret 2000 til foråret 2003. ■

Finanskrisen 2007-?

Her var der ikke tale om en decideret aktiebobbel. Faktisk var den samlede kursværdi af aktierne i 2007 kun på det halve af niveauet i 2000. Men alligevel var det igen grådigheden, der fik lov at løbe løbsk, understøttet af en alt for lempelig pengepolitik for at dæmpe tømmermændene efter det *forrige* grådighedssymptom, IT-boblen. Pengene blev anvendt til spekulative investeringer i stort omfang, og det medførte bl.a. eksploderende ejendomspriser over hele kloden, men i høj grad også, at alle mulige obligationstyper blev sendt højt op i kurs og rentespændene indsnævret til historisk lave niveauer i forhold til sikre statsobligationer.

De finansielle instrumenter spillede en stor rolle. Med brug af disse blev kreditrisikoen på ikke mindst de amerikanske boligejere med den ringeste økonomi sendt ud i verden, og den samlede gearing var enorm. Men det kunne ingen, inklusive verdens centralbanker, politikere og finansielle tilsynsmyndigheder, gennemskue, fordi instrumenterne var så komplekse og ikke fremgik af finansaktørernes balanceopgørelser. Og da vækstfesten fik en ende, så raslede ejendomspriserne ned, og betalinger på obligationerne udeblev. Dermed var det pludselig ikke gevinsterne, der var gearede, men tabene. Og så havde vi balladen.

De nævnte eksempler på menneskelig grådighed og irrationalitet er langt fra de eneste. Der er mange flere. F.eks. panikken i 1873, 1901 og 1907. Oliekrisen i 1973-74. Black Monday i 1987. Kriserne i Asien og Rusland i 1997-1998.

Ikke alle krak efterlader kun dårlige minder. En revolutionerende teknologisk udvikling er nogle gange startskuddet til en bobbel. Og når den er bristet og støvet lægger sig, viser der sig en værdifuld viden og teknologi, som på sigt bliver en stor gevinst for samfundet. Som f.eks. informationsteknologien og jernbanerne. Men ikke denne gang. Denne bobbel efterlader kun enorme gældsposter og økonomisk ragnarok, hvis eftervæer vi må kæmpe med i mange år. ■

AKTIEKØB MED SIKKERHED



■ KØB CALL-OPTIONER

Afventer du det rette tidspunkt at købe aktier på? Køb call-optioner på enkeltaktier eller indeks og kend din risiko på forhånd.

I STEDET FOR AT INVESTERE direkte i aktier med risiko for at hele beløbet i teorien kan tabes, er det muligt at investere med begrænset risiko. På det danske marked samt adskillige udenlandske markeder, er det muligt at købe rettigheder, call-optioner, til at købe en bestemt aktie eller indeks til en på forhånd aftalt kurs.

Vi kommer jo ikke uden om det. Usikkerheden og de dårlige nyheder ligger stadig som en tæt tåge over de finansielle markeder, og det er svært at mobilisere en fast overbevisning om, at vi nu har ramt bunden.

Markedet er ganske vist faldet 40-50 pct. fra et niveau, som egentlig ikke var udtryk for markant overvurderede aktier. Og der er gjort meget for at puste liv i økonomierne og bankerne, hvor sidstnævnte er denne krises Achilleshæl. Men samtidig er der en lang række forhold, som gør, at denne krise vil tage tid at komme ud af – ikke mindst den seneste udvikling i Irland og Østeuropa. Det trækker op til et decideret kollaps i flere lande, og det vil ramme vesteuropæiske banker og EU som helhed hårdt, og det vil ikke virke opløftende for stemningen på aktiemarkedet.

Hvis man er blandt de aktive aktieinvestorer, har man formentlig brændt fingrene alvorligt på den foreløbige krise. Hvis man derfor tøver med flere direkte aktieinvesteringer i det uigennemsigtige marked, er det forståeligt. Derfor kan køb af call-optioner overvejes, da risikoen som nævnt er begrænset.

Sådanne købsrettigheder til et bestemt aktiv bruges f.eks. af en landmand, der kontakter Foderstof Kompagniet og aftaler, at han kan få leveret (hvis han altså ønsker det) såsæd til en aftalt pris om 6 måneder, når der skal sås. Landmanden får naturligvis ikke sådan en aftale gratis, men betaler en pris herfor – en såkaldt præmie. Når såtiden nærmer sig, opdager landmanden, at prisen for såsæden er faldet markant, og han med fordel kan købe den på det frie marked i stedet. Han

vælger derfor ikke at benytte sin rettighed, og præmien, han har betalt for den, er dermed tabt.

Hvorfor skulle vi, eller landmanden for den sags skyld, købe en sådan rettighed? Jo, fordelene er:

- 1) Tabet er begrænset til den betalte præmie, uanset hvor meget prisen på den underliggende aktie (såsæd) måtte falde til.
- 2) Det er køberen, der bestemmer om rettigheden skal udnyttes, og det gør man selvfølgelig kun, hvis det er til egen fordel.
- 3) Man skal kun have et mindre beløb af den samlede sum op af lommen til at starte med, nemlig præmien.

Det skal understreges, at netop fordi usikkerheden er så stor på de finansielle markeder, så er volatiliteten også høj (se fig. s. 25) – og dermed er optionspræmier relativt høje.

Den type call-optioner, vi her taler om, afregnes på udløbsdatoen. Men man kan sagtens hjemtage en evt. gevinst før udløb ved at sælge optionen før udløb. Hvornår man så skal vælge at hjemtage en evt. gevinst er det klassiske timingproblem, som også er dilemmaet ved direkte aktienvesteringer.

Hvordan du rent praktisk skal gribe situationen an med køb af call-optioner på enkeltaktier eller indeks, afhænger også af, hvordan din aktieportefølje og investeringsprofil ser ud. Kontakt din investeringsrådgiver for yderligere information - blandt andet også om de særlige skatteregler for brug af optioner. ■

Fakta om optioner

Prisen, i optionsverdenen kaldet præmien, afhænger blandt andet af:

- 1) Hvor lang tid retten skal gælde, dvs. jo længere periode købsrettigheden/call-optionen skal dække, desto dyrere er den.
- 2) Hvor meget den enkelte aktie eller indeks svinger i kurs, udtrykt ved volatiliteten. Jo mere aktiens eller indeks kurs svinger, desto højere er præmien.
- 3) Hvor tæt den aftalte kurs ligger på den aktuelle. Jo tættere aftalekursen er på den aktuelle kurs på aktien eller indekset, desto højere er præmien for call-optionen.

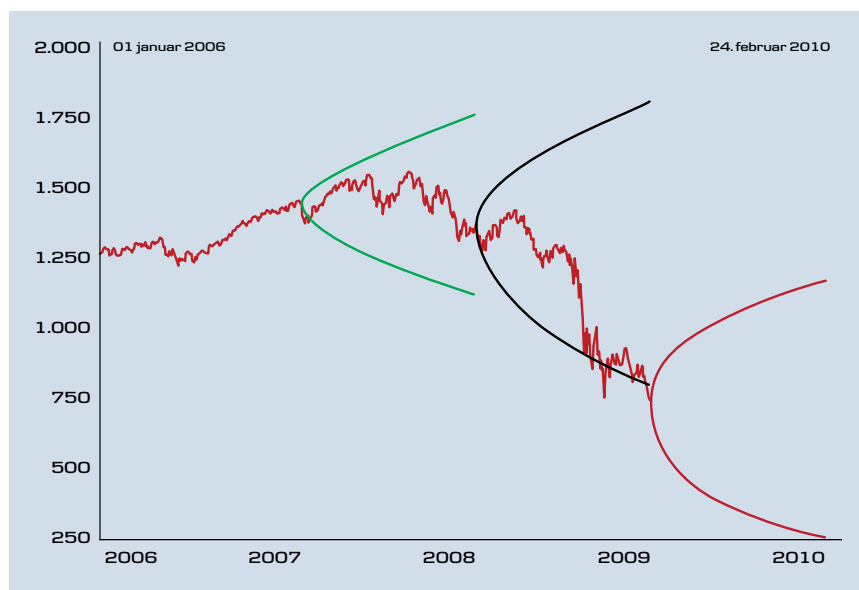
Hvor ligger aktie-markedet om et år?

