

2010-2019: UDFORDRINGERNES ÅRTI

Mange flere vil have

EN BID AF KAGEN

TRENDS OG TEMAER I 2010:
BRIK, RÅVARER, IT, CLEAN TECH

AKTIESTRATEG:
AKTIEMARKEDET
ER I VENTEPOSITION

SMÅ GENERATIONER PRESSER
BOLIGPRISERNE I 10'ERNE

GRÆKENLAND OG
ØMU-PROJEKTET VAKLER

TEMA: UDFORDRINGERNES ÅRTI

06

Udfordringernes årti

90'erne er blevet kaldt Overflodens Årti. 00'erne er blevet kaldt Overdrivelsesnes Årti. Nu er vi i 10'erne, som er indledningen til Knaphedens Tidsalder – og 10'erne bliver i den grad Udfordringernes Årti.

10

Aktiemarkedet har mistet pusten

Aktiestrateg Morten Kongshaug mener, at forventningerne ikke står mål med de økonomiske realiteter. Aktiemarkedets korrektion fortsætter en rum tid endnu.

13

Trends og temaer i 2010

Det bliver et svagt år på det brede aktiemarked, som kalder på en overvejende defensiv portefølje. Men der er stadig gode muligheder for pæne afkast via selskaber, som nyder godt af de stærke trends og tendenser, vi tror vil være fremtrædende i 2010. Det handler om BRIK, råvarer, IT og Clean Tech.

26

Grækenland og det vaklende ØMU-projekt

Opfinderen af demokratiet for 5.000 år siden og hjemstedet for idéer og filosofi, der har præget Europa i meget stor grad, betaler nu regningen for mange års mangel på økonomisk disciplin. Men andre af fordums tiders stormagter – Italien, Spanien og Portugal – gør det samme og medvirker til at stille spørgsmålstegn ved euroens fremtid.

1,47 mia.

Så mange mennesker er den globale arbejdsstyrke reelt blevet forøget med siden Sovjets kollaps, Indiens øgede internationale fokus og Kinas overgang til markedsøkonomi.

LÆS OM UDFORDRINGERNES ÅRTI · SIDE 6-9

04 Kort nyt

Kina og videnskab, børsbobler og mindre regn.

12 Aktivallokering er vigtig

Er det held eller dygtighed, der ligger bag de bedste porteføljeforvalteres afkast?

12 Køb en put-option på DAX-indekset

Tjen penge på fortsat korrektion med begrænset tabsrisiko.

18 Fusioner og opkøb vil stige i 2010

Dog ikke i nær samme omfang, som i 00'erne. Men også på dette område markerer Kina sig i stigende grad.

20 Gældsbyrder og nedgearing

Overdrivelserne i 2010 blev finansieret af låntagning i stor stil, især i husholdningerne. Dette vil lægge en dæmper på efterspørgselen i flere år, og presset øges på statskasserne.

21 Små generationer af potentielle førstegangs-købere vil presse boligpriserne i dette årti

22 Aktier

Accenture, Novartis, Meda, FLS

24 Slut med skattefrie kursgevinster for private

Adfærdsmønstret ændres fremover – og under alle omstændigheder bliver obligationsinvestering nemmere at overskue for private investorer.

25 Renterne forventes at stige i 2010

Opsvinget bider gradvist mere fast og Danske Research tror, at der vil være basis for at begynde at hæve de unormalt lave renter i andet halvår.

28 Selvpensioneringskonti kan udbetales skattefrit

29 Nye skattemæssige begreber for aktier

30 Skat af aktier i investeringselskaber

31 Pas på 30-årige 4 procentslån

32 Aktier nedsættes fra Overvægt til Neutral

PHOTO

INVESTERING udkommer 10 gange årligt. Hensigten med magasinet er at give primært bankens investeringsaktive privatkunder et godt overblik over de mest aktuelle investeringsmuligheder og anbefalinger og samtidig skabe den bedst mulige indsigt i andre emner af økonomisk karakter.

Udgiver: Danske Bank · Holmens · Kanal 2-12 · 1092 København K · Telefon 33 44 00 00

SWIFT: DABADKK www.danskebank.dk/kontakt · Redaktion: Niels Adelmærk (ansvarshavende)

og redaktør Flemming Østergaard · Redaktion afsluttet den 9. februar 2010 · Grafisk design og

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

sendt til flste@danskebank.dk · Forside: Shutterstock

FASTE RUBRIKKER:

33 Modelporteføljer for obligationer

34 Verdensøkonomien – kort fortalt

35 Aktieoversigt



The significant problems we face cannot be solved at the same level of thinking we were at when we created them.»

ALBERT EINSTEIN · TYSKFØDT TEORETISK FYSIKER · 1879-1955



Kunsten at dele en kage

LEDER

Vi er gået ind i et nyt år, men krisen har vi ikke sagt farvel til endnu. Det er endnu usikkert, om opsvinget i løbet af året bliver så stærkt, at det kan køre uden støtte fra penge- og finanspolitik.

Ser man på aktiemarkedet i øjeblikket, så er det gået i venteposition. Indtjeningen i andet halvår af 2009 har været ganske imponerende, men fremgangen er først og fremmest skabt af omkostningsbesparelser. Nu er vi i en fase, hvor investorerne ikke kan få sig selv til at købe aktierne yderligere op, før de ser en fremgang i omsætningen, der gør indtjeningsforventningerne til 2010 realistiske.

Et voldsomt forstyrrende element på de finansielle markeder lige nu er Grækenland og euroen. Selv om det er svært at forestille sig grækerne smidt ud af euroen, så har spekulationerne om landet og euroens fremtid medvirket til at bringe frygten og risikoaversionen tilbage i markedet. Sandsynligheden taler for, at støtteerklæringer fra EU kombineret med detaljerede planer for en græsk hestekur vil kunne genetablere tilliden i den kommende tid. - men det afgørende er grækernes eget udspil.

På vej ind i Knaphedens Tidsalder

Afskeden med 2009 var også afsked med et årti, og det giver anledning til at reflektere lidt over de to seneste. *Overflodens Årti* blev 90'erne kaldt af nogen. Der var stigende indkomster over hele verden, kapitalmarkederne kanaliserede endeløse strømme af penge og investeringer og teknologiske kvantespring inden for informationsteknologien betød, at enorme mængder af information nu var tilgængelig til lave priser eller endda gratis. Den kolde krig var endegyldigt slut, og politik handlede meget om værdier - f.eks. abort og våbenlovgivning i USA og stor international fokus på menneskerettigheder.

Så kom 00'erne, som er blevet kaldt *Overdrivelsens Årti*. Årtiet blev indledt med IT-boblens kollaps og efterfølgende meget ekspansiv pengepolitik for at mindske de økonomiske konsekvenser. Overdreven låntagning og spekulation byggede en ny boble op, der som bekendt også kollapsede.

Lige før finanskrisen skabte ragnarok, fik vi et kig ind i en udfordring, som vil karakterisere det næste årti. Både olieprisen, fødevarerpriser og mange råvarepriser satte verdensrekorder i sommeren 2008.

Baggrunden var ikke den højeste vækst i de rige lande i 30-40 år, men derimod de store udviklingsøkonomiers voldsomme vækst - især Kinas, som overraskede alle. Den vækst vil fortsætte i mange år endnu, og det sluger råvarer og ressourcer.

Vi er på vej ind i *Knaphedens Tidsalder*, og 10'erne bliver *Udfordringernes Årti* - en dekade med et væld af enorme udfordringer. En af de slemme er flere mennesker om knappe ressourcer. Det varslar ikke umiddelbart godt. Når krybben er tom, bides hestene.

Er det globale politiske system i stand til at håndtere sådanne udfordringer? Ikke hvis man skal

bedømme ud fra samarbejdsviljen omkring den fælles udfordring på COP15. Det var i den grad et møde mellem selvhævdende nationer, som ikke ville byde ind på fællesskabet på bekostning af nationale interesser.

Men den tankegang er forældet i en globaliseret verden, påpeges det i en ny rapport - *Confronting the Long Crisis of Globalization* - af den amerikanske tænketank, Brookings Institution. Den slags problemer, som regeringer i stigende grad vil stå overfor, vil blive langt mindre forudsigelige end i »gamle dages« rivalisering mellem stormagter. Presset fra demografi, klimaændringer og økonomiske magtskifter bygges op gennem længere tid - og vil så forårsage pludselige skift.

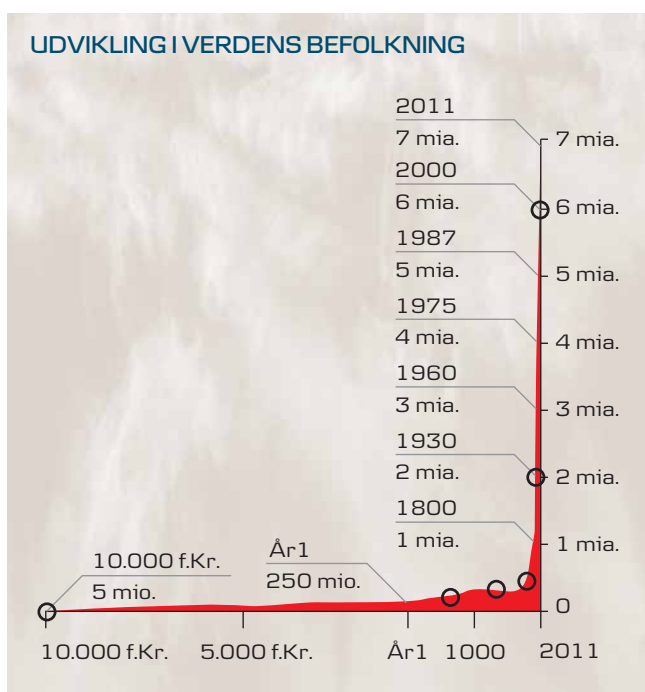
Forfatterne bag rapporten hævder, at det nuværende globale system er dårligt designet til en sådan verden. Den måde, som stater håndterer nye trusler på, er alt for unuanceret, nærmest anti-holistisk. Som et FN-panel sagde i 2004 »finansministre har en tendens til kun at arbejde med internationale finansielle institutioner, udviklingsministre kun med udviklingsprogrammer.«

Forfatterne siger, at det, der er brug for, ikke blot er at ændre institutionerne og deres arbejdsmetoder og tilgang, men et helt nyt tanke-mønster. Regeringer bør tænke mere på at reducere risiko og øge modstandsdygtigheden over for chok end på at styrke deres egen nations suveræne magt. Magt er nemlig ifølge forfatterne ikke den bedste måde for stater at forsvare dem selv imod en ny slags trussel på - nemlig den slags, der ikke kommer direkte fra andre stater, men netværk af stater og aktører uden statslige interesser - eller fra de utilsigtede konsekvenser af globale finansstrømme, teknologi osv. på globaliseringens grænseoverskridende præmisser.

I praksis efterlyser rapporten internationale institutioner i stil med FN's klimapanel IPCC. Organer, der bruger teknisk ekspertise og tilvejebringer dokumentation for udviklingstendenser, som skal fremme staters forståelse og anerkendelse af fælles problemstillinger og kræver koordineret samarbejde.

Skal vi kunne kigge tilbage på 10'erne som det årti, hvor vi formåede at løfte udfordringerne, så vil samarbejde have været den afgørende ingrediens. Der er kage nok til alle - men vi skal dele. ■

UDVIKLING I VERDENS BEFOLKNING





Kina satser kraftigt på uddannelse og universiteterne sender mange millioner nye kandidater ud hvert år. Her et glimt fra en jobmesse fra Wuhan University i Wuhan, i marts 2009, som tiltrak 20.000 kandidater.

Kina stormer frem i videnskaben

Siden 1981 er videnskabelige artikler fra kinesiske forskere i akademiske tidsskrifter vokset med en faktor 64.

NÆSTEN UBEMÆRKET, i hvert fald for den brede offentlighed, er Kina blevet verdens næststørste producent af videnskabelig viden, kun overgået af USA. Men fortsætter denne udviklings imponerede hastighed, så må også amerikanerne se sig distanceret inden 2020. Med det resultat, at verden vil se noget anderledes ud. Æraen med historisk videnskabelig dominans af Nordamerika og Europa vil være slut, og en ny verdensorden vil tage form også på dette område.

Statistik fra OECD viser, at Kinas bruttoudgifter til forskning og udvikling mellem 1995 og 2006 er vokset med 18 pct. årligt, langt mere end noget andet land. Kun USA og Japan bruger stadig flere penge i absolutte termer hvert år på forskning og udvikling end Kina.

På universiteterne er set en tilsvarende udvikling. Antallet af studerende på videregående uddannelser i Kina er i dag 25 mio. mod 5 mio. for ni år siden. Kina har nu 1700 institutioner med højere uddannelser.

Effekten af Kinas massive indsats på uddannelse og forskning afspejler sig i 10.500

videnskabelige journaler fra hele verden. I 1998 tegnede Kina sig for 20.000 artikler årligt. I 2009 var tallet over 120.000 artikler, kun overgået af USA's 350.000. Hvis man sammenligner denne vækst med USA's, som var 30 pct. flere artikler i det forgangne årti, så er det tydeligt, at Kina er på vej ind i den videnskabelige verden med enorm hast.

Bemærkelsesværdigt er det også, at Kina spreder sin forskning. Ikke uventet er verdens største industrination primært fokuseret på de fysiske videnskaber og ingeniørvidenskab, men der foregår et hastigt skifte ud af den gamle økonomi og ind i nye områder.

Kina producerer i dag 10 pct. af verdens publikationer inden for ingeniørvidenskab, computervidenskab og geovidenskaberne, herunder mineraler. Landet tegner sig også for 20 pct. af verdens forskningsresultater i materialevidenskaber, med en førerposition i kompositmaterialer, keramik og polymerisk videnskab og en stærk tilstedeværelse i krystallografi og metallurgisk ingeniørvidenskab. Implikationerne for fremtidig industriel udvikling er enorme, skriver tidsskriftet New Scientist, idet Ki-

na er i gang med en transformation fra fremstillingsøkonomi til vidensøkonomi, baseret på forskning fra landets egne institutioner.

Landbrugsmæssig forskning ekspanderer også, idet Kina har anlagt en videnskabelig tilgang til landets enorme udfordringer på fødevareområdet. Den relativt lille andel i forskningen i molekylærbiologi og beslægtede områder – omkring 5 pct. – har pludselig fået en investeringsfokus også. Hvis vækst i de biomedicinske videnskaber kommer til at blive lige så hurtig og substantiel som i andre videnskabelige grene, så vil Kinas påvirkning af gen- og proteinforskning blive meget markant.

Kvantitet er naturligvis ikke ensbetydende med kvalitet. At Kina er blevet så fremtrædende inden for videnskaben målt på antallet af videnskabelige artikler, siger ikke i sig selv tilstrækkeligt om kvaliteten, selv om der er ret strenge kvalitetskrav og »review« af eksperter ved publicering af artikler i de videnskabelige tidsskrifter. Men her er det væsentligt at bemærke Kinas voksende videnskabelige samarbejde med andre lande, som er kendt for den høje kvalitet af deres videnskab. Næsten ni pct. af artiklerne, som kommer fra kinesiske institutioner har en USA-baseret medforfatter, og andelen af japanske, britiske og andre europæiske medforfattere vokser også. Samarbejde med Sydkorea og Singapore er tredoblet i 2004-2008 og også australske forskere inddrages i stigende grad i relationer med kineserne.

Også Brasilien har haft en imponerende ud-



Forurening reducerer regnmængden i Kina

HØJE NIVEAUER af luftforurening har reduceret mængden af lette regnfald i det østlige Kina med næsten 25 pct. over de seneste 50 år. Det er konklusionen i en international analyse foretaget af amerikanske og kinesiske forskere. Den mindre regnmængde har en negativ effekt på landbrug, den offentlige sundhed og miljøet i Kinas tættest befolkede region. Smog, røg, og luftbårne partikler reducerer størrelsen af regndråber i atmosfæren. Jo mindre dråberne er, desto sværere er det for dem at samle sig i regnskyer. Forskernes teori er derfor, at regndråberne i nogle tilfælde er så små, at de dermed ikke falder ned som regn. ■

vikling inden for forskning de seneste tre årtier, især inden for landbrug, sundhed, miljøvidenskab og biovidenskaber. I 1981 var de videnskabelige artikler fra Brasilien kun en syvendel af Indiens, men i 2008 var mængden vokset til 30.000 mod Indiens godt 38.000.

Indien har ligesom Kina mange forskere i udlandet, men når de vender tilbage til hjemlandet går de fleste ind i erhvervslevet frem for forskning.

»I Indien er der en meget dårlig forbindelse mellem high-tech selskaber og den lokale forskningsbase. Selv »the Indian Institutes of Technology«, de højeste institutioner i systemet, finder det vanskeligt at rekruttere til topfakulteterne,« sagde James Wilsdon, science policy director ved Royal Society for nylig til Financial Times. Indiens akademiske problem afspejler sig i Indiens dårlige placering af landets universiteter i internationale sammenligninger.

Rusland klarer sig også dårligt på den akademiske front, og producerede færre artikler end både Indien og Brasilien i 2008 – en voldsom nedtur siden Sovjets fald. For 20 år siden var Rusland en videnskabelig supermagt og leverede flere videnskabelige artikler end Indien, Kina og Brasilien tilsammen. Den videnskabelige talentmasse er intakt i dag, men efter Sovjets kollaps har der været en massiv reduktion i statsstøtten til forskning og udvikling. ■

Pas på boblerne ...

VÆKSTEN I 00'ERNE var i BRIK, og væksten i 10'erne vil også finde sted der. Det ved alle investorer. De ved også, at risikoen i BRIK er meget mindre end for 10-20 år siden og likviditeten er meget større. Så der er ingen tvivl: Som investor må man nødvendigvis placere en betydelig del af pengene i BRIK og andre udviklingsøkonomier med primær fokus på brikkerne.

