

INVESTERING

[FEBRUAR 2009]

DANSK NEDTUR

– men hvor slem bliver den?

Finanskrise – på dansk

Optimistisk aktiestrateg

Goldman Sachs: Stærke temaer i år

Pessimistisk nobelprisvinder

Kreditobligationer for den risikovillige

Danske Bank

TEMA: DANMARK I KRISE

06

Krisen er kommet til Danmark – men hvor slem bliver den?

Ledigheden stiger med godt 50.000 personer i år, og BNP falder med 0,7 pct. Cheføkonom vurderer, at krisen rent vækstmæssigt kan blive den værste siden 30'erne, idet 2010 formentlig også bliver et år med negativ vækst.

08

Finanskrisen – på dansk

Hvor er pengene blevet af? Er vi på vej i deflationsfælden? Og hvordan kan Bankpakke II med statslån til 10 pct. hjælpe bankerne, så de kan låne ud til erhvervslivet til væsentligt lavere renter?

09

Obligationsanbefalinger

Deflation eller inflation og udsigt til en flodbølge af statsobligationer i år, når redningspakkerne skal finansieres. Usikkerheder, som gør, at vi stadig anbefaler korte obligationer.

13

Bolig

Vi forventer, at renten falder herfra, og det kan sende de 30-årige 7 pct. obligationer over kurs 100 - og dermed bane vejen for en nedkonverteringsbølge.

119

Antallet af bryggerier ejet af det hollandske bryggeri Heineken.

AKTIEANBEFALINGERNE [SIDE 20-21](#)



12 Spændinger i euro-samarbejdet

Visse kriseramte eurolande har store rentespænd i forhold til Tyskland.

14 Pessimisterne

Notabiliteter i den økonomiske og finansielle verden har lidet opmuntrende syn på krisen.

16 Aktiestrategi: Svært at være pessimistisk

Går det som Danske Banks aktiestrateg forventer, er der lagt op til, at USA's aktiemarked stiger 30 pct. i år

18 Ingen kender sandheden – heller ikke aktieanalytikerne

Derfor bruger de følsomhedsanalyser i stort omfang

19 Goldman Sachs: 2009 vil fostre stærke temaer

Store omvæltninger i år, men også attraktive investeringsmuligheder.

20 Aktieanbefalinger: Skanska, Actelion, Danisco, Heineken

22 USA rejser sig igen i år – måske ...

Mange faktorer gør prognoserne mere usikre end normalt.

24 Kreditobligationer – for den risikovillige investor

Mulighed for høje renter trods historiske konkursrater

26 Risikoafdækning i fokus: Forsikring af aktier

27 Ny lov om aktieskatning af udlandsdanskere

28 Skat: Hvis du har købt hus og ikke solgt det gamle

30 Overvej salg af dine strukturerede obligationer

32 Trends i Clean Tech og infrastruktur overlever krisen – men vær selektiv

Mange Clean Tech-selskaber lider af pengemangel

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. Udgifter: Danske Bank · Holmens · Kanal 2-12 · 1092 København K · Telefon 33 44 00 00 SWIFT: DABADKK www.danskebank.dk/kontakt · Redaktion: Niels Adelmærk (ansvarshavende) og redaktør Flemming Østergaard · Redaktion afsluttet den 9. december 2008 · Grafisk design og produktion: Datagraf · Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri

FASTE RUBRIKKER:

04 Kort nyt

29 Kort nyt

33 Modelporteføljer for obligationer

34 Verdensøkonomien – kort fortalt

35 Aktieoversigt

»It is not the strongest of the species that survives, nor the most intelligent that survives. It is the one that is the most adaptable to change«

CHARLES DARWIN (1809-1882)

Krisen fortsætter – men hvor længe?

Det er et godt spørgsmål, som alskens eksperter plejer at svare, når de ikke aner, hvad de skal svare

■ LEDER

At situationen er lige så uigennemskuelig som i 2008, kan man se på økonomer, professorer og rente- og aktiestrategers vidt forskellige bud på finanskrisens længde, recessionens dybde og de finansielle markeders udvikling. Det flyger i luften med gode argumenter for, at der er tegn på bedring her og der – og der er mindst lige så gode argumenter for det modsatte.

En ting er alle dog enige om: Krisen er alvorlig, og den er ikke normal. Det unormale ved denne krise er, at banker især i USA og Europa har lidt så store tab relateret til kollapsede overvurderede ejendomspriser, låntagere med meget ringe betalingsevne (primært USA), gearrede investeringer via uigennemskuelige derivater i forskellige obligationstyper, generelt en alt for lempelig kreditpolitik og for høj risikokseksponering igennem den historiske lavrenteperiode 2003-2007. Situationen er, at mange banker og finansielle institutioner har balanceret på kanten af bankerot, og det har skabt en generel mistillid i det internationale banksystem og på de internationale kreditmarkeder.

Den økonomiske krise

Men der er andre udfordringer i form af den realøkonomiske krise, der er under fuld udvikling. Mange virksomheder har allerede knækket halsen og flere kommer til. Ledigheden stiger kraftigt, forbruget falder drastisk, den globale industriproduktion har været i frit fald, og det, der var udråbt til verdensøkonomiens reservemotor – Asien – er gået i stå, og dermed demonstreret, at den hastigt voksende indenlandske efterspørgsel endnu langt fra har nået et niveau til at holde regionen selvkørende, hvis eksporten kolliderer.

Afgørende for den økonomiske udvikling er, hvor stor succes hjælpepakkerne får – og om de mange indgreb er tilstrækkelige. Ikke blot til at få bankerne og de internationale kapitalmarkeder i gang igen. Men i høj grad også til at få forbrugerne i gang. I sidste ende er det nemlig forbrugerne og deres adfærdsmønstre, der afgør længden og dybden af den recession, verdensøkonomien befinder sig i p.t. Recessionens afslutning afhænger af, at det lykkes at stimu-

lere forbrugernes købelyst igen – ikke mindst de amerikanske, der tegner sig for 21 pct. af verdens BNP – og dermed undgå den japanske fælde med deflation, fastholdt af overdrevent sparsommelige husholdninger i årevis.

Hvad med aktiemarkedet?

Den seneste tid har været præget af aktiehandel i relativt snævre intervaller på de forskellige markeder, mens positive og negative nøgletal og tendenser er tikket ind i en skønsm blanding. Som aktieinvestor er det vigtigt at huske på, at aktiemarkedet har det med at tage både sorger og glæder på forskud. Begynder der, at tegne sig et overvejende positivt billede kan markedet bevæge sig meget hurtigt opad, hvilket alle historiske erfaringer med recessioner viser. Mens overvejende dystre tal kan føre til, fornyet test af bunden fra november.

Selv om det efter vores bedste overbevisning kan blive et år med svag bedring, vil de økonomiske og finansielle betingelser, som virksomhederne agerer under, være særdeles skrappe og – som Charles Darwin ville have sagt, hvis han havde været her til at fejre sin 200 års fødselsdag for nylig: *Kun de bedst egnede vil overleve.*

Ganske vist vil diverse hjælpepakker, lån og protektionistiske tiltag ophæve de frie markeders naturlige selektion i et vist omfang. Men det bliver et hårdt år med dramatiske forskydninger og en markant anderledes dynamik inden for og på tværs af de enkelte sektorer og

økonomiske regioner. Et år, hvor de pengestærke vil stå med gode kort på hånden. Men også et år hvor de omstillingsparate, de innovative, de kreativt tænkende og visionære virksomheder har muligheden for at erobre markedsandele og skabe nye forretningsområder.

Pengemangel kan dog bremse selv de bedste idéer. Heldigvis har vi i modsætning til naturen muligheden for at påvirke det miljø, vores art agerer i, med diverse vækstpakker. Men skal krisen vendes til noget positivt, kræver det også visioner fra de pågældende regeringer. Transformationen af det oliebaserede samfund er uundgåelig, og derfor er det oplagt, at medvirke til at skabe "de bedst egnede" ved at gøre f.eks. Clean Tech til et fokusområde i de mange vækstpakker. Men ifølge beregninger fra Ugebrevet Mandag Morgen er der kun øremærket 1,3 mia. euro ud af de 13 største EU-landes vækstpakker på 90 mia. euro til klimaprojekter. 99 pct. af pakkerne er traditionel krisepolitik med skattelettelser, beskæftigelsesinitiativer og støtte til "gamle brancher" som bilindustrien.

Til trods for, at mange lande dermed misser muligheden for at etablere et forspring i Clean Tech og lade nye »arter« (virksomheder, arbejdspladser) opstå, vil der i dette år ikke desto mindre – som følge af erhvervslivets egen evolution – opstå gode muligheder for attraktive aktiekøb, og stærke temaer vil tone frem. Og du bør stille dig selv spørgsmålet: Er min portefølje skruet optimalt sammen til dette år? ■





Trussel på det amerikanske boligmarked. De amerikanske subprimelån, realkreditlån til låntagere med ringe betalings-eвне, løb op i omkring 1.300 mia. dollars i marts 2007, svarende til omkring 12 pct. af de samlede realkreditlån til boliger.

I SIG SELV IKKE EN ANDEL, der burde give verden finansielle problemer. Men problemet var, at disse obligationer blev pakket ind i komplekse strukturerede papirer, opdelt i forskellige trancher, som sikrede obligationsinvestorerne deres penge i forskellig rækkefølge. Det øverste lag (tranche) fik den laveste rente, fordi indehavere af disse papirer var forrest i køen til at modtage betalinger fra obligationerne og dermed havde den mindste risiko. Papirer med denne risiko fik en triple A-rating af kreditvurderingsbureauerne, dvs. som statsobligationer, og det fik mange fonde og banker til at foretage ofte heftigt gearede investeringer i dem. Men da boligmarkedet i USA begyndte at falde, oplevede også disse investorer svigtende betalinger på deres investeringer, og det gjorde ondt.

Men det amerikanske boligmarkeds indflydelse på finanskrisen slutter ikke der. Der er nemlig i vidt omfang også udstedt andre låntyper til låntagere med ringe betalingsevne. Det drejer sig om de såkaldte Alt-A lån (ca. 1.000 mia. USD udestående) og Options Arms (ca. 600 mia. USD udestående), rettet mod selvstændige og mindre virksomheder. Låntyper, der ligesom subprimelån starter ud med en teaser-rente på et lavt niveau, som i løbet af få år hæves til en væsentligt højere rente. En rente, som låntagerne ikke kan betale i mange tilfælde i et faldende boligmarked, da mange har benyttet stigende boligpriser til ekstra belåning og lånoplægning til mere normale lån. I august 2008 toppede omfanget af subprimelån, der blev låst fast til en ny højere rente, men toppen på Alt-A lån nås først i slutningen af i år, mens Options Arms først topper i 2010. Efter nogles opfattelse endnu en tikkende bombe under USA's finanssektor. ■



Wall Street-bank forventer depression

David Rosenberg fra investeringsbanken Merrill Lynch udtalte for nylig, at han forventer en depression er meget sandsynlig.

»DER ER INGEN OFFICIEL DEFINITION af en depression, vi kan blot sige, at de har fundet sted i fortiden. Ikke mindre end fire i det 19. århundrede og en enkelt i det 20. århundrede, og vi er med meget stor sandsynlighed på vej ind i endnu en i dag. Depression er basalt set lange recessioner – de kan være fra alt mellem tre og syv år, hvor cykliske recessioner varer 18 mdr. i snit – og har en tendens til at opstå efter en årrække med gearret velstand af Gatsby-lignende proportioner. I betragtning af, at i den seneste gearede cyklus fra 2002 til 2007 nåede vi et punkt, hvor 40 pct. af virksomhedernes profit stammede fra finansielle aktiviteter; hvor husholdningernes gæld i forhold til indkomst og aktiver steg til hidtil usete højder og den personlige opsparingskvote kortvarigt blev negativ på højden af boligboblen – så er det sikkert at sige, at den cyklusnedtur vi oplever lige nu, netop opstod efter en klassisk, udstrakt periode med gearret velstand,« skrev David Rosenberg i sin seneste analyse.

Han påpeger, at den private sektor i USA har en gældsbyrde, der skal reduceres med 6 trillioner USD – svarende til 17 gange Danmarks BNP – for at vende tilbage til det historiske gennemsnit. Han peger også på, at amerikansk økonomi trods de enorme redningspakker og stimulanser ved udgangen af dette år stadig vil have en overskudskapacitet på en trillion USD. Hvilket efter Rosenbergs vurdering indikerer, at der ikke er grund til inflationsfrygt foreløbig.

»Tid vil i den grad være en stor del af løsningen, og historien fortæller os, at nedgearingscykler varer i årevis. Mens pendulet svinger nedad, er det »prognoseudarbejdende» samfund besat af, at lokalisere bunden. Efter vores vurdering er det mere passende at fokusere på, hvor langt pendulet vil svinge i den modsatte retning, idet en mean-reversion proces (tilbagevenden til historisk gennemsnit, red.) også indebærer et brud igennem gennemsnittet.« ■

3600

Nouriel Roubinis (Dr. Doom) estimat, af tabene på kreditkrisen i mia. USD for amerikanske finansielle institutioner. LÆS MERE SIDE 14

» Global udledning af drivhusgasser vokser hurtigere end ventet, planetens evne til at absorbere disse gasser er mindre end tidligere antaget.

NICHOLAS STERN UDARBEJDEDE I 2006 RAPPORTEN OM DE ØKONOMISKE KONSEKVENSER AF GLOBAL OPVARMNING

Kreative løsninger på global opvarmning.

Susan Solomon på US National Center for Atmospheric Research i Colorado har lavet beregninger, der viser, hvad der vil ske, hvis man om 50 år stopper fra den ene dag til den anden med afbrænding af fossile brændstoffer.

HUN ANTAGER, at CO₂-koncentrationen i atmosfæren til den tid er det dobbelte af det præindustrielle niveau – en realistisk antagelse. Resultatet er ikke opmuntrende. Selv i år 3000 vil CO₂-koncentrationen være en tredjedel over det præindustrielle niveau.

Perspektiver som disse kombineret med den alt for træge politiske vilje har fået kreative forskere på banen med planer om at manipulere med klimaet. Tim Lenton på University of East Anglia i Storbritannien har samlet en række af disse forslag, og beregnet hvor effektivt hvert enkelt er til at reducere solenergi i vores klimatiske system – udtrykt ved en målemetode kaldet *radiative forcing*. Fortsættes afbrændingen af fossile brændstoffer med samme hast som i

dag, vil drivhuseffekten øge radiative forcing med 7 W/kvm i 2100. Ifølge visse beregninger kan skrappe mål for reduktion af de udledte drivhusgasser bringe tallet ned på 4 W/kvm. Forslagene er delt op i to hovedgrupper. Enten at fjerne CO₂ fra atmosfæren eller at sende sollys tilbage i rummet – to forhold, som begge vil reducere Jordens temperatur.

Lenton har forsøgt at beregne effekten de enkelte forslag i stor skala, og konkluderer, at de eneste metoder, der er effektfulde nok til at have en mærkbar effekt på relativt kort sigt (anden halvdel af dette århundrede) involverer fysiske barrierer mellem Jorden og solen. Dvs. spejle i rummet, svovlskyer i stratosfæren eller brug af saltvand til at danne reflek-

Fjern CO₂:

- Storstileet nyplantning af skove
- Kemisk absorption af drivhusgasserne
- Lav affaldsprodukter fra landbruget om til trækul og begravet det

Refleksion af sollys:

- Enorme spejle i kredsløb om Jorden
- Skyer af svovlpartikler i stratosfæren eller saltvandsskyer
- Reflektorer på landjorden

terende skyer. Dvs. man sprøjter saltvand ud i atmosfæren, vandet kondenserer i mikrodråber omkring saltpartiklerne og danner skyer, som reflekterer sollyset.

Men Lenton advarer også imod, at sådanne tiltag indebærer den største risiko. En solskærm af svovlskyer vil kunne reducere radiative forcing med 3,7 W/kvm, men vil skulle skiftes ud jævnligt. Hvis man lod den forsvinde af sig selv, ville det kunne resultere i temperaturstigninger på op til 5 grader celsius på få årtier.

Den næstbedste metode er at opfange CO₂ fra luften, hvilket forskere på University of Calgary har udviklet. Denne metode vil efter Lentons beregninger kunne reducere radiative forcing med 1,9 W/kvm i 2100. ■

Stern opfordrer til handling

ØKONOMEN NICHOLAS STERN, der i 2006 for den britiske regering udarbejdede en omfattende rapport om de økonomiske perspektiver af den globale opvarmning advarede for nylig i New Scientist mod, at det nu er tydeligt, at han og hans kolleger i arbejdsgruppen undervurderede risiciene og de potentielle omkostninger ved den globale opvarmning: »Global udledning af drivhusgasser vokser hurtigere end ventet, planetens evne til at absorbere disse gasser er mindre end tidligere antaget, de potentielle stigninger i temperaturer som følge af stigende koncentration af drivhusgasser er højere, og de fysiske effekter af en varmere planet viser sig med en hurtigere hastighed end ventet,« skrev Stern i New Scientist.

Han påpeger, at hvor den oprindelige anbefaling af et maksimalt loft for atmo-

sfærisk koncentration af drivhusgasser lød på 450-550 ppm, så ser det nu ud til, at 500 ppm under ingen omstændigheder må overskrides, hvis man skal undgå de katastrofale effekter af en global temperaturstigning på mere end 4 grader celsius over det præindustrielle niveau.

I praksis betyder det, at de årlige globale udledninger skal toppe inden for de næste 15 år og derefter aftage gradvist, så vi i 2050 er på halvdelen af niveauet i 1990. Ifølge Sterns beregninger er dette muligt og vil koste 2 pct. af global BNP årligt – og væsentligt mindre med de rigtige politikker og stigende teknologisk fremgang. Stern håber, at klimatopmødet i København til december vil resultere i enighed om, at målet skal være en reduktion af udledte drivhusgasser i 2050 på med 80 pct. i forhold til 1990. ■



Professor Nicholas Stern og Connie Hedegaard under Klimatologmøde II. Temaet for mødet var teknologi og mekanismer til teknologiudvikling og teknologioverførsel til udviklingslandene.

PHOTO

DANMARK: KRISEN ER OVER OS

■ KRISE

Men hvor slem bliver den?

SVARET ER, AT DET ER uhyre vanskeligt at få et overblik over den økonomiske situation i øjeblikket, og derfor er det umuligt at give et præcist svar. Det er nemlig ikke nogen »almindelig« lavkonjunktur. Aldrig tidligere i historien er verdensøkonomien blevet ramt af et så voldsomt finansielt chok. Til gengæld har modangrebene på globalt plan i form af finans- og pengepolitiske indgreb heller ikke set deres lige. Hvad slutresultatet ender med at blive, er derfor meget usikkert. Men økonomerne er nødt til at komme med et bud. Vi har spurgt Steen Bocian, cheføkonom i Danske Bank.

Vi er ikke engang halvvæjs

»Vi vurderer, at BNP faldt med 0,8 pct. i 2008, og at det falder med 0,7 pct. i år. Sandsynligheden taler for, at også 2010 bliver et år med fald i aktiviteten. Rent vækstmæssigt er det ikke set værre siden 2. verdenskrig. Til gengæld bliver stigningen i ledigheden ikke så voldsom som dengang eller under den første oliekrise i 70'erne,« siger Steen Bocian.

Økonomiske kriser giver faldende efterspørgsel efter varer og ydelser, og virksomhederne må derfor have sparekniven frem – hvilket indebærer fyringer. Bocian tror, at antallet af ledige vil stige fra aktuelt 47.700 til underkan-

ten af 100.000 i december i år og op til 115.000 frem mod udgangen af 2010. Tallet kunne have været højere, hvis ikke det var fordi, at aldringen af befolkningen giver en hjælpende hånd i dette og de kommende år i form af, at flere og flere ældre na-

turligt trækker sig fra arbejdsmarkedet. Det samlede fald i beskæftigelsen i de to kriseår 2008 og 2009 ventes at blive på 80.000 personer – men reelt vil altså »kun« omkring 67.000 flere personer blive ledige. 115.000 ledige er dog

ikke skræmmende tal i historisk perspektiv. Krisen, der fulgte efter IT-boblens kollaps i 2000, toppede således med en ledighed omkring 150.000, mens »syv-års«-krisen 87-93, førte til en stigning i antallet af ledige på 140.000, så niveauet nåede op over 350.000 personer.

