

VAR DET BUNDEN?

– måske, men der er stadig
et væld af risikofaktorer

Vær klar til Clean Tech-fokus frem mod klimatopmødet

Danske Analyse: Daggry i verdensøkonomien

Kapitalismens fremtid – hvordan ser den ud?

Udsigt til kraftigt boligprisfald i år

TEMA: VAR DET BUNDEN?



06

Var det bunden?

Muligvis ramte aktiemarkedet bunden i starten af marts, men bemarkedet kan ikke sluttet endegyldigt, før vigtige fundamentale forhold er stabiliseret. Det er de ikke endnu.

10

Sæt fokus på Clean Tech før topmødet i december

Mens alles øjne er rettet mod finanskrisen, vækstpakkene og økonomisk nedtur er der gode muligheder for at positionere sig med lovende Clean Tech-aktier. Holder prognosen om kinesisk og amerikansk vending i andet halvår stik, vil der komme øget fokus på sektoren frem mod december.

12

Goldman Sachs: Mere potentiale senere i 2009 i USA's aktiemarked – endnu mere i Europas

USA spås at slutte året på 940. I Europa spås et potentiale på 30-50 pct., på 6-12 mdr., når konturerne af en vis bedring begynder at vise sig.

18

Kapitalismens fremtid - hvordan ser den ud?

Der er ganske enkelt ikke plads til forbrugsmodellen, der bar os igennem det 20. århundrede. Den fremtidige kapitalistiske økonomi skal ikke blot fokusere på vækst i klassisk BNP, men også fokusere på miljømæssige og sociale faktorer.

12%

Goldman Sachs' estimat af AT&T's indtjeningsvækst for 2010

AKTIEANBEFALINGERNE SIDE 14-15



08 Dystre klimakonferencer

Effekter af global opvarmning hurtigere end ventet.

11 Endnu en redningsplan fra USA

Ny bankpakke bliver godt modtaget

14 Aktieanbefalinger

SimCorp, Tandberg, Royal Dutch Shell, AT&T

16 Daggyr i verdensøkonomien

Godt nyt fra Asien og USA, der spås en vending i andet halvår. Mere dystert for Europa og Østeuropa.

22 Aggressiv centralbank presser renterne ned

Federal Reserves planer om at købe op i amerikanske statsobligationer presser renterne ned.

24 Obligationsanbefalinger

24 High Yield kreditobligationer kan stadig være en god forretning

25 Optionsstrategi: Aktiemarkedets potentiale er begrænset – på kort sigt

Med en covered call-strategi beholder man aktierne, og sælger samtidig call-optioner.

26 Udsigt til kraftigt boligprisfald i år

Faldende renter og generelle indkomststigninger i 2010 som følge af skattereformen er ikke nok til at hindre et stort prisfald på det danske boligmarked i år.

28 Global boligkrise

28 FlexGaranti, Rentedyk og profilskifte

29 Geninvesteret udbytte og skatten

30 Selvangivelsen og strukturerede obligationer

Bemærk, at der ikke sker automatisk indberetning af kursgevinster og tab på strukturerede obligationer.

32 Selvangivelsen og akk. investeringsforeninger

Sørg selv for indberetning af kursgevinster og tab på akkumulerende investeringsforeninger.

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 Adelmarm (ansvarshavende)

og redaktør Flemming Østergaard · Redaktion afsluttet den 1. april 2009 · Grafisk design og

produktion: Datagraf · Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri · Kommentarer, spørgsmål, ris og ros, bedes

sendt til flste@danskebank.dk · Forside: Getty Images

FASTE RUBRIKKER:

04 Kort nyt

33 Modelporteføljer for obligationer

34 Verdensøkonomien – kort fortalt

35 Aktieoversigt

»Only buy something that you'd be perfectly happy to hold, if the market shut down for 10 years.«

WARREN BUFFETT, VERDENS RIGESTE AKTIEINVESTOR, DER HAR SKABT SIN FORMUE PÅ VALUE INVESTING

Lys i mørket

LEDER

Man kommer ikke udenom, at psykologien spiller en afgørende rolle for kursdannelse og købelyst på aktiemarkederne. Troen kan flytte hele markeder. Det skete f.eks. i marts måned i USA efter, at der var tegn på, at tre store banker faktisk tjente penge. Før og efter er der også kommet flere tegn på, at verdensøkonomien måske er ved at få det lidt bedre. Ikke mange lys i mørket, men der er dog nogen. Men det var den med bankerne, der fik markedet til at stige voldsomt på kort tid – en klar indikation af, at den afgørende forudsætning for, at økonomien – og dermed aktiemarkedet – kan rejse sig, er, at finanskrisen aflives.

Amerikanerne ligger ikke på den lade side. Senest med en ny bankpakke, der skal rense ud i byrden af »dårlige lån« og muligvis også en ny regnskabsregel, der giver mulighed for at udskyde visse tab. Dertil kommer selvfølgelig de massive vækstpakker.

Men markederne er faldet lidt tilbage igen. Man vil se nogle effekter af vækststimulanserne og bankpakkerne. De dårlige nyheder om dit og dat er stadig i massivt overtal.

En afgørende stund for aktiemarkedets retning i den nærmeste tid bliver regnskabssæsonen, som vi nu er godt på vej ind i. Hvor slemt ser det ud for virksomhederne? Og i særdeleshed – hvor slemt ser det ud for bankerne?

Der er mange uafklarede forhold, som forplumrer billedet. Og derfor er det som investor svært at vide sig sikker. Særligt når kloge folk fortæller, at det hele ser meget skidt ud. F.eks. Professor Nouriel Roubini, der forudså finanskrisen, som siger, at det amerikanske boligmarked skal falde yderligere 20 pct. og aktiemarkedet 25 pct. under den seneste bund. Spekulant George Soros, der siger G20-topmødet skal munde ud i massive, praktiske, koordinerende tiltag fra G20-landene, hvis ikke de finansielle markeder skal falde kraftigt tilbage igen. Paul Krugman, sidste års nobelprisvinder i økonomi, der mener, at Europa bruger alt for få penge på at få væksten i gang.

G20-mødet var ved at gå i gang ved redaktionens slutning, men der kom næppe det store ud af mødet på sølle fem en halv time. Især ikke fra Europa, hvor den største økonomi, Tyskland, har gjort det klart, at man »ikke ønsker at stimulere økonomien ihjel«, som landets finansminister har udtrykt det.

Vi må nok se i øjnene, at vi er ved at have nået det punkt, hvorfra der ikke kommer flere nævneværdige håndsreaktioner fra politisk hold. Tingene må tage deres tid herfra – sådan er det nu engang i en økonomisk krise. Det er et langt sejt træk. Boligmarkederne vil i mange udviklede lande fortsætte nedturen med stor hast i år og næste år. Arbejdsløsheden vil stige mange måneder endnu. Forbrugernes købelyst og virksomhedernes investeringslyst vil ikke være stor i lang tid fremover – og får heller ikke lov at være det med bankernes hjælp, da de skal slikke sårene i lang tid, dvs. være fedtede med kreditten og bygge reserver op.

Aktiemarkedet plejer traditionelt at være en god indikator for, at det begynder at gå fremad. Og så alligevel. Ganske vist har det en tendens til at indlede et nyt bull-marked omkring et halvt år før bunden ses i økonomien. Men problemet er, at der i processen opstår mange »falske dag-gry« – stigningsperioder, som den i marts, der bliver forvekslet med en endelig vending, men blot er en korrektion i bemarkedet – og den slags kan man jo først se bagefter. Og så kom opturen på aktiemarkedet under den forrige økonomiske krise i 2001 i øvrigt ikke på forhånd. Økonomien bundede i november 2001, men aktiemarkedet rejste sig først endeligt i foråret 2003.

Men for at gøre det kort. Vi skal have nogle flere gode nyheder på bordet – flere lys i mørket. Og når de begynder at lyse så meget op, at man aner konturerne af et svagt opsving, så skal man på forhånd have lagt sig klar med en bred portefølje, med en del cykliske aktier, suppleret med bl.a. infrastruktur og Clean Tech-aktier, hvor sidstnævnte vil komme i stigende fokus op til klimatopmødet i december, især hvis prognoserne om en bedring i bl.a. amerikansk og kinesisk økonomi i andet halvår holder stik.

Pludselig vil markedet stige, og man vil ikke kunne pege på nogen egentlig udløsende faktor. Blot vil en jævn strøm af gode, men stadig sporadiske nyheder bedre stemningen på markedet, så risikoaversionen falder markant, og investorerne er klar til at gå ind med fuld musik i markedet. Det er det, der vil løfte markedet ud af bjørnens greb – ikke markant stigende indtjening i en stadig økonomisk tynget økonomi.

Aktiegevinsterne kommer på sigt. Men det kræver som altid tålmodighed. Som en analyse, der ventes offentliggjort på www.journalofindexes.com i slutningen af april vil vise, så har 20-årige statsobligationer i USA formået at give et bedre afkast end amerikanske aktier over de seneste 40 år. Men for ikke at ødelægge den gode stemning vil vi undlade at uddybe undersøgelsens resultater yderligere. Og i stedet blot påpege, at aktiemarkederne rundt omkring lige nu befinder sig på et niveau rundt regnet 50 pct. under toppen i 2007. ■

POLFO TO



» Forstår politikerne, hvor svært det bliver? Hvor ødelæggende fire, fem eller seks grader vil være? Ikke endnu, tror jeg.«

NICHOLAS STERN · MARTS 2009 · LÆS MERE SIDE 8



Nyt om forårspakken 2.0

LOVFORSLAGENE ER IKKE FREMSAT endnu, men hovedparten er nu kommet i høring, og du kan derfor glæde dig til en fyldig artikelserie om forårspakken 2.0 i de kommende numre af INVESTERING. Her sætter vi fokus på personskat, pension og investering. De nye regler beskrives og ikrafttrædelsesbestemmelser samt overgangsregler vil også blive behandlet. ■



PHOTO

Goldman Sachs' hovedkvarter i New York.

Goldman Sachs: Større risikovillighed driver markedet efter en bund

I EN NYLIG RAPPORT påpeger GS, at de første 6-12 måneder efter, at bunden er nået i bemarked, altid har givet et stærkt afkast – mindst 30 pct. eller mere. Gennemsnittet lyder 34 pct. efter de første seks måneder og 50 pct. 12 måneder efter bunden. Interessant i denne analyse er, at størrelsen af afkastet ikke har været afhængigt af hastigheden i virksomhedernes indtjeningsvækst efter bunden. I alle de undersøgte bemarkeder har der været langt større variation i virksomhedernes indtjening end i afkastene. Dette tyder på, konkluderer GS, at en stor del afkastet i perioden efter en bund er drevet af et fald i risikopræmien (merafkast i forhold til statsobligationer).

Så vær opmærksom på stemningen blandt investorerne og deres lyst til risiko i det aktuelle bemarked. I øjeblikket er risikoaersionen stadig høj, hvilket indikeres af en risikopræmie på 7,3 pct. i det europæiske marked og 6,7 pct. i det amerikanske – betydeligt over det historiske gennemsnit, som globalt set var på 4,6 pct. i det 20. århundrede.

I rapporten peger GS-økonomerne også på det paradoksale i, at perioden 1998-2008 har givet et negativt aktieafkast. I denne periode var det økonomiske miljø helt unikt for aktierne – den globale BNP-vækst var den højeste siden 60'erne, inflationen var lav og stabil og virksomhedernes indtjening steg kraftigt. Alligevel endte perioden med et negativt afkast i mange udviklede markeder.

Forklaringen er ganske enkelt ifølge GS, at valueringen af aktierne var ude af proportion med virkeligheden. I dag mener GS, at aktierne heller ikke modsvarer virkeligheden - i GS-analytikernes øjne forekommer de relativt billige. Og selv om de økonomiske udsigter ikke ser gode ud for de kommende år, tror GS, at vi vil opleve stærke afkast på aktiemarkederne. GS mener, at det gennemsnitlige årlige reale afkast på aktier over de næste fem år bliver på 15-20 pct. i kontinental-Europa, 20-25 pct. i Storbritannien og 10-15 pct. i USA. ■

Infrastruktur – en stærk trend.

Der er udsigt til massive investeringer i infrastruktur i USA og Kina.

EN RÆKKE LANDE har gennem de seneste måneder offentliggjort tiltag til at stimulere deres økonomier via øgede offentlige investeringer i bl.a. infrastruktur. Kinas offentlige investeringer er mangfoldige, og er kendt for at øge disse, når der er behov for det. Det område, der tegner lyseste i Kina, er udbygning af toginfrastrukturen. Til trods for, at landet har haft fokus på området, har udbygningen langt fra kunnet leve op til efterspørgslen, og således har Kina siden 1999 reelt set oplevet en stigende kapacitetsudnyttelse, der nu har nået et så højt niveau, at det er et af de områder, som får tilført midler i øjeblikket.

Goldman Sachs (GS) har igennem længere tid fremhævet infrastruktur som en stærk trend især i USA og Kina, og har netop været på en større rundtur i Kina. Her kunne de udsendte analytikere konstatere, at der er tegn på øgede statslige investeringer i 2.-3. kvartal. Lokale regeringer sætter fart på infrastrukturprojekter bl.a. ved at for-

doble arbejdsstyrken. GS' lokale kontakter oplyste, at nye motorvejs- og jernbaneprojekter i det centrale Kina med stor sandsynlighed bliver kickstartet i slutningen af 2. kvartal. At der er ved at komme gang i byggeri og infrastruktur bekræftes også af, at cementproduktionen i Kina i jan.-feb. viser en årstigning på 20 pct.

I USA har Obama-administrationen også planlagt store investeringer i infrastrukturen. Ikke mindst investeringer i elnettet er i særlig fokus. Et aldrende elnet koster ifølge estimater fra Sandia National Laboratories de amerikanske virksomheder et årligt tab på USD 150 mia. pga. nedbrud. De vedtagne stimulipakker i USA vil med stor sandsynlighed accelerere investeringerne.

USA's ønske om at fokusere på alternativ energi sætter yderligere pres på at få opgraderet og modificeret elnettet (Smart Grid), dels for at lede strømmen fra de øde områder, hvor denne genereres, mod byerne, og dels for at forsyningsselskaberne kan udnytte produktionen fra alternativ energi bedst muligt.

Følgende internationale selskaber beskæftiger sig alle med infrastruktur, og er interessante investeringsmuligheder i den forbindelse: *ABB Ltd, Nexans SA, General Cable Corp., Prysmian SPA., American Superconductor Corp., Itron Inc., Siemens AG, Invensys Plc., Alstom SA, Vossloh AG, China Railway Construction, CRH Plc., Holcim Ltd., Quanta Services og Caterpillar Inc.* ■

TAL EVT. NÆRMERE OM EMNET MED DIN INVESTERINGSRÅDGIVER.

Emerging Markets: Lysere udsigter for Asien

INVESTORERNE HAR VIST TEGN på stigende risikoappetit de seneste uger, og det har ikke mindst asiatiske markeder nydt godt af. Om vi har set bunden for aktiemarkederne i Emerging Markets generelt er svært at sige. Der er fortsat megen usikkerhed om kredittkrisen og den økonomiske udvikling generelt.

I Emerging Markets er væksten aftaget markant i alle regioner. I Asien er de eksportafhængige økonomier blevet ramt hårdt af kollapset i den globale efterspørgsel og eksport. I de råvareeksporterende lande i Latinamerika, CIS-landene (Rusland, Ukraine, Kazakhstan m.fl.) og Mellemøsten, har de lavere råvarepriser slukket for den primære vækstmotor. Og endelig er især de øst- og central-europæiske lande trængt i knæ af en tiltagende finanskrisen i takt med at kapitaltilstrømningen er aftaget og den hjemlige banksektor er kommet under stigende pres fra den globale finanskrisen.

Det globale miljø vil fortsætte med at være en udfordring for Emerging Markets i resten af 2009. For Emerging Markets som helhed forventer Danske Analyse stabilisering i 2. kvartal men på meget lave niveauer. Økonomierne forudser et mindre opsving i andet halvår, men det får ikke et solidt fodfæste før i 2010.

De hårdest ramte lande bliver dem med underskud på betalingsbalancen, svage eksterne likviditetspositioner og hjemlige finansielle institutioner afhængige af kortsigtede eksterne finansiering. Således tror Danske Analyse, at 2009 bliver værst for CEE- og CIS-landene, og der er en reel risiko for, at krisen vil forværres i



Kinesiske arbejdere tager en pause i arbejdet på en undergrundsbane i Guangzhou. Kina forventes at investere massivt i infrastruktur de kommende år.

CEE trods tegn på stabilisering i andre dele af den globale økonomi. Og formår CEE alligevel at generere et opsving, bliver det svagere end i andre dele af Emerging Markets.

Asiatiske aktiemarkeder ventes at klare sig bedst blandt udviklingsøkonomierne i år, til trods for at svag global efterspørgsel forbliver en stor udfordring på kort sigt. Udover stærke betalingsbalancer og eksterne likviditetspositioner, nyder de asiatiske lande godt af de lavere råvarepriser. Dertil kommer, at den fi-

nans- og pengepolitiske respons har været stærk i Asien. I øjeblikket er det de store økonomier, der fører an – Kina, Indien og Indonesien – hvor indenlandsk efterspørgsel har vist sig mest vedholdende med vækstrater på 7 pct. årligt i Indien og Indonesien og endnu højere i Kina. Disse lande kan blive de første større økonomier, der vender til trods for, at de var nogle af de sidste, der blev alvorligt ramt af den globale finanskrisen, vurderer Danske Analyse. ■

VAR DET BUNDEN?

■ BEARMARKEDET ER IKKE VENDT ENDNU

Efter en deprimerende lang periode med faldende aktiekurser, skete der noget i marts, der fik markedet til at stige som en raket. Men alle raketter løber tør for brændstof på et tidspunkt...

DA HANDELEN PÅ DET amerikanske marked åbnede den 6. marts, var det på et niveau næsten 30 pct. under det, vi havde ved årsskiftet – og lignende kursfald kunne konstateres over hele verden. Alene siden 10. februar var faldet på over 23 pct. og forklaringen var ganske enkel. Finanskrisen var fulgt med ind med for uld styrke i 2009, og den realøkonomiske krise viste en tiltagende forværring over hele verden med kollaps i industriproduktion og eksport, voldsomme stigninger i ledigheden, virksomhedskonkurser osv.

Der var dog et enkelt lyspunkt i form af en svag bedring af den globale industricyklus. Men den største opmærksomhed var ikke rettet mod de økonomiske nøgletal. For så længe finanskrisen hærger, kan økonomien ikke rejse sig. Vi skal se en jævn forbedring i finanssektoren og kreditmarkederne, før vi med rette kan være optimister. Og det er forklaringen på, at da først Citigroup d. 6. marts, senere fulgt af JP Morgan og Bank of America, kunne fortælle, at de tjener penge igen, var det startskuddet til en voldsom stigning på aktiemarkederne.