Ja, gid man kunne svare præcist på det, men at der er ekstremt stor usikkerhed om det for tiden afspejles i den såkaldte implicitte volatilitet på optionsmarkedet. Dette er et udtryk for, hvor meget optionsmarkedet forventer, at aktierne kan svinge i kurs fremover. I figuren er for det amerikanske aktiemarked vist på tre forskellige tidspunkter, hvilket interval aktiemarkedet med 90 pct. sikkerhed vil befinde sig indenfor, hvis man ser et år frem. Som det fremgår var intervallet for 2 år siden med udgangspunkt

i den daværende kurs på S&P 500-indekset 1122-1460. For 1 år siden var udsvingsområdet som følge af den stigende usikkerhed øget og lød nu på 795-1565. Og på beregningstidspunktet – hvor S&P 500 på beregningstidspunktet for grafen er 743 - siger optionsmarkedet, at S&P 500 med 90 pct. sikkerhed vil bevæge sig inden for intervallet 251-1165, når vi ser et år frem. Det er en aktuel volati-

litet, udtrykt ved VIX-indekset, i underkanten af 50 pct., der skaber dette enorme interval, og det er i historisk perspektiv et meget højt niveau. Under krisen i 2001-2002 toppede indekset således kortvarigt to gange omkring dette niveau – som dog er en fremgang i forhold til oktober, hvor VIX-indekset satte historisk rekord med knap 90 pct. DAX Volatility Index udtrykker tilsvarende volatiliteten på det tyske marked, og her var toppen i 2002 på knap 60 pct. – hvilket blev tangeret i oktober/november. Den aktuelle volatilitet er omkring 38-40 pct. Bemærk i øvrigt også i figuren, at udsvingsområdet er blevet mere asymmetrisk med større »spillerum« til kursfald. Dette er en afspejling af markedets frygt for fortsat nedtur – hvilket betyder, at der er flere, der køber put-optioner (typisk som risikoafdækning for eksisterende positioner), end folk, der køber call-optioner. Stemningen er overvejende pessimistisk. ■

Svært at sige hvor aktiemarkedet er på vej hen ...



Beregninger foretaget pr. 23. februar 2009.

BEMÆRK: Historisk kursudvikling og volatilitet er ikke en pålidelig indikator for fremtidig kursudvikling.

KILDE: GOLDMAN SACHS

HISTORISK ANALYSE: FINANSKRISER TAGER LANG TID

■ FINANSKRISER

HVOR LÆNGE skal denne finanskrisen vare, og hvor dyb bliver den økonomiske krise? Det spørgsmål bliver hyppigt stillet i alle lag af verdenssamfundet for tiden, men ingen er i stand til at gennemskue det og give et præcist svar. Den aktuelle finanskrisen er slem, måske den værste verden har set, men der har dog været adskillige andre alvorlige problemer med det finansielle system gennem tiderne. Og hvordan de har udartet sig, har professor *Kenneth Rogoff* fra Harvard University og *Carmen M. Reinhart* fra University of Maryland forsøgt at kaste lys over ved at se på alverdens finanskriser siden 1899.

Konklusionen lyder:

”Generelt er finansielle kriser langstrakte affærer. Mere ofte end ikke viser efterdønningerne af alvorlige finanskriser tre fællestræk:

For det første er kollaps i aktivmarkeder dybe og langvarige. Faldet i reale huspriser er gennemsnitligt 35 pct. fordelt ud over en seksårig periode, mens kollaps i aktiekurserne er på 55 pct. i en nedtur, der varer omkring tre et halvt år.

For det andet, så er efterdønningerne af bankkriser forbundet med markante fald i produktion og beskæftigelse. Ledighedsprocenten stiger med gennemsnitligt syv procentpoint i den cykliske nedtur, som varer fire år i gennemsnit. Produktionen falder (fra top til bund) med gennemsnitligt over ni pct., selv om varigheden af nedturen, gennemsnitligt omkring to år, er væsentligt lavere end for arbejdsløsheden.

For det tredje, så er der en tendens til, at den reale værdi af statsgælden eksploderer med gennemsnitligt 86 pct. i de større kriser efter 2. verdenskrig. Interessant i den forbindelse er, at hovedårsagen til eksplosionen i gælden ikke de meget omtalte omkostninger ved at redde og rekapitalisere banksystemet. Det skal indrømmes, at »redningsomkostninger« er svære at måle, og der er betragtelig divergens blandt estimaterne fra konkurrerende studier. Men selv estimater i den øvre ende blegner i forhold til de faktiske målte stigninger i offentlig gæld. Faktisk så er de største drivkræfter bag stigninger i gælden det uundgåelige



Helge Kjaerulff-Schmidt synger revy-visen »Vi er alle i samme Båd« i tv-serien »Mit Potpourri«.

kollaps i skatteindtægter, som regeringerne lider under dybe og langvarige kontraktioner i aktivitetsniveauet, så vel som ofte ambitiøse modcykliske politikker rettet mod at lindre nedturen.

Slem for boligejerne

Et skræmmende element i analysen er ikke mindst nedturen på boligmarkedet. Selv hvis man udelader Japan i analysen – som efter kollapset i 1990 oplevede 17 år i træk med faldende priser – så er gennemsnittet i boligprisernes nedtur stadig over fem år.

Slem er det også at konstatere faldet i BNP, der beløber sig til gennemsnitligt 9,3 pct. I efterkrigstiden har udviklede økonomier dog ikke oplevet samme fald i BNP som udviklingsøkonomierne. En sandsynlig forklaring på dette er ifølge de to professorer, at udviklingsøkonomierne har været meget afhængige af udenlandsk kapital, og da denne finansieringskilde typisk er blevet lukket meget hurtigt, er reaktionen i økonomien blevet særlig voldsom.

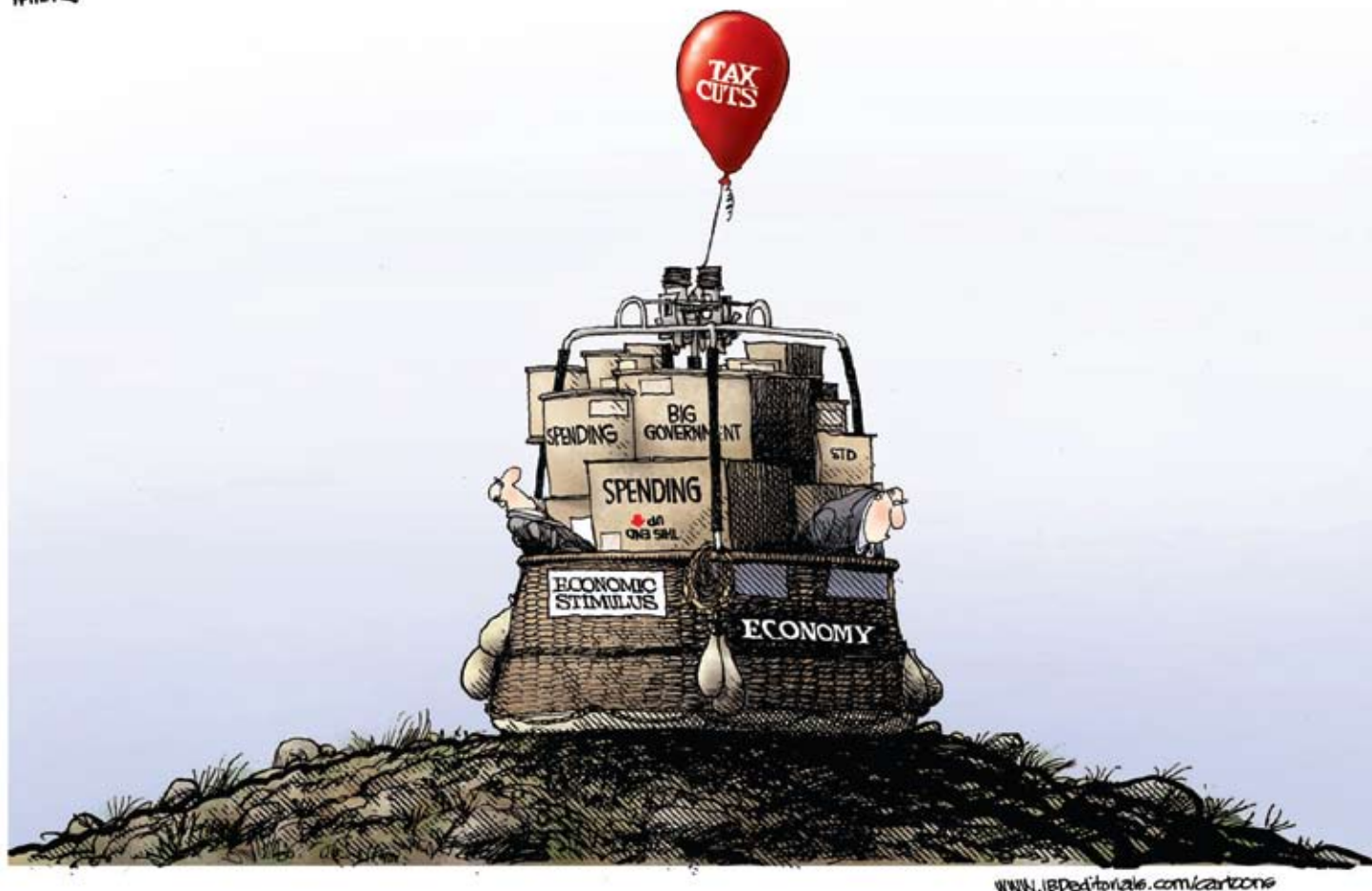
Til gengæld har udviklingsøkonomierne, især i Asien, typisk ikke oplevet så voldsom-

me stigninger i ledigheden som de udviklede lande. Det menes, at dette skyldes en langt større lønflexibilitet i udviklingsøkonomierne – som ikke mindst hænger sammen med en langt større villighed til at undgå fyringer pga. mangelen på sociale sikkerhedsnet.