Hvilke sektorer bliver hårdest ramt – og hvilke slipper?

»Hårdest ramt bliver byggeriet, som har haft en voldsom vækstperiode gennem de senere år. Også i industrien er der pres på med et meget stort fald i den globale industriproduktion siden november. Detailsektoren vil blive ramt af, at danskerne ganske enkelt vil bruge færre penge. Og finanssektoren, der er hårdt ramt af finanskrisen, vil sandsynligvis heller ikke kunne undgå at skulle slanke forretningen. Helt uberørt bliver den offentlige sektor som beskæftiger omkring 25 pct. af arbejdsstyrken, hvilket giver et vist stabiliseringsmoment for økonomien som helhed. Ligesom en række serviceerhverv såsom tandlæger, advokater, revisorer, håndværkere med fokus på vedligeholdelse og reparationer m.fl. også vil gå fri i høj grad.«

Men når man nu ved, at krisen vil stramme til, og at finanspolitiske saltvandsindsprøjtninger altid virker med adskillige måneders forsinkelse, hvorfor tilråder økonomer så – lige fra vismænd til nationalbankdirektøren – at man udskyder eventuelle vækstpakker?

»Tag f.eks. byggeriet. Det nåede op på 190.000 beskæftigede personer, da væksten var på sit højeste. I dag er vi på 180.000 personer, og det er stadig langt over, hvad vi så for blot få år siden – hvor der var 140.000 personer ansat i sektoren – og i den seneste kriseperiode var niveauet helt ned på 120.000 personer. Sektoren undgår ganske enkelt ikke at tage en tilpasning – og det hverken kan eller bør man ændre på med økonomisk politik. Det samme gælder flere andre sektorer i økonomien. Det er vigtigt, at man ikke med økonomisk politik stædigt holder fast i noget, når der er behov for en tilpasning. Det kan ende med at blive meget dyrt – og gøre økonomien mindre effektiv, da ressourcerne ikke kanaliseres derhen, hvor der er brug for dem.«

Hvor slem bliver denne krise i historisk perspektiv?

»Krisen bliver ikke så slem som den første oliekrise, når vi taler om ledigheden. Dengang var økonomien præget af strukturelle problemer, som medvirkede til, at ledighe-

80.000

Ventet fald i beskæftigelsen i kriseårene 2008 og 2009

» Krisen bliver ikke så slem som den første oliekrise, når vi taler om ledigheden. Dengang var økonomien præget af strukturelle problemer, som var medvirkende til, at ledigheden eksploderede.

STEEN BOCIAN · CHEFØKONOM I DANSKE DANK



Steen Bocian

den eksploderede. Men vækstmæssigt taler vi nok om en krise på tre år. Vi kan også forestille os en slem boligkrise, men sandsynligheden taler for en langsom korrektion. Boligmarkedet reagerer langsomt i forhold til andre markeder.»

I forslaget til skattereformen indgår en nedsættelse af rentefradraget fra 33 pct. til 25 pct.?

»Lige her og nu vil det ikke være godt for boligmarkedet, men set i

længere perspektiv er det hensigtsmæssigt. Vi vil gerne have en skattereform, men den skal finansieres, og skatteudvalget fik til opgave at lave en fordelingsmæssigt neutral reform. Og så har man altså i udspillet valgt rentefradraget som én af kilderne til at finansiere reformen, som fjerner mellemskatten, og sænker skatten af den sidst tjente krone fra 63 til 54 pct. Isoleret set vil en nedsættelse af rentefradraget presse boligpriserne, men samtidig får alle jo så en lettelse i indkomstskatten,» siger Steen Bocian og tilføjer, at en marginalskat på 54 pct. stadig er høj i forhold til de lande, vi plejer at sammenligne os med og det samlede skattetryk vil fortsat være verdens højeste sammen med Sveriges, hvis skattereformen vedtages i den aktuelle version.

Ser man på USA, så er de historiske kriser ikke så langvarige som de danske. Hvad skyldes det?

»USA er generelt en mere dynamisk økonomi, præget af større fleksibilitet end den danske. Men kriserne har også været af forskellig karakter. Under syv-års krisen 87-93 havde vi et meget stort betalingsbalanceunderskud og en stor udlandsgæld, og da vi samtidig havde en fastkurspolitik at forsvare i modsætning til USA, hæmmede det vores muligheder for at stimulere økonomien. Når det er sagt, er det også værd at tilføje, at Danmark efter europæisk standard er en fleksibel, omstillingsparat økonomi, præget af et fleksibelt arbejdsmarked.«

Vi er i en periode med et chok til verdensøkonomien, der aldrig er set før. Er det ikke problematisk i prognosearbejdet at støtte sig til modeller, der tager udgangspunkt i, hvordan økonomien under kriser plejer at opføre sig?



Byggesektoren står over for den største stigning i ledigheden.

»De modeller, vi arbejder med, tager udgangspunkt i den historiske udvikling. Ligesom meteorologerne har deres historiske erfaringer og kendskab til vejrmonstre at støtte sig til, så støtter vi os også til historiske erfaringer med, hvordan økonomien fungerer under nedture og reagerer på økonomiske indgreb sammen med faldende renter, faldende efterspørgsel osv. Men selv om økonomiernes grundlæggende dynamik er den samme, så er der også hele tiden noget, der ændrer sig og noget, der er særlig karakteristisk for den enkelte krise. Derfor skal modellerne løbende justeres, men det er uhyre vanskeligt, og derfor kan man aldrig med baggrund i økonomiske modelprognoser være helt skræsikker.« ■

FINANSKRISEN – PÅ DANSK

■ FINANSKRISE, BANKPAKKE OG KREDITMULTIPLIKATOR

En dansk bankpakke på 100 mia. kr. når det globale banksystem og kreditmarkederne er i krise – hvor meget betyder det?

»DEN DANSKE BANKPAKKE II sikrer, at bankerne ved de har den kapital, de har brug for. Det har været et problem for bankerne, at når finansmarkederne ikke fungerer, så giver det usikkerhed om, hvorvidt de kan genanskaffe kapital i form af lån til en acceptabel rente på de internationale finansmarkeder, og så kan de blive tvunget til at at reducere udlån. Der har naturligt været megen fokus på bankernes solvens – dvs. om deres midler har været tilstrækkelige til at kunne håndtere tabene. Den nye bankpakke giver bankerne mulighed for at øge kernekapitalen og skal sikre, at man ikke havner i en kreditlemme, hvor bankerne bliver tvunget til at sige nej til sunde projekter, fordi de skal nedbringe balancen. Bankerne kan nu føre den forretning og kreditpolitik de ville, hvis finanskrisen ikke var en ekstra tyngende faktor oven i den økonomiske nedtur, der i sig selv fører til en naturlig opstramning af kreditpolitikken,« siger chefanalytiker Allan von Mehren.

Han tror ikke på, at den globale finanssektor og de finansielle markeder vil opleve en

normalisering i år, men vurderer, at de mange indgreb og støtteordninger, der indføres rundt omkring er tilstrækkelige til at stabilisere finanssektoren – og dermed banes vejen for en gradvis bedring af de internationale lånebetingelser.

»Men finanssystemet vil stadig være presset i lang tid endnu. Der er ingen tvivl om, at USA er hårdest ramt i banksektoren, men også store banker i Europa har det svært. I Danmark mærker vi også krisen, men til forskel fra mange amerikanske og flere europæiske banker har danske banker ikke investeret i de samme »giftige aktiver« – bl.a. dårlige lån til låntagere uden mulighed for tilbagebetaling. Herhjemme er problemet mest tab på ejendomsudviklere, men det samlede danske bank-system presses også af den dårligere adgang til kapital på de internationale kapitalmarkeder – og nu også i stigende grad af den økonomiske krise.«

Han påpeger, at boligprisboblen i USA egentlig ikke er så ekstrem som i fx Spanien og Storbritannien, men det store problem i USA var

»

Men finanssystemet vil stadig være presset i lang tid endnu. Der er ingen tvivl om, at USA er hårdest ramt i banksektoren, men også store banker i Europa har det svært.

ALLAN VON MEHREN • CHEFANALYTIKER I DANSKE BANK



Arbejdsløse mænd foran
Stadsfæstemanden i
Larsbjørnstræde, 1931.

1933

Økonomen Irving Fischer formulerede som den første en teori om realrenter, deflation og gæld.



PHOTO

Hvor bliver pengene af?

Banker over hele verden har lidt så store tab, at de ikke har råd til at låne så mange penge ud. Men hvor er pengene så henne? For at forklare det, skal vi lige introducere to begreber. Den *primære pengeforsyning*, som består af sedler og mønter ude i samfundet blandt husholdninger, virksomheder og kommuner. Og den *sekundære pengeforsyning*, også kaldet *pengemængden*, som omfatter det samme plus indskud i bankerne.

Bankernes indskud er for en stor dels vedkommende penge, der tidligere er udlånt til den private sektor, og altså vender tilbage som indskud. Det giver bankerne mulighed for at låne en del af disse penge ud igen, de modtager så nye indskud osv. Man taler om den såkaldte *kreditmultiplikator*, som reelt udtrykker, hvor mange gange en krone kan finde vej til bankerne igen.

Et forenklet eksempel: Antag, at en bank har fået 100 mio. kr. i indskud. Banken beholder de 10 pct. (kassereservebrøken) og låner resten ud, dvs. 90 mio. kr. Af disse udlånte penge beholder låntagerne de 15 pct. i kontanter, og forbruger resten løbende, hvilket resulterer i, at butikkerne sætter disse 85 pct. ind i banken som indskud. Som så kan genudlåne 90 pct. af dette beløb og så fremdeles. Banken gør dette i forventning om, at alle ikke pludselig vil hæve deres indskud på samme tid! Man kan herefter beregne *kreditmultiplikatoren* således:

$1/(0,15 + 0,10(1-0,15)) = 4,2553$. Indlånet i banken er vokset fra 100 mio. kr. til $4,2553 \times 100$ mio. kr. = 425,53 mio. kr. Mens den samlede udlånsmasse er vokset fra de oprindelige 90 mio. kr. til $4,2553 \times 90$ mio. kr. = 382,98 mio. kr.

I en krise er der større efterspørgsel efter sedler og mønter. Borgerne trækker penge ud af bankerne. Og bankerne hæver deres kassereservebrøker. Kreditmultiplikatoren falder, og det er på den måde, man oplever, at der er færre penge i samfundet.

Hvad er det egentlig bankpakke II gør?

Banker har individuelle solvenskrav fastsat af Finanstilsynet, som minimum en solvensgrad på mindst 8 pct. – dvs. en bank skal have så megen kapital til rådighed, at den udgør mindst 8 pct. af bankens såkaldte risikovægtede aktiver (dvs. poster med kreditrisiko, aktierisiko, renterisiko, valutakursrisiko, råvarerisiko m.v.).

Denne kapitalmasse består af egenkapital, hybridkapital og ansvarlig lånekapital.

Egenkapital er, som navnet antyder, bankens egne penge og kan øges i løbet af årene via øget indtjening og evt. udstedelse af nye aktier, idet også aktiekapitalen tæller med her.

Hybridkapital stammer fra udstedelse af en slags obligationer med en pålydende rente. Bankpakke II giver bankerne mulighed for at udstede og sælge sådanne obligationer til staten med en rente på 9,9¾ og 11¼ pct. afhængigt af bankens kreditkvalitet. Kan banken på et tidspunkt ikke opfylde sit solvenskrav, rummer denne hybridkapital mulighed for en hel eller delvis konvertering til aktier. Hybridkapitalen er evigtløbende lån – dvs. staten har ingen mulighed for at kræve indfrielse af lånet, mens banken til gengæld har muligheden for at betale lånet tilbage.

Ansvarlig lånekapital omfatter udstedte obligationer med en pålydende rente til investorerne. I tilfælde af konkurs rangerer ansvarlig lånekapital over hybrid kapital, dvs. investorer i ansvarlig lånekapital har større sandsynlighed for at få sine penge tilbage end investorer i hybrid kapital.

Hvis en bank ønsker at få tilført kapital gennem Bankpakke II, så er kravet, at man låner så mange penge, at kernekapitalen kommer op på 12 pct. af de risikovægtede aktiver – langt over det normale implicitte lovkrav på 4 pct.

Kernekapitalen defineres som egenkapitalen + hybridkapital.

Solvenskapitalen defineres som egenkapitalen + hybridkapital + ansvarlig lånekapital.

Andre europæiske banksektors krav til kernekapitalen i forhold til bankens risiko, er i gennemsnit 9,3 pct. Bankpakke II giver mulighed for en velpolstret dansk banksektor, som p.t. kun overgås af Holland og Schweiz.

den omfattende långivning til folk med ringe eller ingen muligheder for at betale af på deres gæld i et faldende boligmarked.

Finanskrisen er en ting. Noget andet er den økonomiske krise. Her nævnes en mulighed for deflation som en tikkende bombe?

»Risikoen for deflation er ikke stor. Man er ekstremt opmærksom på det i USA. Man pumper mange midler ud, centralbanken opkøber realkreditobligationer i stort omfang, og pengemængden vokser voldsomt. Det er svært at forestille sig deflation i det scenario.«

Allan von Mehren erkender, at vi har en situation, som på mange måder ligner den, der førte til depression og deflation i 30'erne. Her var der op gennem 20'erne også et lignende forløb med stærk vækst, lav ledighed, høj kreditvækst og udviklingen af en uholdbar aktivboble. Boblen var her på aktiemarkedet i modsætning til denne krise, der er udløst af en boligboble, som egentlig er værre.

»Men den afgørende forskel er responsen fra politikere og centralbanker. Federal Reserve (Fed) lod dengang bankerne gå ned på strid, og understøttede ikke det finansielle system. Der var samtidig ikke garanti for indskud i bankerne, og der udbrød panikagtige tilstande. Pengemængden og kreditmultiplikatoren faldt drastisk – bankerne hverken ville eller kunne låne penge ud. Det hele blev gjort endnu værre af, at man i 1932 da USD under guldstandarden kom under pres, og Fed satte renten op for at forsvare den. På det tidspunkt var der allerede deflation på 10 pct. årligt. Fed mente selv at føre en lempelig pengepolitik, men realrenterne var ekstremt høje. Men dengang havde man ikke erkendt realrentens betydning – først i 1933 formulere-



Allan von Mehren

Men så er der inflationsrisikoen, den dag økonomien vender?

»Det er et scenario man skal passe på, men jeg tror Fed i tide vil stramme op igen for at undgå kraftig stigning i inflationen. Inflation handler meget om forventningsdannelse. I 70'erne havde vi høj inflation, og det affødte naturligt forventninger om, at det fortsatte, hvilket lønmodtagerne krævede kompensations for i lønnen. Vi har ikke sådanne inflationsforventninger i dag, og løndannelsesme-

» Tilstrækkelige indsprøjtninger af penge vil i sidste ende altid vende en deflation.

BEN BERNANKE · 2002

NUVÆRENDE AMERIKANSK CENTRALBANKDIREKTØR

de økonomer Irving Fischer en teori om realrenter, deflation og gæld. Det var således store politikfejl, der bevirkede at deflationen udviklede sig. Det tror jeg næppe vil ske i dag, hvor man laver så mange ekspansive tiltag.«

kanismerne er anderledes. Virksomhederne vil heller ikke sætte priserne vedvarende højt op uden en bagvedliggende stærk efterspørgsel, og det er der ikke udsigt til foreløbig, selv når økonomien vender. Kreditklemmen vil stadig være en tyngende faktor på den økonomiske vækst længe endnu. FED vil holde et skarpt øje med inflationsforventningerne og reagere hurtigt, hvis der bliver tegn på at de løber løbsk.«

Hvad betyder den aktuelle situation for jeres renteforventninger?

»Vi har på det seneste set en vending i flere erhvervstillidsindeks, både for Euroland (PMI), Tyskland (IFO) og Belgien. Det kan resultere i, at renterne stabiliserer sig og kan begynde at stige, hvis disse indeks fortsætter med at stige. Det vil også kunne betyde, at ECB afventer udviklingen og eventuelt udskyder yderligere rentenedsættelser. Lige nu venter markedet yderligere rentenedsættelser på ca. 50bp«. ■

Hvordan kan det betale sig for bankerne, at låne af staten til 10 pct. – og låne ud til kunderne til en lavere rente?

■ BANKPAKKE II

I ROMANEN PUNKT 22, der beskriver krigens vanvid og menneskelig dårskab på fabelagtig, karikeret og meget rammende vis, udmærker piloten Milo Minderbinder sig ved forretninger, der i kreativitet ikke står tilbage for dem, der er årsagen til den aktuelle finanskrisen. Hans strategi med at købe æg til 7 cents stykket, sælge dem videre for 5 cents og alligevel tjene penge på det, giver romanens hovedperson, Yossarian, voldsomme hovedbrud. Umiddelbart kan man få samme tanke, når man ser overordnet på Bankpakke II. Den giver bankerne mulighed for at låne penge af staten til omkring 10 pct. – hvilket angiveligt skulle forbedre deres muligheder for fortsat at låne penge ud til erhvervslivet til renter, der er noget lavere. Bankpakke II er vel ikke et forsøg på at gå Punkt 22 i bedene, som et af tidernes største satiriske indslag?

»Næppe! Men for udenforstående kræver det unægtelig en forklaring. Når staten indskyder hybridkapital i en bank via en særlig slags obligationer med en kuponrente på gennemsnitligt 10 pct., er det fak-

tisk forholdsvis billigt under de nuværende markedsforhold. Hybridkapitalen er mere at betragte som aktiekapital/egenkapital end gæld – trods det, at det rent teknisk faktisk er et gældsinstrument i obligationsform. Hybridkapitalen supplerer egenkapitalen i udregningen af kernekapitalen. Banker skal have en vis kernekapital for at opfylde de regulatoriske krav. Men der er ingen private investorer, der vil indskyde ny aktiekapital i en bank med et afkastkrav på 10% i øjeblikket. Derfor kan man sige, at banken får et aktiekapital lignende indskud billigere end datagraf hvad ny aktiekapital ville koste. Eller sagt på en anden måde. Hybridkapital skal sammenlignes med aktiekapital, når investor bedømmer sit afkastkrav. Ergo kan det være en god forretning for en bank at sige ja til at få tilført hybridkapital på disse betingelser. Men det er der kun en lille del af balancen, som er finansieret via egenkapital og hybridkapital. Langt den største del af en banks balance – typisk over 85 pct. – er typisk finansieret ved kundeindskud og udstedelse af simple obligationer. Lad os antage, at banken i øjeblikket betaler 4-5 pct. i gennemsnit i fundingomkostninger. Det er disse 4-5 pct., der skal sammenlignes med, hvad banker opkræver i rente hos deres kunder,» siger Thomas Martin Hovard, senioranalytiker i Danske Banks obligationsanalyse. ■

85%

eller mere af en banks balance er typisk finansieret ved kundeindskud og udstedelse af simple obligationer.



POLETO

Deflationseksperter. Ben Bernanke, tidligere professor på Princeton University, har forsket meget i deflation, som er et skrækscenario i den aktuelle krise. I 2002 holdt han en berømt tale om emnet, hvori han præsenterede en løsningsmodel, der siden er døbt Bernanke Doktrinen.

Hvad er deflation?

Under en dyb økonomisk krise kan der opstå deflation. Dvs. priserne falder vedvarende. Det betyder, at efterspørgselen falder yderligere, fordi folk hellere vil spare op og afvente yderligere prisfald. Virksomhederne tjener færre penge og må lukke eller sætte de ansatte ned i løn for at overleve. Penge bliver mere værd, det kan betale sig at gemme pengene. Det betyder også, at gæld bliver en tungere byrde, og belaster efterspørgselen endnu mere. Under deflation mister centralbanken muligheden for at stimulere økonomien med rentenedsættelser, da den ikke kan sætte renten ned under nul. Forøgelse af pengemængden er imidlertid en måde at imødegå inflationen på kombineret med ekspansiv finanspolitik. Under deflation er 100 kr. principielt mere værd i morgen end i dag.

Hvad er inflation?