Var det bunden, vi så den 6. marts?

»Det var muligvis bunden, men den kraftige optur er sandsynligvis det, vi kalder et *bearmarket rally*, dvs. en korrektion i et marked, som stadig ikke har fundamentet til at bære en vedvarende optur. Jeg tror, at vi har toppet i denne omgang og, at vi formentlig vil opleve et tilbagefald i de nærmeste uger,« siger Morten Kongshaug, aktiestrateg i Danske Bank.

Det skønnes dog at være begrænset, idet Kongshaug mener, at vi i løbet af få måneder vil opleve, at bearmarkedet slutter.

»Jeg tror, at vi vil se en gradvis indkapsling af finanskrisen og stadigt flere tegn på, at økonomien i USA og Kina er i bedring. Det vil påvirke investorerne risikovillighed. I dag er det stadig generelt ret risikoaverse og kræver en risikopræmie på over syv pct. i forhold til obligationer, hvilket er langt højere end det historiske snit på 4,5-5 pct.«



Morten Kongshaug

Men hvor er de så, de positive tendenser i økonomien, som ligger lige om hjørnet?

»Fem vigtige faktorer skal være på plads, før vi kan sige, at bearmarkedet er slut, og her har vi foreløbig kun set en svag bedring i den globale industriproduktion. Det vi venter på nu er, at nedjusteringerne af forventninger til indtjeningen i 2009/2010 skal stoppe, at det amerikanske boligmarked, kreditmarkederne samt investor-/forbrugertilliden skal vi-

se bedring. Kun når alle disse faktorer viser bedring, kan vi få et bæredygtigt opsving på aktiemarkedet.«

Kongshaug vurderer S&P 500 vil slutte året omkring 950 – ca. 18 pct. fra niveauet ved redaktionens slutning. Og sektorer, der vil have et særligt godt potentiale, når opturen starter endeligt vil være Energi og Teknologi.

Men det er trods alt kun en prognose, at vi når 950 i år – ikke en garanti. For der er flere afgørende forhold, der kan udvikle sig i den gale retning.

Det gælder ikke mindst finanssektoren. Hvis bankregnskaberne for første kvartal til april viser nye store tab, som kræver massive hensættelser og afskrivninger og dermed signalerer, at samfundets finansielle krumtap stadig langt fra fungerer normalt, og vi samtidig begynder at se tendenser til deflation og dermed en langvarig depressionsagtig økonomisk udvikling for USA og verdensøkonomien, så vil det udløse en ny stor nedtur og pessimismen vil sænke sig over markedet. Hvis det sker, vil vi på kort tid mellemlang sigt kunne opleve et fald i S&P 500 til 625, mener Morten Kongshaug. Han understreger dog, at et fald på over 20 pct. fra det aktuelle niveau er et risikoscenario, og at den helingsproces, der p.t. er under udvikling, skønnes at redde aktiemarkedet fra endnu et stort dyk. ■

» Jeg tror, at vi vil se en gradvis indkapsling af finanskrisen og stadigt flere tegn på, at økonomien i USA og Kina er i bedring.»

MORTEN KONGSHAUG · AKTIESTRATEG I DANSKE BANK

Umulig timing i en global krise

Var det så bunden, vi så den 6. marts? Der synes overvejende enighed blandt store finanskure, banker og professionelle investorer om, at det muligvis var bunden, vi så d. 6. marts, men at det bestemt ikke er ensbetydende med, at vi nu er gået ind i en mere permanent optur. Der er stadig masser af dystre tendenser på tapetet.

De vigtige amerikanske forbrugere har fortsat de laveste forventninger til fremtiden i 28 år. Verdens næststørste økonomi, Japan, har oplevet et fald i eksporten på næsten 50 pct. Kina, den tredjestørste, er også hårdt ramt af kollapset i den globale samhandel. Verdensbanken forventer, at dette år byder på det hurtigste fald i den globale samhandel siden Depressionen. IMF udtalte for nylig, at den globale vækst sandsynligvis vil falde i år for første gang siden 2. verdenskrig. Østeuropa er på randen af kollaps, hvilket vil svække den europæiske banksektor yderligere og forværre den nedtur i Europa, der i forvejen ser ud til at være et langt stykke ind i 2010. Og så er der deflationsrisikoen. For ikke at tale om ledigheden. Den vokser stadig med over en halv mio. om måneden i USA, og der er også udsigt til voldsomme stigninger i ledigheden i Europa i år. Det ubehagelige ved en cyklisk nedtur er trægheden i vendingen. Selv når økonomien igen begynder at vise positive vækstrater, så går der en rum tid, før ledigheden holder op med at stige. Ser man tilbage på de seneste recessioner – 1990-91 og 2001 – så fortsatte ledigheden faktisk med at stige hhv. 15 og 20 måneder efter bunden i nedturen blev nået. Det er ikke opmuntrende og bestemt ikke godt nyt for boligpriserne, der er stærkt påvirket af ledigheden. Opmuntrende er det heller ikke, at ledigheden i øjeblikket eksploderer med en hastighed, der ikke er set i recessioner siden 1957 og langt overgår nedturene i 1990-91 og 2001.

Så skulle det vist være slået fast med syvtommersøm. Verden er i krise, og det er ikke overstået lige foreløbig. Men ikke desto mindre, så skal man holde øje med aktiemarkedet. Og så er der jo den historiske detalje: Aktiemarkedet stiger typisk 6-9 måneder før, bunden nåes i økonomien. Nå nej ... – det er faktisk ikke helt rigtigt. I 2001 bundede økonomien i november, men bunden i aktiemarkedet blev faktisk ikke nået før et år senere. Og den stigning, der derefter kom var heller ikke andet end et bear market rally. En ny nedtur ramte markedet, og først i marts 2003 startede det bullmarked, som holdt til slutningen af 2007.

Så hvad skal man tro? Man kan aldrig ramme bunden helt præcist. Det kræver et held å la en syver i Lotto. Men når nu de fleste aktiemarkeder er faldet 50 pct. siden deres top – og det ikke var overvurderede aktiekurser, som i 2000, der udløste denne krise – så forekommer det aktuelle niveau trods alt ikke at være dårligt for den tålmodige investor med en lang tidshorisont.

GETTY IMAGES

DYSTRE KLIMA

■ ACCELERERENDE KLIMAFORANDRINGER

På de nyligt afholdte klimakonferencer i Århus og København, blev en hastigere tendens i klimaforandringer bekræftet af eksperterne.

»KLIMASYSTEMET BEVÆGER sig allerede uden for de mønstre af naturlig variation, inden for hvilke vores samfund og økonomi har udviklet sig. Disse parametre omfatter den gennemsnitlige globale overfladetemperatur, stigninger i havenes vandstand, ocean- og iskappedynamikker, forsuring af oceanerne og ekstreme klimabegivenheder. Der er en betydelig risiko for, at mange af disse trends vil accelerere, og medføre en stigende risiko for pludselige og irreversible klimaforandringer,« hed det i en konkluderende sammenfatning fra konferencen i København, som også opfordrede til en langt mere massiv indsats:

»Der er ingen undskyldning for inaktivitet. Vi har allerede mange værktøjer og tilgange – økonomiske, teknologiske, adfærdsmæssige, ledelses- og styringsmæssige – til på effektiv vis at imødegå udfordringen fra klimaforandringerne, men de må anvendes intenst og implementeres i en bred skala.«

De seneste forskningsresultater viser på baggrund af de fortsat høje rater af observerede udslip af drivhusgasser, at worst case-scenariet (eller et der er endnu værre) som nævnt i den seneste rapport fra FN's klimapanel, IPCC, er ved at blive en realitet. Udledningen af drivhusgasser vokser hurtigere end ventet, planetens evne til at absor-

bere drivhusgasser er faldet, og effekterne af temperaturstigningerne kommer tidligere end ventet.

Tidligere har IPCC's anbefaling for det maksimalt tålelige været en stigning på to grader celcius i forhold til præindustrielt niveau, men selv dette vil ifølge den nye forskning kunne føre til adskillige tipping points, hvorfra klimaforandringerne bliver selvforstærkende. Og meget tyder på, at muligheden for at begrænse temperaturstigningen til to grader allerede er passeret. 3-4 grader forekommer allerede nu mere realistisk.

En temperaturstigning på 4 grader eller mere vil forvandle dele af Syd-Europa til ørken. Havenes vandstand vil vokse dobbelt så hurtigt, som FN's klimapanel forudså for to år siden. En anden dystre prognose lyder, at de stigende temperaturer kan dræbe 85 pct. af Amazonjungen. Og i værste fald vil halvdelen af jordkloden blive ubeboelig for mennesker.

Selv en mere moderat opvarmning vil kunne udløse en »tidsbombe« i de arktiske områder, hvis permafrosten tøer. Det er en proces, der faktisk har været i gang i i Sibirien siden årtusindskiftet, viste undersøgelser i 2005, og det vil kunne frigøre enorme mængder af metangas – en 20 gange kraftigere drivhusgas end CO₂.

Allerede nu smelter is i de arktiske områder i en hastighed, som klimamodellerne ikke kunne forudse. Grønland mister i øjeblikket i størrelsesordenen 200 kubikkilometer indlandsis pr. år – modellerne har forudsagt 35 kubikkilometer. Klimaforskerne oplever løbende, at de har været for konservative i deres vurderinger af afsmeltning, hvilket beror på, at isens dynamik er så svær at modellere.

Selv om hovedparten af de argeste modstandere af teorien om global opvarmning efterhånden har accepteret videnskabens stadigt voksende bevisbyrde, der peger på menneskeskabte udledninger af drivhusgasser som årsagen til de konstaterede temperaturstigninger, så advarede Nicholas Stern på konferencen i København mod, at politikerne tilsyneladende ikke har forstået krisens alvorlighed.

»Forstår politikerne, hvor svært det bliver? Hvor ødelæggende fire, fem eller seks grader vil være? Ikke endnu, tror jeg. Ser jeg tilbage, undervurderede vi også i Stern-rapporten risiciene og ødelæggelserne ved inaktivitet,« sagde Nicholas Stern, manden der stod i spidsen for udarbejdelsen af den første store rapport om de økonomiske konsekvenser af global opvarmning.

Bæredygtig udvikling er nødvendig

Hvad aktivitetsmulighederne angår, er der mange, men man behøver ikke vente på udvikling af flere alternative energikilder for at gøre noget. David King – nuværende professor på Oxford University og i perioden 2000-2007 Tony Blairs og siden Gordon Browns chefrådgiver i klima, miljø- og videnskabsspørgsmål – sagde på Århus-konferencen, at man ikke kommer uden om atomkraft som en del af løsningen, men en anden vigtig mulighed er også lige for. Nemlig isolering af bygningerne, som tegner sig for halvdelen af CO₂-udledningen – samt en mere energieffektiv adfærd generelt. Han var til gengæld skeptisk over brugen af geo-engineering – afskærmning af solnes stråler ved f.eks. opsendelse af svovlskyer i stratosfæren eller skyer med saltvandspartikler – da det efter hans mening ville brugt som en sovepude for politikerne, som derved ville forsømme at behandle kilden til problemet, nemlig begrænsning af de udledte drivhusgasser.

David King har tidligere understreget vigtigheden af, at regeringer i de forskelli-

» Klimaforandringerne er den største udfordring, vores civilisation nogensinde har stået overfor, fordi vi bliver nødt til at handle kollektivt«

DAVID KING · PROFESSOR PÅ OXFORD UNIVERSITY

KONFERENCER



POL.FOTO

Nicholas Stern (tv) talte på konferencen i København og advarede politikerne mod at undervurdere den globale opvarmning. Han erkendte at have undervurderet risici og ødelæggelser ved inaktivitet i sin rapport om den globale opvarmnings økonomiske konsekvenser i 2006. På konferencen i Århus påpegede tidligere chefrådgiver for den britiske regering, David King (th), vigtigheden af, at vi skrotter forbrugsmodellen og finder en langt mere bæredygtig vækstmodel.

ge lande integrerer klimændringer i ethvert aspekt af deres politik og har CO₂-reduktion prioriteret lige så højt som vækst i BNP.

»Når nationen har en inflation, der løber løbsk, så ved alle, hvad det gør ved økonomien. Hvis vi får klimændringer, der løber løbsk, så vil det også ødelægge vore økonomier. Den kendsgerning mangler fortsat at blive forstået og accepteret af regeringerne,« sagde David King i efteråret 2008 til dagbladet Information.

David King understregede på klimamødet vigtigheden af et globalt klimasamarbejde.

»Klimaforandringerne er den største udfordring, vores civilisation nogensinde har stået overfor, fordi vi bliver nødt til at handle kollektivt. Det er nødvendigt med et paradigmeskifte, men spørgsmålet er, om vi alle er klar til at gå den vej,« sagde han.

David King påpegede også, at global opvarmning ikke er den eneste menneskeskabte udfordring, vi står overfor. Menneskehedens størrelse og vækst giver i sig selv store ressourcemæssige problemer med vand, føde, energi og forurening.

»Den forbrugsmodel, som skabte den økonomiske udvikling og fremgang i det 20. århundrede durer ikke længere. Vi befinder os i et lukket system og vi har kun denne ene planet. Vi er i dag næsten syv mia. mennesker og i 2050 er vi ni mia. Vi skal fin-



LARS KRUSE - AU PHOTO

de en langt mere bæredygtig udvikling,« sagde David King, og påpegede, at en begrænsning af befolkningstilvæksten er et vigtigt skridt på vejen, men det kræver en massiv indsats over for befolkningen ikke mindst i Afrika, så de begrænser børnefødslerne i de kommende årtier.

Spis mindre kød

Fødevarekrisen for godt et år siden var blot et varsel om, at fødevaremangel kan blive en udfordring for menneskeheden på sigt. Men det kræver blot en global adfærdsskift: Vi skal spise mindre kød, lød anbefalingen fra professor Jørgen E. Olesen fra Århus Universitet.

Kendsgerningen er nemlig, at op 20-30 pct. af klodens drivhusgasser stammer fra landbruget, og heraf tegner husdyrproduktionen sig for 80 pct. Det er udledningen af metan, der får husdyrene, især kvæget, til at veje så tungt i regnskabet.

Men hvis menneskeheden kunne dæmpe kødspiseriet, ville det også mindske problemet med at skaffe mad til over to mia. mennesker mere over de næste 40 år. Produktionen af et kilo kød, kræver nemlig meget større mængder vegetabilsk føde. Eksempelvis kræves der 7 kilo foder for at producere et kilo oksekød. De tilsvarende tal for svin og kyllinger er hhv. 4 kilo og 2 kilo. ■

Sæt fokus på Clean Tech før topmødet i december. Mens alles øjne er rettet mod finanskrisen, vækstpakker og økonomisk nedtur er der en oplagt mulighed for at positionere sig godt blandt lovende Clean Tech-selskaber før klimatopmødet i december.

■ VOLATILE CLEAN TECH-AKTIER MED STORT POTENTIALE

FINANSKRISEREN ER HER stadig, og det er vanskelige tider i universet for den alternative energi. De helt basale problemer er, at når hele verdenssamfundet er i krise, og der samtidig er pres på finanserne, så er det ikke lige tiden til at ekspandere investeringer i alternative energiprojekter som f.eks. vindmølle- og solparker. Uanset hvor hastigt klimaforandringerne accelererer kan der i mange tilfælde ganske enkelt ikke skaffes penge nok, og samtidig er aktieinvestorenes ulyst til at påtage sig risiko stadig meget høj.

Alt i alt betyder disse forhold, at efterspørgselen slet ikke kan hamle op med udbudet inden for alternativ energi. Selskabernes aktiekurser er i bund, og aktieemissioner er udelukket som en alternativ finansieringskilde i øjeblikket, hvis der er lavvande i kassen.

Krisen har sat sine spor på aktiemarkedet. Kurserne på Clean Tech-virksomheder er over en bred kam styrtykket i et omfang, der klart overgår det brede aktiemarked.

Men også på dette marked er der en bund. Forudsætningerne for at markedet for Clean Tech igen kan rejse sig mere permanent er de samme som for det generelle marked. Finanssektoren og kreditmarkederne skal gradvist normaliseres. Når det sker, vil forudsætningen for en gradvis cyklisk optur også være etableret.

Danske Banks økonomer fastholder troen på, at de massive bestræbelser fra regering og centralbank i USA er nok til at udfase finanskrisen i USA og bane vejen for et moderat opsving i andet halvår. Hvis prognosen holder stik, så vil det vigtige amerikanske marked blive en løftestang for de øvrige aktiemarkeder. Og så kan vi rette blikket mod det vigtige klimatopmøde i København til december.

Med en verdensøkonomi og finanssektor i blot minimal, men dog vedvarende fremgang, vil der utvivlsomt komme meget stor fokus på klimaforandringer og Clean Tech op til topmødet.

Ikke mindst fordi det står stadig mere klart, at alene de økonomiske og sociale omkostninger ved fortsat at ignorere den globale opvarmning kan blive gigantiske. Den økonomiske krise bliver af politikere over en bred kam brugt som en god undskyldning for at nedtone de truende klimaforandringer. Men det mener Nicholas Stern er en helt forkert tilgangsvinkel.

»Meget af det, vi skal gøre for at omstille økonomierne i en mere grøn retning, er temmelig arbejdsintensivt. For eksempel store projekter til energieffektivitet. Når prisen på arbejdskraft er lav, er det bare om at slå til og flytte projekter til offentlig transport frem. De bliver billigere end ellers«, sagde Nicholas Stern for nylig i et interview med Politiken.

Han efterlyser et langt mere grønt indhold i de aktuelle vækstpakker. Et opsving bør tilvejebringes via systematisk investering i vedvarende energikilder og grøn infrastruktur – mens en blind fokus på traditionel vækst forværrer den globale opvarmning.

»Vi har muligheden for at lægge fundamentet til fremtidens lave CO₂-vækst, som vil blive den store væksthistorie i de næste 20-30 år. Det vil være ligesom jernbanerne, bilerne og informationsteknologien. Det bliver det, der driver væksten. Det er analytisk forvirret, hvis man påstår, at den økonomiske krise forhindrer os i at imødegå klimaforandringer«, sagde Nicholas Stern til Politiken.

Lige nu er det en desperat kamp for at bremse nedturen, der dominerer den politiske agenda i verdensøkonomien, men lykkes det at ven-

de den globale skude i andet halvår, er der ingen tvivl om, at klimatopmødet vil få meget stor opmærksomhed fra medier, politikere, befolkninger og de finansielle markeder.