Men når alle løber i samme retning, er det et advarselssignal i sig selv. Og flere akademiske undersøgelser har påvist, at der ikke er nogen positiv korrelation mellem BNP-vækst og aktiemarkedsafkast. Den mest kendte er professor Jay Ritters fra University of Florida i 2004, hvor han undersøgte 100 års data for 16 forskellige lande. Hans konklusion var klar: Lande med højt vækspotentiale tilbyder ikke gode investeringsmuligheder, medmindre valueringen er lav.

Kendsgerningen er jo, at man ikke køber aktier i BNP som sådan. Man køber aktier i virksomheder i umodne, hurtigt voksende økonomier, men de selskaber, der ender som de store vindere, findes måske slet ikke endnu. Det er Japans økonomiske mirakel et godt eksempel på. I 50'erne var der mere end 100 motorcykelproducenter. Men med tiden forsvandt de fleste, og en af de absolutte vindere blev Honda, et selskab, der først kom på banen længe efter, at motorcyklen var opfundet, og der var et mylder af konkurrenter.

Der findes masser af andre eksempler på, at det er sjældent man i starten af en massiv væksttrend er i stand til at spotte de langsigtede vindere. Google fik ikke meget opmærksomhed, da IT-euforien var på sit højeste omkring årtusindskiftet – selskabet blev først børsnoteret i 2004. Warren Buffett nævnte i et berømt interview med Fortune tilbage i 1999 et andet eksempel med bilindustrien. I bilens barndom var der mindst 2.000 bilproducenter. I dag er der ikke mange tilbage – i USA kun 3, GM, Ford og Chrysler – og kun Ford har overlevet finanskrisen uden støtte.

Selvfølger er der store muligheder for at tjene penge undervejs i en vækstfase, hvad enten det er ny teknologisk revolution eller en udviklingsøkonomi, der haler hurtigt ind på de

rige lande. Det gælder ikke mindst i den første del af højvækstfasen, hvor der hersker en nærmest euforisk stemning. Det har vi set før med teknologiske revolutioner. Vi har set det i landeskala med Japans mirakeløkonomi, der rejste sig med ekstrem hastighed efter 2. verdenskrig. Og nu ser vi det på landeskala igen i et omfang, der ændrer den verdensorden, der har præget det meste af det 20. århundrede.

Er valueringerne så lave nok i udviklingsøkonomierne til at tilbyde gode investeringsmuligheder? Der er mange gode investeringsmuligheder, men i Kina er det muligvis vanskeligere at finde dem. På dets top i 2007 handlede Shanghai A-indekset til over 7 gange den indre værdi, langt over de 5, som blev nået af Japans Nikkei-indeks på toppen for 20 år siden.

Efter en halvering siden 2007 er de kinesiske aktier ikke længere helt så dyre. Men A-aktierne, som stort set er de eneste, som kineserne selv må købe og derfor har en helt skæv prisfastsættelse, handles til en P/E på 50, baseret på 10-års gennemsnitlig indtjening. H-aktierne, noteret i Hong Kong, er dem, som udlændinge kan investere i, og de er prissat »normalt«. Aktuelt til en forward P/E på 16,5 for 2010-indtjeningsforventninger og en Kurs/Indre værdi på 2,5 – ikke billige aktier, men dog heller ikke bobbel-niveau endnu. Men kollapseder A-aktierne, vil det også ramme H-aktierne i et vist omfang.

Bobbeltegn er nemmere at se på ejendomsmarkedet. I Japans bobbelperiode toppede priserne på lejligheder på 12-15 gange den gennemsnitlige husstandsindkomst. I større kinesiske byer, er dette tal på 15-20. Den største forvrængning i kinesisk økonomi er måske eksplosionen i faste aktivinvesteringer, som nu svarer til 50 pct. af BNP. Til sammenligning har Japan i dets mirakelår i 80'erne fulgt op på sine høje vækstrater som minde om Kinas i dag med investeringer på 30-35 pct. af BNP.

Dette er ikke en historie om, at man skal holde sig langt fra Emerging Markets. Blot en påmindelse om, at højvækstperioder altid ender med at skabe bobler på børsmarkederne – og de brister altid. Men hvornår ved ingen. ■

I DET FORGANGNE ÅRTI GIK DET GODT PÅ AKTIEMARKEDERNE I BRIK (AKTIEINDEKS)

RUSLAND	BRASILIEN	INDIEN	KINA
802%	301%	249%	140%

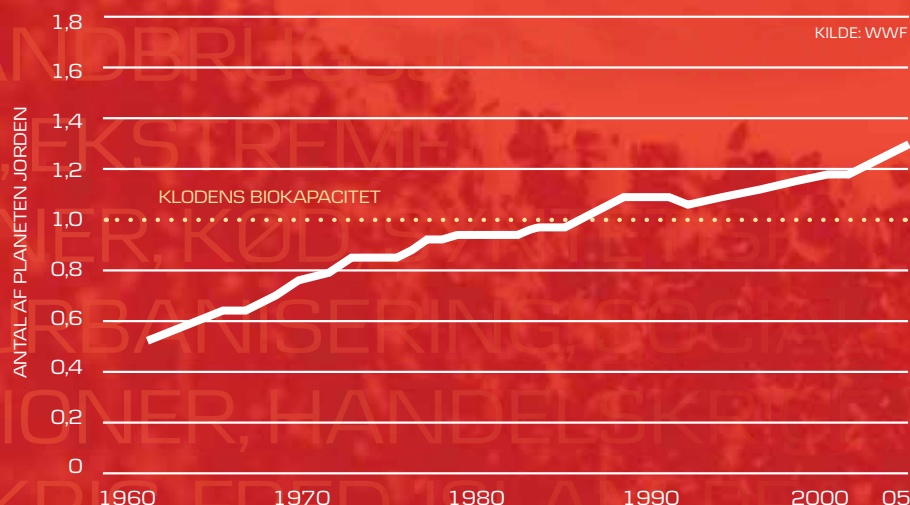
» The market can stay irrational longer than you can stay solvent.«

JOHN MAYNARD KEYNES • BRITISK ØKONOM • 1883-1946

METALLER, MINERALER, VAND, AFSKOVNING, KLIMAFORANDRINGER, TØRKE, OVERSVØMMELSER, ORKANER, STIGENDE VANDSTAND I HAVENE, OVERFISKERI, ALDENDENDE BIODIVERSITET, BEFOLKNINGS EKSPLOSION, OLIE, GAS, KUL, URAN, FORURENING, KONFLIKTER, PROTEKTIONISME, INNOVATION, TEKNOLOGI, RESSOURCER, EFFektivitet, GLOBALT SAMARBEJDE, LEDERSKAB, GLOBAL NEW DEAL, FLYGTNINGESTRØM, INDVANDRING, ALDRENDENDE BEFOLKNINGER, STIGENDE LEVELEVELSE, VINDENERGI, SOLENERGI, FUSIONSKRAFT, ATOMKRAFT, VANDKRAFT, BØLGEENERGI, TIDEVANDSENERGI, JORDVARMEN, FOTOSYNTETISKE

Der er flere måder at anskue på, hvordan mennesket æder af »kagen«. WWF beregner løbende menneskets økologiske fodaftryk, som udtrykker vores resourceforbrug og forurening i forhold til biokapitetens regenereringsevne. Tallet oversteg 1 i slutningen af 80'erne og har siden været jævnt stigende - hvilket udtrykker, at vi i dag tærer af Jordens naturkapital frem for at nøjes med »renterne«. Med udviklingsøkonomierne i en hastig udvikling mod vestlig levevis tyder alt på, at belastningen af naturen vil vokse dramatisk de kommende årtier. Hvis alle folkeslag satte et økologisk fodaftryk som amerikanerne, ville det kræve fem jordkloder. Hvis alle kopierede danskerne levevis, ville det »kun« kræve tre.

MENNESKETS ØKOLOGISKE FODAFTRYK · 1961-2005



2010-2019

UDFORDRINGERNES ÅRTI

Et tæt globalt samarbejde, stærke politiske ledere og ikke mindst revolutionerende teknologiske fremskridt er, hvad der kræves for at imødegå de enorme udfordringer, der venter os i dette årti – indledningen til en periode, som også er blevet døbt »The Age of Scarcity« – *Knaphedens Tidsalder*.

VI ER I KNAPHEDENS TIDSALDER

COP15 BLEV EN FUSER. Selv om det var et topmøde af hidtil usete historiske dimensioner med deltagelse af så mange statsledere. Det var nok også for meget at forvente, at man i hængedyndet efter den værste globale krise siden 2. verdenskrig kunne få alverdens statsledere til at forpligte sig juridisk – for sådanne forpligtelser vil koste penge. At det på sigt ville blive en økonomisk gevinst for samfundet og de kommende generationer spiller en mindre rolle for de aktuelle magthavere, som til den tid vil være skiftet ud forlængst.

»Fjenden« – de meget omtalte klimaforandringer, som topmødet handlede om – er åbenbart ikke tydelig nok endnu til, at man kan forme internationalt allierede styrker til at bekæmpe den. Vi hører om den, læser om den, fornemmer den, ser tegn på den rundt omkring med bl.a. usædvanligt mange vejrmæssige ekstremer og rekorder i det seneste årti og slående forskningsresultater, der dækker over de seneste 400.000 år – men det kan jo alltsammen være tilfældigheder. Normalt stoler vi ganske vist på videnskaben, men ikke lige i dette tilfælde ...

Man kan undre sig over, at der i debatten ikke er mere fokus på de helt åbenlyse fordele ved at gå over til alternative energikilder frem for de fossile. Det er trods alt begrænsede ressourcer, som på et tidspunkt er brugt op. Ganske vist bliver man til stadighed bedre til at udvinde eksempelvis olie fra svært tilgængelige områder, men det er også dyrt og vil kræve oliepriser, som vi ikke har lyst til at leve med.

Forandringernes årti

Men lad os lige kaste et blik tilbage på det forgangne årti. Det var et årti præget af store forandringer. Absurde økonomiske overdrivelser og efterfølgende kollaps i de rige landes finanssystemer og økonomier forstærkede den kurs mod en ny verdensorden, som egentlig blev grundlagt i det foregående årti, 90'erne.

Dengang havde informationsteknologien sin opblomstring, og var en gedigen samfundsrevolution med store effektivitets- og produktivitetsgevinster til følge, nye forretningsmodeller og et væld af innovative tiltag. Det var også perioden, hvor Muren faldt, Sovjetunionen og hele østblokken kollapsede og grænserne til Østeuropa blev åbnet på vid gab. Et-parti styret i Kina så lyset og gik over til en markedsorienteret økonomi. Indien skiftede også spor – fra tilfredshed med selvforsyning til en langt stærkere international fokus. Forandringerne i disse tre store regioner gjorde, at der i realiteten blev skabt vestlig adgang til en billig arbejdsstyrke på 1,47 mia. mennesker – en *fordobling* af den globale arbejdsstyrke.

Dette skabte grunden for en voldsom globalisering og outsourcing de seneste to årtier med særlig styrke i det sidste – og det har betydet, at den vestlige verden har kunnet opretholde en høj vækst og et enormt forbrug uden den sædvanlige irriterende følgesvend – inflationen.

Pres på ressourcerne

Men den slags varer ikke evigt. I sidste del af den seneste højvækstfase fik vi en forsmag på næste fase af udviklingsøkonomiernes avan-

cement. Rekordhøje råvarepriser. Den voksende velstand i de store udviklingsøkonomier og hele catch-up processen indebærer en massiv udbygning af den indenlandske økonomi på mange områder, ikke mindst infrastrukturen og en stærkt stigende urbanisering, og den slags sluger råstoffer lige fra metaller og vand til mineraler og de famøse fossile brændstoffer. Og befolkningen oplever også en stigende velstand, som gør dem i stand til at købe en daglig kost baseret på mere kød (fødevarekrisen kommer igen) og enorme mængder af forbrugsvarer og -goder. Goldman Sachs estimerer, at den globale middelklasse omkring 2030 vil være vokset med to mia. mennesker.

The Age of Scarcity

10'erne bliver med andre ord et årti præget af stigende efterspørgsel efter knappe ressourcer, og den slags skaber historisk set konflikter. Ikke nødvendigvis af den væbnede slags, men det er let at forestille sig, at protektionistiske tiltag i mange forskellige former bliver

2 mia.

Så meget estimerer Goldman Sachs, at den globale middelklasse vil være vokset med i 2030.



POLIFOTO

1/4

af alle personer på kloden under 25 år, vil i 2025 være afrikaner.

udbredt i 10'erne. Det vil ske på enkelt-stats niveau, men det vil også ske i form af forskellige alliancer af lande, der går sammen om bestemte mål.

Protektionisme er naturligvis ikke nogen løsning. Løsningerne skal komme fra markeds kræfterne – gerne med massiv statsstøtte (egentlig også en slags protektionisme), og det skulle være mærkeligt, om ikke nogle lande, måske også i form af tværnationale alliancer, i stigende grad begynder at støtte udviklingen af f.eks. alternativ energi. Dels fordi forretningspotentialer er enormt, men i højere grad også fordi selvforsyning med energi har åbenlyse sikkerhedsmæssige fordele.

Nogen har kaldt den periode, vi er på vej ind i, for »The Age of Scarcity« – *Knaphedens Tidsalder*. IEA, olieindustriens tænketank, har estimeret, at olieproduktionen globalt vil toppe (Peak Oil) i 2020. Antimon (bruges i semiconductors) vil toppe i 2020-2040; tantal (kondensatorer og resistorer) i 2025-2035; zink i 2025-2035 – listen fortsætter og omfatter også vandressourcer og skovområder for ikke at nævne biodiversiteten. Pointen er, at vores nuværende livsstil, som i stigende grad kopieres af udviklingsøkonomierne ganske

enkelt ikke er holdbar. Man kan ikke blive med at bruge ressourcer uhæmmet i et lukket system, som Jorden nu engang er.

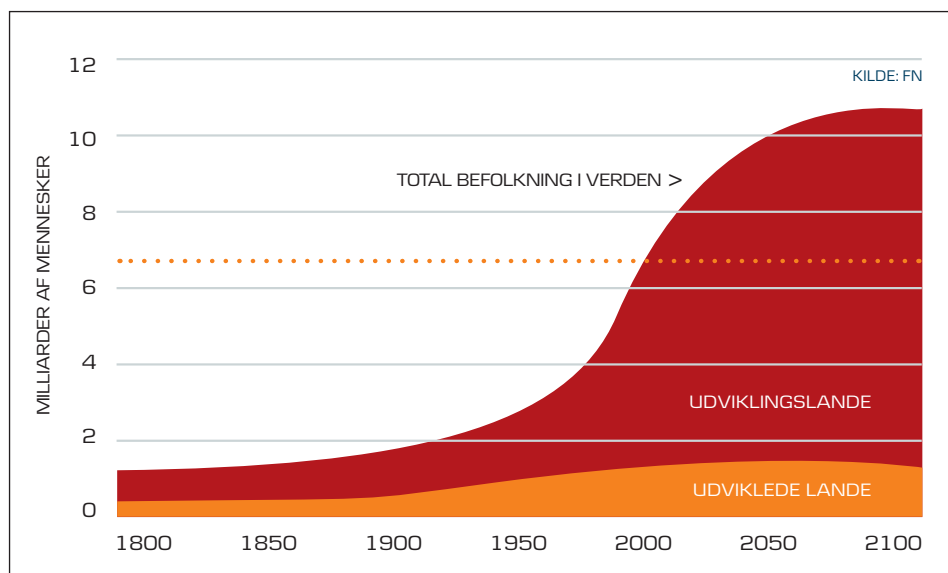
Igen skal løsningerne komme fra markeds kræfterne – velmenende opfordringer til befolkningerne om en ændret livsstil forslår ikke. I takt med, at priserne på de knappe ressourcer stiger, vil prismekanismerne stimulere udvikling af nye teknologier, som handler om mere effektiv ressourceudnyttelse. Sådanne teknologier bliver utvivlsomt et af de helt store temaer i »The Age of Scarcity«. Hvad enten det handler om elbiler, der kan køre fle-

re km på en opladning; mere føde pr. hektar landbrugsjord eller mindre mineralindhold i elektroniske komponenter, så vil prismekanismerne på de frie markeder naturligt sørge for at holde vores fokus mod en mere bæredygtig økonomi. Om markeds kræfterne så er tilstrækkelige til at sikre en udvikling af teknologiske løsninger, der er hurtig nok, vil tiden vise. Massiv statsstøtte vil være ønskværdig, men statskasserne vil være under pres i dette årti (og det næste, og det næste, og ...).

Uanset hvad fortsætter den teknologiske udvikling med imponerende vækstrater. Historien viser, at teknologiske ændringer over tiden ikke er karakteriseret af en lineær sammenhæng men derimod en eksponentiel. Som fremtidsforskeren og videnskabsmanden Ray Kurzweil påpegede omkring årtusindskiftet, så betyder det, at dette århundrede ikke vil betyde 100 års teknologisk udvikling i det tempo, som var gældende, da vi gik ud af det 20. århundrede. Når vi kigger tilbage på det 21. århundrede, vil vi snarere kunne se 20.000 års udvikling, hvis vi anskuer det med år 2000-hastigheden.

Væksten er flyttet til udviklingsøkonomierne

Det bliver ikke et årti med buldrende vækst i de rige lande. Gælden er ganske enkelt blevet for tyngende en faktor. Den private gæld må nedbringes over en årrække, hvilket hæmmer efterspørgselen, og den offentlige gæld er så stor allerede og vil vokse yderligere fremover, så regeringerne ikke kan levere de nødvendige stimulanser. Væksten er flyttet til Emerging Markets, især Asien, og udover, at det fører til



FN's befolkningsprognose. Vi er i 2010 lige under 7 mia. mennesker. For 80 år siden var vi 2 mia.