Inflation er normalt i en økonomi, dvs. priserne stiger løbende. I 70'erne og noget af 80'erne havde mange udviklede lande tocifrede inflationsrater af forskellig styrke, hvilket medvirkede til en turbulent økonomisk udvikling med betydelige forskydninger i valutakurser, konkurrenceevne, lønudvikling m.v. Men op gennem 80'erne blev det et generelt mål for centralbankerne i de udviklede lande at sikre lavere inflation og dermed også lavere lønstigninger; i erkendelse af, at dette danner fundamentet for en mere stabil økonomisk udvikling. En strammere penge- og finanspolitik er en måde at imødegå inflation på. Under inflation er 100 kr. principielt mere værd i dag end i morgen.

Obligationsanbefalinger

Kort og godt: Køb kort!

■ OBLIGATIONER

FOR LIGE AT SLÅ DET FAST: Vi befinder os i en ekstremt usikker situation, hvor ingen med sikkerhed kan danne sig et klart billede af fremtiden for økonomien, banksystemet og de internationale kapitalmarkeder – hvilket afspejler sig i vidt forskellige prognoser fra økonomiske eksperter nær og fjern. Depression og deflation nævnes af de værste sortseere som en realistisk mulighed, men det afvises dog af de fleste med den begrundelse, at de politiske og økonomiske indgreb er så massive.

Men det indebærer jo også, at der er en enorm regning, der skal betales. Når en stat bruger en masse penge, den ikke har, må den låne – og det gøres ved at udstede statsobligationer. Under normale forhold er det ikke noget problem, især ikke for de udviklede lande, at få solgt obligationerne til en rimelig pris – og dermed opnå en rimelig rente.

Men redningspakkernes omfang betyder, at der i år er udsigt til enorme udstedelser af statsobligationer i både USA og Europa. Alene i Europa er der i år udsigt til udstedelser for 763-935 mia. EUR, anslår Danske Analyse – himmelvidt fra sidste års udstedelser på 133 mia. EUR. I USA er situationen den samme. Her er der lagt op til udstedelser på 2.600 mia. USD – langt over de 1.100 mia. USD sidste år.

Hvad betyder alt dette for obligationsrenterne? Jo, hvis vi antager, at der begynder at vise sig tegn på svag bedring i økonomierne, så vil obligationsmarkedet afvise deflationsrisikoen og ane stigende inflation i horisonten – og de lange renter vil stige. Går det derimod dårligere med økonomien, og sortseerne får medvind, så vil den dybe recession og deflationsspøgelset tone tydeligere frem og de lange renter vil falde.

På det seneste har vi set overvejende dårlige økonomiske nøgletal, men alligevel er de lange renter steget i en længere periode. Og det hænger sammen med udsigten til flodbølgen af statsobligationer i år. Investorerne ønsker ganske enkelt ikke at betale så meget for statsobligationer i en så usikker situation, især ikke hvis udstederne er lande med en i forvejen dårlig økonomi og forsømte strukturelle problemer. Også danske statsobligationer og realkreditobligationer bliver ramt, selv om vores økonomi faktisk er en af de stærkeste og sundeste i Europa.

Vores holdning er derfor stadigvæk, at man skal holde sig til obligationer med 2-5 årig varighed. På kort sigt kan der godt være idé i, at købe lidt længere papirer for den mere spekulative investor, da en evt. yderligere forværring af økonomierne, samt risikoen for deflation kan få renteniveauet længere ned. På lang sigt tror vi dog, at de lange renter vil stige efterhånden som markedet begynder at blive overbevist om, at den amerikanske økonomi er på vej op igen – hvilket er vores grundlæggende forventning (se s. 22).

Den amerikanske centralbank, Federal Reserve (Fed), vil holde de korte renter lave, indtil de er overbeviste om, at et positivt momentum i økonomien kan holdes uden hjælp, og derfor vil rentekurven sandsynligvis stige markant. Risikoen for Fed ved at holde de korte renter meget lave i for lang tid kunne være en kraftigt stigende inflation på lang sigt. Investorerne bør derfor overveje om deres obligationsportefølje er i overensstemmelse med deres investeringsprofil, eller om der skal reduceres risiko i de lange obligationer. ■

Euro-samarbejdet under pres

ØMU-KRISE

Flere lande i det eksklusive ØMU-samarbejde oplever et historisk højt rentespænd i forhold til Tyskland.

PORTUGAL, SPANIEN OG GRÆKENLAND er for nylig alle blevet nedjusteret i deres kreditrating af statsgælden af det internationale kreditvurderingsbureau Standard & Poor's, mens Irland har fået en advarsel. Nedjusteringerne begrundes med, at disse lande har særligt store problemer under den aktuelle krise.

Grækenland, Spanien og Portugal havde eksempelvis i 2008 ifølge OECD betalingsbalanceunderskud på hhv. 14,5 pct., 10,9 pct. og 9,7 pct. af BNP. Hvis Danmark havde et underskud på 10 pct. af BNP ville det svare til et underskud på 170 mia. kroner – langt over den historiske danske rekord på 36 mia. kr., der blev sat i firserne.

Men det er ikke mindst de hastigt voksende offentlige underskud, der er i særlig fokus. Ikke blot indebærer det i flere tilfælde en yderligere overskridelse af de kriterier, der i sin tid blev opstillet for ØMU-landene. Problemet er også, at markedets stigende mistillid til de fire lande samt Italien kommer til udtryk i meget store rentespænd i forhold til Tyskland. Det betyder, at disse lande, der er tvunget til at finansiere de store budgetunderskud ved store udstedelser af statsobligationer i år, vil skulle gøre det til en markant højere rente end under normale forhold. Kendsgerningen er, at de nævnte fire lande samt Italien ikke har benyttet den langvarige vækstperiode til at få gennemført påtrængende økonomiske og



POL.FOTO

Jean-Claude Trichet, chef for den europæiske centralbank, ECB, har afvist, at nedjusterede kreditvurderinger og forværringen af de offentlige finanser i flere ØMU-lande, vil kunne sprænge euro-samarbejdet.

strukturelle reformer, og det bliver i den aktuelle krise straffet hårdt. Blandt de problemer, der lur i horisonten er bl.a. at landene ikke i tilstrækkelig grad har taget højde for

den demografiske udfordring i de kommende år, hvor antallet af pensionister vil vokse markant i forhold til arbejdsstyrken.

Udviklingen har sat skub i spekulationer

Euroland; Rentespænd i forhold til tyske statsobligationer						
	2 år	5 år	10 år	2 år	5 år	10 år
Tyskland	1,64 pct.	2,50 pct.	3,27 pct.	spread	spread	spread
Østrig	1,58 pct.	3,24 pct.	4,16 pct.	-6 bp	74 bp	89 bp
Belgien	1,51 pct.	3,31 pct.	4,40 pct.	-13 bp	81 bp	113 bp
Finland	1,80 pct.	3,06 pct.	4,10 pct.	16 bp	56 bp	83 bp
Frankrig	1,74 pct.	2,80 pct.	3,79 pct.	10 bp	30 bp	52 bp
Grækenland	3,67 pct.	5,25 pct.	5,79 pct.	203 bp	275 bp	252 bp
Irland	3,89 pct.	4,70 pct.	5,53 pct.	225 bp	220 bp	225 bp
Italien	2,50 pct.	3,57 pct.	4,70 pct.	86 bp	107 bp	143 bp
Holland	1,95 pct.	3,04 pct.	3,96 pct.	31 bp	54 bp	68 bp
Portugal	2,03 pct.	3,79 pct.	4,51 pct.	39 bp	129 bp	124 bp
Spanien	2,41 pct.	3,68 pct.	4,37 pct.	77 bp	118 bp	110 bp
Gns.				67 bp	114 bp	126 bp

KILDE: REUTERS - OPDATERET 21. JAN. 2009.

Faldende renter i sigte. Mulighed for en større nedkonverteringsbølge.

■ RENTEN FALDER

RENTE- OG KURSUDVIKLING på obligationer hænger uløseligt sammen. Derfor er kurserne på obligationer steget i takt med, at renterne de seneste måneder er faldet. De højere kurser har fået en række boligejere til at overveje, om de burde skifte deres 7 procentslån ud med 5 procentslån. Derved kan man nemlig få skåret en pæn bid af den månedlige ydelse. Til gengæld stiger restgælden som følge af kursforskellen mellem 7 procentslånet og 5 procentslånet. Der er altså tale om en afvejning mellem en lavere månedlig ydelse og en højere restgæld.

Over tid vil den lavere månedlige ydelse dog kompensere for stigningen i restgælden. Med det aktuelle kursniveau skal man vente i omegnen af 9,25 år, før konverteringen har været en god forrentning. Denne *gevinsttid* vil blive forkortet, hvis kursen på 5 procentslånet stiger. Jo højere kurs, jo kortere *gevinsttid*.

Kursen på 5 % 2041 forventes at ramme 98

Realkredit Danmark (RD) forventer, at kursen på 30-årige 5 procentslån vil stige til 98 inden for det kommende halve

år. Hvis det er tilfældet, vil det blive endnu mere attraktivt at bytte 7 procentslån ud med 5 procentslån. Helt konkret vil gevinsttiden forkortes til 3,5 år.

RD venter aftagende finanskrise

RD's forventning om faldende renter beror på en forventning om, at den finansielle uro aftager i styrke.

Dertil kommer, at Den Europæiske Centralbank (ECB), forventes at sænke den ledende rente til 1,5 procent til marts. Danmarks Nationalbank forventes at følge trop og derudover indsnævre rentespændet til euroområdet med yderligere med 0,25 procentpoint, svarende til et spænd på 0,5 procentpoint.

Da Nationalbanken slår takten an for realkreditrenterne, forventer vi således, at realkreditrenterne falder i løbet af det kommende år.

Godt nyt hvis du opkonverterede

Holder forventningerne stik er det således godt nyt for folk med 7 pct. lån – herunder de boligejere, der sidste år ved en såkaldt opkonvertering valgte at skifte lavt forrentede 4 eller 5 procentslån ud med 7 procentslån. De fik derved en højere månedlig ydelse, men til gengæld reducerede de restgælden.

Disse boligejere har nu gode muligheder for snart at kunne konvertere ned igen og dermed reducere den månedlige ydelse – og samtidig have en lavere restgæld end i udgangspunktet.

Det skal dog bemærkes, at som følge af den finansielle uro er der ekstraordinær stor usikkerhed forbundet med udviklingen på rentemarkedet og dermed også renteprognoser. ■

om, at et eller flere lande i eurozonen kan føle sig nødsaget til eller blive tvunget til ikke at betale afdrag og renter på deres gæld og/eller træde ud af samarbejdet. På den ene side lyder det meget usandsynligt, at nogen skulle forlade eurosamarbejdet, ikke mindst fordi omkostningerne ved at gøre det vil blive enorme, konsekvenserne uoverskuelige og det politiske prestigetab for EU ubærligt. Men med en 10-årig rente i Grækenland og Irland, som er små 3 procentpoint højere end den tilsvarende tyske rente, så mener markedet tydeligvis, at det er en mulighed.

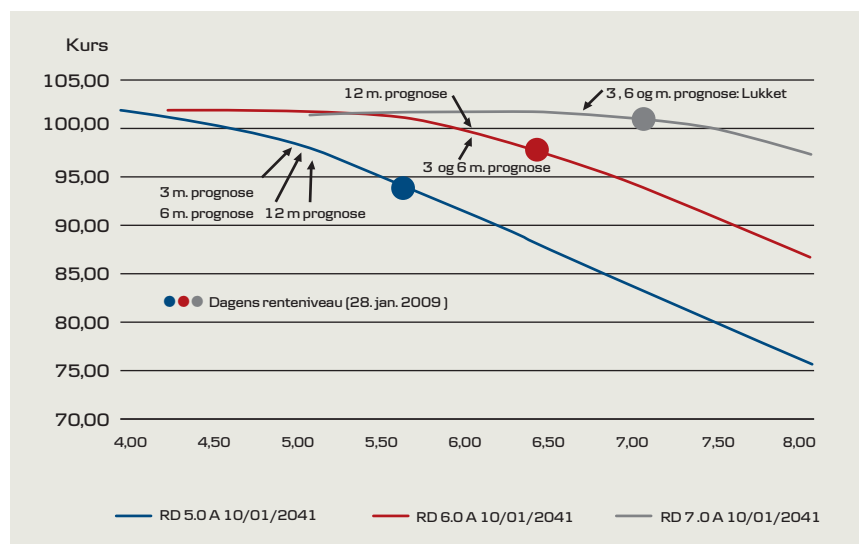
En mulig løsning kunne være, at eurozonens absolutte kerneland, Tyskland, hjælper de trængte lande ved at medvirke i en samlet, fælles udstedelse af statsobligationer inden for eurozonen, hvilket – som følge af Tysklands stærke økonomi – vil ske til en meget lavere rente end de trængte lande selv kan opnå. Men Tysklands finansminister har foreløbig afvist at være med i en fælles europæisk obligationsudstedelse med henvisning til, at det vil have for store omkostninger for Tyskland.

EU-Kommissionens øverst ansvarlige for økonomiske og monetære spørgsmål, Joaquín Almunia, kommenterede for nylig ØMU-spændingerne i et interview med dagbladet Børsen. Han ser ikke de stigende rentespænd som nogen trussel for eurosamarbejdet, og kritiserer kreditvurderingsbureauerne for at skyde over målet. Adspurg om hvad der ville ske, hvis et af euro-landene defaultte på deres statsgæld, svarede han ifølge Børsen:

»Det er klart, at traktaten ikke giver centralbanken mulighed for at gå ind at finansiere gæld gennem opkøb af obligationer. Så det flytter ansvaret over på de andre euro-regeringers skuldre. De ved så udmærket, at de har accepteret dette ansvar til gengæld for de store fordele, de modtager i form af f.eks. pris og rentestabilitet, beskyttelse mod eksterne chok og valutakriser, som kommer ved at deltage i euroen og det økonomiske.«

Centralbankdirektør Jean Claude Trichet kommenterede også situationen i januar og afviste, at nedjusteringerne og forværringen af de offentlige finanser i flere ØMU-lande vil kunne sprænge euroen, som har 10 års jubilæum. ■

Prognose: Renten falder og sender 7-41 over kurs 100 – konverteringsbølge?



Figuren viser det aktuelle kurs- og renteniveau på 30-årige 5, 6 og 7 pct. obligationer. Bankens prognose peger på, 7-41 vil gå over kurs 100 i løbet af de kommende måneder og gøre det attraktivt at konvertere til 5-41.

KILDE: REALKREDIT DANMARK.

BEMÆRK: En prognose er ikke en pålidelig indikator for den fremtidige kursudvikling.

PESSIMISTERNE

■ DYSTRE EKSPERTER

Der er vidt forskellige syn på verdenssituationen. Her er nogle af de mere dystre.

Nobelprisvinderen

BLANDT PESSIMISTERNE finder vi sidste års nobelprisvinder i økonomi, Paul Krugman. I en artikel i International Herald Tribune for nylig satte professoren fra Princeton University spørgsmålstegn ved det fornuftige i, at den amerikanske regering fortsætter med at sprøjte penge i den amerikanske banksektor uden samtidig at overtage styringen.

Hans argument er, at mange af de største banker i USA allerede er blandt de levende døde – zombier – som følge af deres overinvesteringer i strukturerede obligationer baseret på realkreditobligationer og andre obligationer. Efter hans vurdering er der ingen mening i, at trække pinen ud ved at bruge skatteydernes penge på at holde dem kørende uden samtidig at lette deres balancer for de store tyngende tilgodehavender hos låntagere, der ikke har udsigt til at betale pengene tilbage. Jo længere de amerikanske myndigheder holder fast i at levere redningspakker, som ikke giver dem fuld kontrol over disse zombie-banker, desto mere vil disse banker være i stand til at skade økonomien ved ikke at være i stand til at spille en aktiv rolle i kreditgivningen til samfundet. Ikke desto mindre er de for store til at falde.

Krugman argumenterer for, at de trængte banker derfor skal nationaliseres midlertidigt. Som man gjorde med visse banker i slutningen af 80'erne – også i Sverige i 90'erne. Staten overtog dem, overførte de dårlige aktiver til en særlig institution, betalte så meget af bankernes gæld, så de blev solvente, og solgte dem derefter til nye ejere. ■

Dr. Doom

PÅ NEW YORK UNIVERSITY finder vi en anden pessimistisk professor i økonomi, Nouriel Roubini. Han gjorde sig bemærket allerede i 2006, hvor han i en tale til økonomer i den Internationale Valutafond (IMF) bl.a. sagde:

»I de kommende måneder og år vil USA blive ramt af den »perfekte storm« bestående af nedsmeltning af boligmarkedet, det tredje olieprischok, skarpt fald i forbrugertilliden og til sidst en dyb recession.«

I en tid, hvor det ikke skorter på bagkloge eksperter, nyder den slags folk en særlig respekt. Roubini, der har fået tilnavnet Dr. Doom, estimerer, at tabene på kreditkrisen kan løbe op i 3600 mia. USD for amerikanske finansielle institutioner.

»Hvis det viser sig at være rigtigt, betyder det, at det amerikanske banksystem er insolvent, idet det har en kapital på 1400 mia. USD. Dette er en systemisk bankkrise. Problemerne i Citigroup, Bank of America og andre indikerer, at systemet er bankerot. I Europa er situationen den samme,« sagde professoren i en tale i Dubai for nylig.

Professoren understreger, at vi befinder os i den værste synkrone globale nedtur nogensinde, og at det er uhyre vigtigt, at man stimulerer økonomien med tilstrækkelige midler. Hvis der gøres for lidt, er vi på vej ind i en situation, der minder om den japanske krise. Roubini understreger, at de amerikanske forbrugere er overforgældede og må imødesee en mangeårig periode med øget opsparing. ■

Den notoriske sortseer

I DET FRANSKE FINANSHUS, Société Générale, sidder Albert Edwards, en aktiestrateg, der er notorisk sortseer og kontrær – og mener, at det amerikanske aktieindeks S&P 500 skal ned i 500. Han er overbevist om, at verden er på vej mod en depression og nævner flere forhold, der peger i den retning.

Herunder den amerikanske kerneinflation opgjort på en tre måneders basis, der viser, at USA allerede er i deflation – og risikoen for at havne i en deflationsfælde er stor. Og så er der risikoen for et kinesisk kollaps. Det folkerige land, der ofte har fået skyld for at manipulere med nøgletallene, opgjorde for nylig et BNP-tal for fjerde kvartal i 2008, som viste en årsstigningstakt på 6,8 pct. – betydeligt under de 10 pct., der har været typisk i en årrække, men sjovt nok lige var medianen af en Bloomberg-undersøgelse af en række økonomers bud.

Edwards er overbevist om, at det faktiske tal ville vise, at Kina er i recession. Det begrundes han med flere dystre nøgletal for regionen. Eksempelvis for Japan, verdens næststørste økonomi, hvis primære drivkraft er eksport, især til Kina. I juli 2008 voksede eksporten med en årsstigningstakt på 16, mens de seneste tal for december viser et fald på 35 pct., og et fald på 37 pct. over for USA – femte måned i træk med fald og dermed har Japan for første gang siden 1981 underskud på handelsbalancen. Det ligeledes eksportafhængige Koreas BNP faldt i fjerde kvartal med 20 pct. p.a.

POLIFOTO



PAUL KRUGMAN

GETTY IMAGES



NOURIEL ROUBINI

SOCIETE GENERALE



ALBERT EDWARDS

POLIFOTO



GEORGE SOROS

Sammenbruddet i asiatisk vækst betyder, at de fleste valutaer i regionen er faldet, og det har betydet en markant styrkelse af den kinesiske Yuan. Hvilket efter Edwards' vurdering betyder, at Kina har brug for en devaluering. Ikke ligefrem et synspunkt, som amerikanerne deler. USA har i årevis kritiseret Kina for ikke at revaluere deres valuta, og IMF pegede for nylig på, at den kinesiske valuta er betydeligt undervurderet.