Derfor kan det være en god idé at dedikere en del af porteføljen allerede nu til Clean Tech aktier, som er faldet drastisk siden 2007. Der er særdeles attraktive investeringsmuligheder, hvis man som investor har en tidshorisont, der blot rækker 2-3 år frem. Men man skal se sig godt for og som udgangspunkt rette blikket mod de selskaber, der har lav gæld og en position, teknologi og stabilitet, der gør det til en sandsynlig strukturel vinder.

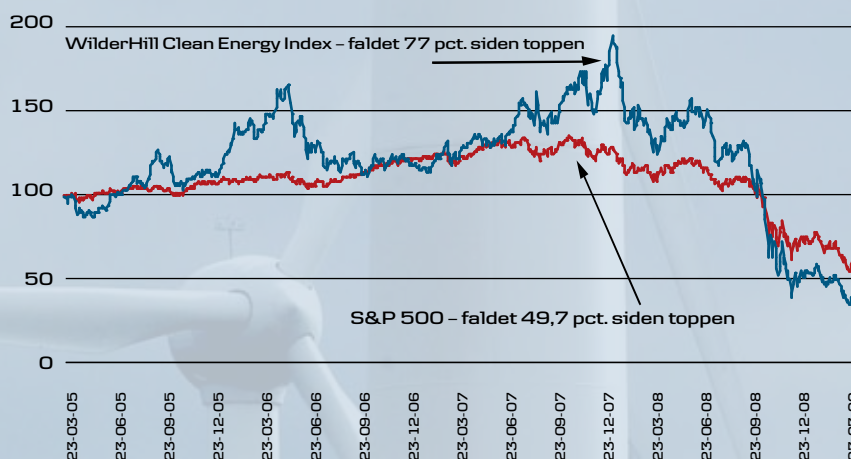
F.eks. holder både Danske Markets Equities og Goldman Sachs (GS) stadig fast i *Vestas* som et godt køb – og GS peger også på spanske *Gamesa* inden for vindmøllebranchen. Disse selskaber ventes at klare sig godt til trods for, at GS vurderer, at målt på installeret GW vil det globale vindmarked i år byde på et fald på 15-20 pct.

Endnu værre ser det ud for solenergi, hvor udbudet ventes at overgå efterspørgselen med 100 pct., hvilket vil presse priserne i branchen. Men man skal ikke lade sig afskrække af dette – når verden begynder at nærme sig mere normale tilstande, vil der komme voldsom fokus på solenergi igen. Interessant er ikke mindst Kinas fokus på solenergi. Således steg solaktierne markant for nylig efter forlydender om, at Kinas regering overvejer massive subsidier til solenergi.

Blandt de største og mest solide selskaber inden for solenergi kan peges på *Sunpower*, *First Solar*, *REC* (anbef. af DME) og *Solarworld*, mens GS blandt de mindre selskaber med stærke teknologier peger på *SMA Solar*, *AMG*, *Phoenix Solar*, *PV Crystalox* og *Manz Automation*.

Inden for andre energikilder fremhæves *Areva* (atomkraft), *Ormat Technologies* (geotermisk energi samt det bredt funderede *EDF Energy Nouvelles* (vind, vand, biomasse, sol) og *Siemens*, der har mange aktiviteter relateret til Clean Tech generelt. ■

Clean Tech-aktier er mere volatile end det brede aktiemarked



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

KILDE: REUTERS. OPDATERET 23. MARTS 2009.



Finansminister Timothy Geithner redegør for sin seneste redningsplan på Capitol Hill i Washington.

Endnu en redningsplan fra USA

■ BANKPAKKE

ALLE PENGENE fra det oprindelige *Troubled Asset Relief Program* (TARP) på 700 mia. USD er endnu ikke brugt, og daværende finansminister Henry Paulson fik stor kritik for blot at hælde pengene i et sort hul ved, i nogles øjne uhæmmet, at give dem til banker, der var tynget af så mange dårlige lån. Det har den nye finansminister Timothy Geithner taget ved lære af, og hans planlagte brug af TARP-penge er foreløbig blevet godt modtaget af markedet. Geithners plan er todelt og går ud på følgende:

DEN ENE DEL retter sig mod bankernes dårlige lån, de berygtede subprimelån. Bankerne sætter lånene (obligationerne) til salg på en auktion, hvor deltagerne er investeringsfonde m.v. fra den private sektor. Staten stiller garanterede lån til rådighed for auktionens vinder i et omfang på seks gange den kapital som den pågældende fond ønsker at investere i obligationerne og tilbyder samtidig, at investere halvdelen af den krævede egenkapital.

EKSEMPEL: En bank har en pulje af lån med en nominel værdi på 100 dollars. Men velvidende at en betydelig del af låntagerne ikke kan betale pengene tilbage, ønsker den at sælge obligationerne, da den i forvejen er tynget af tab og lav solvens. Ved auktionen er det højeste bud på obligationerne 84 dollars. *The Federal Deposit Insurance Corporation* vil til auktionsvinderen give et lån på 72 dollars til en rente, som ikke kan fås på de finansielle markeder p.t. Tilbage er så 12 dollars i egenkapital, hvoraf auktionsvinderen skal betale de 6 dollars og staten de andre 6 (disse penge kommer fra TARP-puljen).

Hvis ingen af lånene tilbagebetales, er auktionsvinderens 6 dollars tabt, ligesåvel som den har tabt de 72 dollars, den lånte af staten – og staten har tabt sit indskud til egenkapitalen på 6 dollars. Det scenario er urealistisk. Auktionen skal netop tilvejebringe en pris på obligationerne, som tager højde for de sandsynlige tab, og stadig giver auktionsvinderen udsigt til en god gevinst. Incitamentet for den private sektor til at skyde penge i de »dårlige lån« er altså, at man køber obligationerne til en pris, man selv mener er realistisk, og samtidig får man en gearing til en lånerente, som ikke kan fås andre steder. Overskuddet på investeringen tilfalder auktionsvinderen hhv. staten i et forhold på $(6+72)/84$ hhv. $6/84$.

DEN ANDEN DEL af planen sigter mod, at få en vigtig del af kreditmarkederne til at fungere igen. Banker og andre finansielle institutioner har i adskillige år benyttet sig af at kunne sælge kreditrisikoen på forskellige låntyper videre i form af forskellige værdipapirer. Vi taler her om *Mortgage Backed Securities* (MBS), *Asset Backed Securities* (ABS), *Commercial Mortgage Backed Securities* (CMBS) og *Residential Mortgage Backed Securities* (RMBS) – hvor sidstnævnte er boliglån udstedt af andre end realkreditinstitutioner. Også værdipapirer med betalingsstrømme fra forbrugs- og erhvervslån uden sikkerhed i ejendomme, har været at finde på dette marked (støtte til disse lån er allerede omfattet af TALF-planen, se s. 22).

Men dette marked fungerer ikke længere, fordi der ikke er købere til værdipapirerne. Det betyder, at banker og andre finansielle institutioner ikke længere har denne mulig-

hed for at frigøre kapital og stimulere udstedelsen af nye kreditter.

Denne del af Geithners plan er rettet mod værdipapirer udstedt før 2009, som oprindeligt havde en triple A-kreditvurdering – altså mere sikre papirer, og derfor er gearingen meget mindre i denne del.

EKSEMPEL: Interesserede fund managers fra den private sektor kan melde sig til programmet med deres forslag. Der udvælges én som derefter skal skaffe privat kapital. Han skaffer 100 dollars, staten leverer et tilsvarende egenkapitalindskud og tilbyder samtidig et billigt lån på 100 dollars med mulighed for yderligere 100 dollars. Derefter har fund manageren rådighed over 300 (måske 400) dollars til at købe de forskellige værdipapirer for. Hvis alle obligationer defaultter, har de private investorer tabt deres indskud på 100 dollars og staten mister sit tilsvarende indskud – og begge parter hæfter for lånene på 100 (eller 200) dollars. Gevinster fordeles ligeligt pr. egenkapitalindskud.

Formålet med Geithners plan er altså, at få fjernet de dårlige lån fra bankerne i betydeligt omfang og at få den sidstnævnte del af kreditmarkedet til at fungere igen (for lån og værdipapirer i alt op til en værdi af 1000 mia. USD) – begge tiltag, som skal medvirke til at lette presset på bankerne og dermed føre til øget långivning til forbrugere og erhvervsliv. Den største usikkerhed knytter sig til den førstnævnte del af planen, da det er uvist om banker og auktionsdeltagende investorer kan blive enige om priser på de dårlige lån i et omfang, der kan lette byrden af bankernes »giftige« lån tilstrækkeligt. Time will show. ■

GOLDMAN SACHS: MERE POTENTIALE I USA – ENDNU MERE I EUROPA

■ LYSPUNKTER I AKTIEMARKEDET

Der er stadig potentiale i det amerikanske marked trods stigningen. Europas optur spås at starte omkring midten af året. Men risikofaktorerne er der også stadig ...

I ET BEARMARKED FALDER alle aktier mere eller mindre over en bred kam – som om de glemmer, at de altså plejer at føre en mere selvstændig tilværelse – udtrykt ved, at korrelationen mellem aktierne plejer at være mindre. Sidste år nåede korrelationskoefficienterne rekordhøje niveauer, men det er nu begyndt at ændre sig. Og det åbner op for flere stockpicking-muligheder, påpeger GS-strateg for USA, David Kostin.

Kostin: S&P 500 i 940 ultimo 2009

Selv om det amerikanske marked, udtrykt ved S&P 500, ved redaktionens slutning er steget med 22 pct. fra bunden i 666, så har han et mål for årets slutning på 940. Samtidig peger han dog på risikoen for en nedtur på kort sigt

til 650, mens vi venter på, at visse afgørende forudsætninger skal vise fremgang.

- 1) Den planlagte finanspolitiske stimulering skal føres ud i livet og det samme gælder de resterende midler af TARP-planen, ikke mindst den seneste (se s. 11).
- 2) Adgangen til kredit for selskaber og forbrugere skal forbedres.
- 3) Huspriserne skal stabiliseres.
- 4) Tabene i de finansielle institutioner skal vise en faldende tendens.

Det første punkt skal gerne begynde at vise sig i de kommende uger, hvis ikke markeds tillid til planerne skal forsvinde. Punkt 2 hænger i høj grad sammen med om den seneste bankpakke og alle de øvrige håndsræknings til finanssektoren og økonomien, herunder cen-

tralbankens store obligationsopkøb, begynder at give resultat. Det kan bane vejen for punkt 3 – at boligmarkedet stabiliseres.

Og dette har vist en positiv tendens på det seneste. Der har været en stigning i antallet af byggetilladelser og påbegyndt nyt husbyggeri i februar, og huspriserne for januar viste faktisk en månedlig stigning på 1,7 pct., mens salget af nybyggede boliger steg 4,7 pct. Liggetiden for »gamle« huse faldt fra 12,9 måneder til 12,2 måneder, hvilket stadig er et meget højt niveau. Det skal understreges, at salget af ældre boliger tidligere har vist opgangstendenser, og generelt er boligmarkedet volatile størrelser. Ikke desto mindre er tendensen opmuntrende, og der er flere understøttende forhold på vej. Regeringen har således planer om at bruge 275 mia. dollars for at dæmme op for de mange tvangsauktioner, der har medvirket til at presse priserne mange steder i USA. I de kommende måneder vil det også kunne have en positiv effekt, at alle der køber deres første hus eller lejlighed vil kunne reducere skatten for 2009 med 8000 USD. En negativ faktor for boligmarkedet er dog unægtelig stadig, at ledigheden stiger hastigt med over en halv mio. mennesker i måneden.

Men der er andre positive tendenser. F.eks. steg salget af varige forbrugsgoder i februar

San Francisco by night. En meget afgørende faktor for økonomisk stabilisering, bedring i finanssektoren og et endeligt brud med bemarkedet i aktieuniverset er, at huspriserne stabiliseres.



med 3,4 pct. mod forventning, men bilsalget for marts ventes dog samtidig at nå det laveste niveau siden 1971. Hvad angår bankernes nedskrivninger vil der være meget stor fokus på bankregnskaberne i april.

David Kostin anbefaler, at man stadig fastholder en relativt defensiv tilgang til markedet, da der fortsat er mange usikkerhedsfaktorer i spil. Han anbefaler, at man udvælger aktier med følgende kriterier in mente: Høj dividende og vækst. Stærke balancer. Stor eksponering i salget til USA og undgå selskaber med stor salgsandel til udlandet, især Europa. Se på valueringen – køb aktier med vækstpotentiale men til en lav pris.

Oppenheimer: Europa vil stige 30-50 pct.

Man kommer ikke udenom, at retningen på det store amerikanske aktiemarked, der i markedsværdi tegner sig for omkring halvdelen af hele klodens aktiemarkeder, spiller en afgørende rolle for resten af verden. Peter Oppenheimer, GS' aktiestrateg for Europa, hilser det seneste tiltag fra den amerikanske centralbank velkommen – et tiltag, som indebærer, at Fed vil købe op for 300 mia. USD statsobligationer i de kommende måneder, hvilket ifølge GS' beregninger reelt svarer til, at sætte renten ned med et helt procentpoint.

Oppenheimer mener, at Fed's planer vil understøtte aktiemarkedet idet, det medvirker til at lette de finansielle betingelser og dermed understøtter det fundamentet for et økonomisk opsving. Det mindsker også renten på værdipapirer fra den private sektor, og burde også øge den relative værdi og tiltrækning af risikable aktiver.

Men selv om Fed's planer er effektive hjælpemidler for amerikansk økonomi og dermed også for resten af verden - er der endnu ikke i den globale økonomi tilstrækkelig fremgang at spore i andre vigtige forudsætninger for et vedvarende opsving, som kan give sikkerhed for, at den aktuelle optur på aktiemarkedet kan fortsætte. Under antagelse af, at vi ikke er på vej ind i en

længere periode med deflation, påpeger Oppenheimer, at den aktuelle vurdering af europæiske aktier ser attraktiv ud – men det er blot en nødvendig og ikke tilstrækkelig forudsætning i sig selv til at starte en vedvarende optur på det europæiske aktiemarked.

»Der er endnu ikke tilstrækkelige beviser for, at den globale vækst er ved at stabilisere sig, efter vores vurdering. Vores Global Leading Indicator for marts er med en årsstigningstakt på -4,6 pct. stadig ekstremt negativ, om end der er visse tegn på forbedring,« siger Peter Oppenheimer og tilføjer, at i markedet for kreditobligationer er de implicitte risikopræmier stadig høje, og iTraxx Crossover – prisen for forsikring mod misligholdte betalinger på High Yield kreditobligationer over en femårig periode – er tæt på det højeste niveau nogensinde.

Peter Oppenheimer mener, at der er basis for en stigning i det europæiske aktiemarked på 30-50 pct. over en 6-12 måneders periode, men den massive optur forventes ikke indledt før der er mere fremgang at spore i de fundamentale, økonomiske forhold, måske i andet kvartal/midten af året.

Vær i øvrigt opmærksom på om du skal justere din portefølje. Oppenheimer peger på, at den igangværende optur på aktiemarkedet har sat gang i en sektorrotation – et tegn på, at investorerne har stigende tiltro til, at økonomien er ved at bedre sig, så de i større grad vælger mere konjunkturfølsomme aktier. De sektorer, som klarede sig dårligst fra årets start til bunden blev nået i starten af marts, har generelt klarer sig bedst. Forsikring forbliver den hidtil dårligste, men en klassisk defensiv sektor som forsyning er nu blevet overhalet af bankerne. Mens andre defensive sektorer som føde- og drikkevarer samt healthcare også klarer sig ringere og dermed afspejler at investorerne i stigende grad skiller sig af med de defensive aktier. I stedet rettes blikket mod de tidligt cykliske selskaber, som eksempelvis detailsektoren. ■

22%

Stigning på det amerikanske marked, udtrykt ved S&P 500, fra bunden i 666 (ved redaktionens slutning).

Europa oplever som USA også en stærkt stigende ledighed. Her ses arbejdere fra Continental i Hannover, som i marts protesterer imod, at Continentals direktør for dækdivisionen, Hans-Joachim Nikolin, har annonceret en lukning af den lokale dækfabrik. Ledigheden i Europa vil fortsætte med at stige også langt ind i 2010, men aktiestrateg Peter Oppenheimer (GS) tror, at en mindre bedring i vigtige fundamentale økonomiske forhold vil manifestere sig i andet halvår og dermed bane vejen for stigninger i det europæiske aktiemarked på 30-50 pct. på 6-12 mdr. sigt.



POL.FOTO

SimCorp oplever god efterspørgsel

SimCorp er et softwareudviklingsselskab, som opererer inden for den finansielle sektor. De primære aktiviteter er salg af softwarelicenser, og vedligeholdelsesservices. SimCorp har et internationalt velkendt brand med styringssystemet SimCorp Dimension System.

En markedsanalyse fra et eksternt konsulenthus betegner markedsudsigterne som opmuntrende til trods for en global økonomisk afmatning. Analysen beretter, at der både inden for investering i eksisterende softwareplatforme samt nye IT-projekter, fortsat er god efterspørgsel, da flere finansielle institutioner er blevet opmærksomme på, at deres softwaresystemer inden for investerings- og finansstyring er utilstrækkelige til at håndtere høj volatilitet og risiko.

SimCorps egne udtalelser omkring markedet understøtter denne markedsanalyse. SimCorp deler selv markedet op i seks segmenter, hvor SimCorp kun har oplevet en svækkelse inden for et enkelt af de fire, de er eksponeret mod. En af SimCorps seneste ordrer (fra kunden Vienna Insurance) er kommet i forbindelse med fusionsaktiviteter i finanssektoren, hvor SimCorps produkt er valgt som det fortsættende softwaresystem. Yderligere konsolidering inden for finanssektoren er i fokus i øjeblikket, og Danske Markets Equities (DME) ser i den forbindelse signifikant potentiale for udvikelse af SimCorps eksisterende kundeengagementer som ved Vienna Insurance.

Risici forbundet med denne aktie er konservativ guidance fra selskabet, manglende investeringsevne i finanssektoren og produktfejle.

DME har en Køb anbefaling på aktien med et kursmål på DKK 1.050 per aktie.



KILDE: REUTERS



Tandberg står stærkt i økonomisk krise

Norske Tandberg er blandt verdens førende udbydere af avanceret kommunikationsudstyr til videokonferencer og produktet sælges verden over, hvor det amerikanske marked udgør 48 pct. Produktet er et reelt og økonomisk alternativ til forretningsrejser og er derfor særligt aktuelt i en økonomisk krise, hvor virksomhederne ønsker kraftige reduktioner af omkostningerne.