Hvor slem er denne krise?

Det store spørgsmål er naturligvis, hvor slem den aktuelle krise er i forhold til de historiske. Her bemærker professorerne, at alle de øvrige kriser (bortset fra krisen i 30'erne) har været regionalt eller lokalt afgrænsede, og det har gjort det muligt for landene at rejse sig igen med støtte fra øget eksportvækst. Sådan er betingelserne desværre ikke i dagens aktuelle krise i den globaliserede verden. Den globale samhandel er kollapset, hvilket ikke mindst eksportafhængige Asien har konstateret. Sydkoreas BNP er faldet med over 20 pct. og i Japan, verdens næststørste økonomi, var faldet i 2008 på 12,7 pct. – drevet af et fald i eksporten på ikke mindre end 45 pct.

Ingen kan eksportere sig ud af krisen denne gang. Vi er alle i samme båd. ■



USA kontra Japan

■ JAPAN - USA'S SKRÆMMEBILLEDE

UDOVER, AT DEPRESSIONEN i 30'erne med stigning i ledigheden på over 20 pct. og aktiekursfald på 90 pct. er et skrækszenario for USA, så er Japans langvarige krise det også. Da Syd Koreas banksystem kollapsede i 1997, tog det kun to år, før økonomien igen kunne vise positive vækstrater, drevet af stærk eksport. Men da Japan gik ned, tog det et årti. Japan var (og er) meget eksportafhængig, men problemerne var enorme, og der blev gjort for lidt at løse dem. Japans centralbank tog for lang tid om at bekæmpe deflationen. Finanspolitiske stimulanser blev stoppet for hurtigt med en skatteforhøjelse i 1997 og staten begyndte ikke at rense ud og rekapitalisere bankerne før i 1998 – otte år efter, at boblen i aktier, jord og ejendomme var kollapsede.

USA har reageret langt hurtigere og mere kontant end japanerne med aggressiv finans- og pengepolitik, redningskranse til bankerne og hjælp til trængte boligejere. Men stadig nager tvivlen: Er det nok?

USA's krise er nemlig mindst lige så slem som Japans – og på nogle punkter værre. Under Sveriges bankkrise i starten af 90'erne var omfanget af bankernes »dårlige lån« i en størrelsesorden svarende til 13 pct. af BNP, da krisen var

værst. I Japan var det på krisens højdepunkt 35 pct. af BNP, mens et nyligt estimat fra Goldman Sachs peger på, at amerikanske banker har lån i »problemfyldte kategorier» som subprime og kommercielle ejendomme i et omfang, der svarer til næsten 40 pct. af BNP.

Tidsskriftet *The Economist* peger også på, at USA gik ind i den nuværende krise med væsentlig anderledes forudsætninger end Japan. Et kronisk stort underskud på budget- og betalingsbalancen og en forgældet privatsektor (fra 222 pct. af BNP i 2000 til 294 pct. af BNP i 2007) – i modsætning til Japan, en kreditornation, rig på indenlandsk opsparing. Bemærkelsesværdigt er det også, at boligpriserne i USA var steget til betydeligt større højder end Japans, da krisen startede.

Andre landes bankkriser og efterfølgende økonomiske kriser er typisk blevet afhjulpet af en stærkt svækket valuta. Som ganske vist gjorde byrden af udenlandsk gæld undervejs tunge, tvang myndighederne til høje renter og gjorde det dyrere rent finanspolitisk at redde bankerne – men til gengæld var det eksportvæksten, der gav en vej ud af problemerne.

Her minder de makroøkonomiske udfordringer i USA om Japans situation. Yen'en forblev stærk, og dollaren er også blevet styrket i de seneste måneder. USA's store afhængighed

af, at udlandet vil finansiere underskuddet på betalingsbalancen betyder imidlertid, at et stort fald i dollaren ikke kan udelukkes. Hvis det sker, vil det begrænse, hvor meget staten kan blive ved med at øge den offentlige gæld. Og desuden vil en svækket valuta i en verden ramt af recession ikke give den store eksportfremgang, der er set i forbindelse med mindre lokale og regionale kriser i historien.

Med tiden vil USA og verdensøkonomien som helhed opleve, at især de asiatiske økonomier vil trække en større del af læsset i form af øget forbrug og dermed øget import. Men med et indisk privatforbrug, der svarer til Texas' og et kinesisk, der svarer til Californiens, er der lang vej endnu. USA må selv sørge for at sparke økonomien i gang igen med en stabilisering af finanssektoren og skattelettelser til de vigtige forbrugere. Sidstnævnte har levet over evne i mange år og er dybest set kilden til den nuværende krise. De skal til at lære at spare meget mere op. De må bare ikke gøre det lige nu. Men det kan være svært, at overbevise dem om det fornuftige i at omsætte skattelettelserne til forbrug, når de ved, at de enorme redningspakker og stimulanser skal betales på et tidspunkt – af dem. ■

FORÅRS-PAKKEN 2.0

■ SKATTEREFORM

Regeringen og Dansk Folkeparti blev den 1. marts enige om en ny skattereform, som skal have virkning fra og med indkomståret 2010. Udspillet der omfatter en samlet lettelse i personbeskatningen på ca. 28 milliarder kr. er på en række områder identisk med Skattekommissionens rapport "Lavere skat på arbejde", men der er også en række forskelligheder i forhold hertil. Nedenstående gennemgang af skattereformens hovedpunkter for så vidt angår personbeskatningen er baseret på en kort opsummering fra Finansministeriet, idet det skal bemærkes at selve lovforslaget i skrivende stund ikke er fremsat.

Lempelser i personskatten

Som nævnt ovenfor indeholder regeringens udspil en samlet lempelse af personskatterne på ca. 28 milliarder kr. Lempelserne indebærer at skatteloftet sænkes fra de nuværende ca. 63 pct. til ca. 56 pct. inklusiv AM-bidrag og kirkeskat.

Disse lempelser fordeler sig primært på følgende områder:

1. Afskaffelse af mellemskatten.

For 2009 betales mellemskat af personlig indkomst til lagt positiv nettokapitalindkomst, som i alt overstiger kr. 347.200. Satsen for mellemskat er 6 pct. Denne skat afskaffes fra 1. januar 2010.

2. Højere indkomstgrænse for topskat.

Satsen for topskat bevares uændret på 15 pct., men grænsen for hvornår der skal betales topskat hæves i 2010 til kr. 388.000 efter AM-bidrag og med yderligere kr. 18.400 i 2011 til kr. 406.400 efter AM-bidrag.

3. Reduktion af bundskatten.

Satsen for bundskat, der i 2009 udgør 5,26 pct. reduceres fra 1. januar 2010 til 3,76 pct.

4. Bundfradrag ved beskatning af positiv kapitalindkomst.

For personer der betaler topskat beskattes positiv kapitalindkomst oven i den personlige indkomst med topskattesatsen. Fra 1. januar 2010 indføres der et bundfradrag på kr. 40.000 (kr. 80.000 for ægtefæller), således at det kun er den del af den positive kapitalindkomst, der overstiger dette beløb, der beskattes med topskat.

5. Reduktion af aktieindkomstskatten.

Med virkning fra 1. januar 2012 nedsættes skatten af aktieindkomst under kr. 48.300 fra de nuværende 28 til 27 pct. For aktieindkomst over kr. 48.300 nedsættes de nu gældende satser på henholdsvis 43 og 45 pct. til en sats på 42 pct. fra og med 1. januar 2010.