Et yderligere forhold, som Edwards fremhæver som en tyngende faktor for væksten i de kommende år, er, at amerikanerne fortsat er tvunget til at reducere deres gæld betragteligt. Blot for at få den private sektors gæld ned på 2003-niveau vil det kræve en gældsreduktion på 5700 mia. USD – svarende til den tidligere historiske top i 1933 i procent af BNP. Selv med kraftige finanspolitiske indsprøjtninger er dette en stor udfordring at imødegå, især i en periode, hvor der er risiko for at deflationen tager fat. ■

Spekulanten

GEORGE SOROS SIKREDE SIG oprindeligt sin berømmelse ved at tjene en mia. dollars på, sammen med markedet, at presse det britiske pund ud af det europæiske valutasamarbejde EMS i 1992. Soros deltog på World Economic Forum i Davos for nylig, hvor han også argumenterede for, at man begår en fejl ved at støtte de hårdst trængte banker ukritisk med statslige midler. Han mener, at det er aktionærene, der har ansvaret for de dårlige banker, og derfor er det dem og ikke skatteyderne, der skal betale regningen. Løsningen er derfor efter hans

» Dette er en systemisk bankkrise. Problemerne i Citigroup, Bank of America og andre indikerer, at systemet er bankerot. I Europa er situationen den samme.

NOURIEL ROUBINI

opfattelse, at man isolerer de dårlige aktiver i en bank sammen med bankens aktiekapital og flytter de gode aktiver over i en sund bank, eventuelt understøttet af ansvarlig kapital fra statskasserne.

Men netop konsekvenserne af statskassernes rednings- og vækstpakker er også noget, han frygter. I 1933 toppede den private og offentlige gæld i USA med 300 pct. af BNP. Til sammenligning var gælden i 2008 360 pct. af USA's BNP, og den vil efter Soros' beregninger i 2010 nå 500 pct., hvilket minder påfaldende om Islands før krakket i efteråret 2008.

George Soros mener, at regeringerne bør fokusere mere på forbrugerne, især boligejerne, frem for finansindustrien, idet boligejere, som føler boligen er en inflations-sikker opsparing også vil forbruge på normal vis. Derfor mener Soros at regeringerne bør tage hånd om boligejerne undgå, at udbredt pessimisme kan sende boligpriserne langt under de reelle værdier.

»En negativ boligprisboble er potentielt lige så farlig, som den positive boligprisboble, der udløste krisen. Derfor skal tvangsauktionsbølgen så vidt muligt bringes til standsning«. ■

AKTIESTRATEG: SVÆRT AT VÆRE PESSIMISTISK – PÅ AKTIEMARKEDET ...

■ 2009: ANNUS MIRABILIS?

Der er så megen jammer og elendighed indregnet i aktiekurserne allerede og i betragtning af de enorme anstrengelser fra regeringer og centralbankers side på at løse finanskrisen og stimulere økonomierne er det svært at se, hvordan aktiekurserne skal kunne bryde de lavpunkter vi så i november 2008, mener Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug.

2008 var i sandhed aktieinvestorerens annus horribilis trods en slutspurt fra november til årets udgang på de fleste markeder med stigninger over 20 pct. Men det forgangne års katastrofer trækker dybe spor ind i det nye år. Verden er i recession, industriproduktionen er i frit fald, detailsalget styrtedykker, boligmarkederne fortsætter nedturen, og ledigheden stiger kraftigt. Januar-optimismen kunne ikke overleve de første katastroferegnskaber, generelt dårlige økonomiske nøgletal og nyheden om et julesalg i USA, der lå 21 pct. under 2007. På det seneste er der imidlertid tegn i adskillige lande på, at den globale industricyklus er ved at vende, og samtidig fortsætter centralbanker og regeringer med finanspolitiske lempelser, redningspakker og kapitalindsprøjtninger.

Der er forskellige holdninger til verdensøkonomiens sande tilstand, og hvad der kræves for at den rejser sig igen. Samme uenighed gælder vel forventningerne til aktiemarkederne?

»Aktieinvestorer verden over er i dag meget usikre på, hvor billige aktier egentlig er. Jeg har som mange andre aktiestrateger igen den første fase af kredittkrisen fra midten af 2007 til efteråret 2008 præsenteret adskillige analyser, der alle har haft det til fælles, at de endte op med et hovedbudskab om, at aktier var attraktivt prisfastsat. I bakspejlets klare lys har dette naturligvis vist sig at være forkert. Årsagen er, at den finansielle krise som vi i dag kan se klart og tydeligt har været svær at forudse. Pakket ind i en overdreven ejendomsværdistigning steg gældsætningen voldsomt, og en ny finansiell boble blev skabt i et eksplosivt stigende globalt derivatmarked fra 2003 og frem til kollapset i 2008. For aktiemarkedet har boblens konsekvenser vist sig at være lige så omfattende som under Tech-boblen i slutningen af 1990'erne,« siger Morten Kongshaug.

Et af de temaer, som går igen i de mest pessimistiske syn på især verdensøkonomiens lokomotiv, USA, er, at amerikanerne har gældsat sig i samme stil som i 30'erne, og derfor er tvunget til at ændre forbrugs- og opsparingsadfærd radikalt – hvilket vil trække krisen i langdrag. Er du enig i det?

»Mange iagttagere tror ikke kun, vi er gang med et opgør med fem års overdreven gældsætning. Nej mange tror, at vi er gang med et opgør med 20-30 års privat gældsætning. Og hvis man tror dette, ja så er aktier ikke billige nok. Dette vil nemlig betyde, at vi direkte

kan sammenligne med oliekriserne i 1970'erne, med effekterne af de to verdenskrige og med de to store aktiv-deflationsepisoder i vores tid, Japan i 1990'erne og 1930'ernes USA. Alle episoder har det til fælles, at der her var tale om radikale regimeskifter, der påvirkede aktiemarkederne ekstraordinært negativt. Ser man på aktiemarkedets cyklisk justerede langsigtede værdiansættelse, P/E 10 – dvs. det aktuelle kursniveau divideret med det reale gennemsnit i nettoindtjeningen over en 10 års periode – så faldt denne P/E-værdi til 10 i de nævnte perioder i USA. Hvis vi antager et lignende regimeskifte, hvor fx amerikanske husholdninger skal reducere deres gældsætning fra omkring 100% af BNP i dag tilbage mod niveauerne fra 1970'erne på 50%, så skal aktier være væsentligt billigere end nu, hvor P/E 10 er på omkring 16.«

Og det tror du ikke på?

»Nej, jeg tror ikke på, at amerikanerne eller forbrugere andre steder i verden vil ændre deres forbrugsadfærd så voldsomt på kort tid, at vi får noget, der ligner et sådant regimeskifte. Amerikanerne vil givetvis reducere deres forbrug, øge opsparingen og nedbringe gæld, men det vil være en gradvis proces over de kommende år. Politikerne verden over er klar over, at forbrugerne er et meget centralt element i økonomien, og derfor omfatter de mange hjælpepakker også en særlig fokus på forbrugernes, så de er i stand til at fastholde deres gæld – og dermed undgå, at vi forværrer krisen.«

Tror du, det lykkes?

»Som udgangspunkt, ja. Årsagen er, at de låneomkostninger som sunde virksomheder og private husejere står over for i dag, er på niveau med dem der skabte problemerne i perioden 2003-2008. I modsætning til f.eks. 1980'erne, hvor realkreditrenterne og lånerenterne i reale termer generelt var mere end dobbelt så høje. Med andre ord, sunde husejere og virksomheder kan fortsat oppebære en højere gæld end de historisk har kunnet.«

Hvad betyder alle disse betragtninger så for din konklusion – er aktiemarkedet billigt?

» Hvis det går, som vi forventer, så vil afgørende forhold ændre sig i den rigtige retning, og det vil give basis for en stigning i fx det amerikanske aktiemarked på 30 pct. i løbet af 2009.



Morten Kongshaug

»Ja, det er min overordnede konklusion. Efter min opfattelse vil aktiemarkedet snart begynde at fokusere på de positive konsekvenser af hjælpepakker, råvareprisfald og som nævnt den relativt lave rentebyrde for de hhv. 95% af virksomhedssektoren og 90%

af husholdningerne, der ifølge OECD's estimater undgår hhv. konkurs og jobtab. Hvis det går, som vi forventer, så vil afgørende forhold ændre sig i den rigtige retning, og det vil give basis for en stigning i fx det amerikanske aktiemarked på 30 pct. i løbet af 2009.«

Men udover forbrugernes adfærd, så er der vel også andre trusler?

»Jeg ser tre potentielle trusler, der kan ændre billedet. Det ene er, at et egentligt deflations-scenario udvikler sig. Det vil få stor effekt på husholdninger i store dele af den udviklede verden, især i USA, idet gældsætningen i disse lande typisk er dobbelt så høj som i 70'erne. Det er især lav inflation og lave renter, der har gjort det muligt og forsvarligt, men får vi en situation, hvor priserne falder konstant, vil det være slemt at have gæld. Den anden store trussel er, hvis Kina er på vej mod en hård landing – altså et skifte fra de seneste mange års høje vækstrater omkring 10 pct. til helt ned under 5 pct. I og med at Kina sidste år

overhalede Tyskland og nu er verdens tredje største økonomi efter USA og Japan, så vil det forværre den globale økonomiske krise. Og slutteligt er der kreditkrisen, der er fortsat med uformindsket styrke her i 2009. Fortsætter det meget længere uden bedring, så vil vi blive tvunget til at ændre vores syn på aktiemarkedet.«

Hvad skal aktieinvestorerne gøre i den aktuelle situation?

»Selv om det største potentiale synes at ligge i USA, så er der stor risiko for en svækkelse af dollaren, som kan ødelægge afkastet. Vil man gerne købe amerikanske aktier, så skal man også have europæiske aktier, herunder nordiske aktier, som bør overvæges.«

Hvis man først har lagt sig fast på en holdning, er der så ikke en risiko for, at man bliver selektiv i den information, man vælger at fokusere på, og derved måske overser nogle faktorer, som kan trække i den anden retning – et forhold, som gælder både optimister og pessimister?

»Det er rigtigt, at man skal passe på ikke at blive for selektiv og forelske sig i sin egen analyse. Men i en kritisk situation som denne er det ekstremt vigtigt, at holde fast i grundlæggende holdninger som man kan retfærdiggøre og samtidig være opmærksom på, at der kan ske så fundamentale ændringer, at det ændrer billedet i en grad, så man må justere sine forventninger. Vi er nødt til at støtte os til vores modeller, som også er baseret på vores økonomers makroøkonomiske forventnin-

47%

Faldet i OMXC20 ved slutningen af 2008

ger. Og det peger altså i retning af, at markedet bør slutte dette år væsentligt højere. Med de forudsætninger vi har bygget ind i modellen, og de tendenser, der tegner sig, så kan vi ikke regne hjem, at markedet skal falde markant fra de aktuelle niveauer. Hvis det skulle være tilfældet, ville det betyde, at det system vi har kendt i 20-25 år så skal bryde sammen. Set fra en aktieinvestors synspunkt er det altid interessant at lave langsigtede investeringer, hvor det hele ser dystert ud. En strategi med mindre risiko er naturligvis at vente på, at den økonomiske vending rent faktisk er konstateret i nøgletallene. Man kan så hurtigt gå glip af 30-40%, men det kræver naturligvis gode nerver og en lang horisont at købe aktier på nuværende tidspunkt,« siger Morten Kongshaug.

Han henviser til de historiske kendsgerninger, som siger, at markedet altid vender typisk et halvt år før økonomien gør – og det vil være i form af en voldsom stigning. For S&P 500 vil det sige en stigning på gennemsnitligt 22 pct. på tre måneder, og 45 pct. efter 12 måneder. ■

Ingen kender sandheden – heller ikke aktieanalytikerne. Derfor bruger de i vidt omfang følsomhedsanalyser for at danne sig et indtryk af mulige scenarier.

■ PÅ BESØG HOS AKTIEANALYTIKERNE

VI HAR TALT med Thomas Steen Rosenberg Hansen, som er chef for Danske Markets Equities, aktieanalysen i Danske Bank.

Økonomer og strateger definerer bankens overordnede holdninger til nationaløkonomi, renter og aktiemarkeder. Er analytikerne altid enige i dem?

»Analytikerne tager udgangspunkt i disse forventninger, men er ikke desto mindre meget selvstændige i deres arbejde. Et negativt syn på en sektor er f.eks. ikke ensbetydende med, at alle selskaber i sektoren skal på salgslisten. Historien viser med al tydelighed, at det er uhyre vanskeligt at lave prognoser på vigtige variable som USD, olieprisen, råvarepriser, udviklingen i Kina m.v. Derfor laver vi ofte følsomhedsberegninger på de vigtigste variable for at synliggøre risikoen ved store udsving og for at kunne regne på kundens egne forventninger. Hvis kunden f.eks. har en forventning om en olieprisudvikling, der er markant anderledes end den vore økon-



Thomas Steen Rosenberg

mer forventer, vil vores følsomhedsanalyse vise, hvad aktien er værd under de ændrede forudsætninger. Når man arbejder i de finansielle markeder, må man erkende, at man ikke kan være ekspert på alt. Der er hundredvis af variable, der spiller ind, og derfor er man nødt til at lave en masse antagelser og lægge vægt på de vigtigste drivere. Derfor er følsomhedsberegninger et centralt element i aktieanalytikernes arbejde.«

Kan I overhovedet ramme rigtigt på en aktiekurs i mere end 50 pct. af tilfældene?

»Det er en teoretisk diskussion, om nogen på lang sigt kan slå markedet, og tror man på teorien om effektive markeder, så kan det ikke lade sig gøre. En ting er teori, noget andet er praksis, og vi mener selv, at vores rådgivning i de fleste tilfælde er med til at skabe værdi for investorerne.«

Både i op- og ned-ture er der flere købsanbefalinger end salg, hvilket ifølge kritikerne viser, at analytikerne er afhængige af handel og af, at investorerne ikke flygter ud af markedet og sælger med arme og ben?

»Det er jeg ikke enig i. Kunden betaler kurtagge hvad enten han køber eller sælger. Desuden er analytikeren meget bevidst om at deres værdi på sigt bestemmes af, hvor gode de er, og derfor er de naturligvis ekstremt fokuserede på at få mest muligt ret i deres estimater. Det er rigtigt, at der typisk er flere købs- end salgsanbefalinger, men det hænger sammen med det faktum, at set over 100 år har aktier givet et afkast på 7 pct. om året i snit. Da alt over 5 pct. betragtes som et positivt afkast i forhold til inflationen, vil der altid være flere købs- end salgsanbefalinger alene af den grund. Men der vil aldrig være købsanbefalinger på en aktie, hvis aktieanalytikeren ikke kan retfærdiggøre det med realistiske argumenter.«

Hvordan er stemningen blandt aktieanalytikerne i Danske Markets Equities lige nu?

»Analytikerne er generelt meget negative. Men her er det vigtigt at skelne mellem aktiekurser og indtjening. Det er den generelle holdning, at aktiekurserne allerede har indregnet

mange af de problemer, som har ramt økonomien og fundamentet for den fremtidige udvikling. Når det kommer til indtjeningen derimod, ser det meget dystert ud for de kommende kvartaler, men det vil ikke resultere i et kursmæssigt blodbad.«

Man kan vel forestille sig nogle chok, der kunne ændre det?

»Ja, det kunne f.eks. være, at flere meget store virksomheder og banker går ned. Men omfanget og hurtigheden af de hjælpepakker, der implementeres, tyder på, at politikerne ikke vil acceptere det. Derfor tror vi ikke, at nye chok af denne type er realistiske.«

Hvornår har vi en normal finanssektor?

»Finanskrisen kom bag på os i 2008. Vi havde ikke forestillet os det kunne blive så slemt. Nu er vi i en konjunkturedgang, som normalt er til at tage og føle på, men når de finansielle kapitalmarkeder er sat ud af drift, er det meget svært at regne på, hvornår både den økonomiske krise og finanskrisen er overstået. Men det bliver tidligst i 2010-2011, vi ser noget, der ligner en normalisering af finanssektoren.«

Det er ikke svært at finde pessimister blandt notabiliteter som Paul Krugman, Nouriel Roubini, Robert Shiller, George Soros ...?

»Vi er i en meget alvorlig krise og der er mange forskellige holdninger til, hvor vi skal hen. Vi tror, at den politiske vilje til at få gang i tingene er så stor, at det lykkes i 2010 for verdensøkonomien som helhed. Men tømmermænd i form af meget store statsunderskud slipper vi ikke for, og det vil tynge økonomierne i mange år. Vi kommer ikke op på trendvækst foreløbig, men formentlig 1-2 pct. årligt – men trods denne lavvækst forventer vi en positiv udvikling på aktiemarkedet.« ■



GOLDMAN SACHS:

2009 VIL FOSTRE STÆRKE TEMAER

■ 2009 STÅR I DE PENGESTÆRKES TEKN

Goldman Sachs understreger, at det bliver et år med store omvæltninger – men også attraktive investeringsmuligheder.

PETER OPPENHEIMER, CHEFSTRATEG for det europæiske aktiemarked, sætter fokus på flere forhold, som han mener virksomhederne vil kommentere i de kommende rapporter. Vi vil se nye store tab i bankerne, finansielle nedskrivninger, kollaps i virksomhedernes indtjening, svækkelser i Emerging Markets, yderligere nedjusteringer af indtjeningsforventningerne og modvind og medvind fra de kraftige valutamæssige forskydninger. Alt tyder på en fase med disinflation, dvs. en faldende inflationstakt – og pressede indtjeningsmarginer for virksomhederne. Pricing power – evnen til at fastholde eller hæve priserne på produkter i forhold til konkurrenterne – vil blive en sjældenhed i dette miljø.

En virksomheds evne til og muligheder for at fastholde den nødvendige arbejdskapital, vil komme i særlig fokus. I en cyklisk nedtur øges presset på arbejdskapitalen – dvs. den operative likviditet som omfatter cash management, lagerstyring, debitor- og kreditorstyring og kortsigtet finansiering – idet lagerbeholdningen stiger og binder en del af arbejdskapitalen. Samtidig betyder bankkrisen og de dermed strammere kreditvilkår, at en

del virksomheder har sværere ved at betale deres regninger til leverandørerne – som derfor tvinges til at stramme op på kundernes kreditbetingelser. En ond cirkel, der indebærer generelt faldende cash flow og stigende nettogæld i mange virksomheder. Når man skal sammensætte sin portefølje skal man derfor være opmærksom på, at selskaber med en sårbar finansieringssituation og faldende efterspørgsel kan blive ramt hårdere på driften end finansielt stærke og mere defensive virksomheder/forretningsmodeller.

Oppenheimer er relativt optimistisk på 9-12 måneders sigt og opfordrer til at holde nøje øje med ledende indikatorer, markedets respons på nyheder, ikke mindst de negative og tendenser til normalisering af kreditmarkerne, men vi skal ikke blive forbavsede over nye nedjusteringer af indtjeningsforventningerne. Går vi ind i en fase med deflation, vil Health Care, fødevarer og detailsektoren klare sig godt, men han påpeger samtidig, at historien også viser, at et aktiemarked i opsvingsfasen vil klare sig bedst i de første 3-6 måneder – hovedsageligt fordi risikopræmierne falder drastisk.

Store forandringer undervejs

Alle disse forhold betyder, at dette bliver et år med store problemer, forandringer og udfordringer for virksomhederne. Krisen vil stadig kræve sine ofre. Her i 2009 – 200-året for Charles Darwins' fødsel – vil evolutionens barske realiteter i høj grad gøre sig gældende på aktiemarkedene. Selv om dette formentlig bliver et år med en svag bedring, vil det økonomiske og finansielle miljø, som virksomhederne agerer i, i langt højere grad end tidligere år og andre økonomiske kriser, være skrappe – og kun de bedst egnede vil overleve. Men DAVID KOSTIN, aktiestrateg for det amerikanske marked, understreger, at der trods svage og varierende økonomiske trends i de enkelte sektorer, vil opstå gode muligheder for at

traktive aktiekøb i år. Stærke temaer vil opstå, som vi endnu ikke har set. Men hvoraf vi allerede kan ane konturerne af nogle. F.eks.:

- Selskaber med stærke balancer og solid styring på arbejdskapitalen.
- Selskaber som kan generere et cash flow til aktionærerne.
- Selskaber, som står stærkt inden for deres sektor og har mulighederne for at bedre deres position yderligere.
- Stærke selskaber med eksponering mod den amerikanske forbruger, hvor vi venter den første vending.
- Infrastrukturen, som er et erklæret fokusområde for en række lande fra USA til Kina.
- Udbygningen af Smart Grid – det kloge elnet, der er en forudsætning for, at alternativ energi kan udnyttes i stort omfang og på optimal vis.
- Alternativ energi i sig selv, som trods krisen får større politisk opmærksomhed end nogensinde i dette år, hvor klimatopmødet i København bliver en skelsættende begivenhed – alt imens forskernes meldinger om stadigt hastigere global opvarmning tikker ind.