Tandbergs produkter har desuden en grøn profil, da de reducerer brugerens totale CO₂-bidrag væsentligt; blandt andet vurderes det, at produktet har sparet det britiske teleselskab Vodafone for omkring 40.000 rejser de seneste to år. Selskabet er teknologisk foran konkurrenterne, blandt andet fordi Tandbergs produkter er særdeles lette at integrere med andet udstyr.

Tandberg har i tillæg til en stærk markedsposition også en stærk balance - selskabet har ingen rentebærende gæld, men i stedet nettolikvider for NOK 175 mio., samt en særdeles stærk debitorstyring. Danske Markets Equities har et kursmål på aktien på NOK 160 pr. aktie. Desuden er der en lille chance for, at selskabet kan blive overtaget, idet der tidligere har været reelle spekulationer omkring en overtagelse og afnotering af selskabet. Aktien handles alligevel til en rabat i forhold til konkurrenterne på omkring 7 pct. og hele 15 pct. i forhold til den nærmeste konkurrent, Polycorn.

Risici ved aktien er skuffende salgs- og markedsudvikling og, at selskabet ikke kan leve op til de seneste års flotte vækst, hvor aktien også har udviklet sig bedre end det norske hovedindeks. Desuden er det sandsynligt, at konkurrenterne vil søge at skærpe deres profil og produktsortiment.



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.

RDS klar til globalt opsving

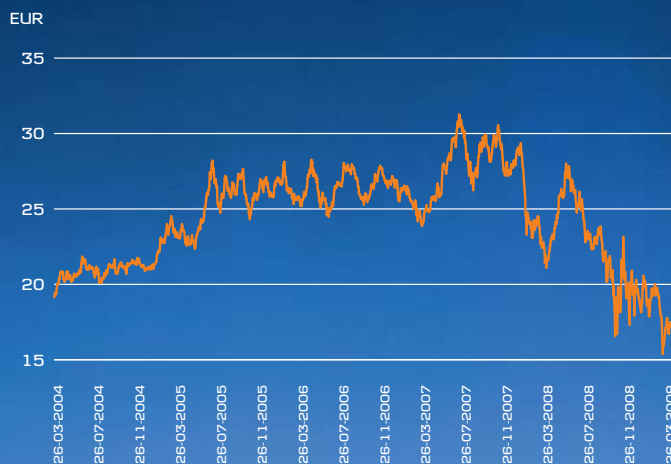
Britisk-hollandske Royal Dutch Shell (RDS) er blandt verdens allerstørste aktører inden for olie- og gasproduktion og energidistribution. Fokus er særligt på upstream aktiviteter (oppumpning af olie op fra undergrunden), mens downstream aktiviteterne (raffinering, benzindistribution og kemiproduktion) står for ca. 30 pct. af forretningen.

Selskabet har gennem flere år investeret betydeligt i en større olieproduktion og det betyder snarlig opstart af produktion på adskillige nye felter. Netop mangel på nye ressourcerige felter er en stor udfordring for mange olie- og gasproducenter og RDS' større produktion vil sammen med en højere oliepris skabe en markant vækst i RDS' cashflows og likviditet.

Aktien handles til en forward P/E på 8 (dvs. kursen i forhold til selskabets forventede indtjening for 2009), og det er lavere end de fleste konkurrenter til trods for, at aktien historisk har handlet med lavere volatilitet end rivalerne samtidig med, at vækstforventningerne til RDS er højere. Deuseun har RDS en høj udbyttepolitik.

Risici ved aktien er den fortsat betydelige usikkerhed om verdensøkonomiens retning samt om selskabets nye olie-felter kan give fornuftige afkast på de store anlægsinvesteringer og gennemsnitligt kræver de nye felter en oliepris på over USD 60 pr. tønde for at give et godt afkast. Men det er absolut også realistisk, da den amerikanske investeringsbank Goldman Sachs (GS) forventer, at olieefterspørgslen igen snart stiger, når oliekartellet OPEC tilpasser produktionen.

GS har Køb på RDS med et kursmål på EUR 27,50 pr. aktie.



KILDE: REUTERS



KILDE: REUTERS

Vækstpotentiale i defensive AT&T

AT&T er udbyder af telekommunikationsudstyrsservices i USA. Selskabet tilbyder dets services og produkter til forbrugere, selskaber og andre udbydere af telekommunikationsservices globalt. Selskabets produktportefølje varierer marked for marked, og inkluderer trådløs kommunikation, data-/bredbånds- og internetservices, videoservices, telekommunikationsudstyr mv. AT&T er attraktiv nu, fordi der er momentum i trådløs kommunikation i første kvartal, og udsigterne ser positive ud, med en mulig styrkelse i antallet af nye abonnenter. Selskabet har en meget defensiv profil, med det mest stabile udbytte blandt store amerikanske selskaber. Profitabiliteten vil desuden blive løftet i år, fordi AT&T vil kunne høste større fordele fra iPhone. Kapitalstrukturen er attraktiv i øjeblikket, hvor udbytteprocenten nu matcher renten på dets obligationer. Selskabet handler samtidig på billige nøgletal set i forhold til konkurrenterne.

Selskabet vil levere stærkere vækst i første kvartals nettoreultat end dets konkurrenter og Goldman Sachs (GS) estimerer, at for 2010 vil indtjeningsvæksten være 12 pct. sammenlignet med 5 pct. for rivalen Verizon. Selskabet rapporterer regnskab for første kvartal 22. april.

Risikofaktoren på kort sigt er de kommende fagforeningsforhandlinger, hvor der er risiko for strejker. GS har en Købsanbefaling på aktien, med et kursmål på 30 USD.



Danske Analyse: DAGGRY I VERDENSØKONOMIEN

■ SMÅ LYS PUNKTER I DEN GLOBALE ØKONOMI

Godt nyt fra Asien, hvor opsvinget ser ud til at komme tidligere end ventet, hedder det i den seneste kvartalsanalyse »Globale Scenarier« fra Danske Analyse. Også i forhold til USA er forventningen, at bunden snart er nået. Tungere ser det ud for Euroland og Central- og Østeuropa, hvor vi skal helt hen til sidste del af 2010, før det lysner

NEDTUREN OVEN PÅ Lehman Brothers' konkurs blev langt mere alvorlig end forudset i slutningen af 2008. Det sidste kvartal af 2008 blev det værste i flere årtier. Både efterspørgsel og produktion brød sammen, da den eskalerende finanskrisen efterlod den globale økonomi i en tilstand af granatchok.

Men Danske Analyse ser lys for enden af tunnelen i den seneste kvartalsanalyse »Globale Scenarier«. Takket være de massive stimuli fra den økonomiske politik og lavere råvarepriser vil vi se en gradvis stabilisering af efterspørgslen på globalt plan fra 2. kvartal 2009, hedder det i prognosen. Asien og USA og vil først vriste sig ud af recessionen, mens Euroland og Central- og Østeuropa (CEE-landene) har ganske langt igen, før økonomien vender.

Danske Analyse vurderer, at når recessionen slipper taget i den globale økonomi og en begyndende bedring sætter ind, så skal vi ikke forvente, at krisen rystes af som vandet på en våd hund.

»Det vil tage lang tid for den globale økonomi og de finansielle markeder at komme til hæfterne igen,« lyder vurderingen.

Korrektion af lagerbeholdning

Den globale økonomiske aktivitet er styrt-

dykket det seneste kvartal. Ingen regioner har undgået nedturen. Men det hele er altså ikke længere gråt i gråt. Først og fremmest er der positive nyheder fra Asien, hvor opsvinget ser ud til at komme tidligere end ventet. Samtidig er der tegn på vending i en række ledende indikatorer for den globale industriproduktion, hedder det i prognosen.

En vigtig faktor for den forsigtige optimisme er analytikernes forventninger om, at den globale korrektion af lagerbeholdninger bliver afsluttet i løbet af de kommende måneder. Det vil medvirke til en bedring i de globale industriindikatorer hen over foråret og sommeren.

Uforudsete begivenheder kan udsætte vending

Hovedrisikoen i forhold til den prognosen er, at de negative virkninger af finanskrisen bliver endnu værre end ventet. *Event-risikoen*, dvs. risikoen for uforudsete begivenheder, er fortsat høj, og en opblussen af uroen – ikke mindst i CEE-landene – kan udsætte vendingen.

I forhold til konsensusforventningen i markedet ser Danske Analyse lidt mere optimistisk på udsigterne for USA og Asien. Omvendt anlægges et mere pessimistisk syn på Euroland og CEE.

»Konsensusforventningen på Euroland og CEE er dog hastigt på vej ned«, hedder det i analysen.

Mindre stimuli i Europa

I Euroland har spekulationer om et sammenbrud i ØMU'en medført en voldsom stigning i rentespændene mellem de perifere medlemslande og Tyskland. Det er stort set kun faldet i råvarepriserne, der har modvirket nedturen. Den økonomiske politik er ganske vist også blevet lempet betydeligt i Europa, men ændringerne i den økonomiske politik slår igennem med forsinkelse, og den ventes ikke at påvirke økonomien i større grad før tidligst i 2. kvartal 2009.

Det er i øvrigt værd at bemærke, at de finanspolitiske stimuli i USA udgør tæt på 2 pct. af BNP i 2009 og 2,9 pct. i 2010. I Euroland vil beløbet, der pumpes ud i økonomien, være mere beskeden – knap 1 pct. af BNP både i 2009 og 2010.

Forskellen på de finanspolitiske stimuli er da også en af grundene til, at Euroland ventes at komme senere ud af den igangværende recession end USA, hedder det i prognosen.

Ovenstående holdninger tegner økonomernes hovedscenarier. Men de erkender blankt, at det er uhyre vanskeligt at udarbejde prognoser i en tid med finanskrisen og økonomisk nedtur, der reelt ikke er set værre siden 30'erne – og hvor der er så mange faktorer i spil, som potentielt kan udvikle sig anderledes end ventet. Derfor har økonomerne også udarbejdet to alternative scenarier. ■

1%

af BNP, knap og nap, er
værdien af de samlede
vækstpakker i Euroland i
både 2009 og 2010.



ALTERNATIV PROGNOSE 1

Nedsmeltning i Central- og Østeuropa

Krisen i Central- og Østeuropa viser sig at være endnu mere alvorlig end frygtet, hvilket får betydning for den globale finansielle sektor. I første omgang vil det være den europæiske banksektor, der står over for betydelige tab i kølvandet på en alvorlig nedsmeltning i Central- og Østeuropa. En stor del af tabene ender som statsgæld, hvilket får låneomkostningerne til at eksplodere i Eurolande med en svag økonomi. Stigende risikoaversion og fornyet usikkerhed om det globale finanssystems tilstand giver fornyet uro i penge- og kreditmarkederne, hvilket igen gør det vanskeligt for de pengepolitiske hjælpepakker at påvirke realøkonomien. Japan, USA og Euroland sidder fast i recessionen et godt stykke ind i 2010 og udsigten til en lang periode med negativ økonomisk vækst får aktie- og råvaremarkederne til igen at styrt-dykke.

ALTERNATIV PROGNOSE 2

Stærk stigning i efterspørgslen

I dette scenario kommer efterspørgslen og den globale handel stærkt igen i 2. og 3. kvartal i 2009, hvor nogle af de grundlæggende kreditstrømme genetableres, virkningen af de globale finansielle lømpelser begynder at slå igennem. Som det ikke er usædvanligt, når en krise har været ekstra hård, er den tidlige fase af det økonomiske opsving meget kraftig og BNP-væksten tager til og ligger over trend-vækst.

Dette scenario kan være en vanskelig balancegang for politikerne. Med et fortsat stort output gap er det ikke sandsynligt, at centralbankerne straks går tilbage til en strammingspolitik.

Yderligere rentesænkninger og kvantitative tiltag kan dog tages af dagordenen, efterhånden som centralbankerne begynder at fokusere på prisstabilitet på mellemlangt sigt.

Markederne vil atter fokusere på udbuddet af statsobligationer og langsigtet inflation.

Obligationsrenterne vil stige væsentligt i dette scenario. Presset på emerging markets vil aftage, efterhånden som risikoaversionen mindskes, i hvert fald midlertidigt. Med faldende risikoaversion og et marked, som måske begynder at fokusere på ubalancerne i den amerikanske økonomi, kan det ikke udelukkes, at USD begynder at miste noget af sin glans.

Og så er der deflationsrisikoen ...

Ingredienserne til en deflationsspiral er til stede - det holder centralbankerne travlt beskæftiget. Det stigende outputgap - forskellen på den potentielle BNP-vækst og den faktiske - betyder, at deflationskræfterne fortsat vil være på spil det kommende år. Samtidig vil andenrundevirkningerne af de lavere råvarepriser også trække kerneinflationen ned. Selv om deflationskræfterne vil være stærke, vurderer Danske Analyse ikke, at de vil være stærke nok til at skubbe de større økonomier ud i decideret deflation. Bortset fra måske Japan ...

KAPITALISMENS FREMTID

– HVORDAN SER DEN UD?



Professor i økonomi på
Københavns Universi-
tet og nuværende over-
vismand i Det Økono-
miske Råd, Peter Birch
Sørensen,

Astronomiske summer over hele verden, især i USA, bliver anvendt i disse tider på at redde verdensøkonomien fra kollaps. Det lykkes jo nok på et tidspunkt, men hvordan ser fremtiden ud derefter?



EFTERHÅNDEN ER DER VIST INGEN, der er i tvivl om, hvorfor verdensøkonomien er havnet der, hvor den er nu. Det handler dybest set om menneskelig grådighed, der fik lov at løbe løbsk. En alt for lempelig pengepolitik, i alt for lang tid – iværksat for at minimere tømmermændene fra det forrige grådigheds-symptom, IT-boblen og dens kollaps – skabte nye bobler. Især boligmarkedet, der allerede var steget drastisk, fik ny næring af de historisk lave renter. Det burde i sig selv ikke have medført de enorme problemer, vi nu tumler med, men sådan blev det, fordi en stor del af den globale banksektor i ekstrem grad i sin udlånspolitik undlod at tage højde for konsekvenserne, hvis boligpriserne faldt.

Det er jo langt fra første gang, at menneskelig grådighed har skabt en masse økonomiske problemer. Men det er dog ikke set siden 30'erne, at hele verden er blevet så hårdt ramt.

Man kan undre sig over, at historien gentager sig trods den viden, erfaring og computerkapacitet vi har i dag, som giver os mulighederne for at danne os et overblik over de mest komplekse sammenhænge. Er den globaliserede verden blevet for kompleks til, at de traditionelle økonomiske teorier kan håndtere dem?

»Sikkert er det, at de kommende år vil byde på mange nye forskningsstudier af denne periode, som vil give anledning til en revurdering af de økonomiske teorier. Nye teorier om den finansielle verdens samspil med økonomien. Men vi taler ikke om en omskrivning af al økonomisk teori. Vi har jo økonomiske teorier, som klart fortæller, at det går galt, når man har skæve priser på forskellige goder – eksempelvis boliger og aktier,« siger Peter Birch Sørensen, professor i økonomi på Københavns Universitet og nuværende overvismand i Det Økonomiske Råd.

Men hvordan undgår vi, at det sker igen, at den finansielle verden skaber sådanne ubalancer – taler vi om kapitalismens død?

»Jeg tror ikke, at vi taler om et systemskifte. Men det er klart, at der kræves reformer, nye reguleringer af finansielle aktiviteter, et tættere internationalt samarbejde og nok også en ny rolle for centralbankerne. Centralbankernes hovedopgave er at holde inflationen på et stabilt, lavt niveau, men nogle har argumenteret for, at de prisindeks, som centralbankerne udformer pengepolitikken efter, også skal indeholde aktivpriser som boliger og aktier m.v. Overordnet set bør vi nok drage den lære, at når priserne på samfundsøkonomisk vigtige aktiver kommer alt for langt væk fra det historiske »normale« niveau, skal centralbankerne eller en anden myndighed have mandat til at gå ind og dæmpe udviklingen. Man har diskuteret om centralbankerne vil være i stand til at vurdere, hvad der er den rigtige pris på aktiver, men her må man skele til historiske normer og gå gradvist til værks. I USA burde man have strammet op på kreditgivning i takt med boligprisernes stigning i stedet for at give boliglån til personer, der reelt ikke var kreditværdige. Så man kan håbe, at fremtiden byder på bedre regulering fra centralbankers og myndigheders side.«

En kendsgerning er det jo også, at normalfordelingen – som er fundamental i alle de risikostyringsmodeller, som banker og professionelle investorer anvender – i meget høj grad undervurderer de ekstreme kursudsving, som fra tid til anden kommer på de finansielle markeder.

»Det er et andet aspekt, som man forhåbentlig også tager op til revision. Det er et problem, som kræver nye overvejelser, og det kan imødegåes i et vist omfang med skrappe kapitalkrav, investeringsregler, tættere over-

Nobelprisvinder anbefaler revideret BNP

JOSEPH STIGLITZ, PROFESSOR I ØKONOMI ved Columbia University og Nobelprisvinder fra 2001, mener, at den traditionelle BNP-opgørelse til måling af en økonomisk fremgang er utilstrækkelig og faktisk direkte misvisende.

»F.eks. fortæller BNP dig ikke, hvad der sker med den typiske borger. Dette er et stigende problem, fordi hvis du har stigende ulighed i samfundet, kan du have stigende BNP, men samtidig et flertal af mennesker, der bliver ringere stillet. Ikke blot fattigdommen stiger, men også medianindkomsten – 50 pct. eller mere af befolkningen bliver ringere stillet,« sagde Stiglitz på et møde i New York i 2008.

Stiglitz mener generelt, at BNP er alt for unuanceret og ikke viser noget billede af sociale forhold og befolkningens velbefindende.

»USA har omkring 10 gange så mange mennesker i fængsel pr. indbygger som andre udviklede industrialiserede lande. At drive fængelsvæsenet bidrager til BNP på mange måder – i nogle stater bruges der lige så mange penge på at bygge fængsler som universiteter. Det er godt for BNP, men enhver målestok for socialt velbefindende siger, at det ikke er godt at have så mennesker i fængsel.«

Han mener også, at der er et påtrængende behov for fokus på »Grøn BNP«, som tager højde for miljømæssig nedbrydning og udtømming af ressourcer.