A pessimist sees the difficulty in every opportunity; an optimist sees the opportunity in every difficulty.»

WINSTON CHURCHILL . ENGELSK PREMIERMINISTER [1940-45/1951-55]

pres på ressourcerne, så betyder det også, at udviklingsøkonomierne truer de rige lande på en anden front. Viden og innovation.

Allerede i dag finder outsourcing af vidensrelaterede jobs sted i stor stil til Asien, og regionen har en voldsom vækst inden for uddannelse, videnskab og innovation. Det sker i en hast og et omfang, så vi i Vesten snart må spørge os selv, hvad det egentlig er, vi kan gøre bedre. Hvis svaret er »ikke noget«, kan vi så gøre os realistiske forhåbninger om fuld beskæftigelse igen – uden at pille ved lønniveauet? Her er der også grobund for protektionisme ...

Og så har vi ikke engang nævnt problemerne med små arbejdsstyrker og aldrende befolkninger i de rige lande. I 2000 var der knap 4 i arbejde for hver person over 65 år i de rige lande. I 2020 vil tallet være 2,7. Europa-Kommissionen har beregnet, at denne demografiske effekt vil koste 2,2 pct. af nationalindkomsten (BNP + renter og øvrige formueindtægter fra udlandet) i pensionsydelse. Og IMF har estimeret, at nutidsværdien af omkostningerne ved finanskrisen kun svarer til 10 pct. af omkostningerne ved den fremtidige aldring af befolkningerne.

Apropos befolkning, så siger prognoserne, at frem mod 2100 vil vi blive fire mia. mennesker flere på kloden fra knap syv mia. i dag. Næsten hele denne befolkningstilvækst vil finde sted i udviklingsøkonomierne. Allerede i 2025 vil vi være knap en mia. mennesker flere – og hver fjerde person på kloden under 25 år vil til den tid være afrikaner. I lyset af den fortsat enorme globale økonomiske ulighed og udsigt til, at netop de fattige regioner, herunder Afrika, bliver hårdest ramt af klimaforandringer, så er der lagt op til enorme flygtningestrømme ...

Kan vi klare det?

Kan vi klare alle disse udfordringer på en smart måde? Det er svært at sige. Kendsgerningen er, at der er brug for et internationalt samarbejde – et samarbejde, der overgår de allierede styrkers under 2. verdenskrig.

Historien har gang på gang vist, at verdenshistorien kan ændre sig drastisk, når menneskeheden bevæger sig i flok. Men den har i sand-

hed også vist, at vi – som de flokdyr vi nu en gang er – har brug for stærke ledere, der tør tage udfordringen op. I dette tilfælde ledere, som tør sætte overleveren højt på den nationale hjemmefront og vise vejen, hvad angår det altoverskyggende problem med, at vi bliver stadig flere til at dele færre ressourcer alt imens forureningen og nedslidningen af naturen stiger. Der er brug for innovative løsninger, så vi dels undgår at tære yderligere på naturens kapital, dels undgår det stigende omfang af konflikter, som uvægerligt vil opstå, når flere skal dele mindre.

Som professor Michael Porter fra Harvard University har påpeget, så bør regeringer fastsætte de skrappeste nationale regulativer eller produktstandards. Skrappe regulative standarder er ikke nogen hindring men derimod en mulighed for at rykke tidligt for at opgradere produkter og processer. Regeringer (og virksomheder) er imidlertid ofte tilbøjelige til

kun at se på de kortsigtede omkostninger ved at håndtere skrappe standarder og ikke de langsigtede gevinster i form af innovation og konkurrencemæssige fordele.

Lige i øjeblikket er det svært at få øje på de visionære politikere, der har modet og de politiske mandater til lægge handling bag ordene. Der er langt mellem Ghandi'erne, Roosevelt'erne og Churchill'erne.

Fremtiden

Det er vanskeligt at spå om fremtiden – især en fremtid, der vil være præget af så voldsomme forandringer. Men det forekommer realistisk at antage, at når vi i januar 2020 ser tilbage på 10'erne, så vil de bedste investorafkast højst sandsynligt være opnået inden for Clean Tech, ressourceeffektiv teknologi, Emerging Markets (især Asien) og råvarer. Men det vil næppe ske uden bristede bobler undervejs. ■



AKTIEMARKEDET HAR MISTET PUSTEN

Det nye år begyndte ellers godt, men luften er hurtigt gået af ballonen. Vi har spurgt Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug, om hvad der sker på aktiemarkedet lige nu.

■ AKTIEMARKEDET ER I VENTEPOSITION

»GENERELT HANDLER DET om den stigende usikkerhed, der p.t. hersker omkring holdbarheden af det globale økonomiske opsving – en usikkerhed, der nok vil præge hele første halvår. Udover Kina er også amerikanske Federal Reserve i gang med politik-opstramninger ved allerede at have stoppet med opkøb af statsobligationer og efter planen også stop opkøb af realkreditobligationer ultimo 1.kvartal. Testen af om verdensøkonomien kan klare den første fase af politik-opstramning er således allerede i gang, og investorerne er i alarmberedskab,« siger strategen og fortsætter:

»Samtidig er forventningerne ganske enkelt for høje, og det er helt naturligt, at vi nu får en korrektion, som foreløbig er på 5-6 pct. Vi vil nok se yderligere fald på 10-12 pct. i både USA og Europa, før risikoappetitten vender tilbage. Aktiemarkedet er simpelthen kommet i venteposition. Og det, man venter på, er tegn på, at virksomhederne rent faktisk er i stand til at levere den solide fremgang i selskabernes indtjening for 2010 og 2011, som er priset ind i kurserne. Det tror jeg ikke helt de er.«

De høje forventninger står jo også i skærende kontrast til flere dystre ting. Grækenland har sat fokus på euroens muligheder for at overleve, bankerne er langt fra ovenpå til at kunne levere »brændstof« til økonomierne foreløbig, forbrugerne er tyngede af gæld, og der er ganske enkelt frygt for, at efterspørgselen udebliver, så vi ender med en ny nedtur, når pengepolitikken strammes eller måske endda for?

»Grækenland bliver næppe smidt ud af euroen. Det ville have uoverskuelige konsekvenser og medføre et voldsomt pres på Spanien, Italien, Portugal og Irland og ende i kaos. Men vi kommer ikke udenom, at bankerne vil se flere store tab i år, og det vil have en negativ effekt på aktiemarkedet. Hvad angår makroøkonomien, så er vi på vej ind i en meget afgørende periode. I løbet af det næste halve år skal vi meget gerne se opsvinget blive selv bærende og føre til, at virksomhederne igen begynder at ansætte flere folk. Bliver det et svagt jobløst opsving, før pengepolitikken gradvist strammes, og vi samtidig får et »soft spot« i forbruget, så ser det skidt ud, og så kan vi ende i et scenario, der minder lidt om Japan i 90'erne. Og det ser ikke godt ud lige nu. Hus-

markedet er ikke stabiliseret endnu, ledigheden stiger stadig, og ISM-indikatoren for nye ordrer topper historisk altid omkring 60-65, og der er vi med det seneste tal faktisk lidt over. Effekten af lave lagerbeholdninger er væk, og med den lave efterspørgsel generelt står industriproduktionen til at miste momentum – en af de vigtige drivkræfter hidtil.«

Hvis vi ser på aktiemarkedet og investorerne, så er der vel stadig mange, der er sultne efter at være med, så de kan indhente tabet fra 2008 – og det kan måske holde hånden under markedet?

»Nej, tværtimod. Aktiemarkedet er fyldt med investorer, der ikke tror på de langsigtede perspektiver i at holde aktier, men som handler aktier med kortsigtet gevinst som primær-mål. Det-



GETTY IMAGES



» Vi vil nok se yderligere fald på 10-12 pct. i både USA og Europa, før risikoappetitten vender tilbage.«

MORTEN KONGSHAUG · AKTIESTRATEG · DANSKE BANK

te kan bl.a. læses i andelen af lange spekulative positioners andel af den samlede *open interest* i S&P500 futuresmarkedet. Ganske mod sædvane udgør spekulative lange positioner nu 15 pct. af de samlede positioner fra 20 pct. medio januar, hvilket ikke er set lignende siden sommeren 2002. På det tidspunkt korrigerede markedet voldsomt, da det udtrykte, at tech-boblen ikke var fuldt punkteret. Den negative fokus på *nødvendige* kinesiske og amerikanske opstramninger vi så i anden halvdel af januar er således nok et varsel om, at aktieinvestorerne kollektive bevidsthed har lille tolerance over for skuffelser, og at forventningerne til den globale økonomi i 2010/11 derfor er blevet for høje.«

Tilbage til banksektoren. Obama har jo tordnet mod bankerne på det seneste og erklæret, at der skal strammes op med nye regler, så vi aldrig får en lignende finanskrise igen og aldrig får banker, der er »too big to fail«. Og på topmødet i Davos talte Sarkozy næsten en hel times dundertale mod banker og deres grådighed, spekulationer og destabiliserende, til tider destruktive effekter på økonomien. Og han fik generel opbakning, mens bl.a. chefen for Standard Chartered Bank erkendte nødvendigheden af nye regler. Det er vel heller ikke befordrende for stemningen på aktiemarkedet?

»Nej, pengepolitiske opstramninger er jo ikke den eneste kilde til aktiekorrektionsfrygt i den kommende tid. Der vil sandsynligvis blive gennemført en klar opstramning af amerikanske bankers handelsaktiviteter og dermed i selvsamme bankers grundlag for fremtidig indtjening. Dette skal så holdes op imod indtjeningsforventninger i banksektoren på omkring +40 pct. 09/10, fortsatte høje udlånstab og normalisering af investeringsafkast i 2010 efter V-

boommet i 2009. Også i Europa vil vi se stramninger af bankernes udfoldelsesmuligheder. Det er svært at blive positiv på den sektor, synes jeg.«

Det har i debatten om bankreguleringer været nævnt, at banker egentlig blot burde have samme funktion som et forsyningsselskab eller et vandkraftværk. De skal blot levere den nødvendige likviditet til samfundet ligesom vi får el og vand og ikke kaste sig ud i voldsomme spekulationer.

»Hvis de nye reguleringer af bankerne ender med at blive en sådan spændetroje, så vil vi få en voldsom korrektion på finansaktierne. Og det vil ramme resten af aktiemarkedet hårdt. Ser man tilbage på de seneste to år, så er det finansaktier, der har haft den største korrelation med det øvrige aktiemarked. Men jeg tror ikke, vi får så vidtrækkende regler.«

Der tales meget om gæld. Både statsgæld og privat gæld, og hele tiden dukker Japan op som skrækscenariet ...

»Som udgangspunkt er det ikke den offentlige gæld i de store lande, der er problemet. Det er selvfølgelig slemt, at mange lande vil få offentlig gæld på langt over 100 pct. af BNP i de kommende år, når de også har en truende ældrebyrde forude og et stort budgetunderskud, der dæmper den potentielle vækst. Men et land kan trods alt beskutte sig ud af det med tiden. Men sådan er det ikke med husholdninger og virksomheder. De har ikke en ventil af den slags, og de er slemt stillede. Det kan blive en alvorlig hæmsko for den nødvendige private efterspørgsel i de kommende år. Vi har ikke haft en gældsbobbel som denne før, den skal tilbagetales – eller også skal vi forudsætte lav rente som ny standard.«

Når der skal gøres status over dette år i januar 2011, tror du så, at aktiemarkedet vil ligge højere end i starten af januar 2010?

»Forudsætningen for vores vurderinger og prognoser er, at vi tror, det globale op-sving holder. Hvis der opstår nye tegn på, at vi er ved at synke ned i en ny lavvækstfase, så vil vi se, at renterne fortsat holdes lave og finanspolitiske stimulanser sættes i værk igen. Politikere er udmærket klar over, at vi er på farlig grund, og hvis vi først havner i en ny recession er risikoen for deflation og permanent lavvækst som i Japan til stede. Så det får næppe lov at ske. Vi tror, at opsvinget langsomt vil få fat i løbet af året, ledigheden vil falde eller stagnere og forbrugerne vil åbne pungen lidt mere og dermed kan vi knække den negative spiral. Som udgangspunkt tror vi, at aktiemarkedet i USA og Europa slutter året på nogenlunde samme niveau, som da vi gik ind.«

Det er det samme som at sige, at man skal samle op i aktierne, når vi har set den yderligere korrektion på 10-12 pct., du nævnte tidligere. Men hvad skal man investere i?

»Vi anbefaler, at man venter på et bedre forhold mellem risiko og belønning, før man øger aktieandelen i porteføljen. Generelt skal man gå efter kvalitetsaktier med en attraktiv valuering – dvs. aktier i selskaber som har en sund økonomi og forretningsmodel med kvalitetsprodukter, som har en grundlæggende solid efterspørgsel. Gå også efter selskaber med høj dividende, som skal udbetales i foråret 2010. Reducér eksponering til aktier med høj beta – dvs. aktier, der udviser større udsving end markedet – og industrier med (for) høje indtjeningsforventninger.« ■

Aktivallokering er vigtig

DER ER FORETAGET mange undersøgelser gennem tiden af aktivallokerings betydning for en porteføljes afkast. Og konklusionen er entydig: Over 90 pct. af en portefølje eller investeringsforenings afkast i forhold til diverse benchmark kan forklares af aktivallokering. Et afkast, der afviger markant fra andre kan altså typisk forklares med en helt anderledes eller mangelfuld aktivallokering. Et godt eksempel på betydningen af aktivallokering sås i 2008, da aktiemarkedet kollapsede over det meste af kloden. En 100 pct. eksponering i aktier var katastrofal, men var man spredt godt ud over kontanter og statsobligationer, blev afkastet betydeligt bedre.

Ustabile korrelationer

Aktivallokering er en god ting, men man kan ikke sige, at en bestemt aktivkombination er den bedste for alle investorer. Det afhænger af mange forskellige forhold såsom investors risikovillighed, tidshorisont og forventet afkast. Desuden er der heller ikke nogen garanti for, at den korrelation, der er mellem de forskellige aktivklasser holder. Faktisk viser erfaringen, at korrelationerne kan ændre sig betydeligt over tiden. Og uheldigvis er det sådan, at i kriseperioder som 2008 stiger korrelationerne både imellem de forskellige sektorer og de forskellige markeder. Netop når risikospredningen for alvor skal stå sin prøve, så er der en tendens til, at alt, der har med aktier at gøre, falder i takt. Heldigvis er en typisk reaktion også, at investorerne søger tilflugt i statsobligationer, som derfor trækker i den anden retning i porteføljen.

Et andet spørgsmål, der også har været udsat for massiv akademisk opmærksomhed er om det kan betale sig, at sammensætte en snæver portefølje af omhyggeligt udvalgte aktier,

eller om man er bedre tjent med et markedsindeks. Altså aktiv investering kontra passiv investering.

Historien viser med ubønhørlig tydelighed, at det er uhyre vanskeligt at slå markedet år efter år. Og dem, der formår at gøre det, er snarere karakteriseret af held frem for dygtighed. Ofte vil man således kunne se, når man går en investeringsforenings afkast efter i sømme, kunne konstatere, at et merafkast er skabt af en enkelt eller meget få aktier, der har udvist meget store kursstigninger – og det vil i en del tilfælde kunne betyde, at fonden også tager sig stærkt ud, når man ser på 3 og 5 års afkast.

Det kan være held...

Et godt afkast kan også skyldes, at fonden har formået at udvælge adskillige aktier, som har givet bedre afkast end markedet. Men om det er held eller dygtighed, kan man heller ikke afgøre, selv om det er sket flere år i træk. Som Nassim Taleb skriver i sin bog *Fooled by Randomness*: Hvis man tager 10.000 mennesker og sætter dem til hver især at slå plat og kro-

ne én gang hvert år i 5 år, så vil 313 af dem ifølge statistikken slå plat hvert år. Således vil man også kunne finde de samme investeringsfonde toppe de internationale lister flere år i træk – ikke pga. dygtighed, men simpelthen statistik, her kaldet held! Dermed ikke sagt at alle dem, der ligger øverst på listerne, er kommet der via held, men det er ekstremt svært at skelne mellem held og dygtighed.

Så man står over for et dilemma. Skal man vælge en eller flere aktivt styrede investeringsfonde og dermed have muligheden for at slå markedsafkastet – eller skal man blot vælge en passiv fond baseret på et markedsindeks? Går man efter den aktive model risikerer man også et dårligere afkast end markedet. Men går man efter et indeks, ja så får man markedsafkastet.

Vælger man selv at styre en portefølje af enkeltpapirer, så husk på, at det er meget få mennesker i verden, der har formået konsekvent at slå markedet. Warren Buffett er den mest kendte, men han er til gengæld dedikeret til valuestrategien, så han er ekstremt disciplineret og tålmodig i sin strategi. Er du det? ■



Køb en put-option på DAX-indekset

■ TJEN PENGE PÅ FALDENDE KURSER

AKTIEMARKEDET ER GÅET I venteposition. Nu skal der komme bedre økonomiske nøgletal, og virksomhederne skal levere gode regnskaber. Men i denne fase forventer Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug, at aktiemarkedet formentlig falder yderligere 10-12 pct.

Så hvad gør man så? Sælger hele molevitten i porteføljen og tager den gevinst hjem, der har været på de fleste aktier købt sidste år? Det kunne være en delvis løsning for nogle, men for andre er der måske også skattemæssige aspekter for visse aktiekøb eller andre forhold, som gør,

at man gerne vil beholde dem. Det kan også være, at man tager de langsigtede briller på, og lader aktierne blive, hvor de er i forventning om, at det globale opsving bider sig fast – hvilket stadig er vores udgangspunkt – og derfor rejser sig igen senere på året. Desuden er det altid uhyre svært at time både tidspunkt, længde og dybde af korrektioner på aktiemarkedet, hvilket også kan tale for at beholde en betydelig del af eller hele porteføljen for den langsigtede investor.