Forskellene i virksomhedernes finansielle styrker, svagheder og indtjeningsmuligheder vil i høj grad blive straffet hårdt eller belønnet af markedet. Det vil afspejle sig i en langt større spredning i markedets værdiansættelse af virksomhederne og sektorerne end for blot to år siden. Denne proces vil skabe markante forandringer og en ændret dynamik indenfor og på tværs af de forskellige sektorer og sågar også de større økonomiske regioner. Det betyder, at den statistiske sammenhæng, kaldet korrelationen, både imellem de enkelte sektorer og imellem de enkelte virksomheder, som normalt anvendes til at maksimere afkastet i forhold til en given risiko, ikke længere vil være korrekt, påpeger David Kostin. Alene af den grund bør sikres en stor spredning i porteføljen. ■



KILDE: REUTERS

Gældfrie Skanska kan udnytte fokus på infrastruktur

Svenske Skanska er blandt verdens 10 største ingeniørselskaber og opdelt i fire divisioner; Construction, Residential Development, Commercial Development og Infrastructure. Selskabets kunder er bl.a. industriselskaber, stater og kommuner.

Størstedelen af Skanskas omsætning og indtjening er relateret til offentlige bygge- og anlægsprojekter, hvilket anses som en fordel i en tid, hvor de offentlige investeringer forventes at stige markant indenfor infrastruktur, opførsel af skoler og etablering og vedligeholdelse af veje og broer, som følge af den økonomiske krise.

24 pct. af selskabets omsætning ligger i USA, og præsident Obama ventes netop at sætte ekstra fokus på nye offentlige investeringer og initiativer. Dette er til klar fordel for Skanska, da størstedelen af selskabets omsætning i USA genereres ud fra offentlige projekter. Endvidere kan den nuværende økonomiske krise styrke selskabets marginer i fremtidige projekter, da leverandører samt kvalificeret arbejdskraft i høj grad er blevet mere forhandlingsvillige. Samtidig er selskabet gældfri med en stærk balance og er dermed ikke påvirket af kredittkrisen på samme måde som gældsatte selskaber. Disse faktorer er alle med til Skanska aktien til en yderst interessant investeringsmulighed.

Risici forbundet med aktien er blandt andet afskedigelsesomkostninger, nedskrivninger på selskabets landbesiddelser, pressede marginer indenfor Residential Construction og Commercial Construction, valutaudsving samt eksekveringsrisici på nye og igangværende projekter.

Danske Markets Equities har Akkumulér på aktien med et kursmål på SEK 81 per aktie.

Actelion – spændende pipeline næsten gratis

Actelion er et schweizisk bio-medicinal selskab, som har en solid indtjening, god balance, ikke behov for kapitaltilførsel, solid likviditetsskabelse og udsigt til spændende nyt i 2. halvår 2009.

Salget og indtjeningen kommer primært fra produktet Tracleer, der modvirker for højt blodtryk i lungerne. Produktet er en blockbuster – dvs. det sælger for over USD 1 mia. årligt. Patentet løber til 2015, og dermed vil Actelion ikke opleve et pludseligt fald i indtjeningen, som mange andre medicinalsselskaber, der ser ind i de nærmeste år.

I 2. halvår 2009 vil selskabet offentliggøre forskningsresultater på tre produkter, der alle er i fase III, dvs. stadiet før man ansøger om godkendelse og salg af produktet hos de enkelte landes sundhedsmyndigheder. Selskabet forsker i at udvide anvendelsen af Tracleer, f.eks. til børn. Derudover udvikles et spændende produkt til behandling af tillukning af blodårer i hjernen, samt produkt til behandling af søvnløshed. Markedet for sidstnævnte er stort og selskabet samarbejder med GlaxoSmithKline, der med en meget stor salgsorganisation kan sælge produktet globalt. Her er en ny potentiel blockbuster, som kan skabe markant værdi for Actelion.

GS (Goldman Sachs) har købt på Actelion og et kursmål på CHF 113. Den fremtidige indtjening i Tracleer og selskabets kontantbeholdning opgør GS til en værdi af godt CHF 56 pr. aktie. Aktiekursen ligger i midten af 60'erne, hvorfor aktiemarkedet indirekte kun giver 6-8 CHF for selskabets pipeline. Det står i skærende kontrast til, at GS vurderer Actelions pipeline har en værdi på tæt ved 60 CHF. På den nuværende aktiekurs får man således pipeline næsten gratis.



KILDE: REUTERS



ACTELION

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



Danisco anbefales igen

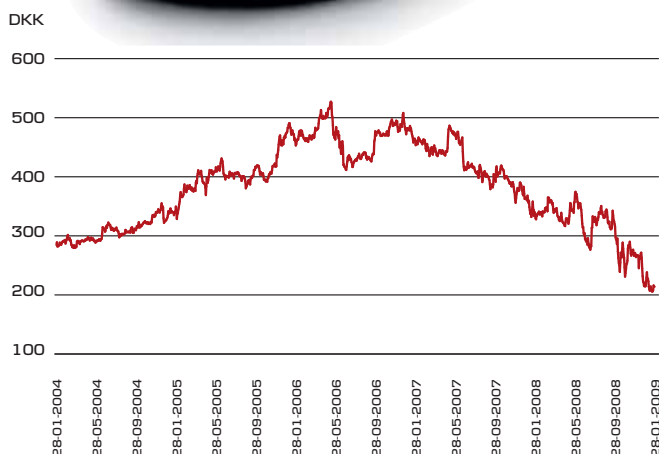
Danisco beskæftiger sig med udvikling, produktion og salg af fødevarerindredienser, sukker og industrielle bioprodukter til føde- og drikkevarerindustrier såvel som non-food sektorer. Selskabet er delt i tre divisioner; Genencor, Food Ingredients og Sugar, og opererer i 47 lande.

Danisco-aktien er faldet betydeligt gennem den senere tid grundet usikkerhed om flere forhold. Danske Markets Equities (DME) forventer imidlertid, at disse forhold bliver afklaret eller forbedret betydeligt inden for de kommende 6-12 måneder, og anbefaler derfor at træde ind i aktien igen.

De forhold, det drejer sig om, er bl.a. Daniscos udfordringer inden for sødemiddel-forretningen, marginpres særligt i Genencor samt usikkerhed omkring godkendelsen af Danisco Sugar-salget til tyske Nordzucker. Den endelige godkendelse af Daniscos salg af sukkerdivisionen ventes at komme fra de tyske konkurrencemyndigheder den 20. februar. Salget ventes at indbringe Danisco op til DKK 5,5 mia., hvilket vil styrke Daniscos balance væsentligt samt gøre det muligt for Danisco at føre en fokuseret strategi for den tilbageværende del af forretningen og iværksætte et aktietilbagekøb senere i 2009.

Risici er afslag på salget af Danisco Sugar til Nordzucker, fortsat hård konkurrence fra kinesiske konkurrenter og rotation ud af defensive selskaber til fordel for mere konjunkturfølsomme selskaber.

DME har Akkumuler på aktien med et kursmål på DKK 290 per aktie.



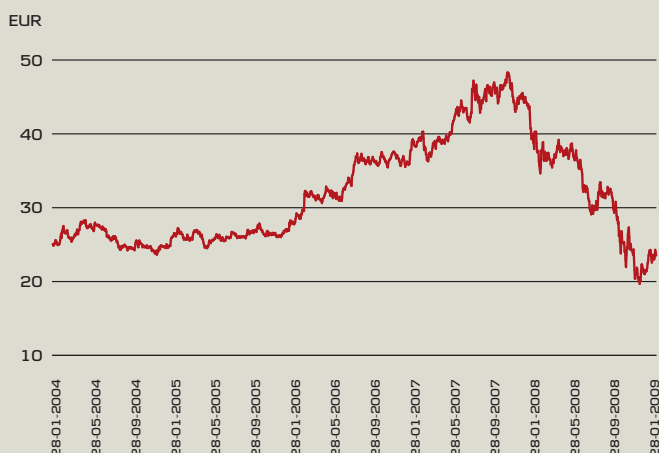
KILDE: REUTERS



Heineken er billig

Hollandske Heineken er blandt verdens største bryggerier og ejer og driver mærkerne Heineken og Amstel samt omkring 170 internationale, regionale og lokale specialøl. Selskabet har omkring 119 bryggerier i 65 lande. Selskabets brands befinder sig generelt i højpris-segmentet, og Heineken er kendetegnet af en relativ høj indtjening i forhold til salget.

I 2007 købte Heineken sammen med danske Carlsberg Storbritanniens største bryggeri, Scottish & Newcastle. Dette har givet Heineken en attraktiv geografisk spredning som nr. 1 på det britiske marked og nr. 2 i Portugal, Finland, Irland, Belgien samt en større eksponering mod nye vækstmarkeder. Til gengæld betød opkøbet, at selskabet har øget gælden betydeligt. Gælden forventes nedbragt relativt



KILDE: REUTERS

hurtigt i takt med, at selskabet integrerer og opnår de forventede omkostningsbesparelser. Aktiemarkedet har straffet Heineken hårdt som følge af den høje gæld og set i forhold til indtjeningen handles Heineken nu på det laveste niveau siden 1998.

Risici ved aktien er nedtur i ølforbruget i Vest- og Østeuropa, der bliver større end ventet, samt udfordringer omkring den fortsatte afvikling af gældsforpligtelserne fra opkøbet af Scottish & Newcastle.

Danske Markets Equities (DME) har Køb på Heineken med et kursmål på EUR 29 pr. aktie.

I forhold til de væsentligste konkurrenter handler Heineken med en rabat på godt 20 pct. Det er til trods for, at selskabet historisk har givet et højere afkast til aktionærerne.

ØKONOM: USA REJSER SIG IGEN I ÅR – MÅSKE ...

... for på den anden side er det en ekstremt usikker situation, vi befinder os i

■ OVER THERE

USA ER VERDENS STØRSTE økonomi, og derfor er det af stor betydning for resten af verden, hvornår de forenede stater i Nordamerika begynder at vokse igen i økonomiske termer. Lige nu er der masser af vækst i USA – når det altså handler om statsgælden. Det er dyrt at genoprette økonomien og finanssystemet igen. I første omgang lød den amerikanske redningspakke på 700 mia. USD for at redde finanssystemet. De første 350 mia. USD blev brugt i 2008 – ikke på at opkøbe de dårlige lån, som oprindeligt planlagt, men mere på direkte kapitalindskud i banker og realkreditinstitutter for at hindre dem i kollaps. Herunder det der indtil 2007 var verdens største bank, Citigroup, som har været tæt på at kaste håndklædet i ringen. Men flere store banker har et påtrængende kapitalbehov, og der ventes store tab igen i år. Pengemangel gælder også General Motors, Ford og Chrysler, som kort før årsskiftet fik et lån, der kun var et absolut nødlån til at holde skruen i vandet for at dække forpligtelserne på en enorm gæld samtidig med at bilsalget er styrtet ned. De resterende 350 mia. USD er godkendt af Kongressen, men endnu ikke taget i brug.

Centralbanken, Federal Reserve (Fed) har været særdeles aktiv i bestræbelserne på at holde finanssystemet og kreditmarkederne kørende. Men kampen for at få USA i gang igen er langt fra slut, og det er den nye præsident, Barack Obama, fuldstændig klar over. USA's præsident nummer 44 har bebudet skattelettelser og offentligt forbrug inden for en lang

række områder til en værdi af foreløbig mere end 800 mia. USD.

Problemet i moradset af finansielle udfordringer er bare, at ingen kan gennemskue, hvor meget der skal til for at få verdens økonomiske lokomotiv til at køre fremad igen. Og derfor er der også vidt forskellige meninger blandt verdens førende økonomer om, hvordan USA vil udvikle sig i de kommende måneder.

»Krisen er opstået som følge af historisk negative chok, men til gengæld også politiske responser i historisk stort omfang. Derfor er der stor forskel på de økonomiske prognoser,« siger Peter Possing Andersen, seniorøkonom i Danske Analyse med speciale i USA.

Det ser sort ud i øjeblikket. Hvad er din vurdering?

»Det er bekymrende, at privatforbruget ikke har reageret endnu på det store fald i energipriserne, som svarer til en realvækst i indkomsten på 6 pct. Det er normalt i en krise, at folk sparer på pengene, men når det begynder at lysne, bløder de op igen. Måske er dynamikken anderledes denne gang, men vi tror på, at vi vil se, at forbrugerne gradvist kommer mere på banen i andet kvartal understøttet af skattelettelser og lave energipriser. Vi tror også, at industriproduktion og erhvervstillidsindeks vil signalere en vending i andet kvartal,« siger Peter Possing Andersen.

Aktuelt er den globale industriproduktion i frit fald. I USA er industriproduktionen 10 pct. under samme tidspunkt i fjor, hvilket betyder, at lagrene køres meget hurtigt ned. Selv om efterspørgslen er faldet meget og ikke stiger lige med det samme, vil man ikke kunne holde en så lav industriproduktion ret længe.

»Typisk ser du i en krise, at industrien overreagerer, og likviditetskrisen har medført, at industrien har skåret ned tidligt i recessionen og lagrene er kørt hurtigere i bund end normalt. Vi tror, at tilpasningsfasen i industrien er overstået om få måneder, og derefter vil være på li-

nie med den underliggende økonomi. Det betyder, at ISM-indekset kan vende tilbage til 42-44 niveauet mod slutningen af 1. halvår.

Men der er vel også nogle negative jokere i jeres økonomiske scenario – som fx hvor meget amerikanske forbrugere vil spare op?

»Der er estimer på, at opsparingskvoten allerede i år ryger op på 8-10 pct., men vi tror 4-6 pct. er mere realistisk. Alene olieprisfaldet svarer til fem pct. af BNP, så er der konverteringer på en pct. og en skattelettelse svarende til 4-5 pct. af BNP. Alt i alt et markant indkomststød. Det giver plads til stigningen i opsparingskvoten og en ledighed, der nok ender på ni pct. i år. Dertil kommer, at når vi ser de første tegn på en vending i økonomien, så vil det bedre stemningen og tilliden markant, og fundamentet for et opsving kan blive etableret.«

En anden risiko, der nævnes i medierne – men først når økonomien vender – er en mulig eksplosion i inflationen?

»Når du har så dybe nedture, ser du typisk, at økonomien vender på en tallerken. Ser man på recessionerne i 70'erne og 80'erne, viste de første kvartaler med fremgang en vækst på 5 pct. efter et foregående kvartal med minusvækst på 5 pct. Udfaldsrummet er ekstremt, og ser vi det samme denne gang, vil det kræve en markant og hurtig stramning af pengepolitikken for at undgå en høj inflation. Risikoen for dette scenario er dog lille i og med, at situationen i den trængte finanssektor ikke forbedres fra den ene dag til den anden, selv om økonomien vender. Det vil være en gradvis, langsom proces, der vil tage flere år.«

Et andet forhold, der vil hæmme vækstmulighederne, er vel også genopretningen af de ubalancer, der har forårsaget det hele?

»Helt sikkert. Der venter store udfordringer længere fremme. I USA er det især en reform af sundhedssektoren, og i Europa og Japan er



USA's privatforbrug udgør 72 pct. af BNP. En afslutning på den amerikanske recession afhænger derfor i høj grad af, at det lykkes at stimulere husholdningerne, så de får lyst til at bruge penge igen og ikke sparer for meget op.

det især udsigten til et stigende antal pensionister og en faldende arbejdsstyrke. Og så er der de massive ubalancer, der i årenes løb er opstået i verdensøkonomien. De amerikanske husholdningers gæld er relativt høj, og det gælder generelt de udviklede lande, især de angelsaksiske. Boomet i aktiverne under lavrenteperioden, især boligmarkedet, er baggrunden for et mangeårigt stort forbrug i USA og de vestlige lande generelt, og denne drivkraft er væk nu med faldet i boligpriserne og aktiemarkedene. Kina har spillet en vigtig rolle for USA, idet det store amerikanske underskud på betalingsbalancen reelt har været finansieret af, at Kina har været storkøber af amerikanske statsobligationer. Det har de kunnet gøre fordi de har holdt en lav valutakurs over for USD, som har givet mulighed for massiv eksport til USA og kæmpe overskud på handelsbalancen. Nu har Kina egne problemer at bruge penge på og ønsker samtidig også at udbygge den indenlandske økonomi. Jeg tror, at de næste 10 år vil gå med at korrigere den ubalance, der er i forholdet mellem især USA og Kina, men også Europa vil blive påvirket.»



Peter Possing Andersen

Apropos Europa, så er det den gængse opfattelse, at Europa ikke er så langt i nedturen som USA?
»Det hænger sammen med flere forhold. For det første har Europa både pengepolitisk og finanspolitisk været længere tid om at reagere, koordinationen mellem landene har været ringe og de økonomiske stimulanser har ikke været så massive som i USA. Dertil kommer, at USA kom ind i krisen med lave lagre, mens Europa er banket ind i krisen med fuld skrue og derfor venter en vis lagertilpasning forude. Desuden er amerikansk økonomi mere dynamisk end de forskellige økonomier i Europa, hvor arbejdsmarkedet også er mindre fleksibelt.« ■

Kreditobligationer

– en mulig investering for den risikovillige

■ RISIKABLE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER

High Yield kreditobligationer frembyder fortsat et meget højt rentespænd i forhold til statsobligationer med samme løbetid. For den risikovillige investor med en tidshorisont på fem år er der mulighed for et meget højt renteafkast – selv hvis den 5-årige periode byder på det samme antal konkurser, som nogensinde tidligere er set under en økonomisk krise.

OBLIGATIONSMARKEDET ER EN ALTERNATIV finansieringskilde for større virksomheder. Man inddeler disse såkaldte kreditobligationer i to hovedgrupper:

Investment Grade – virksomhederne med den bedste betalingsevne med ratings fra det internationale kreditvurderingsbureau Moody's fra Aaa til Baa

High Yield (Speculative Grade) – virksomhederne med en dårligere betalingsevne med ratings fra Ba til C.

Vi vil her udelukkende fokusere på *High Yield kreditobligationerne*. I »normale« perioder giver disse obligationer (valutaafdækket) en rente på typisk 4-5 pct. over statsobligationer. Under lavrente-æraen fra 2003-2007, som også var karakteriseret af den højeste vækst i verdensøkonomien i 30 år, blev rentespændet indsnævret markant. Men under finanskrisen er rentespændet udvidet voldsomt i takt med, at det er blevet klart, at vi står over for en dyb økonomisk krise, der vil tvinge et stigende antal virksomheder til at dreje nøglen om.

Defaultraten er lav – endnu

Man siger, at en virksomheder »defaulter«, hvis den ikke er i stand til at overholde betalingsforpligtelserne på sine udstedte kreditobligationer. Den såkaldte default rate på High Yield kreditobligationer nåede også et historisk lavpunkt under lavrenteperioden, og ser man på globale High Yield kreditobligationer under ét, så er der med en default rate på 3,1

pct. over de seneste 12 mdr. (dec. 07-nov. 08) stadig tale om et historisk lavt niveau.

En del af forklaringen på, at den endnu ikke er steget i en tid, hvor et stærkt stigende antal virksomheder har store økonomiske problemer som følge af en hastigt dalende efterspørgsel og banker, der nødt vil låne penge ud, er, at det lykkedes for mange virksomheder at få refinansieret de kortere lån til gunstige renter og vilkår under lavrenteperioden.

Men det vil ændre sig. Vi befinder os i en global økonomisk krise, der vil blive meget værre endnu, refinansiering af lån bliver til meget højere renter, og defaultraten vil uundgåeligt stige. Når man overvejer at investere i kreditobligationerne med de fristende høje renter, skal man derfor også se på, hvilken default rate, der er sandsynlig i de kommende år.

Man kan få et vist indtryk af, hvor galt det kan gå ved at se tilbage i historien. Under den økonomiske krise i 2001-2002 var defaultraten

for globale kreditobligationer på omkring 10 pct. begge år. Og set over den fem-årige periode 1999-2003 var default-raten på akkumuleret 42 pct. Et tilsvarende billede sås i perioden 1988-1992. Og i 30'erne, hvor defaultraten nåede op på 44 pct. i en fem-årig periode.