»Dette er særlig vigtigt i udviklingslande, som eksempelvis kan notere voksende økonomisk vækst ved at fælde deres skove. Men når skoven er fældet, er der ikke noget tilbage. Så medmindre de gør noget, er det ikke bæredygtigt. BNP



Joseph Stiglitz

fortæller intet om bæredygtighed. Der er måder, hvorpå du kan justere for udtømming af naturlige ressourcer og nedbrydning af miljøet. Hvis du gør det, så vil f.eks. Kinas målte vækst blive væsentligt lavere.«

Joseph Stiglitz blev i 2008 valgt til at stå i spidsen for en kommission – *The Commission On the Measurement of Economic Performance and Social Progress* – oprettet på foranledning af den franske præsident Nicholas Sarkozy, som netop har til hensigt, at udarbejde forslag til måder at måle en bæredygtig økonomisk vækst på, som tager højde for sociale og miljømæssige forhold samt befolkningens velbefindende. Kommissionen, hvis medlemsskare bl.a. omfatter fire andre Nobelprisvindere i økonomi samt Nicholas Stern, forventes at præsentere en endelig rapport i slutningen af april 2009. ■

Naturen skal have en pris

DER ER ENIGHED BLANDT ØKONOMERNE om, at en del af problemet med miljømæssig nedbrydning og udtømming af visse naturlige ressourcer er, at de ikke regnes med i den traditionelle beregning af en økonomis værdi og potentiale og derfor ikke har en pris. En følge af at naturens mange ressourcer og ydelser ikke ejes eller produceres af nogen, men er tilgængelige for alle. Dermed virker de frie markeders prismekanismer ikke som regulerende faktorer – kun i det omfang de forskellige landes regeringer indfører miljøafgifter, kontrol, reguleringer m.v. Og det er svært at blive enige om noget, hvis der f.eks. er tale om noget, der ikke er afgrænset af det enkelte land – f.eks. luften, klimaet, havet – alle er bange for at blive snydt.



Herman Daly

vågning fra myndigheders side og mere standardiserede produkter inden for derivater frem for de skræddersyede produkter, som hindrer gennemsigtigheden.«

For blot 15 år siden havde de amerikanske husholdninger en gæld i forhold til indkomsten på 65 pct. I 2000 var det 100 pct. og i dag er det på 135 pct. De amerikanske husholdninger har ganske enkelt levet over evne i mange år med et lånefinansieret forbrug, og det er forklaringen på, at det amerikanske privatforbrug på toppen i 2007 tegnede sig for 21 pct. af verdens BNP. Amerikanske forbrugere må nu til at spare markant op i de næste mange år – men hvor skal trækket i verdensøkonomien så komme fra – fra Kina siger mange?

»Kina har haft en uforholdsmæssig stor opsparing i en årrække, men der er ikke udsigt til, at kineserne vil tillægge sig et forbrugsmønster, der blot perifert minder om amerikanernes foreløbig. Under planøkonomien var

der reelt en større sikkerhed for kineserne, men i dag, hvor Kina er et af verdens mest kapitalistiske lande, mangler der et socialt sikkerhedsnet for den menige kineser. Derfor er det helt naturligt, at de sparer op for at have en stødpude. Man må formode, at i takt med at velstanden stiger, så vil man fra myndighedernes side øge den sociale sikkerhed og indføre flere velfærdsordninger, ikke mindst for at øge den politiske stabilitet, og på sigt vil det medvirke til at kinesernes forbrugskvote vil øges. Men der vil gå en del år. Og vi må nok se i øjnene, at verdensøkonomien i en årrække vil vokse med en noget lavere vækstrate end vi har oplevet gennem de seneste år.«

Man vil gerne have, at kineserne begynder at bruge mange flere penge. Men vi så allerede i 2007 at en stærk verdensøkonomi med voksende middelklasser, især i Asien, var i stand til at skabe voldsomme prisstigninger på energi, råvarer og fødevarer. Alligevel vil vi gerne have, at Asien trækker en større del af læsset i

verdensøkonomien, selv om vi ved, at det vil give voldsomme ressourceproblemer. Og miljøproblemer. Worldwatch Institute jo efterhånden i mange år påpeget, at hvis alle levede som amerikanerne så ville det kræve fem jordkloder. Og WWF udtalte for nylig, at verden i dag bruger 30 pct. flere naturressourcer, end kloden kan regenerere. Den forbrugsdrevne vækstmodel, holder ikke længere i det lukkede system, som jordkloden nu engang er, sagde David King på klimakonferencen i Århus. Er du enig i det?

»Der vil opstå et pres på mange naturressourcer igen, og det må blive en blanding af markedsmekanismers prissætning og innovation af nye teknologier, substitutter osv., der skaber en balance. Der er ikke nogen entydig sammenhæng mellem økonomisk vækst og miljøbelastning, men det er rigtigt, at den vækstmodel, som de udviklede lande historisk har fulgt, ikke kan holde på sigt – slet ikke hvis den kopieres af f.eks. Indien og Kina. Så vi skal lave om på vækstmodellen.«

Hvis et land beslutter sig for at indføre tiltag, der sikrer en miljømæssigt bæredygtig udvikling, vil det uundgåeligt indebære, at landets erhvervsliv påføres omkostninger, som selskaber i konkurrencende ikke-bæredygtige lande ikke har. I praksis skulle det bæredygtige land derfor lukke af for samhandel med de ikke-bæredygtige lande – eller også skulle man sikre internationale handelsaftaler, som kompenserer de bæredygtige lande for forskellen i konkurrenceevne.

Det mener Herman Daly, professor i økonomi ved University of Maryland i USA, som i mange år har påpeget nødvendigheden af en bæredygtig tilgangsvinkel til økonomisk vækst.

»Menneskeheden må foretage en overgang til en bæredygtig økonomi – en som tager højde for de iboende naturlige biofysiske grænser i det globale økosystem, så det kan fortsætte med at fungere langt ind i fremtiden. Hvis vi ikke foretager den overgang, styrer vi mod ikke blot uøkonomisk vækst, men også en økologisk katastrofe, som drastisk vil forringe levestandarden.« ■

Mange forslag til alternativ BNP

DEBATTEN OM EN ALTERNATIV opgørelse af BNP er langt fra ny. I mange år har man i økonomiske og politiske kredse talt om behovet for en mere nuanceret opgørelse, som tager højde for miljømæssige og sociale forhold. Og i takt med den tiltagende globale opvarmning, stigende forurening, truende problemer med vandmangel, drastisk faldende biodiversitet – og ikke mindst FN's *Millennium Development Goals*, der bl.a. sigter mod bedre uddannelse og bekæmpelse af fattigdom og sygdom i den tredje verden samt miljømæssig bæredygtighed og udvikling af et globalt samarbejde – er flere internationale organer kommet på banen med forskning i området.

Således har eksempelvis Verdensbanken præsenteret deres *Genuine Savings*, der vurderer den reelle opsparring ved at supplere den traditionelle opsparring med miljømæssige og sociale faktorer. FN har udviklet *Human Development Index*, der supplerer traditionel BNP med so-

ciale indikatorer. World Wildlife Foundation og Carbon Footprint Network har udviklet *Ecological Footprint* og *Carbon Footprint*, der måler menneskehedens økologiske pres på biosfæren. New Economics Foundation i England har udviklet *Happy Planet Index*, der måler tilfredshed, livslængde og miljømæssige fodaftryk. Yale University har udviklet *Environmental Sustainability Index (ESI)* og *Environmental Performance Index (EPI)*, som måler et lands miljømæssige bæredygtighed og kapacitet til at forbedre dens miljømæssige performance over tid. Og Eurostat, et europæisk statistikkontor, har udviklet forskellige *Sustainable Development Indicators*, der sætter BNP sammen med visse økonomiske, sociale og miljømæssige faktorer.

At der er behov for supplerende indikatorer i økonomien til at danne overblik over eksempelvis miljømæssige forhold blev med grum aktualitet demonstreret for nylig, da det viste sig, at Danmark kun har formået at nedbringe sit CO₂-udslip med 4 pct. i forhold til 1990 – langt fra de forpligtede 21 pct. i Kyoto-aftalen. Et uheldigt signal at sende forud for klimatopmødet i december. Bortset fra det, så er vi verdens lykkeligste mennesker, viser en anden måling – mens en tredje fortæller, at hvis alle levede som danskerne, ville det kræve tre jordkloder. ■

Kinas grønne forsøg

I 2004 ANNONCEREDE KINAS REGERING, at et »grønt BNP« ville afløse den traditionelle opgørelse. Den første rapport, som blev frigivet september 2006, viste, at det finansielle tab forårsaget af forurening alene, beløb til omkring tre pct. af BNP. Endnu værre så det ud i 2005, og rapporten om det år udkom aldrig. Eksperimentet blev skrinlagt, da det reducerede BNP-væksten til politisk uacceptable niveauer. Siden har uafhængige økonomer andetsteds i verden løbende estimeret, hvad miljømæssig nedbrydning og udtømmning af ressourcer koster Kina årligt. Estimerterne spænder fra 8 til 12 pct. årligt – hvilket reelt indikerer, at den faktiske vækst i Kina er nul. Og i nogle provinser negativ. Således viste en opgørelse, at i den nordlige provins Shanxi, et center for kulproduktion, at de miljømæssige omkostninger og tab naturlige ressourcer i 2002 beløb sig til 33,4 pct. af regionens BNP. ■

Hvordan?

»Vi skal med afgifter m.v. fordyre de miljøbelastende aktiviteter, vi skal sætte højere miljøpolitiske mål. Det vil hæmme væksten inden for visse sektorer, men også skabe mange nye forretningsområder. Men for at det skal forslå noget, er man nødt til at satse på internationale løsninger, ikke mindst på klimaområdet.«

Men det går langsomt ...

»Man kan frygte, at det ikke går hurtigt nok. Men man skal ikke undervurdere det potentiale, der kan ligge i den teknologiske udvikling, hvis den bliver understøttet af de rette økonomiske incitamenter f.eks. via miljøafgifter.«

Men er det ikke logisk, som nogle foreslår, at man bliver enige om en anden måde at opgøre BNP på. En måde, som også tager højde for, at man belaster miljøet og udtømmer naturlige ressourcer i et omfang, så naturen ikke kan nå at regenerere? Vi befinder os i et luk-



Jeg tror ikke, vi taler om et systemskifte. Men det er klart, at der kræves reformer, et tættere internationalt samarbejde og nok også en ny rolle for centralbankerne.«

PETER BIRCH SØRENSEN · OVERVISMAND

ket system, og det er jo logisk for alle, at væksten ikke kan fortsætte i det uendelige?

»Allerede klassiske økonomer som Malthus, Ricardo, Stuart Mill og Keynes var inde på, at væksten ville gå i stå på et tidspunkt pga. en eller anden form for ressourcebegrænsning. Indtil videre har det dog vist sig, at de løbende innovationer, fremkaldt af økonomiske incitamenter og nysgerrighed, har formået at skabe løsningsmodeller undervejs, så væksten ikke er blevet hæmmet i det omfang de forudså. Heri

ligger naturligvis ingen garanti for, at væksten kan fortsætte i det uendelige, og der vil under alle omstændigheder være behov for omlægninger i vækstmønsteret. Det er en meget stor udfordring, verdenssamfundet står overfor i de kommende år med klimakrisen, befolknings-tilvæksten og tiltagende miljøproblemer på en række områder. Så derfor kan det være nyttigt at supplere det traditionelle nationalregnskab med opgørelser over, hvor meget vi tærer på »naturkapitalen.« ■

Aggressiv centralbank presser renterne ned

■ FED VIL KØBE STATS Obligationer

Fed-planer udløser største kursstigning på amerikanske statsobligationer i 22 år.

DEN AMERIKANSKE CENTRALBANK, Federal Reserve (Fed), har ikke ligget på den lade side hidtil i den eskalerende amerikanske krise. På det ordinære møde i bankens markedskomite (FOMC) for nylig, blev det besluttet – udover at fastholde et interval for den ledende rentesats på 0-0,25 pct. – at øge de såkaldt kvantitative tiltag. Sådanne tiltag går ud på, at centralbanken går aktivt ind i markedet på forskellig vis.

Før mødet den 18. marts havde Fed annonceret, at den vil købe op i *Mortgage Backed Securities* (MBS) for 500 mia. USD i år – struk-

turerede værdipapirer, hvor pengestrømmen kommer (eller udebliver!) fra puljer af realkreditobligationer, herunder de berygtede subprime-obligationer. Men på mødet blev det besluttet at øge opkøbet med yderligere 750 mia. USD. Det blev også vedtaget at øge indskuddet hos de to største, fra 2008 statskontrollerede, realkreditinstitutioner Freddy Mac og Fannie Mae med yderligere 100 mia. USD.

Disse tiltag betyder, at Fed reelt har fordoblet opkøbet af boliglån i USA, så den samlede støtte nu lyder på 1450 mia. USD. De massive tiltag medvirker til at bringe realkreditrenterne ned og støtte husmarkedet.

Fed overraskede

Selv om støtten til realkredit var meget større, så var det Fed's beslutning om at købe op i amerikanske statsobligationer, koncentreret i 2-10 årige papirer, over de næste seks måneder for 300 mia. USD, der overraskede markedet mest. Et sådant skridt medvirker til at presse niveauet for de mere langsigtede lån ned, og dermed udgør det en vigtig økonomisk saltvandsindsprøjtning for både forbrugere og erhvervsliv.

Fed går også snart i gang med andre tiltag. *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) begynder at blive udmøntet i praksis i den kommende tid. TALF er en lånefacilitet på i udgangspunktet 200 mia. USD – men der er åbnet op for en udvidelse helt op til 1000 mia. USD – som Fed stiller til rådighed for finansaktører uden for den egentlige banksektor, dvs. selskaber, der tilbyder billån, kreditkort, studielån, forbrugslån m.v. Disse lånuddydere har solgt lånenes betalingsstrømme videre i såkaldte *Asset-Backed Securities* (ABS). Før krisen var der masser af investorer til at købe de AAA-ratede ABS'er, men i takt med, at den finansielle og økonomiske krise er eskaleret og ledigheden vokser eksplosivt, har investorerne trukket følehornene til sig (salget faldt med 40 pct. i 2008) og dermed er en vigtig finansieringskilde lukket for forbrugerne. Da bankerne samtidig har strammet voldsomt op på kreditvilkårene, har de traditionelle udbydere af disse lån til mindre virksomheder og husholdninger haft ringe mulighed for at køre forretningen videre. Med TALF kan de nu låne den nødvendige kapital af Fed.

TALF kombineret med Fed's seneste og hidtidige bestræbelser bringer centralban-

Fed har prøvet det før

I første halvdel af 60'erne forsøgte Fed sig også med massive opkøb af statsobligationer i den hensigt at sænke de lange renter og dermed de mere langsigtede låneomkostninger for både forbrugere og erhvervsliv – og dermed medvirke til at sparke gang i økonomien.

Operationen lykkedes ikke, og det har Fed faktisk selv skrevet en bog om (Operation Twist). Kendsgeningen er nemlig, at hvor en nedsættelse af centralbankens ledende rentesats slår direkte igennem på bankernes kortfristede låne- og udlånsmuligheder, så er det en helt an-

den sag, at påvirke de lange renter, idet centralbanken ikke har en tilsvarende rolle som medspiller for banksektoren på lån med længere løbetid. Så hvis man skal forsøge at påvirke de lange renter direkte med en konkret markedshandling, skal det gøres ved fx opkøb, som banken nu vil prøve.

Men det er en vanskelig opgave, idet de lange renter i vid udstrækning er bestemt af markedets forventninger til ikke mindst landets inflation, men også økonomisk udvikling og valutaens købekraft. Og derfor kan selv opkøb af nok så mange statsobligationer vise sig at væ-

re lige så håbløs som Don Quijotes kamp mod vindmøllerne. Så snart markedet overbevises om, at finanskrisen er ved at komme under kontrol og USA ser ud til at rejse sig i andet halvår, vil de lange renter stige – men så vil Fed også have nået sit mål, nemlig at genoprette finanssektorens og kreditmarkedernes funktionalitet og stabilisere økonomien. Det næste mål bliver så at forhindre inflationen i løber løbsk. Men den tid, den sorg. Som cheføkonomen i Credit Suisse udtalte til Washington Post: »Når dit hus brænder, slukker du ilden. Hvis det betyder, at møblerne bliver våde, så tager du dig af dem bagefter.«



Chefen for Federal Reserve, Ben Bernanke. Centralbanken har bebudet massive opkøb af amerikanske realkreditobligationer og statsobligationer for at presse renterne yderligere ned.

kens støtte til finanskrisen op på knap 4000 mia. USD – svarende til næsten en tredjedel af USA's BNP.

Voldsom markedsreaktion

Den umiddelbare markedsreaktion på Fed's planer var voldsom. Meddelelsen om, at Fed vil optræde som storkøber på obligationsmarkedet i de kommende måneder, fik mange investorer til at styrte ind på obligationsmarkedet og købe amerikanske statspapirer. Det er jo ikke dårligt at sidde inde med en vare, som man ved, at der med 100 pct. sikkerhed er en køber til. Så foreløbig har alene Fed's udmelding fået den ønskede effekt. Renten på den ledende 10-årige amerikanske statsobligation faldt således med næsten et halvt procentpoint på en enkelt dag, hvilket ikke er set siden 1987.

På aktiemarkedet bidrog Fed's udmelding til at fortsætte den stigning og understøtte den optimisme, der havde præget dagene op til FOMC-mødet. Så man så altså både at aktiemarkedet steg og obligationsmarkedet steg, hvilket er unormalt. Normalt vil en periode med stigende aktier være udløst af en stigende tiltro til den økonomiske fremtid og dermed virksomhedernes indtjening. Og det vil normalt øge markedets inflationsforventninger – og dermed sende obligationsmarkedet ned.

Men altså ikke denne gang. Spørgsmålet er så, hvor længe det vil holde. I første omgang tror Danske Banks renteanalytikere, at Fed's bebudede storkøb i statsobligationerne lægger et loft over de amerikanske statsrenter på kort sigt og statspapirerne vil handle i et begrænset interval i den nærmeste tid. Men i forventning om, at den amerikanske økonomi stabiliseres i indeværende kvartal, og vil udvise et svagt opsving i andet halvår, holder renteanalytikerne fast i, at de lange renter vil stige markant senere på året i takt med, at situationen for finanssektoren og kreditmarkederne forbedres og økonomien viser fremgang.

I og med, at USA forventes at rejse sig væsentligt tidligere end Europa, vurderes det samtidig, at de lange europæiske renter ikke vil følge med de amerikanske op i større omfang. ■

OBLIGATIONSANBEFALINGER

IGEN, IGEN: KØB KORT

De nye tiltag fra den amerikanske centralbank kan få stor betydning for det danske realkreditmarked og forstærke den konverteringskampagne, der p.t. er begyndt i de 30-årige 7 pct.ere. Her er der primært tale om skrå konverteringer fra 7 pct. obligationer ned i F1-lånen givet det markante spænd mellem F1-renten og en 30-årig 7 pct.-obligation.