Finansiering af reformen på personskatteområdet

Som tidligere annonceret af regeringen, vil skattereformen være underfinansieret i de første år, men fuldt finansieret, hvis reformen iagttages over en længere årrække.

Lempelsen af skatten på arbejde finansieres ved ændrede regler på følgende områder:

1. Reduktion af skatteværdien af ligningsmæssige fradrag.

Skatteværdien af ligningsmæssige fradrag, herunder f.eks. befordring og børnebidrag reduceres fra de nuværende ca. 33 pct. til ca. 25 pct. Reduktionen sker gradvis over perioden fra 2012 til 2019.

2. Fjernelse af skattefordelen for visse personalegoder.

De nugældende regler for medarbejderobligationer ophæves med virkning fra 1. januar 2010. For så vidt angår de generelle medarbejderaktieordninger, sker der ingen ændringer. Derimod ophæves den ordning for individuelle medarbejderaktier, hvor medarbejdere ubegrænset kan tildeles aktier, hvor udnyttelseskursen er op til 15 pct. lavere end aktiernes kursværdi.

3. Reduktion af rentefradraget.

Skatteværdien af nettorenteutgifter, der overstiger kr. 50.000 (kr. 100.000 for ægtefæller), nedsættes gradvist til ca. 25 pct. over perioden 2012 til 2019. Reduktionen gælder for negativ kapitalindkomst generelt.

4. Multimediebeskatning.

Der indføres pr. 1. januar 2010 en såkaldt multimediebeskatning, hvor det årlige skattepligtige beløb udgør kr. 5.000. Beløbet dækker arbejdsgiverbetalt bredbånd, fri telefon m.v. og er uafhængig af arbejdsgiverens udgifter hertil. Der vil ikke – som i den hidtidige ordning – være mulighed for at modregne udgifter til anden privat telefon i hjemmet.



Carsten Koch, tidligere skatteminister under Ny-rup-regeringen, stod i spidsen for Skattekommissionen, der udarbejdede oplægget til skattereformen. Den skattereform, som regeringen og Dansk Folkeparti blev enige om 1. marts 2009, er på mange måder identisk med Skattekommissionens udspil, men afviger også på en række punkter.

5. Skærpe af pensionsbeskatningen.

Der indføres fra 1. januar 2010 et loft over fradrag for indbetalinger på ratepensioner på kr. 100.000. Det er ud fra de foreliggende oplysninger usikkert om loftet også gælder selvstændige erhvervsdrivendes indbetaling på den såkaldte 30 pct. – ordning. Ændringen berører ikke muligheden for indbetaling på en livrente udover grænsen på kr. 100.000. Samtidig indføres der en udligningsskat på udbetalinger fra visse private pensionsordninger. Detaljerne herfor kendes ikke på nuværende tidspunkt, men der skal ifølge forliget, udarbejdes en konkret model i løbet af foråret 2009.

6. Begrænsning af fradrag for rejseudgifter.

Med virkning fra 1. januar 2010 indføres der loft over fradraget for rejseudgifter, idet der herefter maksimalt kan fradrages kr. 50.000 pr. år. Med de gældende satser for rejse og logi svarer det til, at en medarbejder maksimalt kan få fradrag for op til 77 rejsedage. Begrænsningen synes ikke at berøre arbejdsgiverens adgang til at godtgøre medarbejderes udgifter til erhvervsmæssige rejser.

7. Miljøtillæg på fri bil.

Der indføres fra 1. januar 2010 et miljøtillæg i forbindelse med fri bil til medarbejderne, med henblik på at få medarbejderne til at vælge mere miljørigtige biler. Tillægget indebærer, at det skattepligtige beløb forhøjes med et beløb svarende til bilens ejeravgift, hvilket for en typisk firmabil vil udgøre ca. kr. 3.000.

8. Genvundne afskrivninger.

Efter de gældende regler beskattes kun 90 pct. af genvundne afskrivninger ved salg af bygninger. Reglerne skærpes således, at de genvundne afskrivninger fremover beskattes fuldt ud.

Øvrige skærper

Ud over ovennævnte skærper finansieres lempelserne i personbeskatningen dels gennem fjernelse af en række særordninger for selskaber mv. samt ved indførsel af en række afgifter, som har til formål at gøre det dyrere at producere og forbruge varer, som er til skade for miljøet og klimaet.

Uden at gå i detaljer med disse ændringer, skal det dog nævnes at den hidtidige 3-års regel, hvorefter selskabers salg af aktier efter 3 års ejertid er skattefri ophæves. I stedet indføres der regler, hvor udbytter og aktieavance på datterselskabsaktier bliver skattefri for selskaber og fonde uanset ejertidens længde.

Derimod vil avance på porteføljeaktier, det vil sige aktier, hvor ejerandelen er mindre end 10 pct. være skattepligtig uanset ejertid og skulle opgøres i henhold til lagerprincippet. Udbytte fra porteføljeaktier vil ligeledes være skattepligtig uanset ejertiden på aktierne.

Kompensationsordninger

Med henblik på at afbøde de negative effekter af skattereformen, indføres der nogle specifikke kompensationsordninger.

For det første indføres der fra 1. januar 2010 en såkaldt »grøn check« på kr. 1.300 til hver voksen person over 18 år, samt en check på kr. 300 pr. barn. Checken gøres indkomstbestemt og aftrappes med 7,5 pct. af den del af

indkomsten, der overstiger kr. 360.000. Checken har til formål at afbøde effekten af afgiftsforhøjelserne på forbrug af energi samt varer med sundhedsrisiko.

For det andet indføres der en kompensationsordning for familier med høj gæld og/eller store ligningsmæssige fradrag. Denne ordning har til formål at sikre, at ingen kommer til at opleve et fald i rådighedsbeløbet som følge af ændringerne i rentefradragets skatteværdi og værdien af de ligningsmæssige fradrag. Kompensationsordningen vil løbe frem til og med 2019, hvor der vil blive taget stilling til hvorvidt ordningen skal videreføres.

Endelig sker der en forhøjelse af pensions-tillægget til folkepensionister med kr. 2.000. Ordningen har til formål at forbedre vilkårene for pensionisterne, idet de ikke har samme fordel af ovennævnte lempelser, som de personer der er aktive på arbejdsmarkedet.

Ikrafttrædelse

Som nævnt indledningsvist, er der på nuværende tidspunkt ikke fremsat lovforslag til gennemførsel af skattereformen.

Vi har derfor ikke specifikke oplysninger om reformens ikrafttræden samt om eventuelle overgangsordninger.

Efter de foreliggende oplysninger, vil hovedparten af lempelserne i reformen have virkning fra 1. januar 2010. En del af reformen vil imidlertid blive indfaset over en kortere eller længere årrække. Som eksempel herpå kan nævnes grænsen for topskat, som forhøjes i såvel 2010 som 2011, samt reduktionen af rentefradraget, som reduceres over perioden 2012 til 2019. ■

Investorerne i flere investeringsselskaber skal lagerbeskattes fra 2009

Folketinget har den 5. februar 2009 vedtaget en lov, der udvider kredsen af lagerbeskattede investeringsselskaber

■ ÅRLIG SKAT AF UREALISEREDE TAB OG GEVINSTER

DE NYE REGLER RAMMER alle investeringsselskaber med mindst 8 ejere, uanset hvor stor investors ejerandel i investeringsselskabet er. Reglerne rammer såvel børsnoterede investeringsselskaber som unoterede investeringsselskaber.

Er du investor i et sådant selskab, skal du fremover lagerbeskattes af din investering.

Lagerbeskatningen indebærer, at der hvert år skal ske beskatning af urealiserede avancer og tab. Der er således tale om en byrdefuld beskatning, idet beskatningen af urealiserede avancer fremrykkes. Hertil kommer, at beskatningen for personer er asymmetrisk, idet beskatningen sker med op til 60 pct., hvis nettokapitalindkomsten er positiv, mens skatten kun er 34 pct., hvis nettokapitalindkomsten er negativ.

Der kan derfor være et incitament til at omlægge investeringerne til mere skatteoptimale investeringer, eksempelvis enkeltaktier eller beviser i udloddende investeringsforeninger.

Hvornår er der tale om et investeringsselskab, der skal lagerbeskattes?

Beskatningen efter lagerprincippet gælder deltagere i danske og udenlandske selskaber mv., der opfylder følgende kriterier:

Investeringsselskabets 2009-indkomstår og senere

Selskabet investerer mindst 85 pct. af sine aktiver i værdipapirer mv.