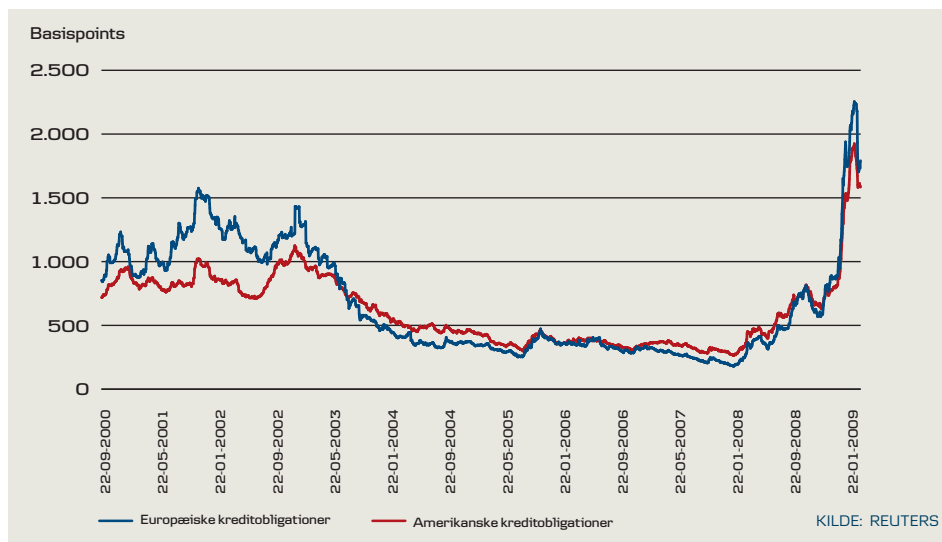
Bliver renterne spist op af en høj default rate?

Det store spørgsmål lige nu er naturligvis, hvor galt det vil gå denne gang. Aktuelt giver globale 5-årige *High Yield kreditobligationer en rente, der er 15,3 procentpoint højere end på 5-årige statsobligationer*. Men en sådan merrente, der umiddelbart forekommer meget attraktiv, er naturligvis ikke meget værd, hvis det hele bliver spist op – og mere til – af en høj default rate.

Så lad os regne lidt på det. Antag, at vi over de næste fem år oplever en akkumuleret default rate på 44 pct. – en tangering af det hø-

High Yield rentespænd

Europæiske og amerikanske kreditobligationer i forhold til hhv. eur. og amr. statsobligationer (5 år)



BEMÆRK: Tidligere års kursudvikling er ikke en pålidelig indikator for den fremtidige kursudvikling.

High Yield

Hårdt trængte General Motors' Investment Grade kreditobligationer blev nedjusteret til High Yield allerede i 2005.

Betegnelsen for kreditobligationer, hvor låntagerne har ringere betalingsevne end låntagerne i Investment Grade kreditobligationer Ratings på High Yield går fra Ba til C.

jeste nogensinde – jævnt fordelt over hvert år – svarende til 10,9 pct. årligt (ikke $44/5 = 8,8$ pct., i takt med konkurserne bliver der jo færre virksomheder hvert år, så man kan »tåle« mere). Samtidig antager vi en tangering af den historisk laveste recovery rate på 27 pct. – dvs. obligationsinvestorerne modtager i snit, hvad der svarer til 27 pct. af obligationsgælden, når konkursboet er gjort op efter en virksomheds default.

Selv under disse forudsætninger vil investor efter fem års forløb kunne notere *en årlig merrente i forhold til 5-årige statsobligationer på 7,3 pct.*

Usikkerheden består naturligvis i, om den aktuelle krise er værre end de kriser, hvor de højeste default rates blev nået. Det er endnu svært at sige med sikkerhed. Men det afhænger meget af, om det lykkes at få bedret den finansielle sektor i de kommende måneder. Hvis det ikke lykkes at skabe nogenlunde normale finansieringsbetingelser for det globale erhvervsliv i år, så er der en åbenlys risiko for, at vi kan opleve en økonomisk krise, der tangerer den japanske krise og depressionen i 30'erne. Men det er en situation, som vi anser for usandsynlig i lyset af de massive bestræbelser fra regeringer og centralbankers side verden over på at normalisere finanssystemet og lånemarkederne og stimulere økonomierne.

Derfor mener vi, at investering i globale kreditobligationer aktuelt er anbefalelsesværdigt for den risikovillige investor med en tidshorisont på mindst fem år. I den forbindelse er det også værd at nævne, at selv med en akkumuleret default rate på 69 pct. (og en recovery rate på 27 pct.) over de kommende fem år – altså 69 pct. af virksomhederne, der går konkurs – så vil de globale kreditobligationer stadig give en gennemsnitlig rente, der matcher 5-årige statsobligationer.

En så høj default rate er næppe sandsynlig – og diverse regeringer vil næppe tillade, at det sker, da det vil være kritisk for samfundet. Derimod kan man ikke afvise, at recovery rate bliver lavere end de 27 pct. I den aktuelle situation er finansieringsvilkårene så ringe, at der næppe vil være købere til konkursboer i nævneværdigt omfang. Men under antagelse af en default rate på 44 pct. vil 5-årige High Yield kreditobligationer selv med en recovery rate på 0 pct. alligevel give et årligt merafkast på 4,4 pct. over de 5-årige statsobligationer i en 5-årig periode. Og der er plads til, at default raten kan stige til 56 pct., før den årlige rente på kreditobligationerne bliver den samme som på statsobligationerne.

Det skal dog kraftigt understreges, at man ikke bør give sig i kast med enkeltpapirer. *Investering i High Yield kreditobligationer bør kun finde sted via en investeringsforening* – eksempelvis Merchant Invest Globale Kreditobligationer. ■



PHOTO

Riskodækning bør være i fokus

■ FORSIKRING AF AKTIER

Stor usikkerhed på aktiemarkedet gør det anbefalelsesværdigt at »forsikre« bestående aktiepositioner med køb af put-optioner.

USIKKERHEDEN ER STADIG MEGET STOR omkring finanskrisen og dybden af den økonomiske krise. Hvad gør man i en sådan situation? Man kan selvfølgelig vælge at sælge alle sine aktier. Men der er også en anden måde. Ligesom man har en forsikring mod brand, sygdom, tyveri, arbejdsløshed og meget andet, kan man i usikre tider som disse også overveje forsikring af aktieporteføljen, som i mange tilfælde er af meget stor værdi.

Man kan ved at købe put-optioner på et eller flere brede aktieindeks købe sig en forsikring mod kursfald. I praksis vil det betyde, at den internationale orienterede investor ved fx at købe put-optioner på det tyske DAX-indeks og det amerikanske S&P 500 i betydeligt omfang vil kunne opnå kompensation for tab på aktiebeholdningen, hvis aktiemarkederne tager en ny større nedtur herfra. Hvis markedet fortsætter opad, så tjener investor penge på aktieporteføljen på vanlig vis. Det eneste han har tabt, er pengene til købet af put-optionerne, der i så fald vil udløbe værdiløse.

Fordelene

Hvis man vurderer, at risikoen for en ny større nedtur på aktiemarkederne er stor, så er der to konkrete fordele ved at købe put-optioner og beholde aktieporteføljen frem for at blot sælge alle aktierne.

1. For det første vil der ved salg af aktierne være en række skattemæssige forhold, man skal tage højde for, og som kan gøre det u hensigtsmæssigt med salg af visse aktier på dette tidspunkt.
2. For det andet er der den helt åbenlyse fordel, at hvis man har købt put-optionerne og beholdt aktierne, så vil man stadig være med, hvis nedturen udebliver, og aktierne fortsætter den stigning, de har vist her i starten af 2009. Hvis man derimod har solgt alle aktierne, vil man gå glip af stigningen, indtil man får købt sig ind igen.

Volatiliteten er halveret

Vær i øvrigt opmærksom på, at det er blevet væsentligt billigere at købe optioner end for blot tre måneder siden. Dengang i november var usikkerheden på de finansielle markeder væsentligt højere. Usikkerhed afspejler sig i optionsuniverset i form af forventet volatilitet – dvs. et udtryk for, hvor store kursudsving markedsdeltagerne i gennemsnit forventer for

en given periode. I USA ser man på det såkaldte *CBOE Volatility Index* – kaldet *VIX*-indekset – der afspejler den implicitte volatilitet i den aktuelle optionshandel på S&P 500. Indekset toppede i november i et historisk højt niveau på 89,53 pct., men er nu nede på et noget lavere niveau omkring 40 pct. Dette er dog fortsat relativt højt – omkring dobbelt så højt som i »normale tider« – og svarer til det højeste niveau i 2000, da IT-boblen bristede. Situationen er den samme på det europæiske marked.

For en optionskøber er det naturligvis ikke rart, at volatiliteten er høj. Men der er næppe udsigt til, at den usikkerhed, der ligger til grund, aftager nævneværdigt i de nærmeste måneder og dermed gør det billigere at købe optioner i form af en lavere volatilitet – tværtimod. Hvis Goldman Sachs får ret i deres forventninger om, at aktiekurserne skal falde markant fra det aktuelle niveau her i første kvartal, så vil det højst sandsynligt øge volatiliteten yderligere. Og det er en fordel for den investor, der har købt de nævnte put-optioner, da de i så fald bliver endnu mere værd.

Man kan sammenligne det med en brandforsikring i et hus, der ligger tæt på en skov. Under normale forhold vil forsikringspræmien være stabil. Men i en ekstremt tør periode med mange skovbrande, vil forsikringspræmien stige. Sådan er det også på de finansielle markeder. Stor pessimisme i et kraftigt faldende marked vil naturligvis betyde, at det bliver dyrere for investorerne at forsikre sig via købte optioner.

Tiden er dog også en vigtig faktor og som køber af forsikringen har den en negativ indvirkning på værdien af den købte putoption. Hvis man eksempelvis forstiller sig, at man køber en husforsikring, der løber et år og ønsker at sælge den tilbage til forsikringsselskabet så vil man opnå en bedre pris jo længere restløbetid den har. Dvs. løber forsikringen i endnu 9 måneder er salgsprisen højere, end hvis den kun løber 1 måned.

Hvornår man så skal vælge at hjemtage gevinsten på put-optionen via en modgående kontrakt er det klassiske timingproblem, som også kendes på aktiemarkedet. Hvornår skal man tage gevinsten hjem på en aktie?

I dette tilfælde vil det være, når man vurderer, at bunden er ved at være nået – og man vil have det godt med, at aktieporteføljen er ugaraderet mod yderligere kursfald.

Hvordan du rent praktisk skal gribe situationen an, afhænger af hvordan din aktieportefølje ser ud. Kontakt din investeringsrådgiver for yderligere information. ■



Skærpede regler for beskatning af aktier ved flytning til udlandet. Folketinget vedtog i september 2008 en skærpet beskatning af aktier som ejes af personer, der flytter til udlandet.

■ FRAFLYTNINGSBESKATNING AF AKTIER

DE VEDTAGNE SKÆRPelser tager primært sigte på hovedaktionærer, men har i praksis betydning for en langt bredere personkreds. Endvidere skal det bemærkes, at de skærpede regler også har betydning for personer, som er fraflyttet før forslaget fremsættelse den 30. maj 2008.

Formålet med de skærpede regler er at forhindre, at personer undgår dansk skat af aktieavance opgjort under dansk skattepligt. Ved at tage ophold i udlandet har det således været muligt at modtage store udbytter for dernæst at anmode om omberegning ved salg af aktierne eller anvende reglerne om bortfald af fraflytningsskatten ved genindtræden af skattepligt til Danmark.

De gamle regler

Bestemmelsen om den såkaldte »fraflytningsbeskatning« af aktier blev indført i 1987 og havde til formål at forhindre, at dansk aktieavance kunne realiseres i udlandet uden dansk beskatning.

For at imødekomme denne u hensigtsmæssighed indførtes der regler om, at den ikke realiserede aktieavance, opgjort som forskellen mellem anskaffelsesprisen og værdien på fraflytningstidspunktet, ville blive beskattet i Danmark. Avanceskatten skulle dog ikke nødvendigvis betales, idet der kunne opnås henstand, ligesom der var adgang til omberegning af den beregnede avance, hvis aktierne blev solgt med tab eller til en lavere værdi end værdien på fraflytningstidspunktet. Endelig ville fraflytningsskatten bortfalde, hvis aktieejeren flyttede tilbage til Danmark med aktierne i behold.

De skærpede regler

De nye regler ændrer ikke ved principperne for opgørelse af avance og tab på aktier, som anses for realiseret til markedsværdien ved skattepligtens ophør/skift af skattemæssigt hjemsted til udlandet. Reglerne gælder fortsat såvel danske som udenlandske aktier.

Reglerne gælder ligeledes fortsat personer, der har haft status som fuldt skattepligtig til Danmark i 7 år ud af de seneste 10 år.

Af administrative hensyn er der dog indført en bagatelgrænse, som indebærer at aktiebeholdninger med en kursværdi under kr. 100.000 på fraflytningstidspunktet ikke omfattes af fraflytningsbeskatningen. Bagatelgrænsen gælder for hver ægtefælle.

Der kan fortsat opnås henstand og de skærpede regler kan opsummeres som følger:

1. Henstandsperioden afkortes, idet henstandsbeløbet forfalder i takt med udbytteudlodning og aktieafståelse.
2. Der indføres pligt til at udarbejde en oversigt over beholdningen af aktier på fraflytningstidspunktet. Denne oversigt skal omfatte alle aktier og dermed ikke kun de aktier, hvor der konkret er beregnet en

fraflytterskat. Oversigten omfatter således også aktier, hvor der ud fra værdien på fraflytningstidspunktet er beregnet et tab. Aktier, hvor fraflytningsskatten betales, skal dog ikke medregnes.

3. Efter forholdsvis komplicerede regler, skal der opgøres en henstandssaldo. Begyndelsessaldoen tager udgangspunkt i den samlede beregnede fraflytningsskat, dvs. henstandsbeløbet.
4. Den hidtidige ret til at vælge omberegning i tilfælde af salg af aktierne til en lavere værdi end værdien på fraflytningstidspunktet er bortfaldet.
5. Der tages som udgangspunkt fortsat hensyn til betalt udenlandsk skat af aktieavance og udbytte, men på grund af beregningsprincipperne, kan det i visse situationer resultere i beskatning både i Danmark og udlandet.
6. Når personen anmoder om henstand med fraflytningsskatten, indtræder der en pligt til hvert år at indsende en dansk selvangivelse, uanset om der i det pågældende år har været begivenheder, som har haft indflydelse på henstandssaldoen jf. pkt. 1 ovenfor. Hvis personen ikke indsender selvangivelse rettidigt, forfalder henstandsbeløbet til betaling.

Tilbageflytning til Danmark

Den beregnede fraflytningsskat på aktierne er endelig. Det indebærer, at de aktier, der er i behold på tilbageflytningstidspunktet inkl. dem, som er anskaffet under udlandsopholdet, får tillagt en såkaldt indgangsværdi svarende til handelsværdien på tilflytningstidspunktet. Denne værdi – reduceret med indkomstværdien af restsaldoen – vil blive lagt til grund ved beregning af avancen i forbindelse med et senere salg af aktierne.

Ikrafttræden og overgangsregel

De nye regler gælder som udgangspunkt for personer, der er fraflyttet Danmark efter den 30. maj 2008.

Der er imidlertid også indarbejdet en overgangsregel for personer, der tidligere er fraflyttet, og som har anmodet om henstand. Sådanne personer skal også udarbejde en beholdningsoversigt pr. fraflytningssdagen, under forudsætning af, at værdien af aktiebeholdningen pr. denne dag var over 100.000 kr. Beholdningsoversigten skal kun omfatte de aktier, der stadig ejes den 30. maj 2008. Beholdningsoversigten skal indsendes til SKAT senest den 1. juli 2009. Hvis beholdningsoversigten ikke indsendes rettidigt forfalder hele beløbet til betaling.

Personer, der tidligere er fraflyttet, og som har betalt fraflytningsskatten, kan omgøre valget. Dette skal i givet fald meddeles SKAT senest den 30. maj 2009. I dette tilfælde skal der udarbejdes en beholdningsoversigt senest pr. 1. juli 2009, og den for meget betalte skat vil herefter blive tilbagebetalt senest den 1. oktober 2009. ■

Hvis du har købt hus, men ikke solgt det andet endnu

TO BOLIGER

Mange er på det seneste kommet i den uheldige situation, at de ejer to helårsboliger. I denne artikel kan du læse om de skattemæssige muligheder som gælder i forbindelse med udlejning af din hidtidige bolig.

UDLEJER DU EN HELÅRSBOLIG, bliver du skattemæssigt betragtet som selvstændigt erhvervsdrivende, hvilket medfører:

- At du skal udarbejde regnskab over indtægter og udgifter i forbindelse med udlejningen.
- At du får mulighed for at anvende virksomhedsordningen eller kapitalafkastordningen.
- At du skal udfylde en udvidet selvangivelse og fristen for indsendelse rykkes til den 1. juli.

Regnskab for udlejningsejendommen

Når du udlejer en helårsbolig, slipper du for at betale ejendomsværdiskat af denne bolig.

Overskud ved udlejningen opgøres som lejeindtægter minus udgifter. Af udgifter der kan fratrækkes kan nævnes renteudgifter, fælleudgifter, ejendomsskatter, renovation, revisor, vedligeholdelse m.v.

Virksomhedsordningen

Ved at anvende virksomhedsordningen kan du i den personlige indkomst fratrække dine renteudgifter på ejendommen. Skatteværdien udgør op til 63 pct.

Virksomhedsordningen kræver opgørelse af indskudskonto og kapitalafkastgrundlag.

Indskudskontoen opgøres ved opstart af virksomhed og består af aktiver nedsat med gæld i virksomheden. Indskudskontoen er således et udtryk for den værdi, som du har indskudt i virksomheden.

Ved opgørelsen af indskudskontoen anvendes den kontante anskaffelsessum med tillæg af forbedringer, eller den fastsatte ejendomsvurdering ved begyndelsen af det indkomstår, hvor virksomhedsordningen anvendes første

gang. Hvis du f.eks. påbegynder udlejning i 2009, betyder det, at du kan vælge at anvende anskaffelsessummen eller ejendomsvurderingen pr. 1. oktober 2008.

Eksempel 1:

Kontant anskaffelsessum	1.500.000 kr.
Ejendomsvurdering pr. 1. oktober 2008	2.800.000 kr.
Restgæld på ejendom	700.000 kr.

Indskudskontoen kan herefter opgøres således:

Ejendomsvurdering pr. 1. oktober 2008	2.800.000 kr.
- restgæld på ejendom	700.000 kr.
Indskudskonto	2.100.000 kr.

Som det fremgår i eksempel 1 kan der opgøres en positiv indskudskonto på 2.100.000 kr.

En positiv indskudskonto kan sikre dig en højere fradragsværdi af dine renteudgifter på den nykøbte ejendom.

Hvis din indskudskonto ved opstart er positiv, er der mulighed for ved opstart at lægge gæld for 2.100.000 kr. ind i virksomhedsordningen og opnå en skattebesparelse på 63 pct. af renteudgifterne.

Bliver indskudskontoen negativ, ved at virksomhedens gæld er større end virksomhedens aktiver, skal der som udgangspunkt opgøres en såkaldt rentekorrektion. Rentekorrektionsbeløbet medregnes i den personlige indkomst og fradrages i kapitalindkomsten. Formålet med rentekorrektion er at modvirke fordelene ved, at privat gæld er lagt i virksomhedsordningen, hvorved skattebesparelsen er på op til 63 pct. af renteudgifterne.

Hvis din indskudskonto bliver negativ, er det muligt at få nulstillet indskudskontoen og dermed undgå rentekorrektion, hvis du kan dokumentere overfor SKAT, at al gæld vedrører ejendommen.

Har du overskud på udlejningen efter renter, har du mulighed for at få en andel af overskuddet beskattet som kapitalindkomst. Beløbet opgøres som kapitalafkastgrundlaget x kapitalafkastsatsen (pt. 5 pct.), se eksempel 1.

Kapitalafkastgrundlaget opgøres ud fra den kontante anskaffelsessum nedsat med gæld i virksomheden.