Der er dog også risiko/potentiale for en konverteringskampagne i både 7 pct. og 6 pct. obligationerne ned i 30-årige 5 pct.-obligationer, hvis det amerikanske finansministerium og centralbanken får held med at presse renterne ned. Dette kunne forstærkes, hvis Nationalbanken begyndte at købe op i de lange realkreditobligationer i lighed med, hvad den gjorde i forbindelse med F1-auktionen i december. Her havde annonceringen af et opkøb af F1-obligationer jo en markant effekt på prisen af realkreditobligationer på trods af, at det blot var ca. DKK 22 mia., der var i F1-lånen hos vel-færdsministeriet.

Fed's tiltag kombineret med, at både ECB og Nationalbanken vurderes at have flere rentenedsættelser i ærmet peger derfor i retning af, at de korte renter vil falde yderligere herfra inden for de kommende måneder – og på 6-12 mdr. sigt er der lagt op til en beskeden stigning i de lange renter i takt med, at mindre opsving i USA og Kina vil medvirke i en vis grad til at trække Europa op i gear. Derfor fastholder vi anbefalingen om, at man koncentrerer sig om kortere obligationer – typisk i intervallet 2-5 års løbetid, hvor rentefaldet på kort sigt ventes størst.

Vi anbefaler private investorer, at man sigter mod en spredning og vægtning af porteføljen som angivet i modelporteføljerne (se s. 33).

Skal vi fremhæve enkeltobligationer har vi som første prioritet 2-5 årige Flex-obligationer. For de mere risikovillige investorer kan 30-årige 6 pct. obligationer købt for pensionsmidler være en mulighed. Som anden prioritet vil vi fremhæve 30-årige 7 pct. obligationer som en mulighed. Umiddelbart kan det forekomme paradoksalt, at anbefale denne obligation både med og uden afdrag, idet begge obligationstyper handler til kurser over 100 – aktuelt hhv.

101,85 og 101,60 – hvilket betyder, at låntager med fordel kan udnytte sin konverteringsret og indfri obligationen til kurs 100.

Ikke desto mindre kan det stadig være en god forretning. Med forventede udtrækningsprocenter i de næste fire terminer på hhv. 35, 20, 13 og 9, så er horisontafkastet på 12 mdr. sigt på 7 pct. 2041 med afdrag f.eks. på 5,0 pct. – hvilket er betydeligt over de 3,43 pct. på Flex-obligationen 4 pct. 2012. ■

Mindsterenten sat ned til 2 pct. pr. 1. april 2009

Normalt fastsættes mindsterenten en gang hvert halve år ved en særlig beregning af rentegennemsnittet på danske obligationer over en periode på 20 børsdage. Men renten kan i den mellemliggende periode også ændre sig så markant, at en ekstraordinær nedsættelse kommer på tale. Og det er hvad der er sket for nylig efter den klare tendens til faldende renter i længere tid.

Mindsterenten er pr. 1. april ekstraordinært nedsat til 2 pct. fra 3 pct., hvilket i praksis vil sige, at der nu kan udstedes obligationer med en kuponrente på 2 pct. – interessant for private investorer, hvis kursgevinster er skattefrie.

Historisk set har dette dog kun medført en beskeden rentefordel for udstederne på op til 15bp i åbningsperioden (tilbage i 2005/2006). Det er derfor ikke oplagt, at realkreditinstitutterne straks påbegynder udstedelsen af 2 pct. rentetilpasningslån. Det skyldes, at åbningen af nye rentetilpasningslån og dermed flere obligationsserier vil påvirke likviditeten på det danske realkreditmarked i negativ retning.

Man skal også huske, at de forventede omkostninger ved førtidig indfrielse er højere for skattepapirer, hvilket reducerer fordelene for låntagerne. Dertil kommer, at mindsterenten kan blive sat op igen allerede pr. 1. juli, og vi kan derfor risikere at have et 2 pct. åbningsvindue på kun 3 måneder.

Vi forventer dog, at mindsterenten forbliver 2 pct. efter 1. juli, og hvis dette viser sig at være tilfældet, åbnes der op for muligheden for 2 pct. rentetilpasningslån til refinansieringsauktionerne i december.

Skibskreditfonden har historisk set reageret hurtigt på mulighederne for at udstede 2 pct.ere – og har allerede bekendtgjort, at tre nye fondskoder er på vej.

HY kreditobligationer kan fortsat være en god forretning

KREDITOBLIGATIONER

De dystre økonomiske udsigter har tynget realkreditmarkedet på det seneste. Rentespændet mellem 10-årige europæiske statsobligationer og High Yield-kreditobligationer er således udvidet med omkring 200 bp, og dermed er vi tilbage på niveauerne fra årsskiftet. Vi er stadig to procentpoint under det hidtidige topunkt i midten af december 2008.

Moody's rapport for februar måned fortæller, at den løbende 12 måneders default-rate (konkursrate) i det globale High Yield-marked er steget fra 4,8 pct. til 5,2 pct. Det er faktisk en god nyhed, idet stigningen er lidt mindre end

ventet, og det har fået Moody's til at sænke sin forventning til default-raten for kalenderåret 2009 fra 16,0 pct. til nu 14,8 pct., hvilket dog i historisk perspektiv stadig er et højt niveau.

Hvad angår den akkumulerede default-rate over de kommende fem år, så lyder Moody's forecast på ca. 30 pct. Dvs. ratingbureauet forventer, at 30 ud af 100 High Yield-udstedere skal gå konkurs over de næste fem år.

Men det er faktisk noget under det »worst case« scenario, vi har benyttet i vores beregninger og anbefalinger, hvor vi har antaget en akkumuleret 5-årig default-rate på 42 pct. – 12 procentpoint over det niveau, som Moody's nu forventer.

Efter den seneste tids spændudvidelse vil man i vores »worst case« scenario over de næste fem år kunne forvente at få et årligt merafkast på High Yield-obligationer på 9,3 procentpoint i forhold til statsobligationer med samme løbetid. Derfor er konklusionen stadig, at de nuværende kreditspænd er attraktive for investorer med en tilstrækkelig lang investeringshorisont. Som før nævnt kræver investering i High Yield-kreditobligationer en spredning over mange forskellige udbydere, hvorfor det for langt de fleste investorer er mest nærliggende at investere via en investeringsforening – f.eks. Merchant Invest Global Kreditobligationer. ■

STRATEGI: AKTIEMARKEDETS POTENTIALE ER BEGRÆNSET PÅ KORT SIGT

■ COVERED CALL

Essensen i en covered call-strategi er, at man modtager betaling for, i en begrænset periode, at forpligte sig til at sælge en aktie på en højere kurs end den aktuelle.

AKTIEMARKEDET VAR under pres i slutningen af februar og starten af marts, tynget af en stadig strøm af overvejende negative nøgletal, om end der var enkelte lyspunkter undervejs. Men beskedne indikationer af en økonomi i USA, der muligvis kan rejse sig i løbet af andet halvår, kunne ikke overbevise investorerne om, at det nu var tid at gå ind igen. Det amerikanske aktieindeks S&P 500 gik under 700 og 6. marts 2009 ramte markedet et djævelsk lavt niveau, 666, djævlens tegn, *the number of the Beast*. Godt vi ikke brød igennem det niveau, så var helvede nok brudt løs.

666 har foreløbig vist sig at være bunden. Det, der fik markedet til at løfte sig igen, var ikke guddommelig indgriben, men meldingen fra tre store amerikanske banker om, at de rent faktisk tjente penge her i 2009. Det var en velkommen nyhed. Sagens kerne er netop, at økonomien og dermed aktiemarkedet er låst fast, så længe vi har en tyngende finanskrisen, der forstærker den onde cirkel i en lavkonjunktur.

Var det bunden?

Markedet steg som en raket, og nåede i løbet af kort tid helt op omkring 830 for derefter at sive tilbage. Ved redaktionens slutning ligger vi omkring 810. Og hvad så nu? Var dette et såkaldt *bearmarket rally* – intet andet end en korrektion i et marked, der endnu ikke har det nødvendige økonomiske og finansielle fundament for at rejse sig endeligt? Eller var det en demonstration af, at aktiemarkedet, den kollektive adfærd af alle markedsdeltagere, historisk set har en forunderlig evne til at se lyset i selv de mørkeste stunder og rejse sig 6-9 måneder, før økonomien rent faktisk har ramt bunden?

Selv om der siden er kommet flere svagt positive tendenser i visse nøgletal, så er der så mange usikkerhedsfaktorer i den aktuelle situation, at det er svært at tro, at vi nu er i en mere permanent optur. Faktisk synes konklusionen fra de fleste finanskurser og banker da også klart at pege i retning af, at markedet efter al sandsynlighed falder yderligere tilbage i den kommende tid.

Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug, har eksempelvis et risikoscenario på 625



»Var 666 virkelig bunden? Det var ligegodt Fandens.« Djævelen, marts 2009.

for S&P 500, og mener, at vi har toppet i denne omgang. Samtidig understreger han, at han tror, at bearmarkedet slutter inden for de næste 4-5 måneder, og at markedet når 950 ved årets udgang – hvis altså det lykkes at indkapsle finanskrisen, deflation undgås m.v. ...

Covered call

Hvis man er enig i disse betragtninger, har man flere muligheder. Man kan vælge at beholde eksisterende aktiepositioner, og holde hovedet koldt, hvis markedet bevæger sig ned igen på kort sigt. Man kan vælge at sælge sine aktier nu. Eller man kan vælge at beholde sine aktier, og i stedet sælge call-optioner på enkeltaktier med aftalekurser et stykke over det aktuelle kursniveau, og med en relativt kort løbetid på 1-4 måneder.

Herved kan man stadig nyde godt af kursstigninger på sine aktier op til aftalekursen samtidig med, at man får en god præmieindtægt på optionerne, da volatiliteten på markedet stadig er på et meget højt niveau. Ulempen er, at hvis markedet mod forventning stiger over aftalekursen, så mister man kursgevinsterne over det niveau, som i stedet går til optionskøberen.

Men vi mener, at denne strategi – kaldet *covered call* – er et velegnet værktøj i den aktuelle situation, da det forekommer urealistisk, at markedet fortsætter den massive stigning herfra.

Er du interesseret i strategien, så henvend dig til din investeringsrådgiver, som også kan forklare dig om de skattemæssige regler omkring optioner. ■

UDSIGT TIL KRAFTIGT BOLIGPRISFALD I ÅR

■ BOLIGMARKED I KRISE

Faldende renter i år og skattereform i 2010 er ikke nok til at hindre et stort prisfald på det danske boligmarked i år - men kollaps bliver der dog ikke tale om.

FINANSKRISENS KRAFTIGE eskalering hen over andet halvår af 2008, har i kombination med accelerationen i den økonomiske afmatning, ramt boligmarkedet hårdt. Handelsaktiviteten er hastigt faldende, liggetiderne skyder i vejret, og udbuddet af enfamiliehuse til salg har bevæget sig op i et historisk højt niveau. I perioden 1. kvartal 2006 til 4. kvartal 2008 er udbudet af enfamiliehuse til salg således steget med knap 33.000 boliger, mens antallet af handler er faldet med rundt regnet 7.500 boliger, svarende til et fald på knap 22 pct.

Da finanskrisen samtidig stadig tynger og den økonomiske krise tager til i styrke med udsigt til en markant stigning i ledigheden i år, så er der lagt op til massive prisfald på boligmarkedet. På landsplan forventer Realkredit Danmark (RD) nu, at parcelhuspriserne vil falde knap 10 pct. i 2009 og 5 pct. i 2010.

2009 vil dermed byde på det største prisfald i mere end 50 år. Ikke engang kartoffelkuren i 1987 bød på prisfald i den størrelsesorden - huspriserne faldt dengang 7,1 pct.

(nominelt). Holder prognosen stik, vil prisen på et gennemsnitligt parcelhus på 140 kvm. på landsplan falde fra en top på 2.020.000 kr. i 2. kv. 2007 til 1.630.000 kr. i udgangen af 2010 - et fald på 380.000 kr. I Region Hovedstaden vil prisen være faldet med hele 1.190.000 kr. siden toppen i 3. kv. 2006 - fra 3.520.000 kr. til 2.320.000 kr., jf. tabel 2.

Prognosen dækker over store regionale forskelle. Hvor boligmarkedet i og omkring de store byer er sendt til tælling, så er mange yderområder fortsat sluppet billigt. RD forventer derfor også, at de største prisfald fortsat vil være centreret i og omkring de store byer, mens der er udsigt til mere moderate prisfald i udkantsområderne.

Hvorfor fortsætter prisfaldet?

Umiddelbart forekommer det måske mystisk, at med udsigt til udsigt til yderligere markante fald i FlexLåns-renterne - som allerede er faldet pænt i år - samt de stigende indkomster i lyset af allerede indførte og kommende skattelettelser, at priserne skal falde så meget

i 2009-2010.

På 12-måneders sigt forventer RD, at renten på FlexLån® F1 vil falde fra det nuværende niveau på godt 3 pct. til 2,25 pct. Omvendt forventer RD en stort set uændret rente på et almindeligt fastforrentet lån - det forventede rentefald vedrører således hovedsageligt de korte renter.

Det er vigtigt, at skelne imellem udviklingen i hhv. de korte og lange renter, når man skal belyse renteutviklingens samlede indvirkning på boligpriserne. Det er nemlig udviklingen i den lange rente, der har betydning for især nye boligejeres købekraft på boligmarkedet, da det netop er renten på et fastforrentet lån, der ligger til grund for den kreditvurdering, der foretages af bankerne af potentielle boligkøbere.

Omvendt har udviklingen i den korte rente stor betydning for de eksisterende boligejere med variabelt forrentede lån (FlexLån®). Faldet i de korte renter vil således bidrage væsentligt til at afskærme boligmarkedet fra et egentligt kollaps i en situation med kraftig økonomisk afmatning og stigende ledighed.

Renteudviklingen vil således ikke isoleret set gøre det nemmere for førstegangskøber, at få foden ind på boligmarkedet, men omvendt betyder faldet i især de korte renter, at vi ikke forventer at se et egentligt kollaps på boligmarkedet, hvor et kraftigt stigende antal tvangsauktioner kan kaste boligmarkedet ud i en selvforstærkende negativ spiral.

Der er til gengæld entydig hjælp at hente fra de meget pæne indkomststigninger, danskerne har glæde af i år og næste år. I 2009

POLIFOTO





forventes skattelettelser at give et løft til den disponible indkomst på 5 mia. kr. Dertil kommer frigivelsen af SP-opsparingen, som godt nok ikke umiddelbart gør danskerne rigere – men som til gengæld frigiver noget likviditet her og nu. For mange familier vil frigivelsen af SP-opsparingen kunne give et vigtigt supplement til indkomsterne i en periode, hvor privatøkonomien ellers strammer til.

I 2010 er der udsigt til skattelettelser på hele 14,5 mia. kr. – som følge af Forårspakke 2.0. Det vil sammen med de relativt pæne lønstigninger, der blev forhandlet hjem under den sidste fase af højkonjunktoren, og en hastigt faldende inflation, sikre en rigtig pæn indkomstfremgang i prognoseperioden.

I modsat retning trækker det dog, at Forårspakke 2.0 indebærer en reduktion af rentefradragsretten for store renteudgifter. Dertil kommer, at der heller ikke er tvivl om, at nogle af finansieringselementerne i Forårspakke 2.0 ad åre kommer til at ramme boligejerne i form af eksempelvis højere varmeudgifter.

Men samlet set er Forårspakke 2.0 dog godt nyt for boligmarkedet. RD vurderer imidlertid ikke, at effekten er stor nok til at opveje de modsatrettede faktorer, som fortsat er i spil. En mulig positiv effekt, som det dog er vanskeligt at vurdere størrelsen af, er, hvis Forårspakken 2.0 formår at presse krisestemningen tilbage.

Men som udgangspunkt vurderer RD, at den kraftige økonomiske afmatning – herunder den stigende jobusikkerhed, den forventede kraftige stigning i ledigheden og en negativ psykologisk effekt i form af en udpræ-

Tabel 1: Regional boligprisprognose – enfamiliehuse

	2008	2009	2010	Forventet prisfald siden toppen
Region Hovedstaden	-11,3%	-16,9%	-7,0%	-34,3% (3. kv. 06)
Region Sjælland	-5,8%	-10,3%	-5,6%	-22,6% (3. kv. 07)
Region	2,0%	-4,5%	-3,5%	-10,3% (1. kv. 08)
Region	0,2%	-5,3%	-4,7%	-11,7% (4. kv. 07)
Region	2,5%	-2,6%	-1,4%	-6,2% (2. kv. 08)
Hele Landet	-4,3%	-9,5%	-5,0%	-19,2% (2. kv. 07)

KILDE: DANMARKS STATISTIK, ECO WIN, REALKREDITRÅDET, REALKREDIT DANMARK

Tabel 2: Prognose - parcelhus 140 kvm

1.000 kroner	2008	2009	2010	Forventet fald siden toppen
Region Hovedstaden	3.000	2.500	2.320	1.190
Region Sjælland	1.910	1.720	1.620	470
Region	1.500	1.430	1.380	160
Region	1.700	1.610	1.540	200
Region	1.280	1.250	1.230	80
Hele Landet	1.890	1.710	1.630	380

KILDE: DANMARKS STATISTIK, ECO WIN, REALKREDITRÅDET, REALKREDIT DANMARK

get forventning i befolkningen om fortsat faldende boligpriser – vil presse boligpriserne markant ned i år – skattereform eller ej.

Skal man trække noget positivt frem fra den dystre prognose, så vil det forventede prisfald – i kombination med støt faldende korte renter – bidrage væsentligt til at skabe en bedre balance imellem lønindkomsten på den ene side og omkostningerne ved køb af bolig på den anden. Ser man på boligbyrden (om-

kostningerne ved ejerbolig i forhold til husboldningernes disponible indkomster) vil et prisfald på 9,5 pct. og 5,0 pct. i hhv. 2009 og 2010 således bringe boligbyrden ned under det gennemsnitlige niveau, der har kendetegnet perioden siden 1995. Det giver en forhåbning om, at vi vil kunne se en begyndende stabilisering i prisniveauet – og i visse tilfælde en tilbagevenden til stigende huspriser – når vi når udgangen af 2010. ■

Global boligkrise

BOLIGBOBLER

ØKONOMISKE KRISE udløses som regel af overdrivelser af den ene eller anden slags. Det kan være økonomien i sig selv, der overdriver ved at køre hurtigt og med så lav ledighed og høj kapacitetsudnyttelse, at det skaber et uholdbart løn- og prispres. I sådanne tilfælde er det centralbanker og regeringers opgave at slå bremsen i med strammere penge- og finanspolitik. Det kan også være aktiemarkedet, der overdriver – og det giver voldsomme tømmermænd, når boblen brister, som i 2000. Men denne gang er det især boligmarkedet, der ikke har vist mådehold.