Men man kan alligevel tjene penge på, at aktiemarkedet falder på kort sigt, selv om man vælger at beholde sine aktier. Man kan vælge at købe en put-option på et eller flere forskel-

lige aktieindeks. Med en put-option på et aktieindeks – f.eks. det tyske DAX-indeks – har man sikret sig retten til at sælge et aktieindeks til aftalekursen i optionen. Er aktieindekset ved udløb (eller før) lavere end aftalekursen, så tjener man penge på optionen. Man har jo i realiteten ved at købe put-optionen væddet om, at aktieindekset ikke overstiger aftalekursen.

Hvis nu den forventede korrektion i aktiemarkedet udebliver, så er det eneste, man har tabt, præmien på optionen. Er du interesseret i strategien, bør du tale med din rådgiver, der også kan forklare dig de skattemæssige regler omkring optioner. ■

2010

TRENDS & TEMAER

Afkastet på det brede aktiemarked bliver ikke noget, der minder om 2009. Men det betyder ikke, at der ikke er mulighed for gode afkast. I et miljø, der er præget af så skrappe betingelser, er det i den grad de »bedst egnede«, man skal lede efter. Det gælder ikke blot om at finde overleverne, men dem, der er i stand til at vokse i den skrappe konkurrence, hvor salgspriserne er trykkede. Som udgangspunkt skal porteføljen være defensiv, men den skal suppleres med selskaber, der nyder godt af stærke, vedholdende trends og tendenser. Vi peger her på flere temaer, der, efter vores opfattelse, vil være fremtrædende i 2010.



SIDE 14 BRIK OG N11

Hvis nogen skulle være i tvivl, så lad det være slået fast én gang for alle: En ny økonomisk verdensorden er under heftig udvikling, og de fire store udviklingsøkonomier Brasilien, Rusland, Indien og Kina - kaldet BRIK - kommer til at spille en meget stor rolle - især sidstnævnte. Men også Indonesien, Filipinerne, Bangladesh, Ægypten, Sydkorea, Tyrkiet, Nigeria, Vietnam, Iran, Pakistan og Mexico - kaldet N11 - vil præge den globale udvikling på mange måder i dette århundrede. Goldman Sachs anbefaler investeringer i Emerging Markets på både kort og lang sigt.



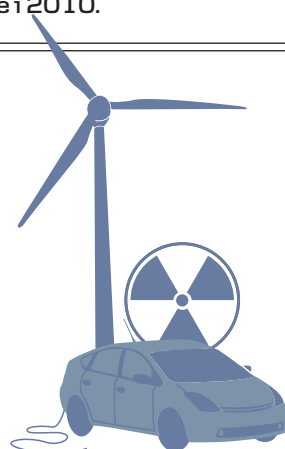
SIDE 15 RÅVARER OG RESSOURCER

Udviklingsøkonomiernes hastige fremmarch med Kina i spidsen vil betyde, at den globale middelklasse vokser med to mia. mennesker i løbet af de næste 20 år. Det øger presset voldsomt på ressourcerne lige fra vand, landbrugsjord og fødevarer til energi, mineraler og metaller. Goldman Sachs vurderer, at råvarepriserne generelt vil stige i 2010 til trods for, at den vestlige verden stadig døjer med krise og gæld og anbefaler en bred eksponering. Især olierelevante selskaber ser interessante ud i år, men det er værd at sprede porteføljen over råvarerelaterede selskaber i flere andre sektorer.



SIDE 16 INFORMATIONSTEKNOLOGI

Informationsteknologien, der begyndte at tone frem for alvor i 90'erne, er en teknologisk revolution, der langt fra er slut endnu. En af de helt store trends, der kaldes en revolution i sig selv, er Cloud Computing. Det handler om, at virksomhederne reelt kan outsource stort set al IT til udbydere uden for huset. Herved kan virksomhederne spare enorme summer på IT-udgifter og undgå den store IT-overkapacitet, der præger de fleste. For både eksisterende og nye virksomheder er det også en utroligt spændende udvikling, som giver mulighed for at teste nye idéer og forretningsmodeller meget hurtigt og billigt.



SIDE 17 CLEAN TECHNOLOGY

COP15 blev en fuser, klimaforandringerne fortsætter med accelererende hastighed, og alene af hensyn til forsyningssikkerhed i lyset af stigende energiefterspørgsel og færre reserver af fossile brændstoffer er der behov for en massiv udvikling af alternative energikilder. Men energi er kun en lille del af en stor udfordring. Clean Tech handler om teknologier, der kan reducere brugen af naturlige ressourcer og mængden af affald og spildprodukter. Aktuelt er branchen tyngt af økonomisk krise og mangel på risikovillig kapital både fra investorer og banker. Men det betyder også, at der er gode investeringer at gøre på de mest kapitalstærke.



BRIK OG N11

Verdens høj- vækstområder

GOLDMAN SACHS (som opfandt BRIK-terminen) præsenterede i 2003 en stor analyse af, hvilken rolle BRIK-landene ville spille i verdensøkonomien anno 2050.

Rapporten indeholdt dengang forudsigelser, der forekom lovlig BRIK-optimistiske for nogen. Men virkeligheden har overgået forventningerne. Alle fire lande har overrasket i ekstrem grad – selv Rusland, der har skuffet de senere år med en noget lavere vækst end de øvrige. Rusland har også klaret sig dårligst gennem krisen, men det ændrer ikke ved, at Goldman Sachs (GS) stadig fastholder en forventning om, at Rusland ender med at blive større end Japan.

De største forventninger knytter sig ikke overraskende stadig til Kina. Og hvor GS oprindeligt forventede, at Kina i størrelse ville overhale USA omkring 2040 lyder estimatet nu på 2027. Men også for Brasilien og Indien er forventningerne blevet skruet i vejret.

Udviklingen har været lidt mere blandet for en gruppe af 11 mindre udviklingsøkonomier, kaldet N11, som omfatter: Indonesien, Filipinerne, Bangladesh, Ægypten, Sydkorea, Tyrkiet, Nigeria, Vietnam, Iran, Pakistan og Mexico – en gruppe som GS også har meget store forventninger til i det 21. århundrede.

Generelt har alle udviklingsøkonomierne

set skarpere kontraktioner under krisen end de rige lande, men de har også oplevet meget stærkere opsving. Adskillige lande er allerede nu tilbage på før-2007 niveauer på adskillige punkter. Der er dog en vis forskel på landene, og GS har delt dem op i tre grupper.

Dem, der har klaret sig bemærkelsesværdigt godt under finanskrisen er Brasilien, Kina, Indien, Ægypten, Indonesien og Filipinerne. I disse lande var der tale om relativt milde afmatninger, men stærke opsving i 2009. I den anden gruppe finder vi Sydkorea, Nigeria, Tyrkiet og Vietnam, også har leveret imponerende opsving trods skarpe kontraktioner. I den tredje gruppe finder vi Iran, Mexico, Pakistan og Rusland, der er langt hårdere ramt af krisen.

BRIK sørger for væksten

Den relative betydning af BRIK i forhold til G7 har ændret sig dramatisk på få år, især når man ser på væksten. Mellem 2000 og 2008 har BRIK bidraget med næsten 30 pct. (N11 med 10 pct.) af den globale vækst i dollartermer sammenlignet med 16 pct. i det foregående årti. Samtidig er G7's bidrag faldet fra over 70 pct. i 90'erne til 40 pct. i det netop overståede årti. Og selv om de avancerede økonomier tilsammen stadig bidrager med mere end BRIK er det værd at bemærke, at Kina alene siden 2007 har bidraget med mere end nogen af dem, inkl. Euroland og USA.

Indenlandsk efterspørgsel i USA har været en faldende bidragsyder til væksten siden 2004 og blev negativ i 2008 og en lignende tendens ses i Euroland. Indenlandsk efterspørgsel er derimod den største bidragsyder til BNP-væksten i de fleste BRIK- og N11-lande. GS esti-

merer, at væksten og velstandsfremgangen i Emerging Markets vil resultere i, at den globale middelklasse i 2030 vil være forøget med to mia. mennesker. Dette vil medføre en voldsom stigning i privatforbruget og kræve enorme udbygninger af infrastrukturen.

Den hastige vækst afspejler sig blandt andet i, at selskaber orienteret mod BRIK – hvad enten det er via vestlige selskaber eller lokale – oplever en højere topinjevækst end selskaber orienteret mod de udviklede markeder. Forklaringen er en ganske anderledes massiv efterspørgsel, som vi ikke kommer til at se foreløbig (nogensinde?) i de rige lande, der er tynget af massiv gæld. Dette er et andet fællestræk for BRIK og andre udviklingsøkonomier – gælden er på et langt lavere niveau. Med tiden vil den stige, efterhånden som middelklassen vokser og begynder at ændre låneadfærd – hvilket vil øge den indenlandske efterspørgsel yderligere.

GS mener, at der er mange gode investeringsmuligheder i BRIK på både kort og lang sigt – især i forbrug og infrastruktur – og peger på, at BRIK kan tegne sig for næsten 50 pct. af de globale aktiemarkeders markedsværdi i 2050. ■

SELSKABER ORIENTERET MOD BRIK

Orienteret mod infrastruktur i BRIK:
Petrobras, FLS

Orienteret mod forbrug i BRIK:
Carlsberg, Diageo, Lenovo

» Vores langsigtede projektioner peger på, at BRIK kan tegne sig for næsten 50 pct. af de globale aktiemarkeders markedsværdi i 2050. «

JIM O'NEILL • CHEFØKONOM • GOLDMAN SACHS



» When the well is dry, we know the worth of water.«

BENJAMIN FRANKLIN, AMERIKANSK VIDENSKABSMAND M.V., 1706-1790

» The waste of plenty is the resource of scarcity.«

THOMAS LOVE PEACOCK, ENGELSK FORFATTER OG SATIRIKER, 1785-1866

RÅVARER

Begrænsede ressourcer



UDSIGTEN TIL, at udviklingsøkonomierne drøner af sted og BRIK senest i 2032 ventes at overgå G7 i økonomisk størrelse betyder, at der vil komme en voldsom stigning efter råvarer. Teknologiske fremskridt gør det vanskeligt at forudsige præcist, hvor stort presset bliver. Stigende råvarepriser vil naturligt øge incitamentet til at udvikle ressourceeffektive teknologier, substitutter, nye materialer og genbrug.

En ting er imidlertid den langsigtede trend. Noget andet er, hvad der sker i 2010. Ifølge Goldman Sachs vil det globale opsving fortsætte med den primære vækst i Emerging Markets i år, og det vil generelt øge efterspørgslen efter råvarer.

Stigende råvarepriser i år

Normalt har man i denne fase af et opsving set den største stigning i råvarerne, men denne gang vurderes at være anderledes, fordi der ikke blot er tale om udviklede lande, der kommer op i gear igen. Der er i høj grad tale om en strukturel ændring i verdensøkonomien, som gør, at vi over mange år vil se en stigende råvareefterspørgsel fra især BRIK – og på den baggrund er der også lagt op til stigninger i år. Ganske vist er de store udviklingsøko-

nomier som Kina opmærksomme på risikoen for en overophedning og har derfor allerede indført begrænsninger på långivningen. Men alt peger på, at væksten i Kina og Emerging Markets under et vil være stærk uanset visse dæmpende indgreb, og derfor er der lagt op til stigninger på råvarer generelt.

Især olien – den industrialiserede verdens vigtigste brændstof – tiltrækker sig særlig opmærksomhed.olieprisen satte verdensrekord i forsommeren 2008, men den globale krise sendte prisen langt ned igen. Finanskrisen betød også, at et velkendt problem i oliebranchen vendte tilbage. Manglende investeringer. Fra midten af 80'erne til starten af det nye årtusind var der rigeligt med lettilgængelig olie i forhold til den globale efterspørgsel, og en lav oliepris betød, at investeringer i udvikling af nye olieletter blev forsømt. Men udvikling af nye olieletter er en langsom og langsom affære, der tager adskillige år. Da så Kina kom buldrende op igennem 00'erne, så slog de mange års strukturelle underinvesteringer i olieindustrien igennem, og priserne røg til himmels.

Trods krisen har vi i dag langt højere oliepriser end i 90'erne, og det betyder, at der i årevis har været en intensiveret jagt på og investering i nye olieletter. Kendsgerningen er imidlertid, at udvinding af nye oliereserver er mere besværlig og dyrere. Og IEA estimerer, at den globale olieproduktion trods teknologiske fremskridt vil toppe allerede omkring 2020 – og i lyset af en global olieefterspørgsel, der ventes at stige med 45 pct. over de næste 20 år, er der lagt op til massive prisstigninger

– hvor store afhænger af hvor hurtigt det går med at udvikle de alternative energikilder og implementere dem i samfundet.

Investorer bør se efter olieselskabers adgang til ressourcer, vurdere de geopolitiske risici og det frie cash flow. Olieselskaber tilbyder som helhed høj operationel gearing (sfa. relativt høje faste omkostninger), eksponering mod høj vækst i udviklingsøkonomierne og har traditionelt gode udbytter. Olieserviceselskaber er også interessante.

Køb råvarefond

En tilgang til råvarer generelt er køb af aktier i råvarerelaterede selskaber. Man kan også som privatinvestor investere direkte i råvarerne via futures. Men det er volatile størrelser, og det må tilrådes at anvende investeringsforeninger. Eksempelvis *Schroder Alternative Solutions Commodity Fund*.

Fonden investerer i en bred portefølje af landbrugsprodukter, metaller og energi med en ligelig fordeling af de tre råvaregrupper. Schrodors forventer en massiv efterspørgsel efter råvarer de kommende år. Schrodors understreger, at dels er korrelationen med andre aktivklasser (aktier, statsobligationer m.v.) meget lav, hvilket betyder, at risikoen på den samlede portefølje mindskes ved at indlemme råvarer. Dels er råvarer en god risikoafdækning mod inflation. Er du interesseret i at købe Schroder Alternative Solutions Commodity Fund, så tal med din rådgiver. Investeringsbeviser i denne fond beskattes efter reglerne for akkumulerende investeringsbeviser. ■

» Cloud Computing vil blive lige så indflydelsesrig som E-Business.«

GARTNER, VERDENS FØRENDE INDEN FOR RÅDGIVNING OG FORSKNING I INFORMATIONSTEKNOLOGIS

» Enhver start-up eller endda division, som har en idé til noget nyt, bør finde ud af hvordan Cloud Computing kan indgå i planen.«

BRAD JEFFERSON, CEO I ANIMOTO PRODUCTIONS



INFORMATIONSTEKNOLOGI

Revolutionen er stadig igang

CLEAN TECH vil med tiden revolutionere samfundet. Ligesom informationsteknologien gjorde ved sin fremkomst og stadig gør. IT er et område med stor vækst, som vil tage til i styrke de kommende år af flere årsager.

BRIK og andre udviklingsøkonomier efter-spørger i stigende grad informationsteknologi, særligt internet og mobiltelefoni vokser med stor hast. Hardware, software og kommunikationsteknologi er godt positioneret efter flere års underinvesteringer – det gælder også internet, Wireless Data (Towers) og Content (indholdsleverandører).

Men et dominerende tema i IT-branchen i år og de nærmeste år er *Cloud Computing*, der på forhånd er udråbt til i sig selv at udgøre en revolution i IT-branchen. I årevis har man kendt en mere snæver version af begrebet – kaldet *Utility Computing* – som handler om, at man ligesom man får sin elektricitet fra et forsyningsselskab også kan købe visse IT-ressourcer ude i byen. Idéen er, at man kan spare en hel del på egne IT-investeringer.

Cloud Computing er det ultimative skridt mod outsourcing af alle virksomhedens IT-ressourcer. I teorien kan en virksomhed således blive mere eller mindre virtuel. I praksis vil det dog næppe ske i fuld skala – visse IT-ressourcer vil uden tvivl blive bibeholdt i langt de fleste virksomheder, i hvert fald i starten af konceptets introduktionsfase.

Hensigten er imidlertid klar: I dag er de fleste virksomheder kendetegnet ved en massiv overkapacitet af IT-ressourcer – estimater går på, at i gennemsnit er kun 15 pct. af kapaciteten løbende udnyttet. Men alligevel er overkapaciteten nødvendig, fordi virksomhederne skal kunne håndtere tidspunkter med spidsbelastning. Med Cloud Computing får virksomhederne mulighed for at skære kraftigt ned på IT-investeringer og – personale og i stedet betale eksterne udbydere – skyerne – af computerkraft, services og applikationer m.v. I en tid, hvor sparekniven i den grad er fremme i virksomhederne og formentlig vil være det i flere år endnu er der meget stor interesse for Cloud Computing.