Under 8 deltagere:

Aktierne kan kræves indløst til indre værdi hos selskabet – eller hos tredjemand

Mindst 8 deltagere:

Uden betydning om der er indløsningsret. Koncernforbundne aktionærer anses for én aktionær

Hensigten med den nye lov er primært at ramme selskaber beliggende i skattelylande, f.eks. på Guernsey og Jersey. Hidtil er investorerne i sådanne selskaber blevet beskattet efter de almindelige regler i aktieavancebeskatningsloven på trods af, at selskabet var beliggende i et land med en selskabsskat på nul eller dog en meget lav skat. Dette fandtes ikke rimeligt, og investorerne i sådanne selskaber skal derfor fremover lagerbeskattes efter reglerne for investeringsselskaber.

Udvidelsen af kredsen af investeringsselskaber, hvor aktionærerne skal beskattes efter lagerprincippet, rammer dog også danske aktie- og anpartsselskaber, der investerer i værdipapirer, når blot der er mindst 8 aktionærer i selskabet. Det gælder f.eks. visse børsnoterede investeringsselskaber.

For danske investeringsselskaber modsvares den skærpede lagerbeskatning hos investorerne af, at investeringsselskabet ikke skal betale normal indkomstskat. Ved overgangen til investeringsselskab skal selskabet ophørsbeskattes efter særlige regler.

Hvornår har de nye regler virkning fra?

Hvis investors indkomstår følger kalenderåret, har de nye regler normalt virkning fra 1. januar 2009. Det betyder, at investorerne skattemæssigt skal anses for at have afstået deres aktier pr. 31. december 2008. Investorerne skal derfor:





- pr. 31. december 2008 opgøre urealiseret gevinst og tab på aktierne efter reglerne i aktieavancebeskatningsloven, dog sker beskatningen først i investors indkomstår 2009.
- Investorerne overgår herefter til lagerbeskatning.

Virkningstidspunktet kan i visse tilfælde være et andet, hvis investor og/eller investeringsselskabet har forskudt indkomstår.

Det bemærkes, at den nye lovgivning er blevet hastet igennem i Folketinget med den konsekvens, at overgangsreglerne kan være uklare.

Særlig overgangsregel for investorer med tab

Investorerne tab ved overgang til investeringsselskab behandles lidt anderledes. Først og fremmest afhænger den skattemæssige behandling af tab hos investorerne af, om investor er en person eller et selskab, fond m.v.

Hvis du vil vide mere om de nye regler for investeringsselskaber, er du meget velkommen til at kontakte din bankrådgiver. ■



Urealiseret tab hos personer

- Urealiseret tab kan normalt kun trækkes fra, hvis aktierne er unoterede. Tabet har en skatteværdi på 28-45 % (aktieindkomst).
- Et urealiseret tab på børsnoterede aktier skal lægges til aktiernes værdi ved overgangen til lagerbeskatning. Tabet vil herefter komme til fradrag som et led i lagerbeskatningen. Tabet har en skatteværdi på ca. 34-60 pct. (kapitalindkomst)
- Indgår aktierne i en skattefri beholdning fra 31. december 2005, kan tabet ikke lægges til aktiernes værdi ved overgang til lagerbeskatning.

Urealiseret tab hos selskaber

- Hvis aktierne har været ejet i mindre end tre år, lægges tabet til aktiernes værdi ved overgangen til lagerbeskatning, og tabet vil herefter komme til fradrag som et led i lagerbeskatningen.
- Tab på aktier ejet i mindst 3 år kan ikke lægges til.

Eksempel på tabsgivende aktier i et selskab, der nu bliver til et investeringsselskab

Forudsætninger:

- Selskabet har kalenderårsregnskab
- Investors indkomstår følger kalenderåret
- Aktierne er børsnoterede
- Aktierne er tabsgivende ved overgangen til lagerbeskattet investeringsselskab ved udløbet af investeringsselskabets indkomstår 2008, dvs. pr. 31. december 2008.

En personlig investor har den 10. oktober 2007 købt 100 aktier i selskabet:

	Børskurs
Køb	820
Ultimo 2008	209
Nuværende kurs	165
Ultimo 2009	165

Tabet behandles således:

Aktierne sælges nu	
Aktierne sælges for (100 x 165)	16.500 kr.
Indgangsværdi:	
Kurs ultimo 2008	209
Skattemæssigt tab ved overgangen til lagerbeskatning beregnet efter de almindelige regler for beskatningen af aktier ((820-209)	
	+611
	820 -82.000 KR.
Skattemæssigt realiseret tab efter reglerne for investeringsselskaber	
	65.500 KR.

Tabet fratrækkes i kapitalindkomsten.

Tabet har en skatteværdi på ca. 34-60 pct. (satser 2009).

Aktierne beholdes i hele 2009

Hvis aktierne beholdes i hele indkomståret 2009, så kan investor først fratrække tabet dagen efter udløbet af selskabets regnskabsår 2009. Tabet fratrækkes således i kapitalindkomsten i 2010.

Tabet har en skatteværdi på ca. 34-60 pct. (satser 2009).

Aktiebeskatning:

OVERGANGSSALDO

OVERGANGSORDNING

I 2008 blev der indført et tredje trin i beskatningen af aktieindkomst. Indkomst over 102.600 kr. skal herefter beskattes med 45 pct. og ikke 43 pct. som tidligere. Som følge af skattestoppet indførtes samtidig en overgangsordning, som skal sikre, at allerede optjent overskud, som er blevet beskattet med en selskabsskattesats større end 25 pct. ikke bliver beskattet med den høje aktieindkomstskat på 45 pct.

OVERGANGSORDNINGEN INDEBÆRER, at du skal opføre en såkaldt overgangssaldo på grundlag af din aktiebeholdning pr. 1. januar 2007. Ordningen omfatter både børsnoterede og unoterede aktier, samt investeringsbeviser i udloddende aktiebaserede investeringsforeninger.

Vi har tidligere beskrevet reglerne i INVESTERING i maj 2007 og marts 2008, men nu er tiden kommet til at overgangssaldoen skal selvangives for første gang. Vi vil derfor benytte lejligheden til at genopfriske reglerne således, at du får det fornødne grundlag til at kunne udfylde din selvangivelse/oplysningskort for 2008.

Selvangivelse af overgangssaldoen

Overgangssaldoen skal selvangives på blanket 04.055 i rubrik 88. Selvom din aktieindkomst ikke overstiger 102.600 kr. i 2008, kan du med fordel selvangive overgangssaldoen allerede i 2008, da SKAT i så fald automatisk vil holde regnskab med din overgangssaldo og årligt ned sætte den med din positive nettoaktieindkomst.

Selvangiver du i 2008 skal du dog huske at reducere saldoen med positiv nettoaktieindkomst i 2007.

Hvis din overgangssaldo ikke overstiger 102.600 kr. i 2008 sættes saldoen til 0 kr. For ægtefæller nulstilles saldoen, hvis den ikke overstiger 205.200 kr. i 2008.

Ægtefæller opgør overgangssaldoen hver for sig. Uudnyttet overgangssaldo kan overføres mellem ægtefællerne, hvis aktieindkomsten ikke kan rummes i egen overgangssaldo.

Du har kun én samlet overgangssaldo for børsnoterede og unoterede aktier samt udloddende aktiebaserede investeringsbeviser.

Hvilke værdier indgår i overgangssaldoen	
Børsnoterede aktier:	
Kursværdi af aktierne pr. 1. januar 2007	X
- aktiernes anskaffelsessum	-X
Overgangssaldo	X
Udloddende aktiebaserede investeringsbeviser:	
Kursværdi af beviserne pr. 1. januar 2007	X
- bevisernes anskaffelsessum	-X
Overgangssaldo	X
Unoterede aktier:	
Andel af selskabets regnskabsmæssige egenkapital ved udløbet af regnskabsåret 2006	X
- aktiernes anskaffelsessum	-X
Overgangssaldo	X

Overgangssaldoens fremtid

Skattereformen indeholder en nedsættelse af skatten på aktieindkomst til henholdsvis 27 pct. (28 pct. i 2010 og 2011) for den del, der ligger under 48.300 kr. og 42 pct. for den del, der ligger over. Den høje aktieindkomstskat på 45 pct. forsvinder således. Meget tyder derfor på, at det ikke længere er nødvendigt at opretholde overgangssaldoen og overgangssaldoen kommer for alvor til at leve op til sit navn og blot blive en kortvarig overgangsfigur i det danske skattesystem. ■

Eksempel 1

Forudsætninger:

- Ugift.
- Ejer samtlige aktier i unoteret ApS.
- Ejer ikke andre aktier.
- Aktier anskaffet for 150.000 kr. inden 1. januar 2007.
- Egenkapital 800.000 kr. ifølge årsrapport 2006.
- Udbytte 2007 og 2008 50.000 kr. hvert år.
- Aktierne sælges i 2009 med en avance på 500.000 kr.