Det gælder først og fremmest i USA, hvor fuldstændig overdreven långivning og risikotagning i finanssektoren, har medført enorme tab, da boligboblen punkterede. I dag er allerede 25 pct. af de amerikanske boligejere insolvente – dvs. deres boliggæld er større end værdien af deres bolig – og alle håber, at bunden snart er nær.

USA's boligkrise er ikke enestående. Den lange periode med historisk lavt globalt renteniveau skabte også voldsomme prisstigninger på mange boligmarkeder i den øvrige del af verden – og her begyndte prisfaldene for alvor at slå igennem i 2008. Optimismen er væk og euforien afløst af frygt. Der er formentlig ikke så meget salg i bøger som »Are you missing the real-estate boom? The Boom will not bust and why property values will continue to climb through the end of the decade – and how to profit from them (2005).« En »klassiker« som f.eks. »Dow

36.000« udsendt i aktieeuforien i 1999 af en anerkendt økonom (Dow Jones-indekset er i dag omkring 7700).

Men boligkrisen er først lige begyndt. 2009 vil byde det største prisfald i 50 år i Danmark, spår Realkredit Danmark (se. 26). Professor

Nouriel Roubini fra New York University, også kendt som *Dr. Doom*, mener, at USA falder mindst 20 pct. mere herfra. Og en nylig rapport fra finanshuset Numis Securities estimerer, at de britiske huspriser falder yderligere 40-55 pct. ■

Husprisindikatorer fra The Economist (procentændringer)

	Årsstigningstakt		
	Seneste tal	4. kv. 2007	Akkumuleret stigning '97-'08*
Schweiz	3,7	2	24
Italien	1,1	5,1	104
Frankrig	0,8	5,7	152
Kina	-0,9	10,2	
Sydafrika	-1,3	12,2	389
Sverige	-1,6	11,3	145
Japan	-1,8	-2,8	-33
Canada	-1,9	5,9	66
Tyskland	-2,5	-4,2	
Spanien	-3,2	4,8	184
Australien	-3,3	14	163
USA (OFHEO)	-4,5	0,6	84
Singapore	-4,7	31,2	
Danmark	-4,9	1,2	119
Holland	-5,2	2,8	90
New Zealand	-8,9	8	102
Irland	-9,8	-6	193
Hong Kong	-14	21,4	-35
Storbritannien	-17,6	7,1	150
USA (Case-Shiller national index)	-18,2	-8,7	66
USA (Case-Shiller 10-city index)	-19,2	-8,3	102

* ELLER SENEST TILGÆNGELIGE TAL

KILDE: THE ECONOMIST



FlexGaranti® og RenteDyk™ har vist deres styrke

FLEXGARANTI, RENTEDYK, PROFILSKIFTE

BOLIGEJERE MED FLEXGARANTI® og RenteDyk™ har udsigt til en markant lavere ydelse på deres boliglån efter 1. april 2009. Rentesatserne for det kommende halvår er nemlig fastsat til et væsentligt lavere niveau end ved forrige rentefastsættelse i oktober sidste år. Helt konkret er renten faldet fra 6,00 pct. til 3,75 pct. på et 6 pct. FlexGaranti® (2041). Renten på RenteDyk™ (2039) i kroner er ligeledes faldet fra 5,69 pct. til 4,96 pct.

Realkredit Danmark (RD) forventer, at referencerenten på FlexGaranti® vil falde fra det nuværende niveau på 3,25 pct. til omkring 2,30 pct. ved næste rentefastsættelse 1. oktober 2009. Dermed har låntagere med FlexGa-

ranti® udsigt til en endnu lavere månedlig ydelse inden for en overskuelig fremtid. Referencerenten på RenteDyk™ forventes derimod, med et niveau på 3,76 pct., at være stort set uændret inden for det kommende halvår.

Overvej at skifte risikoprofil

I en tid med finansiell uro er det blevet mere interessant for en lang række boligejere at få større sikkerhed omkring deres boligøkonomi. En klar risiko ved den voldsomme stimulation af verdensøkonomien, der finder sted i denne tid med vækstpakker og rentenedsættelser m.v., er, at hvis det lykkes at få verdensøkonomien godt i gang igen, kan inflationen blive ret kraftig – og det vil sende renterne kraftigt i vejret.

Derfor kunne låntagere med f.eks. FlexLån® F1 overveje at skifte lånet ud med f.eks. et FlexLån® F2. Renten på rentetilpasningslån med årlig rentetilpasning er nemlig væsentligt højere end renten på obligationerne bag FlexLån® med rentetilpasning hvert 2. år. Man kan dermed høste en kursgevinst, der til dels opvejer omkostningerne ved at konvertere. Dog vil det fortsat koste penge at skifte. Hvis man eksempelvis konverterer et FlexLån® F1 på en mio. kr. til FlexLån® F2 koster det 23.431 kr. over en toårig periode. Er du interesseret bør du tale med en rådgiver, der kan beregne konsekvenserne for dig – også om FlexLån® med længere løbetid er en interessant mulighed i forhold til omkostningerne. ■

Hvad sker der med skatten, når udbyttet bliver geninvesteret?

■ AUTOMATISK GENINVESTERING

Udbytte fra investeringsbeviser udbetales som hovedregel kontant. Det er nu blevet muligt automatisk at få geninvesteret udbyttet.

AT FÅ GENINVESTERET UDBYTTET betyder, at du får mulighed for automatisk at købe yderligere investeringsbeviser i samme afdeling for et beløb, der svarer til udbyttet efter eventuel tilbageholdelse af udbytteskat.

Der gælder nøjagtig de samme skatteregler, uanset om du geninvesterer udbyttet eller du får det udbetalt kontant.

Private investorer

Private investorer skal betale skat af udbytte fra udloddende investeringsafdelinger.

Har du investeret i *aktiebaserede afdelinger*, tilbageholdes skatten, inden du får udbyttet udbetalt. Har du derimod investeret i *obligationsbaserede afdelinger*, udbetales udbyttet, uden at der er tilbageholdt skat.

Der tilbageholdes som udgangspunkt 28 pct. i udbytteskat fra aktiebaserede afdelinger, men dine personlige indkomstforhold og måden, udbyttet er sammensat på, kan medføre, at du skal betale mere i skat. Den endelige skat beregnes på din årsopgørelse.

Den andel af udbyttet, der er kapitalindkomst, beskattes endeligt med op til 60 pct., hvis du har positiv kapitalindkomst. Resten af udbyttet kan ende med at blive beskattet med op til 45 pct. i aktieindkomstskat, hvis din samlede aktieindkomst overstiger 106.100 kr. (2009)

Det skattepligtige beløb omfatter det samlede udbytte – det vil sige summen af værdien af

- nye beviser ved geninvestering,
- eventuelt kontant udbetaling og
- indeholdt udbytteskat.

Sælger du investeringsbeviser i afdelingen, indgår de nye bevisers anskaffelsessum, når den gennemsnitlige anskaffelsessum gøres op. Først anskaffede investeringsbeviser anses dog skattemæssigt for solgt først (se eks. 1).

Indgår de oprindelige investeringsbeviser i en beholdning af børsnoterede aktier fra 2005, der kan sælges skattefrit, er det de oprindelige investeringsbeviser, der skattemæssigt anses for solgt først. Anskaffelsessummen for disse investeringsbeviser opgøres anderledes, nemlig efter den såkaldte aktie-for-aktie metode (se eks. 2).

Selskabsinvestor

Har du investeret via et selskab, skal der som udgangspunkt betales 28 pct. i udbytteskat. For *aktiebaserede afdelinger* gælder, at skatten tilbageholdes, inden udbyttet udbetales, mens udbytte fra *obligationsbaserede afdelinger* udbetales uden at der tilbageholdes udbytteskat.

Den endelige beskatning af udbyttet kan imidlertid ende med at blive mindre på grund af individuelle indkomstforhold og sammensætningen af udbyttet. Det skattepligtige beløb omfatter det samlede udbytte – det vil sige summen af værdien af

- nye beviser ved geninvestering,
- eventuelt kontant udbetaling og
- indeholdt udbytteskat.

Ved salg af beviser fra afdelingen indgår de nye bevisers anskaffelsessum, når den gen-

nemsnitlige anskaffelsessum gøres op. De nye beviser anses skattemæssigt for erhvervet på generalforsamlingstidspunktet.

Hvordan gør du?

Du har tre valgmuligheder for automatisk geninvestering af dit udbytte. Du kan,

- vælge at få geninvesteret det samlede udbytte fra depotet.
- vælge at få geninvesteret hele udbyttet fra udvalgte afdelinger.
- nøjes med at få geninvesteret dele af udbyttet fra én eller flere afdelinger.

Hvis du intet foretager dig, vil du som tidligere få udbetalt årets udbytter kontant.

Ønsker du at få geninvesteret det kommende udbytte fra investeringsbeviser i Danske Invest-afdelinger, skal du kontakte din rådgiver. ■

Eksempel 1 (gennemsnitsmetoden)

Danske Invest Danmark			
Køb/Salg	Antal stk.	Kurs	I alt
Køb 1. februar 2006	600	212,20	127.320
»Geninvesteret udbytte«	28*	96 (skønnet kurs) **	2.688
Samlet anskaffelsessum			130.008
Salg 1. juli 2009	500	104 (skønnet kurs)	52.000

*UDBYTTE 6,25 PR. STK, I ALT FOR 600 STK. EFTER UDBYTTESKAT = 2.700. 2.700/96 = 28 (AFRUNDET NEDAD).

**KURSEN PÅ DATOEN FOR GENERALFORSAMLINGEN SKAL ANVENDES.

Opgørelse af avance/tab:

Salgssum		52.000
Anskaffelsessum	500 STK./628 STK.* 130.008	103.509
Tab		- 51.509

Anskaffelsessum for de resterende investeringsbeviser	130.008 - 103.509	26.499
---	-------------------	--------

Eksempel 2 (skattefri beholdning – aktie-for-aktie metoden):

Danske Invest Danmark			
Køb/Salg	Antal stk.	Kurs	I alt
Køb 20. december 2005	600	201,50	120.900
»Geninvesteret udbytte«	28*	96 (skønnet kurs) **	2.688
Samlet anskaffelsessum			123.588
Salg 1. juli 2009	500	104 (skønnet kurs)	52.000

*UDBYTTE 6,25 PR. STK, I ALT FOR 600 STK. EFTER UDBYTTESKAT = 2.700. 2.700/96 = 28 (AFRUNDET NEDAD)

**KURSEN PÅ DATOEN FOR GENERALFORSAMLINGEN SKAL ANVENDES.

Opgørelse af avance/tab:

Salgssum		52.000
Anskaffelsessum	500 stk. x 201,50	100.750
Tab		- 48.750

Anskaffelsessum for de resterende investeringsbeviser	100 stk. til kurs 201,50	20.150
	28 stk. til kurs 96	2.688
	I alt	22.838

Selvangivelsen og strukturerede obligationer

■ HUSK AT SELVANGIVE TAB OG GEVINST

Strukturerede obligationer behandles forskelligt afhængigt af om der er tale om valutaindekserede obligationer eller obligationer baseret på råvarer – og aktieindekser.

DET ER VIGTIGT AT VÆRE opmærksom på, at der ikke sker nogen automatisk indberetning af gevinst eller tab på strukturerede obligationer, hvorfor du selv skal sørge for at opgøre og anføre beløbene på selvangivelsen eller oplysningskortet.

Valutaindekserede obligationer

Valutaindekserede obligationer (tabel 1) behandles skattemæssigt på samme måde som obligationer i fremmed valuta. Det indebærer, at gevinst og tab medregnes ved salg eller indfrielse efter realisationsprincippet (tabel 3). Handelsomkostninger i form af kurstage mv. medregnes ved opgørelse af kursgevinst og -tab.

Private investorer medregner kursgevinst og -tab i kapitalindkomsten. Kursgevinsten respektive -tabet skal alene medregnes, hvis den samlede gevinst eller tab på fordringer og gæld i fremmed valuta overstiger en bagatelgrænse på 1.000 kr. Hvis årets nettobeløb overstiger beløbsgrænsen, skal hele beløbet medregnes.

Gevinst og tab anføres på oplysningskortets rubrik 39:
Anden kapitalindkomst, som f.eks. finansielle kontrakter, aftaler mv.

Råvare – og aktieindekserede obligationer

Gevinster og tab på obligationer udstedt efter 4. maj 2005 og som reguleres i forhold til prisudviklingen på f.eks. værdipapirer, varer og aktier (tabel 2) skal beskattes efter kursgevinstlovens regler om finansielle kontrakter.

Det indebærer blandt andet, at kursgevinster og -tab på sådanne strukturerede obligationer beskattes løbende efter lagerprincippet. Det betyder, at urealiserede kursgevinster eller -tab opgøres hvert år ved indkomstårets udløb, og at skattepligtige kursgevinster medregnes i kapitalindkomsten (tabel 3).

Selskaber har fradrag for kurstab i opgørelsesåret.

Derimod kan kurstab hos en person som udgangspunkt ikke fratrækkes, men kun medregnes i kursgevinster på andre strukturerede

obligationer eller finansielle kontrakter, hvor kursgevinst og -tab skal opgøres efter lagerprincippet, f.eks. andre råvare – og aktieindekserede obligationer. Et uudnyttet kurstab kan overføres og modregnes i en eventuel ægtefælles nettokursgevinst på finansielle kontrakter mv. eller fremføres tidsubegrænset til modregning i investors egne og dernæst ægtefællens nettokursgevinster af samme art.

Et kurstab i 2008 kan dog altid fratrækkes ved opgørelsen af kapitalindkomst i det omfang investor i indkomståret 2002 og senere samlet set er blevet beskattet af en nettokursgevinst på finansielle kontrakter, herunder strukturerede obligationer, som beskattes efter lagerprincippet.

Gevinst og tab anføres på oplysningskortets rubrik 39:
Anden kapitalindkomst, som f.eks. finansielle kontrakter, aftaler mv.

Fremførselsberettigede tab anføres på blanket 04.055:
»Selvangivelse af tab til fremførsel til senere indkomstår«, rubrik 85: Samlet fradragsberettiget tab vedrørende indkomståret 2002 – 2008 til fremførsel til senere indkomstår vedrørende finansielle kontrakter og aftaler mv.

Er de råvare – og aktieindekserede obligationer solgt eller udløbet i 2008, er det den realiserede kursgevinst eller -tab, der skal selvangives i rubrik 39.

Gamle kurstab

Hvis der i indkomståret 2008 samlet set er en nettokursgevinst på råvare – eller aktieindekserede obligationer, og der foreligger et fremførselsberettiget kurstab på finansielle kontrakter mv. fra indkomståret 2002 og senere, kan det gamle kurstab modregnes i gevinsten. Et resterende fremførselsberettiget kurstab selvangives på blanket 04.055.

Fremførselsberettigede tab anføres på blanket 04.055:
»Selvangivelse af tab til fremførsel til senere indkomstår«, rubrik 85: Samlet fradragsberettiget tab vedrørende indkomståret 2002 – 2008 til fremførsel til senere indkomstår vedrørende finansielle kontrakter og aftaler mv.

Tabel 1:
Valutaindekserede obligationer
– udstedt af Danske Bank

Stadig gældende
Merchant US Dollar 2011
Merchant US Dollar 2011 Offensiv
Kommuneinvest EURTRY 2009
Kommuneinvest EURUSD 2009
Kommuneinvest Europa Østeuropa – Basal 2009
Kommuneinvest Europa Østeuropa – Offensiv 2009
Udløbet i 2008
Kommuneinvest EURTRY08 Gearet
Kommuneinvest EURCAD 2008
Kommuneinvest EURRUB 2008
Kommuneinvest EURTRY 2008
Kommuneinvest USD LIBOR 2007
Valutaindikeret obligation – MXN PLN HUF TRY og ZAR mod EUR – 2008
Kommuneinvest Russiske Rubler 2008



Tabel 2:
Aktie- og råvareindekserede obligationer – udstedt af Danske Bank

Stadig gældende
Municipality Finance Energi Infrastruktur og Effektivitet 2010
Municipality Finance SOL 2010
Kommuneinvest Finans 2011
KommuneKredit BRIK Plus 2011
KommuneKredit Råvarer 2011
KI SP 500 2011
Danske Dow Jones EURO STOXX50 Shark Fin 2009
Danske Dow Jones EURO STOXX 50 – 2010
Danske TOPIX 2009
Eksportfinans Metal 2010
KK Energi og Miljø – 2010
Clean Tech 2010
Danske Credit Linked Notes 2012
Korn 2009 – Privatbanker
Alternativ Energi 2010
Alternativ Energi 2009 – Privatbanker
Kommuneinvest 3i1 2009
Eksportfinans Alternativ Energi 2009
Kommuneinvest Norex
Kommuneinvest Norden
Aktierelateret Obligation Cliquet Euro Stoxx 50 – 2010
Kommuneinvest Barriere obligation 2015
Udløbet i 2008
Eksportfinans TOPIX 2008
Barclays Råvareindekseret obligation II 2008 – EUR
Barclays Råvareindekseret obligation II 2008 – USD
Kommuneinvest – Japan 2008

Clean Tech 2010 er blandt de aktieindekserede obligationer, der stadig er gældende. Husk at indberette tab eller gevinst på strukturerede obligationer købt for frie midler.

Tabel 3:
Den skattemæssige behandling af strukturerede obligationer hos en personlig investor

	Opførelse af kursgevinst eller -tab	Beskatning af kursgevinst	Skattemæssig behandling af kurstab
Valutaindekserede obligationer	Realisationsprincippet	Kapitalindkomst	Fradrages i kapitalindkomst
Råvare- og aktieindekserede obligationer	Lagerprincippet	Kapitalindkomst	• Kan modregnes i gevinst på andre finansielle kontrakter inkl. strukturerede obligationer, som beskattes efter lagerprincippet. • Kan altid fratrækkes direkte i kapitalindkomsten i det omfang du i indkomståret 2002 og senere er blevet beskattet af en nettokursgevinst på andre finansielle kontrakter inkl. strukturerede obligationer, som beskattes efter lagerprincippet. • Udnyttet tab kan fremføres tidsubegrænset.

Selvangivelsen og akkumulerende investeringsforeninger

■ HUSK AT SELVANGIVE TAB OG GEVINST

DET ER VIGTIGT AT VÆRE opmærksom på, at der ikke sker nogen automatisk indberetning af kursgevinst eller -tab på investeringsbeviser i akkumulerende investeringsforeninger, hvorfor du selv skal sørge for at opgøre og anføre beløbene på selvangivelsen eller oplysningskortet.