De fleste har dog stadig en vis skepsis over for konceptet, og kendsgerningen er da også, at der bl.a. er en sikkerhedsmæssig risiko ved at lægge det hele uden for huset. Det så man et eksempel på i efteråret, da titusindvis af mennesker med Sidekick Smartphones mistede deres adressebøger, kalendere, fotoal-

bums og andre personlige data, da »skyen« Danger, et datterselskab under Microsoft, kollapsede. Men sikkerheden bliver utvivlsomt forbedret radikalt i de kommende måneder af eksisterende og potentielle udbydere, der ser et enormt forretningspotentiale åbne sig. Muligheden for at kunne betale for al den datakraft man har brug for frem for at skulle hoste op med store up-front investeringer af egen lomme vil også sænke »barriers to entry« på mange områder inden for IT-industrien og dermed fremme innovationen og konkurrencen. ■

EKSEMPLER PÅ RELEVANTE IT-SELSKABER

IT-services (Virtualization, Cloud Computing):
Accenture

Netværk, Hardware og BRIK:
Lenovo, Cisco

Internet (Cloud Computing):
Google, Shanda Games

Kommunikationsteknologi:
Nokia

Software:
SimCorp

Den kommende revolution



INTERNATIONAL STORPOLITIK er som et pokerspil, hvor man skal kende både de skrevne og uskrevne regler, hvis man gerne vil vinde. Der har været mange skrivelser og spekulationer om hvorfor COP15 blev en fiasko. Men noget taler for, at statsminister Lars Løkke Rasmussen lagde grundstenen til det, da han d. 24. oktober i en tale i Landstingssalen på Christiansborg gjorde klart, at verden ikke ville kunne nå at lave en fuldt juridisk bindende aftale i København. Dette var et brud med den oprindelige »Danmark-er-venner-med-hele-verden«-linje, der er den traditionelle for en COP-vært. Med talen lagde statsministeren op til en mere stormagtsorienteret linje, som i høj grad littede presset på USA og reelt lagde op til at skrotte Kyoto-protokollen. I den grad at støtte en stormagt, der kategorisk har afvist enhver snak om CO2-reduktioner og generelt ikke er meget for at tilslutte sig internationale miljøstandarder om noget som helst, svarer nærmest til at gå all-in uden at have noget som helst i poker og samtidig vise kortene. Rygtet om talen spredte sig som en lynild og skabte skuffelse, vrede og mistillid i stor stil hos især u-landene, og der var på forhånd skabt en kløft mellem forhandlingsparterne i den rige og fattige del af verden, som selv de bedste talere og dygtigste forhandlere ikke kunne bygge bro over.

Men et flop på COP15 ændrer ikke ved, at klimaproblemet stadig består. Såvel som udsigten til en voldsom vækst i forbruget af knappe ressourcer og nedslidningen af naturen, alt

imens vi bliver stadig flere mennesker. Her kommer Clean Tech ind i billedet.

Hvad er Clean Tech?

Clean Tech er et bredt begreb. Egentlig er der ikke nogen vedtaget standarddefinition, men Clean Edge – et selskab med speciale i Clean Tech-research – har kaldt det »et bredt spektrum af produkter, services og processer, som involverer genbrugsmaterialer og vedvarende energikilder; som dramatisk reducerer brugen af naturlige ressourcer og reducerer eller eliminerer emissioner og affald og spildprodukter«. Clean Edge beskriver teknologierne inden for Clean Tech som »konkurrencedygtige med, hvis ikke overlegne i forhold til, deres konventionelle modstykker. Mange tilbyder også yderligere nytteværdis, især deres evne til at forbedre livet for folk i både udviklede lande og udviklingsøkonomier.«

Så vi taler om meget mere end vedvarende energi. Det handler om alt fra vandrensning, CCS, brintbiler, afsaltningsanlæg og elbiler til isoleringsmateriale, Smart Grid, lithiumbatterier og atomkraft.

Lige nu ser det dog ikke ud til at være nogen guldgrube at tænke grønt. Det er ved reaktionens slutning snart to måneder siden COP15 sluttede, og det er påfaldende så lidt klimaforandringer, alternativ energi og Clean Tech generelt omtales i medierne. Men der er tilsyneladende opstået en »mæthed«, iblandet skuffelse over resultatet og ny luft til klimaskeptikerne – »hvis der er global opvarmning, hvordan kan vi så have så kold en vinter?« ...

Mætheden hænger utvivlsomt sammen med, at den økonomiske krise stadig præger kloden. Ledigheden stiger fortsat i mange rige lande, boligmarkeder er stadig i krise og aktiemarkederne synes at have mistet pusten – hvilket betyder, at mange langt fra har indhentet formuetabet fra 2008. Fokus er med

andre ord på den enkelte families egne kortsigtede problemer, virksomhederne har sparekniven fremme, investeringer udskydes, bankerne er tilbageholdende med udlån og regeringerne ser med gru statsgæld og budgetunderskud vokse og vokse.

Mange investorer har formentlig også brændt fingrene på lovende Clean Tech-selskaber med imponerende testresultater, og foretrækker nu de mere konventionelle aktier. For det er også en kendsgerning, at mange selskaber i Clean Tech er ret volatile og ret påvirkelige over for stemninger. Det hænger sammen med, at en hel del af teknologierne er i en tidlig fase af udviklingen og der vil gå adskillige år, før en storstilet kommerialisering er realistisk. Og i den tid kan andre teknologier meget vel overhale.

Så der er i bund og grund ikke noget at sige til, at investorerne er forsigtige. Men man skal også være opmærksom på, at vi er i starten af en teknologisk revolution. Som gennemgået i **INVESTERING** dec. 2008 har verden ifølge økonomen Carlota Perez gennemgået fem teknologiske revolutioner:

- Den Industrielle Revolution 1770-1830
- Damp og Jernbaner 1830-1870
- Stål, Elektricitet og Tungt Ingeniørarbejde 1875-1920
- Olie, Biler og Masseproduktion 1910-1975
- Information og Telekommunikation 1971-

Ifølge Merrill Lynch er vi i på vej ind i den sjette – *Clean Tech* og *Biotek*.

Hver revolution er karakteriseret af to hovedfaser: Den første er installationsperioden – højvækstperioden, som undervejs er præget af eufori og noget, der minder om en invasion af ny teknologi. Den anden er anvendelsesfasen, præget af lav vækst, synergi og modning af teknologierne. Det er i denne anden fase, at samfundet, forbrugerne, høster de store gevinster. Men det er i den første fase investorerne har mulighed for at tjene mange penge. Og vi er altså kun i starten af denne turbulente højvækstperiode, hvor finanskrisen og økonomisk krise for en stund har punkteret euforien og de store forventninger. Men det kommer igen.

Vi er af den overbevisning, at Clean Technology-trenden vil bide sig fast i de nærmeste år. I forventning om, at 2010 vil blive et år med et stadigt stærkere globalt opsving og en fortsat bedring af finanssektoren, så vil også kapitaladgangen for Clean Tech gradvist blive bedre, og investorinteressen vil vende tilbage. Dette tidspunkt, hvor skuffelsen over COP15 og bekymringer over verdenssituationen tynger, kan meget vel vise sig at være et godt købstidspunkt. Men husk: Clean Tech-investeringer bør kun fylde en mindre del af porteføljen og være baseret på spredning over mange forskellige aktier og sektorer.

Et alternativ er eksponering via en investeringsforening. ■

EKSEMPLER PÅ SELSKABER INDEN FOR DIVERSE GRENE AF CLEAN TECH

SELSKAB	LAND	FORRETNINGSOMRÅDE
Vestas	Danmark	Vindenergi
Roth & Rau	Tyskland	Solenergi
Novozymes	Danmark	2. gen. biobrændsel (enzym)
John Deere	USA	Traktorproducent
Abengoa	Spanien	Affald, vand, sol, ethanol
Kurita Water Industries	Japan	Vandrensning
Comp. de Saint Gobain	Frankrig	Isoleringsmateriale
Honda	Japan	Brændstofd. biler, hybridbiler
Comverge	USA	Smart Grid
Saft	Frankrig	Batteriproducent
Jacobs Engineering	USA	Energiinfrastruktur
EDF Energies Nouvelle	Frankrig	Forsyningselskab
Areva	Frankrig	Atomkraft
Ormat Technologies	USA	Geotermisk energi

FUSIONER OG OPKØB VIL STIGE I 2010

Men langt fra i et tempo som da det gik hedest for sig i 00'erne.

■ M&A ER FOR DE KAPITALSTÆRKE

ERHVERVSLIVET ER en evig konkurrence og »survival of the fittest«. Det gælder om at tjene penge, helst flere end konkurrenterne, så man kan vokse og med tiden måske oven i købet udkonkurrere dem. Kvalitet, innovation, effektivitet, dygtig ledelse, omstillingsparathed, gode forretningsmodeller og smarte strategier er blandt de faktorer, som skaber en succesfuld virksomhed.

Trods opsving er der lagt op til begrænsede udlån fra finanssektoren, lavvækst og lav efterspørgsel i det meste af den udviklede verden. Set fra virksomhedernes synspunkt betyder lavvæksten, at det bliver svært at vokse og i en del tilfælde også at overleve. De selskaber, der satser på, at *business-as-usual* og det igangværende opsving vil sikre dem tilstrækkelig vækst og indtjening, vil klare sig dårligere end dem, som er i stand til at foretage strategiske opkøb for at få et vækstmæssigt forspring. Men det er kun de mest kapitalstærke virksomheder, der har muligheden for at foretage opkøb.

Selskaber opkøbes med præmie

Set med investorøjne er det vigtigt at være på forkant med trenden. Opkøbere køber næsten

altid selskaber med en betydelig præmie, så investorer kan tjene gode gevinster på at gætte i hvilke industrier, vi vil se den største aktivitet af Mergers & Acquisitions (M&A) - og naturligvis hvilke specifikke selskaber, der har størst sandsynlighed for at blive købt.

Som udgangspunkt kan man sige, at der med opsvinget og en »genfødt« finanssektor er basis for, at den trend i M&A, som startede i 2009 og fortsatte året ud, vil fortsætte i år. Men det vil ikke blive noget, der minder om det omfang, vi oplevede, da M&A-aktiviteten var på sit højeste i 2006. Dertil er det stadig for vanskeligt at låne penge det næste par år, og kun få selskaber har kapitalstyrken på egen hånd. En anden faktor, der kan virke begrænsende, er aktiekurserne i 2009 steg meget voldsomt, og dermed har gjort det mindre attraktivt i mange tilfælde at foretage opkøb.

Især blandt mindre selskaber, der ofte har forretningsmodeller med et snævert forretningskoncept og et mere begrænset finansielt råderum end de større. Derfor venter aktieanalytikerne, at vi vil se størstedelen af opkøbene finde sted ved, at store selskaber opsluger mindre. Blandt køberne vil også være Private Equity-fonde, og de vil også foretrække mindre selskaber, fordi de pga. den fortsat begrænsede lånevillighed fra bankerne ganske

enkelt ikke har råd til de store.

En generel tendens i 2010 ventes også at blive frasalgt af ikke-kerne aktiviteter. Der er ikke noget som en dyb krise, der tvinger virksomhedsledere til at have en meget skarpere fokus på strategien – og se på hvad der er kerne, og hvad der ikke er.

Ser man tilbage på 2009 var M&A-aktiviteten størst blandt internetselskaber; blandt selskaber i industrien for investering og finansielle ydelser; software samt olie- og gasproduktion, viser en opgørelse fra Bloomberg. Men hvad kan vi vente os i 2010?

Hvor ser vi M&A i 2010?

Teknologi nævnes af mange eksperter, som et af de områder, hvor der kan forventes stor M&A-aktivitet. Især opkøb af mindre selskaber er nærmest en livsform i teknologi-branchen, hvor en stor del af innovationen kommer fra de mindre selskaber. Opkøbene aftog, men gik dog aldrig helt i stå, da krisen var værst, men der kunne være ophobet en betydelig efterspørgsel, som meget vel kan blive udløst i år. En vigtig drivkraft kan være de stærke finansielle positioner som mange teknologiske selskaber har.

En anden sektor, som huser store købestærke spillere, er *health care*. Men det er ikke så nemt at tjene penge i medicalsektoren som før i tiden. Præparaterne til de »nemme sygdomme« for længst er udviklet. I dag er det de mere krævende som cancer, Parkinson's, Alzheimer's der forskes i, og det er en træg proces – en proces, der trods den endelige kortlægning af det humane genom i 2003 har vist sig vanskeligere end ventet. De store selskaber med brede produktporteføljer tjener stadig gode penge, men den langsomme innovationshastighed gør, at de er meget opmærksomme på lovende fremskridt i underskoven af mindre selskaber i biotek- og medicinalbranchen. En anden drivkraft for øgede opkøb i medicalsektoren i 2010 kan også være ønsket om, at beskytte sig mod patentudløb og efterfølgende konkurrence fra

GETTY IMAGES



de generiske kopiproducenter, som også er med til at presse medicinalsselskaberne i dag.

Fødevarebranchen kan også meget vel se flere opkøb á la amerikanske Kraft's nylige køb af britiske Cadbury.

Mange mindre selskaber inden for Clean Tech har store finansielle problemer. Samtidig har de imidlertid i de fleste tilfælde imponerende resultater fra laboratoriet og forsøgsinstallationer m.v. Det gør dem oplagte som opkøbskandidater for mange større selskaber, der er begyndt at bevæge sig ind på Clean Tech. Det forventes også, at man vil se mange fusioner, alliancer og samarbejdsnetværk blandt mindre selskaber. Desuden må det forventes, at mange regeringer og virksomheder har en interesse i, at investere i grønne teknologier. Dels fordi det er skadeligt for et lands/ en virksomheds omdømme, hvis man ikke fokuserer på de grønne værdier. Men i høj grad også fordi de grønne teknologier i en verden præget af stadig mere knappe ressourcer bliver en økonomisk gevinst.

I finanssektoren lider mange banker af efterverne fra finanskrisen og har ikke mulighed for at overtage andre. Storbritannien, Tyskland og Irland er eksempler på lande, som højest sandsynligt vil lede efter muligheder for at reducere andelen i de banker, de har reddet. Mens tilsynsmyndigheder har beordret banker som ING og Royal Bank of Scotland til at sælge aktiver for at overholde reglerne for den statsstøtte de har modtaget. Men købere til banksektoren er svære at finde. Der ventes imidlertid en vis aktivitet. En del mindre banker har ikke den finansielle styrke og tilstrækkeligt forretningsgrundlag til at overleve på egen hånd, og vil være oplagte overtagelseskandidater for

mere velkonsoliderede banker, der på en billig måde herved kan udvide kundekredsen.

Kina køber hele verden ...

Kinas aktiviteter inden for M&A er et helt kapitel for sig selv. Kina er blevet en storspiller på mange områder i den globale økonomi de senere år, og det gælder også M&A, hvor Kinas eksterne aktiviteter ikke var synderligt påvirket af krisen. Inden for de første tre kvartaler af 2009 så vi 5 af Kinas 20 største transaktioner udenlands – og nogle af dem afventer stadig myndigheders godkendelse, eksempelvis buddet på USD 2,6 mia. USD for Australiens Felix Resources.

Det er også værd at bemærke, at Kinas »Sovereign Wealth Funds« spiller en vigtig rolle i den kinesiske ekspansion, bl.a. ved køb af en 17,2 pct. andel i canadiske Teck Resources for 1,5 mia. USD i juli 2009. Offentlig kapital bruges i stigende grad også til at finansiere udenlandske opkøb – f.eks. gav China Development Bank for kort tid siden statejede China National Petroleum Company et lån på 30 mia. USD med henblik på dets M&A-aktiviteter.

Alt tyder på, at Kinas indenlandske og ikke mindst udenlandske M&A-aktiviteter vil tiltage i styrke i år. Kinesiske opkøbere er i fuld gang med at undersøge mulighederne i Europa og Sydamerika. Afspejlet bl.a. i bekendtgørelsen i maj 2009 om, at China Development Bank vil låne 10 mia. USD til brasilianske Petrobras mod til gengæld at få garanti for olieforsyning i dette årti. De kinesiske myndigheder arbejder også på at opnå tættere bånd med EU for at sikre en øget økonomisk integration med regionen og samtidig opnå status som markedsøkonomi – forhold, som vil bane ve-

jen for øgede kinesiske opkøb af europæiske virksomheder i fremtiden.

Det er vigtigt at lægge mærke til, at de kinesiske opkøb især retter sig mod energi, miner og forsyning, som også ventes at få øget fokus i den udviklede verdens M&A-aktiviteter – kineserne er skam udmærket klar over, at hvis de skal opretholde den høje vækst er deres Achilleshæl knaphed på energi og råvarer. Opgjort på volumen har disse områder tegnet sig for 29 pct. af opkøbene siden 2003 – opgjort på værdi 65 pct., fortæller konsulenthuset Deloitte i en nylig rapport, hvor finansielle services også nævnes som et område, hvor kineserne ventes at øge investeringerne, især i EU og Nordamerika, hvor reformer af den finansielle sektor vil kunne skabe lukrative investeringsmuligheder.

Kineserne har været særlig aktive med M&A i Australien – og også her er det energi, miner og forsyning, der springer i øjnene. Fra 2003 til og 3. kv. 2009 har kineserne foretaget 58 opkøb til en værdi af 9,3 mia. USD – og 86 pct. af værdien har været i de nævnte tre sektorer. Også i Nordamerika har kineserne været aktive i perioden. Og så har vi ikke engang nævnt Afrika (se INVESTERING sep. 2009), hvor det imidlertid ikke er M&A, der er fremgangsmåden men snarere »noget-for-noget« – kineserne bygger f.eks. en motorvej – mod til gengæld at få adgang til olie, råvarer eller landbrugsjord, oftest i aftaler med lande, som hverken EU eller USA kan forsvare at have tæt kontakt med.

Hvis nogen skulle have været i tvivl: Kineserne er på vej – over hele kloden. ■



Med den amerikanske fødevareproducent Kraft's køb af Cadbury slutter mere end 150 års uafhængighed for den britiske chokoladeproducent. På billedet ses en utilfreds John Bull foran Cadbury i Bournville.

58

Så mange opkøb har kineserne foretaget fra 2003 til og med 3. kv. 2009 samlet værdi: 9,3 mia. USD.