Eksempel 1: (fortsat)

Kapitalafkast opgøres således:

Kontant anskaffelsessum	1.500.000 kr.
- restgæld på ejendom*	700.000 kr.
Kapitalafkastgrundlag	800.000 kr.
Kapitalafkast 800.000 kr. x 5 %	40.000 kr.

* Indskydes yderligere lån i virksomhedsskatteordningen ved opstart vil dette påvirke opgørelsen af kapitalafkastgrundlaget.

Kapitalafkastordningen

Som alternativ til virksomhedsordningen kan du vælge at få beskattet resultatet af udlejningen efter reglerne i kapitalafkastordningen.

Fordelen ved kapitalafkastordningen er, at den er nemmere at håndtere, men på den negative side tæller den manglende mulighed for at lægge privat gæld ind i ordningen, som beskrevet under virksomhedsordningen.

Formålet med kapitalafkastordningen er udelukkende at sikre dig en højere fradragsværdi af dine renteudgifter.

Eneste krav er, at du opgør et kapitalafkastgrundlag. Kapitalafkastgrundlaget består af de erhvervmæssige aktiver uden fradrag af gæld. Ejendommen indgår her med den kontante anskaffelsessum. Herefter beregnes et kapitalafkast svarende til kapitalafkastgrundlaget x kapitalafkastsatsen. Kapitalafkastet kan ikke overstige din samlede negative nettokapitalindkomst før beregning af kapitalafkast.

Afkastsatsen for 2008 udgør 5 pct. Satsen for 2009 offentliggøres i august 2009. Det beregnede kapitalafkast fratrækkes i den personlige indkomst og beskattes i kapitalindkomsten. Herved opnår du så et »teknisk opgjort fradrag« for renteudgifterne i den personlige indkomst.

Har du negativ nettokapitalindkomst bliver din kapitalindkomst kun beskattet med 34%, og det er således en fordel for dig at få flyttet et beløb fra beskatning i personlig indkomst med op til 63 pct. til beskatning i kapitalindkomsten.

Med kapitalafkastordningen får du kun en højere fradragsværdi for renteudgifter svarende til det beregnede kapitalafkast. Overstiger dine renteudgifter det beregnede kapitalafkast, kan du med fordel anvende virksomhedsordningen, som i denne situation vil sikre dig høj fradragsværdi på alle dine renteudgifter.

**Eksempel 2:**

Kontant anskaffelsessum	1.500.000 kr.
Kapitalafkast $1.500.000 \times 5\%$	75.000 kr.

Ejendomsværdiskat

Selvom du ikke udlejer din ejendom, kan du undgå at betale ejendomsværdiskat af den ejendom, som du har sat til salg. Pligten til at betale ejendomsværdiskat bortfalder i denne situation allerede på udflytningsdagen.

Du skal selv huske at gøre SKAT opmærksom på, at du er fraflyttet ejendommen, samt at den er sat til salg, således at du kan undgå ejendomsværdiskatten.

Efterfølgende salg af ejendommen

Uanset hvor længe ejendommen udlejes kan du sælge ejendommen skattefrit ifølge parcelhusreglen, da du har beboet den i din ejerperiode. ■

Spar op til start af egen virksomhed med fuldt fradrag

BEGREBET ETABLERINGSKONTO har været kendt i mange år. Kontoen er skattebegünstiget og anvendes af personer, der skal etablere selvstændig erhvervsvirksomhed. Når vi taler opsparing til start af egen virksomhed introduceres nu et nyt begreb; nemlig Iværksætterkontoen.

Med virkning for skatten for 2009 får du for første gang mulighed for at spare op til start af egen virksomhed med fradrag i den personlige indkomst.

Indskyder du på en iværksætterkonto får du nu fradrag for opsparingen med op til 60 pct., i modsætning til etableringskonto, der kun er et ligningsmæssigt fradrag med en værdi på ca. 34 pct.

Midlerne fra etableringskontoen og iværksætterkontoen kan hæves efter særlige regler ved senere opstart af virksomhed.

Indskud på iværksætterkontoen kan første gang foretages i perioden 16. maj 2009 til 15. maj 2010. ■

Hvor er bunden? Timing er en umulig opgave på aktiemarkedet

SKAL VI LÆNGERE NED END DEN BUND VI SÅ I NOVEMBER 2008? Det vil være rart at vide, for det kan gå stærkt, når det vender, og der er visse tegn på, at bunden i den økonomiske nedtur måske ikke er mange måneder væk. F.eks. steg det amerikanske marked med 93,9 pct. på to måneder, da bunden blev nået i juli 1932. Men det var dog langt fra nok til at indhente faldet på 89,2 pct. fra toppen i oktober 1929. Faktisk tog det 20 år at indhente niveauet fra 1929. 1937 – der stadig var i Depressionens skygge – var også et panikår på aktiemarkedet, men det lykkedes dog at indhente 75 pct. af tabet på et år.

Andre år med panikudsalg på aktiemarkedet – defineret som fald på mindst 40 pct. – var 1903, 1907, 1919 og 1973. I alle disse tilfælde formåede markedet at indhente det tabte inden for 18 mdr. – men i disse tilfælde var der heller ikke tale om en tyngende depression – »kun« en recession.

De færreste tror, at den aktuelle situation ender i en decideret depression. Så lad os lige antage, at verdensøkonomien formår at rejse sig igen inden for overskuelig fremtid. Det betyder så – med historiens briller på i hvert fald – at aktiemarkedet vil rejse sig relativt hurtigt.

Richard Bernstein i investeringsbanken Merrill Lynch har set på de 10 markedsbunde inden for de seneste 50 år, og sammenlignet investorer, der købte seks måneder før bunden blev nået på aktiemarkedet, med investorer, der købte seks måneder efter bunden.

Resultatet var overraskende, at i syv tilfælde var det sidstnævnte, der opnåede det bedste afkast, hvis de havde kontanterne gemt under hovedpuden i de 12 måneder, hvor de mere aggressive investorer var på banen. Og satte de pengene i statsobligationer i den periode, ville deres afventende strategi vinde i otte ud af de 10 tilfælde. Ifølge Bernstein skyldes resultatet, at den afventende investor undgår de ofte meget kraftige kursfald frem mod dannelsen af bunden.

Spørgsmålet er så, om bunden var den, vi så i november 2008 – eller om Goldman Sachs får ret i deres spådom om, at vi skal ned omkring den bund igen her i 1. kvartal. *Place your bets, gentlemen.*

20

Så mange år tog det at indhente niveauet fra 1929 efter depressionen i 30'erne.

Protektionismen truer

VERDENSHANDELSORGANISATIONEN WTO advarer mod protektionistiske tiltag som en udvikling, der vil forværre den globale recession. Taiwan støtter landets producenter af DRAM, Kina udvider långivning til landets bilproducenter, og Japan vil støtte større selskaber koncentreret i elektronik- og bilbranchen. USA har opfordret industrien til kun at bruge amerikansk stål, men provokerer især med en klausul i genopretningsplanen til knap 800 mia. dollars om at »købe amerikansk.« Det har fået EU til at indgive en officiel protest til Det Hvide Hus og Kongressen.

Men EU kan ikke selv sige sig fri. Eksportstøtte til mejeriprodukter er for nylig genindført, en spansk minister opfordrer forbrugere til at købe spansk, britiske arbejdere strejker i protest mod brugen af udenlandsk arbejdskraft osv. Protektionismen er i hastig frem-march - ganske som i 30'erne.

Men ikke blot er øget protektionisme skadeligt for verdensøkonomien. Udover at forværre krisen er det særdeles u hensigtsmæssigt for aktiemarkedet med tiltag, der gør situationen endnu mere uigennemskuelig og usikker – og i realiteten medvirker til at straffe virksomheder med høj effektivitet og innovationsevne.

Overvej salg af dine strukturerede obligationer

■ SÆLG OBLIGATIONEN, KØB AKTIERNE

STORMVEJRET PÅ DE FINANSIELLE markeder i 2008 har betydet, at det underliggende aktiv i en række strukturerede obligationer konstrueret af Danske Bank (reel udsteder er bl.a. AAA-ratede svenske KommunKredit, ikke alle udstedere har dog AAA-rating) er faldet kraftigt i værdi. Det underliggende aktiv på en række af de udstedte produkter er nu så langt under den garanterede indfrielseskurs, at det er usandsynligt, at det kan nå at stige så meget i obligationens restløbetid, at det ender med en nettogevinst. Det åbner imidlertid en interessant mulighed for investorer, der tror aktiemarkedet går ind i en stigende fase herfra – og er indstillet på at påtage sig en høj risiko. De kan udnytte situationen ved at sæl-

ge obligationen tilbage til Danske Bank til den aktuelle kurs.

Obligationens kurs er nemlig faldet langt mindre end kursen i det underliggende aktiv (se de tre eksempler s. 31). Det hænger sammen med, at obligationen er garanteret en indfrielseskurs tæt på 100 - et forhold, som er blevet relativt stærkere af, at de korte danske renter er faldet siden produktets udstedelse.

Salg af obligationen giver ganske vist et mindre tab i forhold til den oprindelige købskurs, men det er et beskedent tab sammenlignet med det, man ville have tabt, hvis man oprindeligt havde fravalgt den strukturerede obligation og i stedet købt det underliggende aktiv direkte. Den strukturerede obligation har med andre ord vist sit værd:

Man var med i markedet, da det så lyst ud

og havde muligheden for en betydelig gevinst, om end knap så stor som, hvis man havde investeret direkte i det underliggende aktiv. Nu er markedet nærmest kollapsede, og man kan glæde sig over, at man valgte sin eksponering via den strukturerede obligation, som kun har givet et beskedent tab. Nu har man et likviditetsmæssigt langt bedre udgangspunkt for evt. at eksponere sig i det underliggende aktiv ved direkte investeringer, evt. suppleret med en mindre andel af korte obligationer, som sikrer en fast rente.

Det er imidlertid vigtigt, at understrege, at hvis man vælger at sælge obligationen til Danske Bank og investere direkte i det underliggende aktiv, så har man i sagens natur sagt farvel til kapitalgarantien, og påtaget sig en helt anderledes høj risiko.



Aktieindekserede obligationer og skat

Hvis du overvejer at sælge strukturerede obligationer, hvor det underliggende aktiv er aktier, skal du være særligt opmærksom på skatten, herunder om tabet på obligationerne kan fratrækkes.

Personer skal årligt medregne realiserede og urealiserede gevinster og tab i kapitalindkomsten efter lagerprincippet. Tab kan dog kun fratrækkes i det omfang, at tabet ikke overstiger tidligere års beskattede nettogevinster på strukturerede obligationer udstedt den 4. maj 2005 og senere samt finansielle kontrakter. Ved opgørelsen af tidligere års beskattede nettogevinster medregnes ikke tidligere indkomster end 2002. Yderligere tab kan kun

modregnes i årets eller senere års gevinster på lagerbeskattede strukturerede obligationer og finansielle kontrakter.

Skatteværdien af et tab afhænger af, om du har positiv kapitalindkomst (skatteværdi op til 60 pct.) eller negativ kapitalindkomst (skatteværdi ca. 34 pct.).

Hvis du vælger at afstå strukturerede obligationer, og tabet overstiger tidligere og indeværende års nettogevinster på strukturerede obligationer, er der altså kun tale om et modregningsberettiget tab, der kan fremføres til fradrag i senere års gevinster på tilsvarende obligationer og finansielle kontrakter. Hvis pro-

venuet fra salget af obligationerne anbringes i f.eks. aktier, vil tabet på obligationerne ikke kunne modregnes i en eventuel gevinst på aktierne.

Er de strukturerede obligationer erhvervet for midler i virksomhedsordningen gælder særlige regler. Midler omfattet af virksomhedsordningen kan ikke anvendes til køb af aktier.

Selskaber skal årligt medregne realiserede og urealiserede gevinster og tab i selskabets indkomst efter lagerprincippet.

For aktieindekserede obligationer udstedt før den 4. maj 2005 gælder særlige regler.

Eksempel 1:

0% Kommuninvest S&P 500 Basal 2011. Løbetid 27/6 2008-27/6 2011.
Udstedelseskurs 105. Min. indfrielseskurs 100. Maks. indfrielseskurs 158.
Deltagelsesgrad 100.

Obligationen har baggrund i det amerikanske hovedindeks, S&P 500, som på obligationens starttidspunkt lå i 1.278,38. Den 9. februar i år var indekset faldet med 33,83 pct. siden obligationens udstedelse. Men pga. obligationens indbyggede garantikurs er kursfaldet på obligationen begrænset til 10,24 pct., idet bankens tilbagekøbskurs p.t. (9. feb. 2009) er på 94,25.

Bemærkelsesværdigt ved denne obligation er deltagelsesgraden på 100 pct. Investor har altså ved at betale en beskeden overkurs på 105 ved udstedelsen sikret sig 100 pct. udnyttelse af stigninger i aktieindekset helt op til en mulig obligationskurs på 158. Dvs. man var næsten lige så godt stillet som ved direkte investering i aktieindekset (fx ved en futurekontrakt). Nu artede kurserne sig ikke som forventet, og her kommer kapitalgarantien i obligationen til sin ret – allerede før udløb. Vælger man at sælge obligationen til en kurs omkring 94, så har man kun tabt godt en tredjedel af hvad man ville have tabt ved direkte eksponering i S&P 500.

Ikke blot er det rart at konstatere et lavere tab. Det giver også et bedre udgangspunkt for nye investeringer. Det store kursfald i det amerikanske aktiemarked, siden dengang man købte den strukturerede obligation, øger for det første sandsynligheden for, at man nu er tæt på bunden. For det andet har man en større sum penge at investere, end hvis man havde været direkte eksponeret i S&P 500. Man har således et godt udgangspunkt for at købe en godt spredt portefølje af amerikanske aktier og ende med gevinst på udløbstidspunktet for den strukturerede obligation. Hvis det amerikanske marked på udløbstidspunktet ligger højere end i dag, så vil denne gevinst være højere, end hvis man beholder den strukturerede obligation – ganske enkelt fordi aktieindekset er så langt under aftalekursen på call-optionerne i den strukturerede obligation, at obligationen aldrig vil kunne indhente den faktiske investering. Men husk: Vælger du at sælge obligationen for i stedet at investere direkte i det amerikanske aktiemarked, så har du i sagens natur mistet obligationens kapitalgaranti, og påtaget dig en helt anderledes høj risiko, som eksponerer dig direkte over for kursfald på USA-markedet.

Eksempel 2:

0% KommunKredit BRIK Plus 2011. Løbetid 11/7 2008-11/7 2011.
Udstedelseskurs 110. Min. indfrielseskurs 100. Maks. indfrielseskurs 173.
Deltagelsesgrad 100.

Obligationen består af et ligevægtet indeks med baggrund i aktieindeks i Brasilien, Rusland, Indien og Kina. Dette indeks var pr. 7. feb. 2009 faldet med 47,01 pct., mens faldet på obligationen begrænser sig til 14,18 pct. Igen er faldet på obligationen kun godt en tredjedel af faldet på det underliggende aktiv, hvorfor tilbagesalg af obligationen til banken til den aktuelle kurs på 94,40 (9. feb. 2009) og efterfølgende geninvestering direkte i de fire respektive markeder, kan vise sig at være en god idé. Men det skal understreges, at man ved en sådan aktieinvestering påtager sig en betydelig risiko, da det ikke kan udelukkes, at markedet falder igen.

0% KommunKredit BRIK Plus 2011			
Index	Start niveau	Nuværende niveau	Ændring
Russian Depositary Receipt	1.930,46	637,65	-66,97%
FTSE Xinhua China 25	19.912,56	12.152,90	-38,97%
S&P Latin America 40 Index	4.816,26	2.667,59	-44,61%
DBIX India Price Index	295,53	184,73	-37,49%

KILDE: DANSKE CAPITAL. OPDATERET 9. FEB. 2009.

Eksempel 3:

KommunKredit Energi og Miljø 2010. Løbetid 28/9 2007-28/9 2010.
Udstedelseskurs 100. Min. indfrielseskurs 100. Maks. indfrielseskurs 152.
Deltagelsesgrad 100.

Denne obligation består af en ligevægtet kurv af 25 forskellige selskaber inden for energi og miljø. Disse selskaber særligt kursfølsomme og har reageret meget negativt på den finansielle uro. Faldet er her på 44,75 pct. – mens obligationen kan sælges tilbage til banken p.t. for 94,80 – dvs. et kursfald på langt mere beskeden 5,2 pct. Det er også i dette tilfælde oplagt at sælge den strukturerede obligation og i stedet overveje direkte investeringer i de underliggende volatile aktier, hvor gevinstpotentialer er meget stort, når krisen i finanssektoren er overstået. Men igen må det understreges, at man kun skal sælge obligationen og købe de underliggende aktier, hvis man tror, at markederne er tæt på en vending. ■

FAKTA: om strukturerede obligationer

En struktureret obligation er et værdipapir med en beskeden eller ingen rente i løbetiden. Til gengæld får man en garanti for en indfrielseskurs ved udløb på 100 eller tæt på, hvis man beholder papiret til udløb. Garantien koster naturligvis penge, og det er her, de manglende renter på papiret kommer ind i billedet. De renter, man reelt kunne have fået ved at investere et tilsvarende beløb i obligationer med samme løbetid, anvendes af udstederen til at købe optioner for, så den garanterede indfrielseskurs kan opnås.

Der er andre knapper, udsteder kan skruer på. Man kan fx beslutte, at en tilfredsstillende indfrielseskurs er 95, hvilket i praksis betyder, at man får flere penge til at købe optioner for, og dermed kan forbedre den såkaldte deltagelsesgrad. Deltagelsesgraden udtrykker, hvor stor en procentdel af stigningen i det underliggende aktiv, man opnår. En deltagelsesgrad på 80 i et produkt, hvor det underliggende aktiv er et aktieindeks, betyder således, at kursen på den strukturerede obligation stiger med 80 pct. af stigningen i aktieindekset. Man kan også vælge at forbedre deltagelsesgraden ved fx at supplere med salg af optioner, så man afskriver sig stigninger i det underliggende aktiv over et vist niveau. Eller man kan udstede obligationen til fx kurs 105.



SIEMENS

Siemens, der er blandt Goldman Sachs's favoritter inden for Clean Technology, har mange forretningsaktiviteter inden for branchen. Her ses Inyati Solar Complex i Californien, det første kommercielle solare termiske kraftanlæg i USA, hvortil Siemens skal levere dampturbinen. Dampen bliver genereret af vand, der opvarmes af de tusinder af spejle, der opfanger og koncentrerer solvarmen. Når anlægget står færdigt i 2011, vil det kunne dække energiforbruget i 35.000 husholdninger.

■ TRENDS

Trends i infrastruktur og Clean Tech klarer sig gennem krisen – men vær selektiv

SOM FØR NÆVNT er to af tidens stærkeste trends *Clean Technology* samt vedligeholdelse og udbygning af den traditionelle *infrastruktur* (veje, broer m.v.) især i USA, Kina og de nye EU-medlemslande.

Disse trends vil være dominerende på den økonomiske, politiske og finansielle agenda i mange år frem, men det er ikke ensbetydende med, at man ukritisk skal købe selskaber inden for de relevante sektorer.

Finanssektoren og kreditmarkederne er ganske vist i svag bedring, og den tendens ventes at fortsætte, men normale kreditbetingelser for virksomhederne vil næppe ses på denne side af 2011 – og det gør mere ondt på nogle end andre.

Energibehovet vil stige voldsomt

Befolkningsvækst, kombineret med stigende indkomst pr. indbygger, accelererende urbanisering og højere forbrug af ressourcer vil fortsat øge energibehovet – dette vil, kombineret med den tiltagende bekymring over klimaforandringer, øge efterspørgslen af både energi og mere effektivt udstyr i energiforsyning. Ikke blot i USA og Europa, men i høj grad også i BRIK-landene.

Goldman Sachs (GS) estimerer, at behovet for udvidet kapacitet frem mod 2030 er 4.730 GW – og en sådan udbygning af energiinfra-

strukturen kræver investeringer på i alt 5,2 trillioner USD.

Energiinfrastrukturen omfatter A-kraftværker, gas/olieraffinaderier, kulkraftværker, solcellefabrikker, elnettet m.v. For at klare højere belastning og forbinde nye energikilder bliver *Smart Grid* en vigtig del af elnettet. Det vil give forsyningsselskaberne digital kontrol over elnettet og mulighed for at optimere strømmen i forhold til behovet.