Investeringsbeviser i akkumulerende investeringsforeninger

Investeringsbeviser i akkumulerende investeringsforeninger beskattes efter lagerprincippet. Det betyder, at der ultimo hvert år skal opgøres urealiseret gevinst og tab. Gevinst og tab medregnes i kapitalindkomsten. Urealiseret gevinst og tab medregnes i kapitalindkomsten hos investor dagen efter udløbet af foreningens regnskabsår. Da investeringsforeninger i Danske Invest har kalenderårsregnskab betyder det, at beskatningen udskydes til det følgende indkomstår.

På selvangivelsen for indkomståret 2008 skal kursgevinst og -tab, der er urealiseret ved udløbet af indkomståret 2007 derfor påføres.

Hvis investeringsbeviserne er solgt i løbet af indkomståret 2008, skal gevinst og tab, som er realiseret i forhold til værdien pr. 31. december 2007 også medregnes på selvangivelsen for indkomståret 2008. Husk at handelsomkostninger i form af kurtage kan fratrækkes ved opgørelse af kursgevinst og -tab.

Gevinst og tab anføres på oplysningskortet rubrik 38: Renter af pantebrev ej i depot. Gevinst/tab på bevis i investeringselskab, og i udloddende blandet og obligationsbaseret investeringsforening.

Af tabellen fremgår de investeringsforeninger i Danske Invest, der er akkumulerende og dermed omfattet af skattereglerne beskrevet ovenfor.

Akkumulerende investeringsforeninger i Danske Invest (DI)

DI Aktier Med Højt Udbytte Akk
DI Blandet med Sikring
DI Danmark Akk
DI Europa Valutasikret Akk
DI Globale Indeksobligationer
DI Indeks Verden Valutasikret Akk
DI Mix
DI Mix med Sikring
DI Nye Markeder Akk
DI USA Valutasikret Akk
DI Verden Akk

Overgangssaldo for aktier – korrektion til artikel

Martsnummeret af **INVESTERING** indeholder på side 32 en artikel om overgangssaldoen for aktier. Der har desværre sneget sig en beklagelig fejl ind i eksempel 1. Nederst i eksemplet er der anført, at »Avancen på 500.000 kr. beskattes med 45 pct«. Skatteprocenten er dog naturligvis 43 pct. og ikke 45 pct., da hele formålet med overgangssaldoen jo netop er at undgå den høje skat.

Det korrekte eksempel ser herefter ud således:

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.

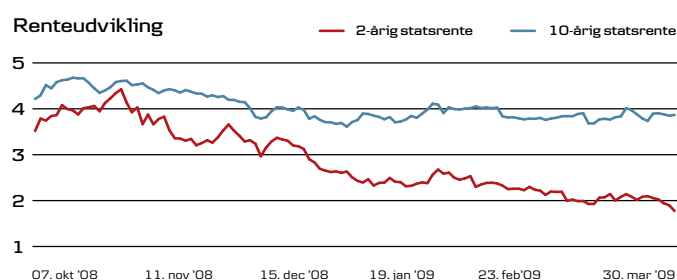
Avancen på 500.000 kr. beskattes med 43 pct., da beløbet kan rummes i den opgjorte overgangssaldo.

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	1,72%	1,44%	0,76	1,53%	1,77%
50	DK0009271207	2 D.10DS11	1,76%	1,48%	1,73	1,68%	1,34%
20	DK0009364051	3BRF321BRT	1,70%	1,28%	2,68	1,42%	1,76%
100		5)	1,74%	1,43%	1,63	1,58%	1,55%

Personbeskattede med tidshorisont 3-7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 59% skat	
			Skat 45%	Skat 59%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
20	DK0009271207	RD 2.0 01/01/2011	1,76%	1,48%	1,73	1,68%	1,34%
35	DK0009364051	BRF 3.0 01/01/2012	1,70%	1,28%	2,68	1,42%	1,76%
30	DK0009276867	RD 4.0 01/01/2016	2,36%	1,80%	5,99	0,85%	2,32%
15	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	1,82%	1,07%	3,07	1,65%	2,69%
100			1,93%	1,45%	3,54	1,34%	1,98%

Personbeskattede med tidshorisont over 7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 59% skat	
			Skat 45%	Skat 59%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
30	DK0009364051	3BRF321BRT	1,70%	1,28%	2,68	1,42%	1,76%
25	DK0009276867	4RD SDR0 16	2,36%	1,80%	5,99	0,85%	2,32%
35	DK0009272957	5 D43D0A38	2,23%	1,56%	6,72	-0,65%	2,91%
10	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	1,82%	1,07%	3,07	1,65%	2,69%
100			2,06%	1,49%	4,93	0,60%	2,39%

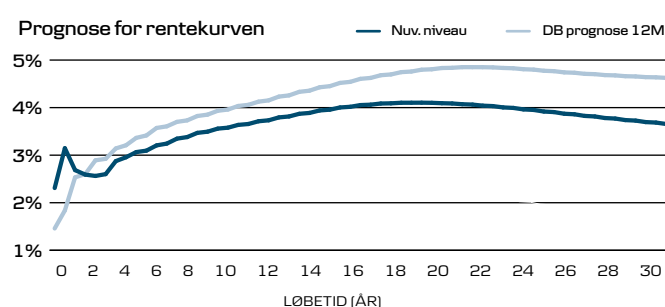


KILDE: REUTERS

Pensionsbeskattede med tidshorisont 0-3 år							
			DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat		
% andel	Fondskode	Papir	Skat	DB	DB pr.	Uænd.	
			0%	Var.	12 md.	12 md.	
25	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,07%	3,07	5,05%	5,89%	
35	DK0009276198	RD 4.0 01/01/2010	2,88%	0,77	2,61%	2,85%	
20	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	2,94%	1,77	3,11%	2,78%	
20	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	3,54%	3,62	3,64%	4,27%	
100				2,12	3,52%	3,87%	

Pensionsbeskattede med tidshorisont 3-7 år							
			DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat		
% andel	Fondskode	Papir	Skat 0%	DB Var.	DB pr: 12 md.	Uænd. 12 md.	
40	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,07%	3,07	5,05%	5,89%	
20	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	2,94%	1,77	3,11%	2,78%	
15	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	3,54%	3,62	3,64%	4,27%	
15	DK0009276784	RD 4.0 01/01/2015	3,97%	5,26	3,40%	4,61%	
10	DK0009921439	DGB 4.000 11/15/2015	3,32%	6,19	2,51%	3,93%	
100				3,54	3,94%	4,63%	

Pensionsbeskattede med tidshorisont over 7 år						
			DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat	
% andel	Fondskode	Papir	Skat 0%	DB Var.	DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
20	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,48%	6,72	2,52%	6,08%
30	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,07%	3,07	5,05%	5,89%
40	DK0009276784	RD 4.0 01/01/2015	3,97%	5,26	3,40%	4,61%
10	DK0009921439	DGB 4.000 11/15/2015	3,32%	6,19	2,51%	3,93%
100				4,98	3,63%	5,21%



KILDE: REUTERS

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: Spæde tegn på stabilisering

Mens første kvartal ventes at vise et endnu et kraftigt fald i aktiviteten på linie med fjerde kvartal er indikatorerne for amerikansk økonomi i de seneste uger begyndt at vise spæde tegn på stabilisering. Blandt andet har privatforbruget været stabilt siden oktober og erhvervsaktivitetsindekset ISM er ved at vende rundt. Men over de næste par måneder venter vi, at denne udvikling fortsætter. Skattelettelserne vil slå igennem fra april, Federal Reserves indgreb vil få mere bid i økonomien, energipriserne er fortsat lave, og endelig har virksomhederne nu kørt lagrene meget langt i bund. Alt dette understøtter vores forventning om en langt mindre tilbagegang i aktiviteten i andet kvartal og en tilbagevenden til positiv – om end fortsat moderat – vækst i andet halvår. Trods dette er der udsigt til, at nul-rentepolitikken fastholdes i lang tid fremover som følge af en høj ledighed samt lav og aftagende inflation.

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 store lyspunkter i Asien. I Kina er der nu klare tegn på, at de store finans- og pengepolitiske lempelser begynder at virke og kinesisk økonomi formentlig allerede vender i 1. kvartal.

I Asien ser eksporten nu også ud til at være stigende omend fra et meget lavt niveau. 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 kæmpeplus 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.

Euroland: Stresstest af eurosamarbejdet

Eurolands økonomi har været i næsten frit fald siden oktober sidste år. Eksporten er faldet drastisk som følge af den kraftige tilbagegang i den globale efterspørgsel. Kreditstramninger og faldende kapacitetsudnyttelse har sat en bremse for investeringerne, og en kombination af generel usikkerhed, stigende arbejdsløshed og bristede boligbobler lægger en dæmper på privatforbruget. Vi begynder at kunne se de første tegn på en snarlig stabilisering – til dels drevet af en genopretning i eksport og erhvervsinvesteringer – men Eurolands BNP ventes dog fortsat at falde i størsteparten af 2009. Positiv vækst forventes ikke før i 4. kvartal 2009, hvor der bliver tale om en gradvis genopretning med en vækst, der når trendniveau omkring et år senere. Vi forventer, at Eurolands BNP falder 2,7 pct. i år og stiger med 0,8 pct. i 2010. Ledigheden stiger i øjeblikket kraftigt og kan nå op på 10 pct. inden udgangen af 2010.

Den økonomiske nedgang har bragt de offentlige budgetter dybt ned i det røde felt i flere medlemslande og bekymringer om den finanspolitiske holdbarhed er taget til. 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 stress-test af eurosamarbejdet. Vi tror ikke på, at eurosamarbejdet vil bryde sammen og ser det som usandsynligt, at noget land inden for eurosamarbejdet vil »få lov« til at gå bankerot. Tværtimod er det muligt, at krisen kan føre til øget finanspolitisk koordination på sigt.

Vi forventer, at ECB leverer en rentenedsættelse på 0,5 pct. den 2. april, hvilket vil bringe refirenten ned på 1,0 pct. Det er derefter sandsynligt, at ECB går over til kvantitative lempelser.

Østeuropa: Krisen koster regeringer

Den økonomiske krise i Østeuropa har nu kostet adskillige regeringer livet. Letland fik ny regering i slutningen af februar, den ungarske premierminister har for nylig tilbudt at træde af og den tjekiske regering tabte i sidste uge en tillidsafstemning i parlamentet og er efterfølgende trådt tilbage. Det netop overståede lokalvalg i Tyrkiet viste også en nedgang til det ledende regeringsparti.

Den stigende utilfredshed med regeringerne kommer næppe som en stor overraskelse, da flere og flere mærker den økonomiske nedtur via stigende ledighed og nedadgående pres på lønninger, boligpriser og aktiemarkeder og beskylder beslutningstagerne for nedgangen. Den politiske udvikling i regionen er stadig vigtig at holde tæt øje med, men det vigtigste fokusområde i de kommende kvartaler bliver effekterne af udviklingen i den økonomiske situation.

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
ENERGI			
Olje- og gastjenester			
Acergy	NO	K	46,7
Aker Solutions	NO	K	47,0
BW Offshore	NO	K	3,9
Fortum	FI	A	15,8
Fred. Olsen Energy	NO	K	186,8
Petroleum Geo-Services	NO	A	31,3
Prosafte SE	NO	K	26,3
Prosafte Production	NO	K	10,6
Seadrill	NO	K	68,8
Sevan Marine	NO	A	6,0
Subsea 7	NO	K	48,8
Olje og gas			
Neste oil	FI	A	10,0
MATERIALER			
Kemikalier			
Auriga Industries	DK	H	100,5
Exel	FI	H	3,2
Kemira	FI	R	4,6
Novozymes	DK	A	404,0
Emballage			
Brodrene Hartmann	DK	A	70,0
Huhtamäki	FI	A	5,2
METALLER & MINEDRIFT			
Norsk Hydro	NO	R	27,5
Outokumpu	FI	A	8,5
Outotec	FI	K	13,4
Rautaruukki	FI	H	12,6
Talvivaara Mining Co PLC	FI	K	200,0
Papir & Skov			
M-real	FI	S	0,3
Stora Enso	FI	R	2,9
UPM-Kymmene	FI	H	4,9
INDUSTRI			
Fly & forsvar			
SAAB	SE	A	53,3
Byggeprodukter			
Assa Abloy	SE	K	79,0
Flügger	DK	H	199,5
H+H International	DK	H	230,0
Rockwool International	DK	S	360,0
Uponor	FI	H	7,2
Anlæg og Maskinteknik			
NCC	SE	R	59,3
Peab	SE	H	25,6
Per Aarsleff	DK	K	420,0
Pöyry	FI	S	9,8
Skanska	SE	A	70,3
Trelleborg	SE	A	30,5
YIT	FI	R	5,5
Elektrisk udstyr			
REC	NO	K	58,4
Schouw & Co	DK	H	63,5
Vestas Wind Systems	DK	K	242,0
Maskinindustri			
Atlas Copco	SE	R	63,8
Cargotec Corp	FI	H	7,1
FLSmidth & Co	DK	K	139,8
Kone	FI	A	16,0
Konecranes	FI	H	12,8
Metso	FI	K	9,2
Morphic Technologies	SE	H	1,6
Nibe	SE	R	50,3
NKT Hing	DK	R	107,8
Opcon	SE	K	27,2
Sandvik	SE	H	49,0
Scania	SE	A	67,5
Seco Tools AB	SE	A	58,0
SKF	SE	A	73,8
Volvo	SE	H	43,6
Wärtsilä	FI	K	17,0
Handel og distribution			
Brdr A & O Johansen	DK	R	380,0
DLH	DK	R	13,5
Solar	DK	H	146,5
Sanistaal	DK	R	87,0
Erhvervsservice & -produkter			
Gunnebo	SE	S	15,4
Lassila & Tikanoja	FI	A	9,9
Loomis	SE	A	63,5

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
INDUSTRI, FORTSAT			
Niscayah	SE	K	9,7
Securitas	SE	K	60,3
Tomra Systems	NO	A	25,5
Luftfart			
Finnair	FI	H	3,8
SAS Group	SE	AS	4,2
Shipping			
A. P. Møller - Maersk	DK	A	26300,0
DFDS	DK	R	284,5
D/S Norden	DK	H	168,0
Mols-Linien	DK	R	56,0
D/S Torm	DK	H	47,0
Transport			
DSV	DK	K	39,9
FORBRUGSVARER			
Reserve dele			
Autoliv	SE	K	16,8
Nokian Tyres	FI	K	9,6
Varige forbrugsvarer			
Bang & Olufsen	DK	R	70,0
BoConcept	DK	H	55,0
Ekornes	NO	H	63,8
Electrolux	SE	K	68,0
Husqvarna	SE	K	30,8
Fritidsudstyr			
Amer Sports	FI	H	5,1
Tekstiler & Beklædning			
Bjorn Borg	SE	K	49,1
IC Companys	DK	K	66,0
New Wave Group	SE	R	8,6
Hoteller & Cruise Lines			
Royal Caribbean Cruises	NO	S	60,6
Hoteller, Restauranter & Underholdning			
Betsson	SE	R	91,3
Parken Sport & Entertainment	DK	R	478,0
Skistar	SE	H	81,0
Unibet	SE	K	172,5
Medier			
Alma Media	FI	S	5,3
Sanoma	FI	A	10,0
Stormagasiner			
Stockmann	FI	H	10,4
Detailhandel			
Clas Ohlson	SE	K	69,5
Hennes & Mauritz	SE	K	316,5
Nobia	SE	K	18,7
NÆRING & NYDELSE			
Supermarkeder			
Axfood	SE	R	146,5
Hakon Invest	SE	R	71,0
Kesko	FI	A	17,2
Drikkevarer			
Carlsberg	DK	K	238,0
Harboe	DK	K	100,0
Royal Unibrew	DK	S	34,5
Fødevarer			
AAK	SE	A	113,8
Atria	FI	R	6,9
Cermaq	NO	A	29,6
Danisco	DK	H	167,8
EAC	DK	S	164,0
HKScan	FI	A	3,8
Leroy Seafood Group	NO	H	59,0
Marine Harvest	NO	R	2,1
Orkla	NO	K	48,1
Tobak			
Swedish Match	SE	K	117,0
SUNDHED			
Medicinalinstrumenter & -udstyr			
Coloplast	DK	A	346,5
Elekta	SE	A	80,5
Getinge	SE	A	82,0
William Demant Hing	DK	H	230,0
Bioteknologi			
ALK-Abello	DK	R	316,0
Bavarian Nordic	DK	A	103,0
Genmab	DK	K	214,5
Exiqon	DK	K	15,0
Karo Bio	SE	H	9,6
LifeCycle Pharma	DK	K	9,3

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
SUNDHED, FORTSAT			
Neurosearch	DK	K	71,0
Q-Med	SE	H	27,0
TopoTarget	DK	A	2,5
Farmaci			
Astrazeneca	UK	K	2282,0
Lundbeck	DK	K	97,5
Meda	SE	K	50,3
Novo Nordisk	DK	H	276,5
Orion Corporation	FI	S	10,5
FINANS			
Banker			
Amagerbanken	DK	H	24,2
Danske Bank	DK	IA	49,4
DNB Nor	NO	K	31,5
Jyske Bank	DK	S	132,0
Nordea	SE	H	43,5
Ringkjøbing Landbobank	DK	K	320,0
SEB	SE	H	28,0
Spar Nord	DK	S	44,0
Svenska Handelsbanken	SE	S	123,5
Swedbank	SE	R	28,8
Sydbank	DK	H	78,0
Vestjysk Bank	DK	H	54,5
FORSIKRING			
Alm. Brand	DK	A	62,5
Sampo	FI	H	11,7
TopDK	DK	K	562,0
TrygVesta	DK	H	284,0
E-Services			
Tradedoubler	SE	A	37,2
IT-konsulenter			
Columbus IT Partner	DK	H	2,5
EDB Business Partner	NO	R	12,1
HiQ International	SE	A	21,5
Semcon	SE	K	14,2
Teleca	SE	H	3,1
TietoEnator	FI	K	8,1
Software			
Atea	NO	K	16,3
Cision AB	SE	A	4,7
Netop Solutions	DK	H	32,2
IBS	SE	H	6,9
Maconomy	DK	H	4,3
Opera Software	NO	A	24,1
Orc Software	SE	H	94,0
Simcorp	DK	K	578,0
Kommunikationsudstyr			
Eltek	NO	S	1,0
Ericsson	SE	H	68,7
GN Store Nord	DK	A	15,2
Nokia	FI	H	8,9
RTX Telecom	DK	R	8,0
Tandberg	NO	K	97,9
Thrane & Thrane	DK	A	124,5
Boligudvikling			
JM	SE	R	45,6
TELEKOMMUNIKATION			
Telekommunikationsydelse			
Elisa	FI	A	10,8
Tele2	SE	A	74,8
Telenor	NO	A	38,5
TeliaSonera	SE	H	39,3

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.