Indkomstårene 2007, 2008:

Beskattes ikke med 45 pct, hvorfor der principielt ikke skal opgøres overgangssaldo.

Ønskes overgangssaldoen alligevel selvangivet af hensyn til den fremtidige automatik, skal følgende selvangives:

Egenkapital ultimo 2006	800.000 kr.
- anskaffelsessum	-150.000 kr.
- udbytte 2007	-50.000 kr.
Overgangssaldo til selvangivelse i 2008	600.000 kr.

Indkomståret 2009:

En del af avancen på 500.000 kr. beskattes egentlig med 45 pct.

Overgangssaldoen skal ajourføres til 2009, hvorefter det kan afgøres om en del af avancen kan beskattes med 43 pct.

Overgangssaldo primo 2008	600.000 kr.
- udbytter 2008	-50.000 kr.
Overgangssaldo primo 2009	550.000 kr.
Avancen på 500.000 kr. beskattes med 45 pct., da beløbet kan rummes i den opgjorte overgangssaldo.	

Eksempel 2:

Forudsætninger:

- Overgangssaldo pr. 1. januar 2007, ægtefælle 1 200.000 kr.
- Overgangssaldo pr. 1. januar 2007, ægtefælle 2 250.000 kr.

Indkomståret 2007, ægtefælle 1, udbytter	50.000 kr.
Indkomståret 2007, ægtefælle 2, udbytter	60.000 kr.
Indkomståret 2008, ægtefælle 1, avance	400.000 kr.
Indkomståret 2008, ægtefælle 2, udbytter	-40.000 kr.

Indkomståret 2008:

En del af avancen på 400.000 kr. beskattes egentlig med 45, hvorfor overgangssaldoen kommer i anvendelse.

Ægtefælle 1:

Overgangssaldo pr. 1. januar 2007	200.000 kr.
- udbytter 2007	-50.000 kr.
Overgangssaldo primo 2008	150.000 kr.
- andel af avance	-150.000 kr.
Resterende overgangssaldo	0 kr.

Ægtefælle 2:

Overgangssaldo pr. 1. januar 2007	250.000 kr.
- udbytter 2007	-60.000 kr.
Overgangssaldo primo 2008	190.000 kr.
- udbytter 2008	40.000 kr.
- andel af resterende avance fra ægtefælle 1	150.000 kr.
Resterende overgangssaldo	0 kr.

Resterende avance 100.000 kr.

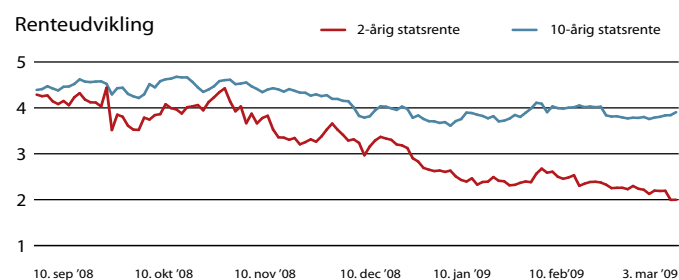
Ægtefælle 1's avance på 400.000 kr. bliver beskattet med henholdsvis 43 pct. for de første 300.000 kr. og 45 pct. for de sidste 100.000 kr., der ikke kan rummes i hverken egen eller ægtefælles overgangssaldo.

Modelporteføljerne viser bankens aktuelle anbefalinger under hensyntagen til forventninger til markedet, investeringshorisont og beskatning.

Personbeskattede med tidshorisont 0-3 år							
% andel 1)	Fondskode	Papir	DB eff. rt. 2)		3)	Hpr. 59% skat 4)	
			Skat 45%	Skat 59%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
30	DK0009271124	2 D.10DS10	1,75%	1,47%	0,83	1,33%	1,59%
50	DK0009271207	2 D.10DS11	1,89%	1,61%	1,79	1,74%	1,35%
20	DK0009364051	3BRF321BRT	1,92%	1,50%	2,74	1,48%	1,66%
100		5)	1,85%	1,54%	1,69	1,56%	1,48%

Personbeskattede med tidshorisont 3-7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 59% skat	DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
			Skat 45%	Skat 59%			
20	DK0009271207	RD 2.0 01/01/2011	1,89%	1,61%	1,79	1,74%	1,35%
35	DK0009364051	BRF 3.0 01/01/2012	1,92%	1,50%	2,74	1,48%	1,66%
30	DK0009276784	RD 4.0 01/01/2015	2,14%	1,58%	5,33	0,69%	1,97%
15	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	1,92%	1,17%	3,73	1,51%	3,34%
100			1,98%	1,50%	3,49	1,30%	1,95%

Personbeskattede med tidshorisont over 7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 59% skat	DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
			Skat 45%	Skat 59%			
30	DK0009364051	3BRF321BRT	1,92%	1,50%	2,74	1,48%	1,66%
25	DK0009276784	4RD SDR0 15	2,14%	1,58%	5,33	0,69%	1,97%
35	DK0009272957	5 D43D0A38	2,34%	1,65%	6,70	-0,87%	3,30%
10	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	1,92%	1,17%	3,73	1,51%	3,34%
100			2,12%	1,54%	4,84	0,49%	2,47%

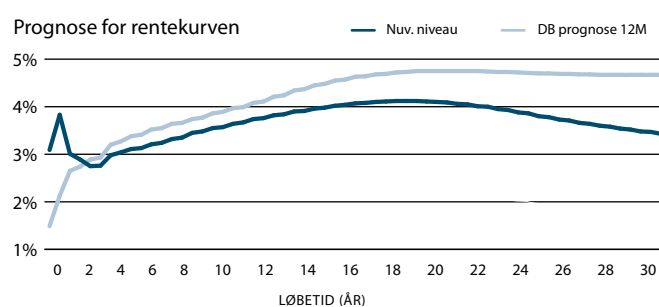


KILDE: REUTERS

Pensionsbeskattede med tidshorisont 0-3 år							
			DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat		
% andel	Fondskode	Papir	Skat 0%	DB Var.	DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.	
25	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,17%	3,73	5,09%	6,79%	
35	DK0009276198	RD 4.0 01/01/2010	3,29%	0,85	2,94%	3,21%	
40	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	3,19%	1,83	3,36%	2,99%	
100				1,96	3,65%	4,01%	

Pensionsbeskattede med tidshorisont 3-7 år						
			DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat	
% andel	Fondskode	Papir	Skat	DB	DB pr:	Uænd.
			0%	Var.	12 md.	12 md.
30	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,17%	3,73	5,09%	6,79%
30	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	3,19%	1,83	3,36%	2,99%
30	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	3,63%	3,68	3,60%	4,11%
10	DK0009920894	DGB 5.000 11/15/2013	2,90%	4,71	2,35%	3,15%
100				3,25	3,83%	4,46%

Pensionsbeskattede med tidshorisont over 7 år						
			DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat	
% andel	Fondskode	Papir	Skat	DB	DB pr.	Uænd.
			0%	Var.	12 md.	12 md.
20	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,66%	6,70	2,31%	6,47%
30	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,17%	3,73	5,09%	6,79%
40	DK0009276784	RD 4.0 01/01/2015	3,94%	5,33	3,08%	4,35%
10	DK0009920894	DGB 5.000 11/15/2013	2,90%	4,71	2,35%	3,15%
100				5,04	3,46%	5,35%



KILDE: DANSKE BANK

Modelporteføljerne angiver, hvilke obligationer og hvilken vægtning af disse, som banken (ved redaktionens slutning) anbefaler kunder med en given beskatning og tidshorisont.

Bemærk: Prognosen for afkast og renteutvikling er ikke en pålidelig indikator for den fremtidige udvikling.

1) Angiver hvor stor en andel, der anbefales af den enkelte fondskode i porteføljen.

2) DB eff. rt. (Danske Bank effektiv rente) er korrigeret for skat samt evt. ekstraordinære udtrækninger.

Anvendes kun til at sammenligne 2 obligationer med samme udløb og ydelsesprofil på investeringstidspunktet.

3) DB-varighed angiver den procentvise ændring i en obligations værdi ved en renteændring på et procentpoint.

Tallet er korrigeret for evt. ekstraordinære udtrækninger på konverteringsstruede obligationer.