Gældsbyrder og nedgearing

DE RIGE LANDE ER TYNGET AF GÆLD

DA IT-BOBLEN bristede i 2000-2001 og udløste en recession, blev den imødegået med en meget ekspansiv pengepolitik for at mindske »smerten«. Renten forblev lav i de følgende år, idet inflationen aldrig dukkede op, takket være den massive outsourcing til udviklingsøkonomierne. Det var altså en periode med høj vækst, lav inflation, rekordlave renter og en generel pengeoverflod. Det skabte grundlaget for den næste boble, en kredit- og aktivboble, der aldrig har set sin lige i historien.

Forskellige aktører i økonomierne gearede deres investeringer og forbrug i meget høj grad – dvs. de lånte usædvanligt mange penge i forhold til deres indtægter og aktiver, købte flere aktiver, aktivpriserne steg og blev belånt yderligere og så fremdeles.

Så gik luften også ud af den ballon, aktivpriser lige fra aktier til ejendomme faldt over en bred kam, og pludselig var gældsbyrden overvældende stor i forhold til aktivernes værdi. Så skal der geares ned. Gæld skal nedbringes. Historien viser med grum tydelighed, at alvorlige finanskriser sædvanligvis efterfølges af lange perioder med gældsreduktion – og i de perioder falder udlån heftigt i forhold til økonomiens størrelse.

En ny rapport fra McKinsey Global Institute, omtalt i The Economist for nylig, sammenligner den seneste udvikling af gældsni-

veauer i 10 rige lande og fire store udviklingsøkonomier. Det relative forhold mellem den totale gæld (gæld hos husholdninger, regeringer, ikke-finansielle virksomheder samt den finansielle industri) og BNP varierer bredt. USA's er lige under 300 pct., lavere end en del andres. Men med få undtagelser, såsom Tyskland og Japan, så har de fleste rige lande set en voldsom stigning i gælden over det seneste årti. Storbritannien og Spanien er de mest ekstreme med stigning i den totale gæld vs. BNP på mere end 150 procentpoint, til hhv. 465 pct. og 365 pct.

Husholdningers gæld er værst

Med undtagelse af Japan, som stadig er i fuld gang med at håndtere eftervæerne af deres egen bristede aktivboble helt tilbage i 1990, så har statsgælden som andel af BNP for det meste været uændret eller faldende. Og bortset fra erhvervsejendomme og leveraged buy-outs har heller ikke den rige verdens virksomheder bygget gæld op. Virksomheders gearing, målt som gæld i forhold til egenkapitalen, var for det meste uændret eller faldende i de fleste lande før krisen. Derimod steg finanssektorens gæld som andel af BNP i de fleste lande, især i Storbritannien og Spanien, og nogle delområder af finans såsom investeringsbanker havde en meget voldsom stigning i gearingen.

Men den mest slående stigning var i husholdningernes gæld. De fleste rige lande så en

stigning på mere end 40 pct. i husholdningers gæld i forhold til disponibel indkomst.

Lang vej endnu

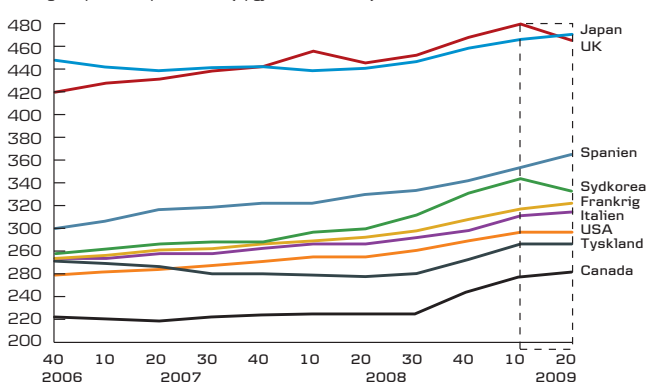
Ser man på den totale gæld i forhold til BNP er nedgearingen ikke mere end lige startet. I juni 2009 var forholdet kun faldet i USA, Storbritannien og Sydkorea – og ikke med ret meget. Men sammensætningen af gælden er skiftet markant, idet statsgælden er steget, mens den private gæld er faldet. Den finansielle sektors gæld er faldet mest. I midten af 2009 var den finansielle gearing i de fleste lande således faldet til omkring gennemsnittet for de 15 år før krisen.

Halvdelen af de 10 rige lande i rapporten har en eller flere sektorer, som er meget sårbare over for mere gældsreduktion. Ikke overraskende omfatter dette husholdninger i USA, Storbritannien, Spanien og i mindre grad Canada og Sydkorea, såvel som erhvervsejendomme i USA, Storbritannien og Spanien. Med en høj risiko for både virksomhedsmæssig og finansiell nedgearing har Spanien den værste tur foran sig.

Rapporten omtaler 32 historiske eksempler på vedholdende nedgearing (mindst tre år i træk hvor total gæld vs. BNP falder med mindst 10 pct.) i kølvandet på en finanskris. I nogle tilfælde er gældsbyrden reduceret ved default og i andre blev den inflateret væk. Men i omkring halvdelen af tilfældene, som er de

NEDGEARINGEN ER FØRST LIGE STARTET

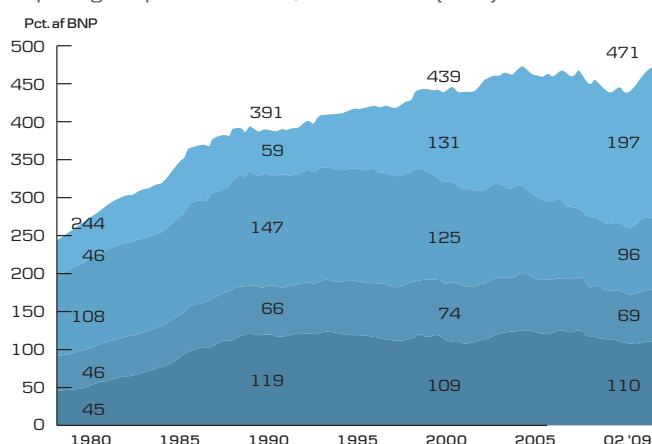
Total gæld pr. land, i pct. af BNP (opgjort 2. kv. 2009)



KILDE: Centralbanker, BIS, Haver Analytics, McKinsey Global Institute

JAPANS STORE KREDITBOBLE

Japans gæld på sektorbasis, 1980-2009 (2. kv.)



KILDE: Haver Analytics, McKinsey Global Institute

mest relevante sammenligninger, så kom nedgearingen via længere perioder, hvor livremmen blev spændt ind, og kredit voksede langsommere end økonomien.

Typisk begyndte nedgearingen omkring to år efter finanskrisens start og varede i 6-7 år. I næsten alle tilfælde faldt økonomien de første 2-3 år.

Som om de historiske erfaringer ikke er slemme nok, så er der flere grunde til, at den aktuelle gældskrise kan blive værre. For det første er omfanget af gældsætningen større. Den højeste gældsætning – total gæld vs. BNP – i analysens gruppe af »bæltestrammere« var 286 pct. i Storbritannien efter 2. verdenskrig. I dag har mere end halvdelen af de rige lande i McKinseys undersøgelse gældsbyrder over 300 pct. af BNP. For det andet så er der tale om så mange lande, der er gældstyngede sam-

tidigt, at hastig vækst i eksporten, som har støttet økonomierne før i tiden, er sværere at opnå. For det tredje så indebærer de store stigninger i den offentlige gæld som følge af de massive finanspolitiske indsprøjtninger og hjælpepakker, at den offentlige sektor er nødt til at skære ned, når først den private sektor er færdig med sin nedgearing.

At det ikke er nogen let sag, kan japanerne tale med om. Siden kollapset i 1990 er stats-

gælden steget fra 59 pct. af BNP til 197 pct., mens den private gæld (virks.+hushold.) er faldet fra 209 pct. til 164 pct. Forude venter en ældrebyrde – og den truende demografiske udvikling er allerede i fuld gang. Allerede i 2007 kunne Japan notere sig, at de har verdens ældste befolkning med 2,7 i arbejde pr. pensionist. I 2050 vil der være 1,23. Ikke tilfældigt, at Japan i dag er verdens førende inden for robotteknologi. ■



GETTY IMAGES

Små generationer af potentielle førstegangskøbere vil presse boligpriserne i dette årti

■ BOLIGPRISER OG FØRSTEGANGSKØBERE

DEMOGRAFISKE FORHOLD kommer til at spille en stor rolle for boligprisernes udvikling i dette årti. Ifølge historiske erfaringer har antallet af førstegangskøbere altid været en væsentlig variabel. Antallet af førstegangskøbere er naturligvis betinget af, hvor mange børn, der blev født 30-39 år tidligere. Der er nemlig de 30-39-årige, der normalt udgør gruppen af førstegangskøbere. Derfor ved vi allerede nu, hvor mange 30-39-årige vi kan forvente i de kommende fem år. Selvfølgelig kan indvandring ændre billedet en smule, om end kun i beskedent omfang.

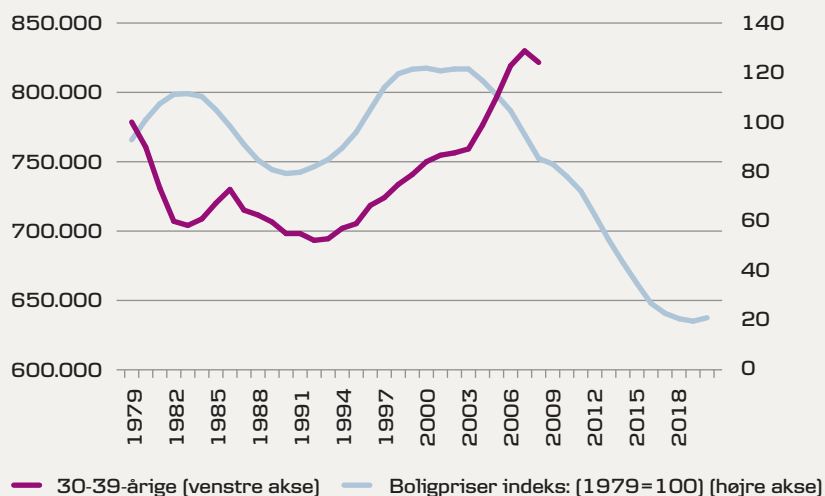
Ifølge Danmarks Statistiks befolkningsfremskrivning vil antallet af 30-39-årige falde med 11,5 procent fra 2009 og frem til 2015, svarende til 86.000 færre individer. Det samlede fald frem til 2020 forventes at beløbe sig til 15 procent, svarende til 110.000 personer. Vi har ikke set et så stort fald i et halvt århundrede, så det er uhyre spændende, hvordan boligmarkedet bliver påvirket.

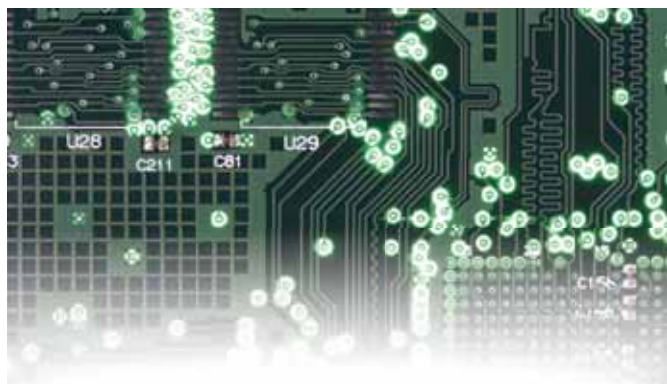
Hvis man kigger på perioden fra 1993 til 2005, steg antallet af 30-39-årige med 6,2 procent, altså ca. halvdelen af det fald vi forventer

frem mod 2015. Denne stigning bidrog til, at boligpriserne steg med 26 pct. Hvilken effekt det mindre antal 30-39-årige vil få på boligpriserne fremadrettet, kan kun fremtiden vise. Der er dog ingen tvivl om, at det faldende antal før-

stegangskøbere vil få betydning for boligpriserne. Boligejere kan håbe på, at prisstigninger og forbedrede disponible indkomster bliver så store, at de kompensere for demografien og andre boligprisdæmpende forhold. ■

Boligpriser og førstegangskøbere – historisk stor sammenhæng

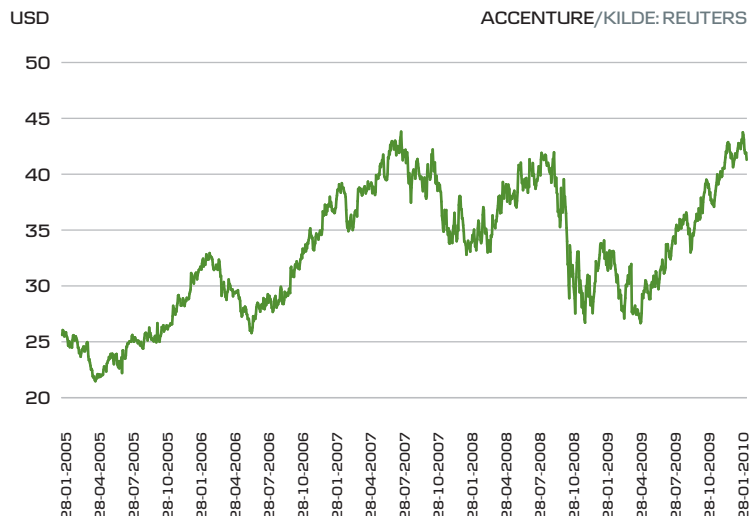




> accenture

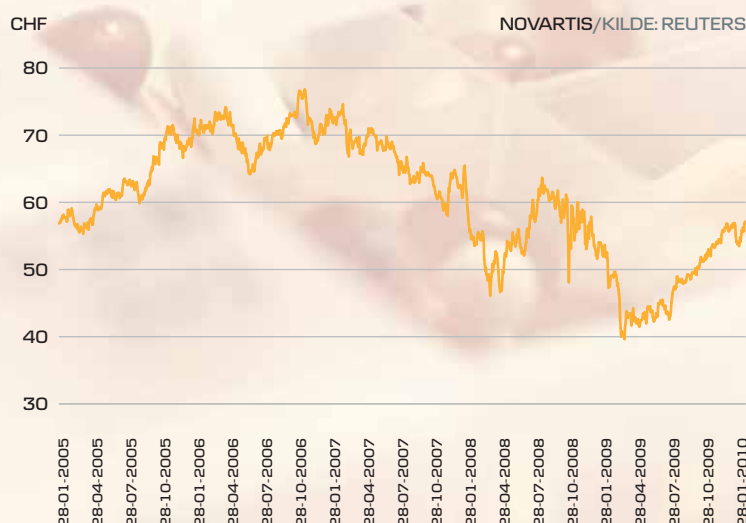
Accenture er et konsultantselskab, som hjælper sine kunder med at forbedre de driftsmæssige præstationer samt identificere og penetrere nye markeder. Forretningen er opdelt i tre operationelle enheder – Kommunikation & Højteknologi, Finansiell Service, Sundheds- og Offentlig service samt Produkter & Ressourcer.

Accenture er et interessant køb netop nu som følge af selskabets store korrelation med den makroøkonomiske udvikling – Goldman Sachs (GS) fastholder således tilliden til en genstyrkelse af omsætningsmulighederne i 2010, og forventer derudover en aggressiv udbyttepolitik og aktietilbagekøb med baggrund i selskabets markedsværdi på USD 26,5 mia, og en kontant beholdning på USD 4 mia. Endeligt handler aktien i GS' øjne både med rabat i forhold til sin absolutte værdi og i forhold til konkurrenterne.



Af potentielle triggere forude kan nævnes den forventede aggressive udbyttepolitik, og en dertil hørende højere udnyttelsesgrad af den investerede kapital, en generelt stigende efterspørgsel samt øget M&A-aktivitet indenfor teknologisektoren. Accenture er blandt de største udbydere af serviceydelser i forbindelse med systemintegration efter fusioner og opkøb.

Svag vækst i M&A, lavere vækst i omsætningen, prispres, faldende marginer, lavere dividender og aktietilbagekøb, svagere opsving, tidligere end ventede rentestigninger samt mindre forbrug på teknologiske løsninger som følge af en kun svag genstyrkelse af selskabernes indtjening, udgør de konkrete risici.



Novartis er et schweizisk medicinalsselskab, som producerer farmaceutiske produkter og andre health care-produkter. Selskabet udvikler, producerer og forsker i medicin, præventive vacciner og diagnose udstyr og opererer i 140 lande.

I slutningen af november sidste år revurderede selskabet de langsigtede udsigter for hvert af sine forretningsområder. Selskabet opjusterede sine forventninger til driftsresultatet med tre til 12 pct. mellem år 2010 og 2015 for især at tage højde for den forbedrede omsætning og driftsmarginerne inden for selskabets Pharma-forretningsdivision. Det er især lanceringerne af op til otte nye produkter i 2010, som vil løfte Pharma-divisionen med en høj et-cifret omsætningsvækst i 2010 og 2011. Herudover er der optimisme omkring muligheden for yderligere omkostningsbesparelser, som kan overgå selskabets egne forventninger.

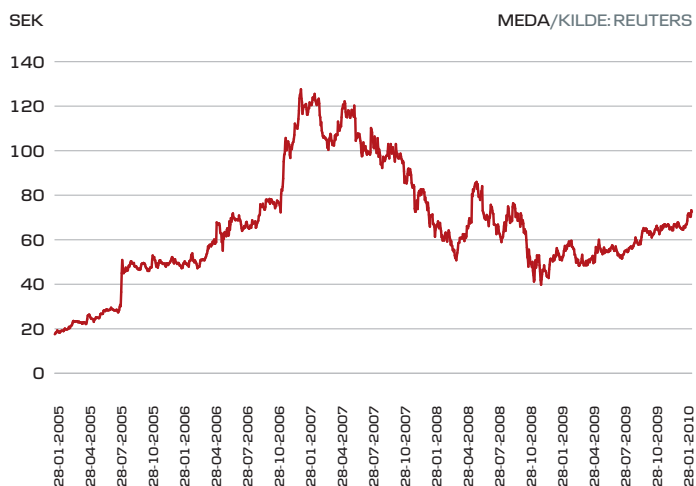
Novartis' køb af en andel på 52 pct. af øjenbehandlings-selskabet Alcon vil formentlig fuldføres i første halvår af 2010 efter Novartis i april 2008 købte en andel på 25 pct. af Nestlé med en mulighed for at købe yderligere 52 pct. i Alcon. En fuldførelse af opkøbet vil med høj sandsynlighed kunne resultere i omkostningsbesparelser på USD 350 mio., som vil øge Goldman Sachs' forventninger til driftsresultatet i år 2012, hvilket videre er medvirkende til at gøre aktien attraktiv på nuværende tidspunkt.