I den forbindelse er der et enormt marked for intelligente termostater, måleinstrumenter, automatiserede energistyringssystemer m.v. Blandt større selskaber kan nævnes *Sempra Energy* (GS, Neutral). Blandt de mindre er *Itron* og *Comverge* med spændende teknologier og stort potentiale, men de er i det aktuelle miljø forbundet med større risiko pga. deres størrelse.

Blandt kabel- og netproducenter har GS *Prysmian* på Køb og *Nexans* på Neutral. Mens *General Cables*, *BGC Equity* og *American Superconductor* også er interessante selskaber, dog uden aktuell dækning fra GS. Også *ABB* (GS, Neutral) samt *Siemens* (GS, Køb), bør nævnes. Begge selskaber har mange aktiviteter, der relaterer sig til energiinfrastruktur og -effektivitet.

Vedvarende energi

Inden for vedvarende energi, der på mange områder er en relativt umoden branche, betyder krisen i praksis, at mange unge virksomheder og projekter har svært ved at skaffe penge til ellers meget lovende teknologier og idéer. Og selv for virksomheder med en betydelig omsætning, vækst og en teknologi, der er blandt de førende i deres respektive brancher, kan problemerne med finansiering presse dem så meget, at deres aktier ikke er attraktive. Det gælder i sagens natur de selskaber, som i vidt omfang har understøttet deres vækst med adgang til billig finansiering de senere år (som deres

kunder), og derfor er tynget af relativt stor gæld og en presset arbejdskapital.

Man skal derfor koncentrere sig om de finansielt stærke selskaber, frem for nødvendigvis at gå efter de førende teknologier, og det kan eksempelvis være store, solide konglomerater, hvis forretningsaktiviteter i forvejen omfatter dele af Clean Tech, og som måske også har det finansielle råderum til at foretage eventuelle opkøb.

På kort sigt kan krisemiljøet give problemer for mange selskaber inden for vedvarende energi, men i det langsigtede perspektiv er der attraktive køb at gøre nu. GS anbefaler *Vestas* og *Gamesa* samt *Siemens*, der har mange aktiviteter relateret til Clean Tech generelt. Blandt solenergiaktier bør fremhæves de store selskaber *First Solar*, *Sun Power* og *Renewable Energy*. Store solide selskaber – bedre rustede til de trange tider end de fleste mindre selskaber.

Infrastruktur

Præsident Obama har i USA bebudet store, stærkt tiltrængte investeringer i infrastruktur, og lignende planer har bl.a. Kina. Som udgangspunkt handler det om veje og broer og i Kinas tilfælde også jernbaner. Det vil de store entreprenørselskaber og deres underleverandører nyde godt af, hvis de får del i ordrene.

Aktiemarkederne har fokus herpå, og en række amerikanske entreprenørselskaber er steget med ca 30% siden november. Som investor er det dog vigtigt at bemærke, at infrastrukturprojekterne endnu ikke er vedtaget, og derfor kan det være en god ide at afvente regnskabsaflæggelsen, før der købes aktier i sektoren.

Shaw Group (GS, Neutral) har aflagt regnskab og slog forventningerne. Selskabet har ud over en eksponering mod infrastruktur 20% eksponering mod atomkraft-entrepriser, og dette var en årsag til det bedre end ventede regnskab. ■

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) Var.	Hpr. 59% skat 4) 12 md.	Uænd. 12 md.	
			Skat 45%	Skat 59%				
30	DK0009271124	2 D.10DS10	1,96%	1,67%	0,89	1,72%	1,81%	
50	DK0009271207	2 D.10DS11	2,12%	1,84%	1,84	2,31%	1,62%	
20	DK0009364051	3BRF321BRT	2,06%	1,64%	2,78	2,20%	2,00%	
100		5)	2,06%	1,75%	1,75	2,11%	1,75%	

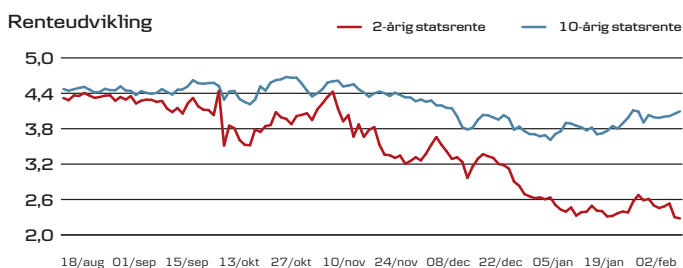
Pensionsbeskattede med tidshorisont 0-3 år								
% andel	Fondskode	Papir	Skat 0%	DB Var.	Hpr. ved 0% skat			
					DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.		
15	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,28%	4,45	6,76%	7,17%		
35	DK0009274656	RD FRN 07/01/2010	-1,07%	0,39	3,42%	3,71%		
50	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	3,61%	1,88	4,15%	3,48%		
100				1,74	4,28%	4,11%		

Personbeskattede med tidshorisont 3-7 år								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB Var.	Hpr. ved 59% skat 12 md.	Uænd. 12 md.	
			Skat 45%	Skat 59%				
35	DK0009271207	RD 2.0 01/01/2011	2,12%	1,84%	1,84	2,31%	1,62%	
10	DK0009276784	RD 4.0 01/01/2015	2,45%	1,89%	5,29	1,50%	2,20%	
35	DK0009364051	BRF 3.0 01/01/2012	2,06%	1,64%	2,78	2,20%	2,00%	
20	DK0009273179	RD 4.0 Aio 01/01/2038	2,74%	2,14%	8,18	1,62%	3,16%	
100			2,25%	1,83%	3,68	2,06%	2,09%	

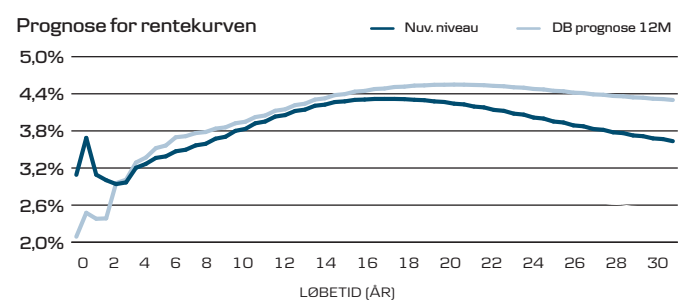
Pensionsbeskattede med tidshorisont 3-7 år								
% andel	Fondskode	Papir	Skat 0%	DB Var.	Hpr. ved 0% skat			
					DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.		
20	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,87%	6,97	5,37%	6,70%		
20	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,28%	4,45	6,76%	7,17%		
10	DK0009274656	RD FRN 07/01/2010	-1,07%	0,39	3,42%	3,71%		
25	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	3,61%	1,88	4,15%	3,48%		
15	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	3,92%	3,69	4,35%	4,44%		
10	DK0009920894	DGB 5.000 11/15/2013	3,27%	4,70	3,22%	3,50%		
100				3,77	4,75%	4,99%		

Personbeskattede med tidshorisont over 7 år								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB Var.	Hpr. ved 59% skat 12 md.	Uænd. 12 md.	
			Skat 45%	Skat 59%				
30	DK0009364051	3BRF321BRT	2,06%	1,64%	2,78	2,20%	2,00%	
20	DK0009276784	4RD SDR0 15	2,45%	1,89%	5,29	1,50%	2,20%	
35	DK0009273179	4 D.43D 38	2,74%	2,14%	8,18	1,62%	3,16%	
15	DK0009271207	RD 2.0 01/01/2011	2,12%	1,84%	1,84	2,31%	1,62%	
100			2,37%	1,88%	4,90	1,88%	2,35%	

Pensionsbeskattede med tidshorisont over 7 år								
% andel	Fondskode	Papir	Skat 0%	DB Var.	Hpr. ved 0% skat			
					DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.		
40	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,87%	6,97	5,37%	6,70%		
20	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,28%	4,45	6,76%	7,17%		
20	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	3,92%	3,69	4,35%	4,44%		
10	DK0009276784	RD 4.0 01/01/2015	4,26%	5,29	3,92%	4,61%		
10	DK0009920894	DGB 5.000 11/15/2013	3,27%	4,70	3,22%	3,50%		
100				5,36	5,06%	5,77%		



KILDE: REUTERS



KILDE: DANSKE BANK

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

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

- Angiver hvor stor en andel, der anbefales af den enkelte fondskode i porteføljen.
- 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 investeringsstartspunktet.
- 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.
- 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
- Her kan du se de nævnte nøgletal beregnet på den samlede portefølje



Euroland: Nedgangen bliver endnu dybere

Krisen har ramt Euroland hårdt, og tilbageslaget bliver dybere end hidtil ventet. Vi venter dog fortsat en gradvis, men kun langsom forbedring i løbet af 2009, og væksten vil næppe nå op på trend før 2011. Det er den finansielle krise, og deraf følgende stigende usikkerhed blandt virksomheder og forbrugere, som har ramt efterspørgslen i den indenlandske økonomi og på eksportmarkederne. De faldende energipriser og en bedring i USA vil sammen med den finanspolitiske stimulans og rentenedsættelser fra ECB bidrage til en positiv udvikling i Euroland. Vi forventer, at ECB vil sænke renterne yderligere, så den ledende rente er 1,5% ved udgangen af 1. kvartal.

USA: Mere hjælp på vej

Amerikansk økonomi er i øjeblikket i en af de dybeste og længste recessioner siden 2. verdenskrig. Selvom 4. kvartals BNP i 2008 var bedre end forventet, var den underliggende vækst i den private efterspørgsel elendig med markante fald i både privatforbrug, erhvervsinvesteringer og boligbyggeriet. En negativ spiral mellem stigende arbejdsløshed og faldende efterspørgsel ser ud til at have fået fat i økonomien, og der er brug for flere positive stød til økonomien for at få væksten tilbage i plus. Den gode nyhed er, at der er hjælp på vej. Præsident Obama har fremlagt et forslag til en finanspolitisk lempelse på \$819 mia., der både indeholder skattelettelser, indkomstoverførsler og offentlige investeringer. Vi venter, at den finanspolitiske lempelse vil have en signifikant effekt på væksten allerede fra 2. kvartal i år og dermed understøtte en stabilisering i økonomien og et blødt opsving, når vi går ind i sidste halvdel af året. Derudover kan den finansielle sektor se frem til yderligere en hjælpepakke, der ser ud til at blive væsentligt mere omfattende end den nuværende TARP-pakke.

Asien: Hård opbremsning, men lys forude

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. Umiddelbart kan det synes paradoksalt, at Asien bliver ramt så hårdt af den internationale finanskrisen, da banksektoren og boligmarkedet i Asien ikke direkte er så hårdt af finanskrisen, som det er tilfældet i USA og Europa. Forklaringen på nedturen i Asien er primært, at de asiatiske økonomier er meget åbne økonomier med stor eksport, og industrien derfor fylder forholdsvis meget i økonomierne. Derfor rammer den voldsomme nedgang i industriaktiviteten på globalt plan Asien ekstra hårdt. Herudover har det også ramt Asien hårdt, at den kinesiske økonomi har tabt pusten. I Kina begynder det heldigvis at lysne i takt med tegn på, at de store finanspolitiske lempelser begynder at virke. De seneste nøgletal tyder på en stabilisering i den kinesiske økonomi, og Kina kan meget vel blive den første af de store økonomier, som kommer ud af nedturen. Det vil være et stort plus for både Asien og den globale økonomi.

CEE: Krisen rammer arbejdsmarkedet

Recessionen har spredt sig til de central- og Østeuropæiske (CEE) økonomier, og det kan nu for alvor ses på arbejdsmarkedene, hvor ledighedstallene stiger hastigt. Selv om økonomierne har været under opbremsning i mere end et halvt år, så er det først for alvor i 4. kvartal, at de økonomiske nøgletal forværres, især forstærket efter kollapset af Lehman Brothers.

2009 bliver et hårdt år for CEE, og det betyder, at vi forventer stigende ledighed på tværs af regionen i hele året og sandsynligvis et godt stykke ind 2010 for en række af de mest ubalancerede økonomier. Den generelle opbremsning i Euroland betyder, at mange østeuropæiske arbejdere, der har søgt arbejde i rundt om i Europa, vender hjem. Det medfører stigende pres på ledighedskøen og de offentlige udgifter. Med udsigt til stigende ledighed i 2009 i hele regionen, er der også større risici for politisk og social uro, hvilket bliver vigtigt at følge.

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Energi			
Olje- og gastjenester			
Acergy	NO	K	44,8
Aker Solutions	NO	K	37,8
BW Offshore	NO	K	4,7
Fortum	FI	A	15,5
Fred. Olsen Energy	NO	K	181,5
Petroleum Geo-Services	NO	K	23,5
Prosafte SE	NO	K	27,5
Prosafte Production	NO	K	12,6
Seadrill	NO	K	61,9
Sevan Marine	NO	K	7,5
Subsea 7	NO	K	41,3
Olje og gas			
Neste oil	FI	A	11,2
Materialer			
Kemikalier			
Neste oil	FI	A	11,2
KEMIRA	FI	H	5,8
Novozymes	DK	H	385,0
Emballage			
Brodrene Hartmann	DK	K	80,0
Huhtamäki	FI	K	5,7
Metaller & Minedrift			
Norsk Hydro	NO	H	28,3
Outotec	FI	K	12,6
Outokumpu	FI	A	11,0
Rautaruukki	FI	H	15,9
Talvivaara Mining Co PLC	FI	K	196,3
Papir & Skov			
M-real	FI	R	0,5
Stora Enso	FI	R	5,1
UPM-Kymmene	FI	H	7,6
Industri			
Fly & forsvar			
SAAB	SE	K	83,8
Byggeprodukter			
Assa Abloy	SE	H	92,5
Flügger	DK	A	275,0
H+H International	DK	H	293,0
Rockwool International	DK	S	362,0
Uponor	FI	H	8,8
Anlæg og Maskinteknik			
FLSmidth & Co	DK	K	177,0
NCC	SE	R	55,5
Peab	SE	H	28,2
Per Aarsleff	DK	K	480,0
Pöyry	FI	H	9,1
Skanska	SE	A	76,3
Trelleborg	SE	H	47,1
YIT	FI	R	5,4
Elektrisk udstyr			
NKT Holding	DK	R	134,8
REC	NO	K	69,6
Schouw & Co	DK	H	87,0
Vestas Wind Systems	DK	K	288,0
Maskinindustri			
Atlas Copco	SE	R	68,3
Cargotec Corp	FI	H	8,7
Kone	FI	A	17,5
Konecranes	FI	H	15,0
Metso	FI	K	9,3
Morphic Technologies	SE	H	2,0
Opcon	SE	K	34,5
Sandvik	SE	H	52,0
Scania	SE	K	67,0
Seco Tools AB	SE	A	68,0
SKF	SE	A	82,8
Volvo	SE	K	40,6
Wärtsilä	FI	K	22,1
Handel og distribution			
Brdr A & O Johansen	DK	R	309,0
DLH	DK	H	24,5
Solar	DK	A	188,0
Sanistaal	DK	R	99,5
Erhvervsservice & -produkter			
Gunnabo	SE	S	18,0
Lassila & Tikanoja	FI	A	11,5
Niscayah	SE	K	7,8
Securitas	SE	A	70,3
Tomra Systems	NO	K	26,5

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Industri, fortsat			
Luftfart			
Finnair	FI	H	4,7
SAS Group	SE	K	36,3
Shipping			
A. P. Møller - Maersk	DK	A	32500,0
DFDS	DK	R	390,0
D/S Norden	DK	S	247,5
Mols-Linien	DK	R	57,5
D/S Torm	DK	H	72,0
Transport			
DSV	DK	K	61,8
Forbrugsvarer			
Reservelede			
Autoliv	SE	K	20,5
Nokian Tyres	FI	K	8,6
Varige forbrugsvarer			
Bang & Olufsen	DK	R	81,0
BoConcept	DK	H	91,0
Ekornes	NO	A	63,8
Electrolux	SE	K	70,0
Husqvarna	SE	K	37,8
Fritidsudstyr			
Amer Sports	FI	A	6,2
Tekstiler & Beklædning			
Bjorn Borg	SE	K	41,4
IC Companys	DK	S	46,8
New Wave Group	SE	R	8,6
Hoteller, Restauranter & Underhning			
Betsson	SE	R	83,3
PARKEN Sport & Entertainment	DK	H	507,0
Skistar	SE	H	78,0
Unibet	SE	K	125,0
Hoteller & Cruise Lines			
Royal Caribbean Cruises	NO	H	49,9
Medier			
Alma Media	FI	S	5,3
Sanoma	FI	A	9,5
Detailhandel			
Clas Ohlson	SE	H	69,8
Hennes & Mauritz	SE	K	345,5
Nobis	SE	K	19,0
Stormagasiner			
Stockmann	FI	A	11,1
Næring & Nydelse			
Supermarkeder			
Axfood	SE	K	170,0
Hakon Invest	SE	R	86,0
Kesko	FI	A	16,8
Drikkevarer			
Carlsberg	DK	K	182,3
Harboe	DK	K	113,0
Royal Unibrew	DK	R	130,0
Fødevarer			
AAK	SE	K	115,5
Atria	FI	R	10,7
Cermaq	NO	A	25,3
Danisco	DK	A	223,0
EAC	DK	S	190,0
HKScan	FI	A	5,0
Leroy Seafood Group	NO	H	40,7
Marine Harvest	NO	R	1,4
Orkla	NO	K	48,0
Tobak			
Swedish Match	SE	K	113,5
Sundhed			
Medicinalinstrumenter & -udstyr			
Coloplast	DK	A	399,0
Elektro	SE	K	98,3
Getinge	SE	A	116,8
William Demant Holding	DK	H	
Biotechnologi			
ALK-Abello	DK	A	478,0
Bavarian Nordic	DK	A	163,0
Curalogic	DK	IA	
Genmab	DK	K	260,0
Exiqon	DK	K	22,4
Karo Bio	SE	K	11,3
LifeCycle Pharma	DK	K	11,4
Neurosearch	DK	K	175,5
Q-Med	SE	H	30,8

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Sundhed, fortsat			
TopoTarget	DK	A	4,0
Farmaci			
Astrazeneca	UK	K	2584,0
Lundbeck	DK	A	125,5
Meda	SE	AS	58,3
Novo Nordisk	DK	H	307,5
Orion Corporation	FI	R	13,0
Finans			
Banker			
Amagerbanken	DK	H	29,5
Danske Bank	DK	IA	52,5
DNB Nor	NO	K	26,5
Fionia Bank	DK	S	29,0
Jyske Bank	DK	S	129,5
Nordea	SE	H	48,7
Ringkjøbing Landbobank	DK	K	380,0
SEB	SE	H	46,0
Spar Nord	DK	S	47,1
Svenska Handelsbanken	SE	S	110,0
Swedbank	SE	H	30,2
Sydbank	DK	H	75,5
Vestjysk Bank	DK	H	58,0
Forsikring			
Alm. Brand	DK	A	84,5
Sampo	FI	H	12,5
Topdanmark	DK	K	680
TrygVesta	DK	A	349,0
E-Services			
Tradedoubler	SE	A	25,9
IT-konsulenter			
Columbus IT Partner	DK	H	2,6
EDB Business Partner	NO	R	12,5
HiQ International	SE	A	21,6
Semcon	SE	K	13,0
Teleca	SE	H	3,1
TietoEnator	FI	K	9,6
Software			
Atea	NO	K	16,4
Cision AB	SE	H	2,7
Netop Solutions	DK	H	34,7
IBS	SE	H	8,0
Macconomy	DK	H	6,0
Opera Software	NO	K	20,5
Orc Software	SE	H	92,0
Simcorp	DK	K	610,0
Kommunikationsudstyr			
Eltek	NO	S	1,2
Ericsson	SE	H	70,4
GN Store Nord	DK	K	12,8
Nokia	FI	S	10,5
Tandberg	NO	K	96,3
RTX Telecom	DK	R	14,5
Throne & Thrane	DK	A	151,5
Boligudvikling			
JM	SE	R	46,8
Telekommunikation			
Telekommunikationsydelse			
Elisa	FI	A	12,7
Telia2	SE	A	74,3
Telenor	NO	A	42,6
TeliaSonera	SE	A	37,2

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	Forventet 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 kompromittere 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.