4) Hpr. (horisontafkastet) udtrykker det forventede afkast på 12 mdr. sigt. Viser, hvilket afkast du kan forvente ud fra givne forudsætninger til renteniveau og evt. forventning til ekstraordinære udtrækninger på konverterbare realkreditobligationer. DB er Hpr. med baggrund i vores officielle 12 mdr. prognose. Uændr. er Hpr. beregnet ved en uændret rentekurve om 12 mdr. Afkastet udtrykker således kuponrente samt løbetidsforkortelsen på obligationerne

5) Her kan du se de nævnte nøgletal beregnet på den samlede portefølje

USA: Mere hjælp på vej

Amerikansk økonomi er i øjeblikket i en af de dybeste og længste recessioner siden anden verdenskrig. En negativ spiral mellem stigende arbejdsløshed og faldende efterspørgsel ser ud til at have fået fat i økonomien og med problemerne i finanssektoren kan pengepolitikken ikke bide. Derfor har den amerikanske Kongres og præsident Obama vedtaget ikke mindre end tre hjælpepakker i februar; en vækstpakke på USD 787 mia., en boligpakke og en pakke til finanssektoren.

I mellemtiden er de økonomiske nøgletal fortsat med at forværres, og der er nu udsigt til en negativ vækst på omkring 7 pct. annualiseret i første kvartal. I løbet af andet kvartal vil den finanspolitiske lempelse dog begynde at virke. Det betyder, at vi venter en stabilisering i økonomien på midten af året og et blødt opsving i andet halvår.

Euroland: I krise

Eksporten er faldet dramatisk som følge af nedgangen i den globale efterspørgsel; kreditstramninger og faldende kapacitetsudnyttelse har ført til en opbremsning i investeringerne og en blanding af faldende huspriser og aftagende job-sikkerhed dæmper privatforbruget. De fleste tillidsindikatorer er kun steget minimalt fra rekordlave niveauer. Den hastighed, hvormed produktiviteten falder, vil snart begynde at aftage, men Eurolands BNP forventes alligevel at mindske gennem det meste af 2009. Vi regner med at se positiv vækst i 4. kvartal hvorefter væksten vil bevæge sig op i nærheden af trend ved udgangen af 2010. Vi forventer, at Euroland BNP falder 2,2 pct. i år og stiger med 0,8 pct. næste år.

Den økonomiske nedgang har bragt de offentlige budgetter dybt ned i det røde felt i mange medlemslande og bekymringer om den finanspolitiske holdbarhed er tiltaget kraftigt. Desuden vil nogle medlemslande kunne få betydelige tab som følge af deres banksektors eksponering mod krisen i Central og Østeuropa. Den økonomiske krise er ved at udvikle sig til den første rigtige stress-test af euro-samarbejdet.

Politikresponsen i Europa har ikke været så hurtig og kraftig som i USA. Finanspolitiske lempelser bidrager med godt 1 pct. af BNP til væksten i 2009. ECB ventes at sænke sin pengepolitiske rente til 1 pct. i løbet af 1. halvår 2009. Det er muligt, at ECB vil supplere rentenedsættelserne med andre tiltag, f.eks. kvantitative lempelser.

Øst- og Centraleuropa: Meget alvorlig krise

Ekspansionen i CEE-landenes finanssektor de seneste par årtier har i stor udstrækning være drevet af, at de vesteuropæiske banker har været meget villige til at oprette datterbanker i regionen og stille midler til rådighed for et låneboom. Høj udlånsvækst er gået hånd i hånd med høj økonomisk vækst, men også med mere og mere synlige bobler på ejendomsmarkederne. En del af lånene fra de vesteuropæiske banker til CEE-området ser ud til at være ydet på vilkår, der ligner de såkaldte subprime-lån i USA, dvs. at de har bygget på en antagelse om, at aktivpriserne, især ejendomspriserne, fortsat ville stige eller i hvert fald aldrig falde. Desuden er mange lån ydet i euro eller schweizerfranc.

Kombinationen af sammenbruddet i ejendomspriserne og en kraftig svækkelse af CEE-landenes valutaer betyder nu, at en stor del af de lån, der er ydet i CEE-området, ikke vil blive fuldt ud tilbagebetalt. Krisen i Øst repræsenterer store potentielle risici for østlandene og EU-samarbejdet. Flere østlande har således en reel risiko for en statsbankerot. For at undgå en eskalering af krisen er det nødvendigt med økonomisk hjælp fra IMF og en koordineret indsats fra EU-kommissionen og ECB.

Asien: Hård opbremsning, men det lysner i Østen

Asien oplever i øjeblikket en voldsom opbremsning, som i værste fald kan vise sig at blive endnu værre end den, Asien oplevede under Asien-krisen i 1997/1998. Nedturen i Asien skyldes først og fremmest, at de asiatiske økonomier er meget åbne og derfor meget industri- og eksporttunge. Det gør dem ekstra sårbare i den nuværende økonomiske nedtur. Heldigvis er der nu også et par store lyspunkter. I specielt Kina er der nu klare tegn på, at de store finans- og pengepolitiske lempelser begynder at virke og, at kinesisk økonomi formentlig allerede vender i 1. kvartal. Lige nu ser Kina derfor ud til at blive det første større land, som kommer ud af den nuværende krise. Det vil i givet fald være et kæmpe plus for det øvrige Asien. Foreløbig ser det i hvert fald ud til, at Kina vil være i stand til at redde sig selv. I hvilket omfang Kina vil være i stand til at redde verdensøkonomien, er fortsat et åbent spørgsmål.

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
ENERGI			
Olje- og gastjenester			
Acergy	NO	K	31,8
Aker Solutions	NO	K	34,0
BW Offshore	NO	K	3,5
Fortum	FI	A	12,6
Fred. Olsen Energy	NO	K	151,3
Petroleum Geo-Services	NO	K	21,5
Prosafte SE	NO	K	23,0
Prosafte Production	NO	K	10,8
Seadrill	NO	K	50,4
Sevan Marine	NO	K	7,0
Subsea 7	NO	K	34,6
Olje og gas			
Neste oil	FI	A	9,3
MATERIALER			
Kemikalier			
Auriga Industries	DK	K	82,0
Exel	FI	H	2,9
Kemira	FI	H	4,4
Novozymes	DK	A	413,0
Emballage			
Brodtrene Hartmann	DK	K	73,0
Huhtamäki	FI	A	5,5
METALLER & MINEDRIFT			
Norsk Hydro	NO	R	20,9
Outokumpu	FI	A	7,9
Outotec	FI	K	11,0
Rautaruukki	FI	H	12,4
Talvivaara Mining Co PLC	FI	K	150,5
Papir & Skov			
M-real	FI	S	0,3
Stora Enso	FI	R	2,9
UPM-Kymmene	FI	H	5,1
INDUSTRI			
Fly & forsvar			
SAAB	SE	A	55,8
Byggeprodukter			
Assa Abloy	SE	H	72,5
Flügger	DK	A	266,0
H+H International	DK	H	239,5
Rockwool International	DK	S	298,0
Uponor	FI	H	7,3
Anlæg og Maskinteknik			
FLSmidth & Co	DK	K	121,8
NCC	SE	R	46,4
Peab	SE	H	22,7
Per Aarsleff	DK	K	404,0
Pöyry	FI	H	9,0
Skanska	SE	A	62,0
Trelleborg	SE	H	25,3
YIT	FI	R	4,6
Elektrisk udstyr			
NKT Holding	DK	R	104,0
REC	NO	K	44,0
Schouw & Co	DK	H	70,5
Vestas Wind Systems	DK	K	238,0
Maskinindustri			
Atlas Copco	SE	R	57,8
Cargotec Corp	FI	H	7,1
Kone	FI	A	15,2
Konecranes	FI	H	12,5
Metso	FI	K	7,3
Morphic Technologies	SE	H	1,3
Opcon	SE	K	28,0
Sandvik	SE	H	46,0
Scania	SE	K	62,0
Seco Tools AB	SE	A	59,0
SKF	SE	H	71,0
Volvo	SE	K	35,7
Wärtsilä	FI	K	17,3
Handel og distribution			
Brdr A & O Johansen	DK	R	280,0
DLH	DK	H	16,4
Solar	DK	A	163,5
Sanistaal	DK	R	85,0
Erhvervsservice & -produkter			
Gunnabo	SE	S	16,8
Lassila & Tikanoja	FI	A	10,2
Niscayah	SE	K	6,6
Securitas	SE	A	59,3