Risici forbundet med aktien er produkttilbagekaldelser, forsinkede produktlanceringer, sundhedsreformer og selskabsfusioner og -opkøb.

Graferne viser kursudviklingen for de respektive aktier. Bemærk, at tidligere års kursudvikling ikke er en pålidelig indikator for den fremtidige kursudvikling. Bemærk ligeledes, at udsving i valutakursen kan påvirke afkastet på de udenlandske aktier. Kontakt din investeringsrådgiver for at høre mere om aktierne, herunder Danske Markets Equities' og Goldman Sachs' aktuelle anbefalinger.



MEDA
PHARMACEUTICALS



Meda er et svensk medicinalsselskab, der siden sin grundlæggelse i 1954 har specialiseret sig i udvikling og markedsføring af medicinalprodukter. Selskabet opererer primært på de europæiske og amerikanske markeder inden for fem hovedområder - Hjertekarsygdomme, Respiration, Smerter & Betændelse, Hudsygdomme samt Centralnervesystemet.

Medas forretningsmodel Search & Development, der går ud på at finde nye produkter blandt allerede godkendte midler eller midler i deres sene kliniske studier, kan vise sig særlig stærk i et svagt makroøkonomisk miljø med attraktive købemuligheder. Sammenholdt med de lave risici i selskabets pipeline og de færre forsknings- og udviklingsomkostninger gør dette aktien særligt interessant at købe netop nu. Dertil kommer, at Meda historisk set i forbindelse med regnskabet for fjerde kvartal, har for vane at overgå egne forventninger.

EU-godkendelsen af Onsolis, der allerede er godkendt i USA, som ventes i løbet af første halvår 2010, er en potentiel kurstrigger sammen med USA's og EU's godkendelser af Retigabine, der ventes medio 2010. Endelig er en positiv overraskelse i rapporteringen for fjerde kvartal en væsentlig kurstrigger.

Af konkrete risici forude er selskabets relativt store gæld, et forventet højt pres på indtjeningen i 2010 som følge af lanceringen af nye produkter, samt en afvisning af de amerikanske og europæiske ansøgninger.

FLSMIDTH

FLSmidth er globalt ledende med sine 9.000 ansatte inden for hoveddivisionerne Cement og Minerals. Cementforretningen leverer cementfabrikker og service verden over, mens Minerals er underleverandør til den globale mineindustri. Begge divisioner er væsentligt eksponeret mod nye markeder som Rusland, Indien og Mellemøsten.

Aktien er interessant netop nu, idet Danske Markets Equities (DME) påpeger, at vi har set bunden i den økonomiske krise, og der dermed er udsigt til genoptagelse af de investeringer som i nogen tid har været sat i bero, hvilket selskabet vil nyde godt af. DME af lagde inden jul besøg hos en række britiske mineselskaber, som berettede om fuld kapacitetsudnyttelse og et snarligt behov for udvidelser. Derudover indikerer den seneste tids cementrelaterede ordrer fra bl.a. Uruguay og Libyen, at efterspørgslen også er på vej tilbage inden for denne division. Oveni handles aktien med en rabat på 25 pct. i forhold til sammenlignelige selskaber.

Af konkrete triggere forude ligger et opsving i de vesteuropæiske økonomier, hvilket vil presse mineral- og cementpriser i vejret, samt gunstige opkøbsmuligheder som FLS kan benytte sig af grundet sin stort set gældfri situation.

Af konkrete risici er en opbremsning i den kinesiske økonomi eller en ny global økonomisk nedtur, hvilket vil presse råvarepriserne ned, samt fejlslagne opkøb.



Slut med skattefrie kursgevinster for privatpersoner

Ændringen af beskatningsreglerne for de private investorer vil betyde et ændret adfærdsmønster fremover.

LOVFORSLAG OM NYE SKATTEREGLER

ONSDAG DEN 27/1/2010 blev pludselig en meget vigtig dag på det danske obligationsmarked, da regeringen og DF fremsatte et lovforslag om ophævelse af skattefriheden for kursgevinster på blåstemplede obligationer, dvs. alle stater, realkreditobligationer og erhvervsobligationer denomineret i danske kroner, som er udstedt med en rente på eller over mindsterenten. En privat investor, der køber en blåstempelt obligation erhvervet fra og med den 27/1/2010, vil således blive beskattet af kursgevinsten og får fradrag for et kurstab ved salg på et fremtidigt tidspunkt.

Maksimal beskatning af kapitalindkomst ifølge lovforslaget

Indkomstår	Maksimal skattesats for kapitalindkomst udover 40.000 kr. (80.000 kr. for ægtefæller)
2010	49,5 pct.
2011	47,5 pct.
2012	45,5 pct.
2013	43,5 pct.
2014	42,0 pct.

det danske realkreditmarked, og likviditeten i de eksisterende serier øges. De private investorer samt investeringsforeningerne efterspørgsel efter obligationer kan naturligvis falde på kort sigt, men omvendt bliver der fremadrettet fradrag for kurstab, hvilket bør øge efterspørgslen efter høj kuponobligationer og Capped Floaters (variabelt forr. obl.).

Vi forventer således at se stigende efterspørgsel efter realkreditobligationer med høj kuponrente, specielt de 30-årige 7%-ere samt CF'erne og floaterne. CF'erne var tidligere »sortstemplede«, og dette element forsvinder fremadover. Her får de private investorer C-bor (+ et tillæg), og det kan være attraktivt i

POLIFOTO



Skatteminister Kristian Jensen præsenterede i januar de nye skatteregler.

Ophævelsen af skattefriheden omfatter kun obligationer, der erhverves fra og med den 27/1/2010. Private investorer eksisterende beholdning af blåstemplede obligationer vil således fortsat være skattefrie efter de hidtil gældende regler. Det er således tidspunktet for, hvornår en investor har købt obligationen, der er vigtigt, og ikke hvornår obligationen er udstedt. Realkreditinstitutterne forventes således ikke at lukke de eksisterende 2%-ere på baggrund af de ændrede skatteregler.

Der vil samtidig blive indført en bagatelgrænse på 2.000 kr., som gælder samlet for ob-

ligationer i danske kroner og i fremmed valuta. Har du samlet nettokursgevinster på under 2.000 kr. er det skattefrit, men hvis du overstiger 2.000 kr. skal du beskattes af det fulde beløb. Bagatelgrænsen på 2.000 kr. gælder tilsvarende, hvis du har nettotab.

Samtidig med ændringen så vil Skatteministeriet gradvist nedsætte den højeste skattesats for positiv kapitalindkomst fra 51,5% til 42% indtil 2014.

Der sker således en klar forenkling af skattereglerne omkring køb og salg af obligationer. Forhåbentlig betyder dette færre serier i

forhold til en indskudskonto i banken og til de inkonverterbare obligationer.

Hvordan skal man så som investor agere rent praktisk ud fra lovforslaget under antagelse af, at det bliver vedtaget?

For det første bør man oprette et nyt depot, hvor man anbringer de obligationer, man køber fremover. Det skal man gøre af den simple grund, at man herved bevarer overblikket, og kan skelne mellem obligationer købt efter de gamle og nye regler. Et depot koster 75 kr. halvårligt. Ønsker man ikke at oprette et nyt depot,

kan man som en nødløsning bruge det gamle, hvis man nøjes med udelukkende at købe fondskoder, der ikke ligger i depotet i forvejen.

Hvad angår forretningsmuligheder, så afhænger det som altid af, hvordan man forventer renteutviklingen vil forme sig.

Hvis man har obligationer i sit nuværende depot indkøbt før 27. januar 2010 og kurserne på disse er over 100 – f.eks. 4% flex 2012-2016, 6%- og 7% realkreditobligationer, diverse statsobligationer – så bør man kontakte sin rådgiver for at diskutere, hvad der er mest hensigtsmæssigt at gøre.

Hvis man har korte obligationer som 2%-2011, 2%-2012 o.lign. samt 4%-2011, 4%-2012 o.lign. indkøbt før skæringsdatoen, så er der tale om obligationer med et begrænset skattefrit potentiale, og man kan agere normalt i sine dispositioner med dem ud fra forventninger til renteutviklingen og ønsket varighed – uden hensyntagen til de nye regler.

Det er vigtigt, at understrege, at der stadig kun er tale om et lovforslag. Det betyder, at man før evt. salg af obligationer og indkøb af nye tager en snak med sin rådgiver, hvad der er det mest hensigtsmæssige i henhold til renteforventninger, risikoprofil, tidshorisont m.v.

Hvad sker der fremover?

Under antagelse af, at lovforslaget vedtages uændret, så betyder de nye regler fremadrettet, at det bliver mere interessant for private investorer, at købe:

- Obligationer med høj kuponrente. Ud fra et rådgivningsmæssigt synspunkt er der ikke nogen ændring – banken vil fortsat kun anbefale de obligationer, som er interessante for pensionsmidler (bruttobeskattede midler).
- Floatere og capped floatere. Floaters er variabelt forrentede obligationer – og dem der er »capped«, er obligationer med et renteloft, dvs. dem, der anvendes i produkter som FlexGaranti. Typisk er disse sortstemplede, dvs. de er udstedt under gældende mindsterenter, og derfor har de ikke været interessante for private investorer før nu.
- Nulkuponobligationer. Dette er obligationer uden rente, som udstedes til kurser væsentligt under kurs 100, og afkastet derfor udelukkende kommer i form af kursgevinsten ved indfrielse. Der er i dag ikke interessante obligationer for private investorer af denne type. Statens skatkammerbeviser har for kort løbetid til at være relevante. Men man kan forestille sig et vækstområde her. Det skyldes at nulkuponobligationer med en lø-

betid frem til mindst 2014 vil kunne udnytte, at den højeste skattesats for positiv kapitalindkomst nedsættes fra i dag 51,5 pct. til 42 pct. i 2014. Incitamentet til at købe sådanne obligationer ville derfor være at udskyde skatten af afkastet til senere til en lavere skattesats.

- Udenlandske obligationer. Det bliver fremover mere attraktivt at se på udenlandske obligationer, når de danske obligationer ikke længere har fordelene med de skattefrie kursgevinster. Det bliver nemmere at sammenligne obligationer på tværs af landegrænser, idet man bare kan sammenligne bruttorenterne. Valutarisikoen vil selvfølgelig være der, hvorfor den største interesse nok vil rettes mod obligationer i eurozonens kernelande, hvor ved valutarisikoen er tæt på være lig nul i kraft af Danmarks tætte tilknytning til euroen.

BEMÆRK: Der er stadig kun tale om et lovforslag. Men sandsynligheden taler for en vedtagelse, idet det er fremsat med henblik på at sikre, at Danmark overholder EU-retten. I forhold til EU-retten er det nemlig problematisk, hvis der er forskel på den skattemæssige behandling af fordringer i danske kroner og i fremmed valuta. ■

Renterne ventes at stige i 2010

De finansielle markeder er præget af usikkerhed om bæredygtigheden af det globale opsving for tiden. Men økonomerne i Danske Research står fast: Opsvinget bider sig gradvist mere og mere fast i både USA og Europa, og trods den store overkapacitet i økonomien, vil det bane vejen for at begynde at hæve de unormalt lave renter i andet halvår.

RENTEPROGNOSE

I USA HAR DEN SENESTE tids nøgletal vist en gradvis bedring af økonomien. Men det kniber fortsat for arbejdsmarkedet og privatforbruget, hvilket i januar førte til et fald i den korte ende af rentekurven. De fortsatte store obligationsudstedelser holder renterne på de længere løbetider relativt højere, og dermed har vi set en yderligere stejling af rentekurven. Analytikerne i Danske Research forventer, at et fortsat opsving og øgede forventninger til, at Federal Reserve hæver renterne til november, vil få kurven til at flade igen i form af højere renter i den korte ende. En vending

i arbejdsmarkedet, samt en opbremsning i opsparingskvoten er af vital betydning for, at prognosen holder.

ECB forventes at hæve renterne allerede i august, hvor bl.a. flere tilbagekøbsprogrammer og andre økonomiske stimuli er ophørt. Til den tid er det forventningen, at europæisk økonomi er i et gear, hvor det igen kan forsvares at hæve renterne fra disse rekordlave niveauer. På ECB-mødet i midten af januar omtalte ECB fortsat det nuværende renteniveau som værende passende og gav ikke nye oplysninger omkring eventuelle exit-strategier.

I Danmark fik vi i januar endnu en rentenedsættelse og denne gang på 10 bp. Dermed

er spændet til Euroland nu nede på 5 bp, hvilket er et rekordlavt niveau. Yderligere rentenedsættelser kan ikke udelukkes i og med, at renteforskellen i de korte renter fortsat er stor og giver en stor valutaindstømning. Senere på året er det forventningen, at renteutviklingen vil følge Euroland i takt med, at renterne hæves i 2. halvår. Efterhånden som ECB strammer op på likviditetstildelingerne vil vi se stigninger i de helt korte renter, hvilket også vil smitte af på CIBOR-satserne.

Konklusionen er altså, at renterne i løbet af i år forventes at stige – og de største stigninger vil finde sted i den korte ende af rentekurven. ■

Grækenland og euro'en

Grækenland har så store problemer med økonomi og gældsbyrde, at de er i risiko for at blive smidt ud af den eksklusive klub.

■ MANGEL PÅ ØKONOMISK DISCIPLIN

I MANGE ÅR har Grækenland ført det, som økonomerne kalder en uansvarlig økonomisk politik, og finanskrisen og den efterfølgende økonomiske krise har forværret situationen så meget, at bægeret er ved at være fuldt. Eller rettere; det er løbet over. Landet har i dag et budgetunderskud på 13 pct. af BNP og en statsgæld på 113 pct. af BNP. Det er meget langt fra kriterierne i Stabilitetspagten. Ganske vist har også kernelandene problemer med at overholde de krav, men det er slet ikke i samme skala som grækerne.

Resultatet er, at de finansielle markeder er begyndt at tvivle alvorligt på, at Grækenland er i stand til at gennemføre den nødvendige økonomiske og strukturelle hestekur. Det afspejler sig i, at den 10-årige græske statsobligation nu er 3,3 procentpoint højere end den tyske - og på de 2-årige er forskellen over 5 procentpoint. Det betyder, at det er meget dyrt for den græske stat at finansiere budgetunderskuddet med udstedelse af nye statsobligationer, og det holder ganske enkelt ikke på sigt.

Løsningen er naturligvis, at Grækenland genfinder markedets tillid ved at stramme økonomien gevaldigt op. Grækerne har da også allerede lovet for en tid siden at nedbringe budgetunderskuddet fra 13 pct. af BNP i 2009 til 2,8 pct. af BNP i 2012. Men hvordan det skal ske, er ikke blevet forklaret, og derfor reagerede de finansielle markeder ikke positivt på meldingen. I forvejen er tilliden til grækerne ikke stor, idet de har erkendt, at have manipuleret med de økonomiske nøgletal i årevis.

EU-Kommissionens kommentar

I starten af februar kom EU-Kommissionen så med en udmelding efter at have set nærmere på grækernes plan, som Kommissionen kræver skal være klar i en mere detaljeret form i midten af marts. Og den blev kommenteret som ambitiøs, mulig, men ikke nem. Kommissionen lagde også vægt på det afgørende i, at grækernes plan bliver overvåget tæt. Det vil ske ved, at EU hvert kvartal fra maj og fremefter vurderer, hvordan det går. Går det ikke planmæssigt med at gennemføre hestekuren, så vil EU vride armen om på grækerne. Dybest er det nok i virkeligheden noget, der passer de græske politikere godt. De har i forvejen meget svært ved at gennemføre stramninger uden at det medfører store demonstrationer og strejker. Så er det nemmere at sige, "EU tvinger os...". Grækernes historiske vanskeligheder med at lave nedskæringer afspejler sig også i deres ambitiøse plan, som skal hente 2/3 af budgetforbedringen via øgede skatter. I skærende kontrast til den irske plan, hvor det er offentlige nedskæringer, der skal løfte 2/3 af byrden.

EU-Kommissionens udmelding har dog foreløbig beroliget de finansielle markeder, og indsnævret det græske rentespænd til Tyskland en anelse. Men usikkerhederne er fortsat høje og grækerne skal stadig levere varen for at tilfredsstille markederne.

Men Grækenland er jo ikke det eneste problem-barn. Der er også Portugal, Irland, Italien og Spanien ...

»Ja og de deler nogle af de samme problemer som grækerne. Der har været mest fokus på Irland, men de har vist sig som meget handlingskraftige og omstillingsparate, og markedet fik hurtigt tillid til de irske budgetplaner. Men Spanien er et andet stort problem-barn i euroen, som også er tvunget til at lave opstramninger og strukturelle ændringer. Spanien har i dag en ledighed på knap 20 pct., hvilket delvist er en følge af, at en femtedel af landets arbejdsstyrke under højkonjunkturen var beskæftiget i byggesektoren. Og netop ejendomsmarkedet i Spanien oplevede nogle af de mest markante prisstigninger i verden,« siger Lars Tranberg Rasmussen, senioranalytiker i Danske Research.