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
INDUSTRI, FORTSAT			
Tomra Systems	NO	A	22,0
Luftfart			
Finnair	FI	H	3,9
SAS Group	SE	K	23,8
Shipping			
A. P. Møller - Maersk	DK	A	25400,0
DFDS	DK	R	349,0
D/S Norden	DK	S	172,0
Mols-Linien	DK	R	53,0
D/S Torm	DK	H	49,5
Transport			
DSV	DK	K	40,8
FORBRUGSVARER			
Reserve dele			
Autoliv	SE	K	13,8
Nokian Tyres	FI	K	8,8
Varige forbrugsvarer			
Bang & Olufsen	DK	R	70,0
BoConcept	DK	H	72,5
Ekornes	NO	H	65,0
Electrolux	SE	K	58,5
Husqvarna	SE	K	28,0
Fritidsudstyr			
Amer Sports	FI	H	5,4
Tekstiler & Beklædning			
Björn Borg	SE	K	40,8
IC Companys	DK	K	51,0
New Wave Group	SE	R	6,0
Hoteller & Cruise Lines			
Royal Caribbean Cruises	NO	H	41,1
Hoteller, Restauranter & Underholdning			
Betsson	SE	R	104,0
Parken Sport & Entertainment	DK	R	455,5
Skistar	SE	H	82,5
Unibet	SE	K	163,5
Medier			
Alma Media	FI	S	4,9
Sanoma	FI	K	8,9
Stormagasiner			
Stockmann	FI	H	10,5
Detailhandel			
Clas Ohlson	SE	H	68,8
Hennes & Mauritz	SE	K	325,0
Nobia	SE	K	16,9
NÆRING & NYDELSE			
Supermarkeder			
Axfood	SE	R	166,0
Hakon Invest	SE	R	70,8
Kesko	FI	A	16,1
Drikkevarer			
Carlsberg	DK	K	194,5
Harboe	DK	K	108,5
Royal Unibrew	DK	S	65,0
Fødevarer			
AAK	SE	A	121,5
Atria	FI	R	7,1
Cermaq	NO	A	28,8
Danisco	DK	A	165,8
EAC	DK	S	159,0
HKScan	FI	A	3,8
Leroy Seafood Group	NO	H	44,0
Marine Harvest	NO	R	1,8
Orkla	NO	K	38,5
Tobak			
Swedish Match	SE	K	113,8
SUNDHED			
Medicinalinstrumenter & -udstyr			
Coloplast	DK	A	369,0
Elekta	SE	A	93,8
Getinge	SE	A	97,0
William Demant Holding	DK	H	183,0
Biotechnologi			
ALK-Abello	DK	R	356,0
Bavarian Nordic	DK	A	119,0
Genmab	DK	K	218,5
Exiqon	DK	K	21,6
Karo Bio	SE	H	9,6
LifeCycle Pharma	DK	K	10,5
Neurosearch	DK	A	71,5
Q-Med	SE	H	26,5

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
SUNDHED, FORTSAT			
TopoTarget	DK	A	3,3
Farmaci			
Astrazeneca	UK	K	2238,0
Lundbeck	DK	K	119,0
Meda	SE	K	49,6
Novo Nordisk	DK	H	272,0
Orion Corporation	FI	S	12,1
FINANS			
Banker			
Amagerbanken	DK	H	24,4
Danske Bank	DK	IA	35,1
DNB Nor	NO	K	22,5
Jyske Bank	DK	S	93,5
Nordea	SE	H	41,0
Ringkjøbing Landbobank	DK	K	350,0
SEB	SE	H	31,0
Spar Nord	DK	S	40,0
Svenska Handelsbanken	SE	S	99,8
Swedbank	SE	R	20,8
Sydbank	DK	H	62,0
Vestjysk Bank	DK	H	55,0
FORSIKRING			
Alm. Brand	DK	A	64,0
Sampo	FI	H	9,4
Topdanmark	DK	K	556,0
TrygVesta	DK	H	304,0
E-Services			
Tradedoubler	SE	A	23,5
IT-konsulenter			
Columbus IT Partner	DK	H	2,2
EDB Business Partner	NO	R	11,9
HiQ International	SE	A	20,1
Semcon	SE	K	14,8
Teleca	SE	H	3,1
TietoEnator	FI	K	9,3
Software			
Atea	NO	K	14,9
Cision AB	SE	H	4,5
Netop Solutions	DK	H	31,5
IBS	SE	H	6,7
Maconomy	DK	H	5,5
Opera Software	NO	A	22,0
Orc Software	SE	H	89,3
Simcorp	DK	K	572,0
Kommunikationsudstyr			
Eltek	NO	S	0,9
Ericsson	SE	H	69,6
GN Store Nord	DK	A	13,0
Nokia	FI	S	7,4
RTX Telecom	DK	R	8,8
Tandberg	NO	K	87,8
Thrane & Thrane	DK	A	143,5
Boligudvikling			
JM	SE	R	35,0
TELEKOMMUNIKATION			
Telekommunikationsydelse			
Elisa	FI	A	9,9
Tele2	SE	A	64,3
Telenor	NO	H	34,3
TeliaSonera	SE	H	35,1

Aktieoversigten viser de aktuelle anbefalinger på nordiske aktier fra bankens aktieanalyseafdeling, Danske Markets Equities. Vær opmærksom på, at der kan ske ændringer i anbefalingerne efter redaktionens slutning.

DK: Danmark, NO: Norge, SE: Sverige, FI: Finland, UK: Storbritannien

Anbefalingsstruktur		
Anbefaling	Totalt afkast	Tidshorisont
Køb (K)	> +20%	12 måneder
Akkumulér (A)	+10% til +20%	12 måneder
Hold (H)	0% til +10%	12 måneder
Reducér (R)	-10% til 0%	12 måneder
Sælg (S)	<-10%	12 måneder
Anbefaling Suspenderet (AS)		
Ingen Anbefaling (IA)		

Disclosure

Anbefalinger af og omtale af nordiske værdipapirer i denne publikation er udarbejdet på baggrund af analyser fra Danske Markets, en division af Danske Bank. Danske Bank er under tilsyn af Finanstilsynet.

Danske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer fremgår af Danske Banks Research Policy. Alle ansatte i Danske Banks analyseafdelinger er bekendt med, at enhver henvendelse, der kan compromittere analysens objektivitet og uafhængighed, skal overgives til analyseledelsen og til bankens Compliance-afdeling. Danske Banks analyseafdelinger er organiseret uafhængigt af og rapporterer ikke til Danske Banks øvrige forretningsområder.

Analytikernes aflønning er til en vis grad afhængig af det samlede regnskabsresultat i Danske Bank, der omfatter indtægter fra investment bank-

aktiviteter, men analytikerne modtager ikke bonusbetalinger eller andet vederlag med direkte tilknytning til specifikke corporate finance- eller kredittransaktioner.

Danske Banks aktie- og kreditanalytikere og deres nærtstående må ikke investere i de værdipapirer, som de selv dækker.

Danske Bank er market maker og kan i sin egen skab heraf have positioner i de finansielle instrumenter, der er nævnt i de analyser, der ligger til grund for anbefalinger i denne publikation.

Danske Banks analyser udarbejdes i overensstemmelse med Finansanalytikerforeningens etiske regler og Børsmæglerforeningens anbefalinger.

For yderligere disclosures og information i henhold til den danske lovgivning af selvregulerende standarder se venligst www.danskeequities.com.

Denne publikation er udarbejdet af Danske Bank alene til orientering. Publikationen er ikke og skal ikke opfattes som et tilbud eller opfordring til at købe eller sælge noget værdipapir og kan ikke erstatte den rådgivning, der gives i banken, hvor der bl. a. tages hensyn til den individuelle risikoprofil og skattemæssige forhold. Publikationens informationer, beregninger, vurderinger og skøn træder ikke i stedet for læserens eget skøn over, hvorledes der skal disponeres. Banken har omhyggeligt søgt at sikre sig, at indholdet er korrekt og retvisende. Banken påtager sig imidlertid ikke noget ansvar for publikationens nøjagtighed eller fuldkommenhed. Banken påtager sig endvidere ikke noget ansvar for eventuelle tab, der følger af dispositioner foretaget på baggrund af publikationen. Anbefalinger kan ændres uden varsel. Der tages forbehold for trykfejl. Banken og dens datterselskaber samt medarbejdere i banken og dens datterselskaber kan udføre forretninger, have, etablere, ændre eller afslutte positioner i værdipapirer, valuta eller finansielle instrumenter, som er omtalt i publikationen. Yderligere og/eller opdateret information kan rekvireres i banken. Det er tilladt at citere fra publikationen ved tydelig kildeangivelse og med udgivelsesdato.