Så det kan mærkes, når det kolliderer. Men man kan undre sig over, hvorfor det især er de sydlige lande i EU, der har så dårlig økonomi og disciplin. Har du en forklaring ... ouzo, siesta, varmen, fodbold ...?

»Nej, ikke umiddelbart. Man kan blot konstatere, at EU- og ØMU-medlemskabet er blevet en slags sovepude for de lande og deres økonomiske disciplin. I en grad, så deres konkurrenceevne er blevet svækket med op mod 30 pct. over for Tyskland over det sidste årti.«

Men ikke desto mindre er de stadig i samme klub som tyskerne. Tror du ikke tyskerne er trætte af, at de er med til at betale for de slemme drenge i klassen uden at få mere magt?

»Jo, og jeg tror, at vi i de kommende år vil se en klar trend imod, at EU kan få mere indflydelse på den økonomiske politik i medlemslandene, der er på vej ud på et sidespor, så der ikke opstår for store økonomiske ubalancer landene imellem.«

Til slut. Kan Grækenland ende med at blive smidt ud af euroen?

»I teorien, ja. Men jeg anser det for meget usandsynligt. Det vil føre til et kaos og voldsomt pres på de øvrige problematiske lande. Konsekvensernes vil være uoverskuelige. Men skal risikoen helt fjernes, kræver det, at grækerne laver massive opstramninger. Ellers. ...!« ■





ØMU-projektet vakler

I DEBATTEN OP TIL euroens indførelse var der langt fra enighed om ØMU-projektets holdbarhed.

Skeptikerne pegede på, at en monetær union uden en fælles finanspolitisk overbygning og styring historisk set aldrig har overlevet. Og fordi de potentielle medlemslande var så vidt forskellige på mange økonomiske områder, var det alt for tidligt at tale om en fælles valuta. Ikke mindst fordi landenes påvirkninger og reaktioner på økonomiske kriser også ville være vidt forskellige. Den aktuelle situation tyder på, at skeptikerne fik ret ...

Fordele og ulemper ved euroen

Der er absolut mange fordele ved en fælles valuta, men ulempen er, at man giver afkald på pengepolitisk selvstændighed, herunder muligheden for at devaluere.

Hvad ville der være sket i Europa under finanskrisen, hvis euroen ikke var blevet indført? Valutaerne i landene med de ringeste økonomier – Grækenland, Irland, Spanien, Portugal og Italien – ville med sikkerhed være faldet drastisk mod den gamle D-Mark.

Men det var netop for at undgå den slags voldsomme valutaudsving, konkurrenceforvridninger og potentielle inflationstrusler og turbulenser, at man indførte euroen.

Noget skal give sig...

Men når valutaen ikke længere kan give sig, så er der noget andet, der må. F.eks. må arbejdskraften flytte sig fra områder med høj ledighed til områder med vækst og lavere ledighed. Sådan foregår det jo inden for et lands grænser, hvis nogle kommuner klarer sig dårligere end andre. Men selv om en af visionerne bag EU og ØMU'en har været at skabe fri bevægelighed også for arbejdskraften, så er den langt fra lige så mobil på tværs af landegrænser som indenfor.

Så er der kun én streng tilbage at spille på for de svage i eurozonen. De må ganske enkelt sørge for at stramme økonomierne så meget op, at de på den måde med tiden korrigerer ubalancerne – som aktuelt betyder, at de finansielle markeder ikke vil betale nær så meget for deres statsobligationer som for de tyske, franske, hollandske og belgiske.

Men det tager tid, det vil gøre ondt og økonomiske reformer vil virke betydeligt langsommere end en go' gammeldags devaluering.

Dilemmaet kan ses ved fx kontrasten mellem Tyskland og Spanien. Arbejdsløsheden er omkring 8 pct. i Tyskland, men lige under 20 pct. i Spanien. Og hvor Tyskland kunne notere et handelsoverskud på 175 mia. USD i perioden sep. 2008-august 2009 kunne Spa-

nien i samme periode fremvise et underskud på 84 mia. USD. Uden euroen ville Spanien kunne devaluere pesetaen over for bl.a. D-Mark og dermed kunne øge eksporten (spanske varer bliver billigere) og reducere importen (udenlandske varer bliver dyrere)) – hvilket ville stimulere den indenlandske efterspørgsel og reducere ledigheden.

Ikke alle ønsker rentestramninger

Der er en anden ting, der gør det hele vanskeligt. Lige nu er ECB's ledende rente på 1 pct., og det er spanierne – og de øvrige trængte ØMU-lande – glade for. Men opsvinget bliver, forhåbentlig, gradvist stærkere, og på et tidspunkt vil ECB – som skal tage inflationsmæssigt hensyn til det overordnede euro-område – vælge at hæve renten for ikke at løbe risikoen for en løbsk inflation. Det vil ske længe, før Spanien og nogle af de andre trængte lande ønsker det, fordi det bliver endnu vanskeligere at nedbringe ledigheden ved en strammere pengepolitik, når statsfinansierne samtidig i forvejen skal holdes i stramme tøjler.

Men der er ikke nogen vej udenom, hvis Portugal, Irland, Italien, Grækenland og Spanien – populært kaldet PIIGS – ønsker at blive i euroen. Stram økonomisk disciplin i en årrække. ■



Selvpensioneringskonti kan udbetales skattefrit

LEMPEDER REGLER FRA 1. JANUAR 2010

REGERINGEN og Dansk Folkeparti blev i forbindelse med finanslov 2010 enige om at give mulighed for førtidig udbetaling af selvpensioneringskonti.

Selvpensioneringskontoordningen blev indført i 1960'erne. Det har ikke siden 1998 været muligt at oprette selvpensioneringskonti. Efter gældende regler var udbetalinger fra selvpensioneringskonti skattefrie for personer, der er fyldt 60 år.

Fra 1. januar 2010 blev reglerne lempet, idet det nu er muligt for alle skattefrit at få udbetalt deres opsparede midler på selvpensioneringskonti, selvom de endnu ikke er fyldt 60 år.

Afkast på selvpensioneringskontoen beskattes kun med 15 procent i pensionsafkastskat. Denne regel ændres ikke.

Skal pengene udbetales eller blive stående?

Vælger du at få indestående udbetalt, skal du være opmærksom på, at det kun kan udbetales som et éngangsbeløb.

Det kan ikke anbefales at få udbetalt selvpensioneringskontoen for blot at indskyde beløbet på en kapitalpension, da afgiften ved udbetaling af kapitalpensionen er 40 procent og indskuddet kun har en fradragsværdi på ca. 37,5 procent.

I nogle tilfælde vil det kunne betale sig at indskyde beløbet på en ratepension eller en livrente. Det er dog ikke vores generelle anbefaling, at selvpensioneringskontoen ophæves for at indskyde beløbet på en ratepension eller en livrente, da dette kan betyde modreg-

	Selvpensioneringskontoen videreføres	Selvpensioneringskontoen ophæves og indsættes på en ratepension	Selvpensioneringskontoen ophæves og indsættes på en kapitalpension
Indestående	40.000		
Indskud inkl. skattebesparelse		84.210 (skattesats 52,5 %)	64.000 (skattesats 37,5 %)
Afkast 5 % p.a. i 10 år	25.156	52.960	40.250
PAL skat 15 %	-3.773	7.944	6.038
Saldo efter 10 år	61.383	129.226	98.212
Skat/afgift ved udbetaling	0	67.843 (skattesats 52,5%)	39.285 (afgift 40 %)
Til rådighed efter skat/afgift	61.383	61.383	58.927

ning i sociale ydelser og måske udlignings-skat. Udbetaling fra selvpensioneringskonto modregnes derimod ikke i sociale ydelser.

I boksen nedenfor er illustreret forskellene i rådighedsbeløb efter skat, når selvpensioneringskontoen videreføres eller beløbet og skatteværdien indskydes på en ratepension eller en kapitalpension.

Da afkast på selvpensioneringskontoen kun beskattes med 15 procent, kan det heller ikke anbefales at få udbetalt det opsparede beløb for at investere dem via eget frit depot.

Står du i en situation, hvor du har behov for at optage lån til eksempelvis ny bil, kan

det derimod være en god ide at overveje, om det vil være mere fordelagtigt at få udbetalt de opsparede midler på selvpensioneringskontoen. Du skal dog være opmærksom på, at du ved en udbetaling af selvpensioneringskontoen mister den fordelagtige adgang til kun at blive beskattet med 15 procent af afkastet af indestående på selvpensioneringskontoen.

Ønsker du at drøfte mulighederne angående din selvpensioneringskonto, er du velkommen til at kontakte din rådgiver. ■

Nye skattemæssige begreber for aktier

REGULERET VS. UREGULERET MARKED

Børsnoterede aktier og unoterede aktier er velkendte begreber. Men nu skal du vænne dig til nogle nye begreber, når du som personlig investor skal afgøre den skattemæssige behandling af dine aktier.

FRA OG MED 2010 skal beskatningen af investering i aktier for frie midler afgøres ud fra, om aktierne er optaget til handel på et reguleret marked eller ej.

Allerede på årsoversigten for 2009 vil du som noget nyt se, at din aktiebeholdning er kategoriseret ud fra de nye begreber. Det skyldes, at Danske Bank ved indberetningen til SKAT for 2009 skulle give oplysning om, hvorvidt den enkelte aktie er optaget til handel på et reguleret marked eller ej. En oplysning som SKAT ønsker at anvende fremadrettet til automatisk at kunne beregne din gevinst eller tab ved salg af aktier.

Som udgangspunkt kan du regne med, at aktier, der tidligere var børsnoterede, nu anses for at være optaget til handel på et reguleret mar-



ked. For unoterede aktier gælder tilsvarende, at disse som udgangspunkt anses for ikke at være optaget til handel på et reguleret marked.

Der er dog undtagelser til denne hovedregel. Som det fremgår af figuren, vil der være enkelte markeder, hvor aktierne tidligere blev anset for at være unoterede, men som efter de

nye regler anses for at være regulerede markeder. Det gælder eksempelvis aktier, der handles på Dansk AMP. Tidligere unoterede aktier, der handles på et reguleret marked, beskattes fremover som aktier optaget til handel på et reguleret marked. Tab på disse tidligere unoterede aktier har personer indtil nu kunnet fratrække direkte i aktieindkomsten, men fra og med 2010 er der kun modregningsret i gevinster og udbytter fra andre aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked. First North anses ikke for et reguleret marked. Personer kan derfor fortsat fratrække tab på disse aktier direkte i aktieindkomsten.

EU-kommissionen har udarbejdet en liste over regulerede markeder indenfor EU/EØS. Du kan finde listen på følgende link <http://eur-lex.europa.eu/JOHtml.do?uri=OJ:C:2009:158:SOM:DA:HTML>.

Udenfor EU/EØS skal afgørelsen foretages ud fra de forudsætninger, der fremgår af de såkaldte MIFID-regler. Det giver imidlertid en del større udfordringer at afgøre, om aktier udenfor EU/EØS er optaget til handel på et reguleret marked eller ej. Skatteministeriet har i forbindelse med lovens vedtagelse meddelt, at EU-kommissionen udarbejder en liste over, hvilke markeder udenfor EU, der anses for regulerede markeder. Denne liste lader dog vente på sig. Danske Banks indberetning til SKAT for 2009 har derfor taget udgangspunkt i, om aktier handlet på markeder uden for EU/EØS er handlet på børser, der er medlem af World Federation of Exchanges. Medlemslisten er offentliggjort på organisationens hjemmeside <http://world-exchanges.org>. ■

Skat af aktier i investeringsselskaber

ÆNDEDE REGLER

I 2009 BLEV KREDSSEN af de såkaldte investeringsselskaber udvidet. Alle selskaber, der har mindst otte uafhængige aktionærer, og som har sin formue placeret i værdipapirer mv., skiftede dermed skattemæssig status til investeringsselskab. Det gælder f.eks. aktierne i en række børsnoterede investeringsselskaber.

Herved er der lagt op til, at aktionærerne allerede fra 2009 – efter lagerprincippet – årligt skal medregne avance og tab på aktierne efter reglerne for aktier i investeringsselskaber. Det gælder uanset om aktierne sælges eller ej, og uanset hvor lang tid aktierne har været ejet.

Der blev imidlertid ikke indført særlige overgangsregler for selskabsaktionærer, der havde ejet aktier i mindst 3 år i et selskab, der skiftede status til investeringsselskab. Efter megen kritik er reglerne nu ændret.

Grotesk sag

Lovændringen er sket på baggrund af en grotesk sag omtalt flere gange i medierne.

En selskabsaktionær havde købt aktier i et børsnoteret investeringsselskab i 2005 til kurs 150 eller for i alt 1,8 mio. kr. Den 1. januar 2009, som i den konkrete sag var tidspunktet for statusskifte til investeringsselskab, var kursen faldet til 80 svarende til en værdi af aktieposten på 960.000 kr. Hvis aktierne efterfølgende steg i værdi, skulle der betales skat efter reglerne for aktier i investeringsselskaber, selvom der ikke var en avance!

Det skyldes, at aktierne på tidspunktet for statusskiftet skattemæssigt først skal anses for afstået til børskursen (kurs 80) og dernæst genanskaffet til samme kurs.

Kursværdien på 960.000 kr. (kurs 80) er her efter den skattemæssige indgangsværdi for aktierne beskattning efter reglerne for aktier i investeringsselskaber. Hvis aktierne senere genfinder det tabte og stiger til en værdi på 1,8 mio. kr. (kurs 150), så vil der være en skattepligtig avance på 840.000 kr. Selskabsskatten på 25 pct. af dette beløb udgør 210.000 kr.

Efter omtalen af sagen indvilgede skatteministeren i at finde en løsning på problemet. Skatteministerens lovforslag blev vedtaget af Folketinget umiddelbart før årsskiftet.

Nettokurstabskontoen

Ved lovændringen er indført en særlig nettokurstabskonto for selskabsaktionærers aktier i investeringsselskaber med en ejertid på mindst tre år. Selskabsaktionærer får dermed mulighed for at opgøre og selvangive tabet på aktierne ved statusskiftet på en særlig nettokurstabskonto.

Saldoen på nettokurstabskontoen nedsæt-

ter beskattningen af avancer efter statusskiftet. Herved opnås, at der kun skal ske beskattning, hvis der samlet er en avance på aktier i investeringsselskaber set i forhold til den oprindelige anskaffelsessum.

Saldoen på nettokurstabskontoen er således udtryk for, at selskabsaktionæren samlet har nettokurstab på alle aktier i selskaber, som har skiftet status til investeringsselskab. Saldoen på nettokurstabskontoen opgøres efter særlige regler. Er saldoen på nettokurstabskontoen positiv sættes den til 0.

I sagen omtalt ovenfor vil tabet på aktierne ved statusskiftet give anledning til en saldo på nettokurstabskontoen på 840.000 kr. Det betyder, at en avance efter statusskiftet på indtil samme beløb kan friholdes for skat.

BEMÆRK, at nettokurstabskontoen for aktier i investeringsselskaber ikke må forveksles med nettokurstabskontoen for selskabers porteføljeaktier. Der er i skattemæssig henseende vandtætte skotter mellem aktier i investeringsselskaber og porteføljeaktier. En selskabsaktionær kan eksempelvis ikke bruge saldoen på nettokurstabskontoen for aktier i investeringsselskaber til at nedsætte skatten på porteføljeaktier.

Ny mulighed for omlægning

Indførelse af nettokurstabskontoen indebærer, at tabsgivende aktier i investeringsselskaber med ejertid på mindst 3 år også kan omlægges til andre investeringer uden negative skattemæssige konsekvenser.

Det skyldes, at saldoen på nettokurstabskontoen ikke alene kan nedsætte skatten på aktier, der indgik ved opgørelsen af nettokurstabskontoen. Saldoen kan også nedsætte skatten på nye investeringer i andre investeringsselskaber samt på beviser i akkumulerende investeringsforeninger. Hvis investeringerne ønskes omlagt, udbyder Danske Invest en række akkumulerende investeringsforeninger, se www.danskeinvest.dk.

Aktier ejet mindre end tre år

Overgangsreglerne for selskabsaktionærers aktier i investeringsselskaber med en ejertid på mindre end 3 år er ikke blevet ændret.

Sådanne aktier anses også skattemæssigt for afstået og genkøbt til børskursen ved statusskiftet. Et eventuelt skattemæssigt tab kan dog fradrages efter særlige regler. I året efter statusskiftet modregnes tabet i første omgang i avancer på andre aktier ejet mindre end 3 år. Et resterende tab tillægges indgangsværdien, der danner grundlag for beskattningen af aktier i et investeringsselskab. Det resterende tab kommer dermed til fradrag i det første år, hvor aktierne lagerbeskattes efter reglerne for aktier i investeringsselskaber.

Vil du vide mere

Vil du vide mere, eller ønsker du at omlægge selskabets investering, kan du kontakte din rådgiver i banken. I næste nummer af INVESTERING vil vi fokusere på, hvordan statusskiftet til investeringsselskab påvirker personlige aktionærer. ■

HVAD ER ET INVESTERINGSSKAB?

INDTIL 2008

Selskabet investerer udelukkende i værdipapirer

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

2009 OG SENERE

Selskabet investerer udelukkende i værdipapirer

Under 8 deltagere:

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

Mindst 8 deltagere:

Uden betydning om der er indløsningsret. Koncernforbundne selskabsaktionærer og nærtstående personer anses her som én aktionær.

Udvidelsen gælder danske aktie- og anpartsselskaber samt udenlandske selskaber, herunder investeringsselskaber beliggende i skattelylande.

For danske investeringsselskaber, modsvares den lagerbeskattning hos investorerne af, at investeringsselskabet ikke betaler indkomstskat, bortset fra skatten af aktieudbytte.



Pas på 30-årige 4 procentslån

■ INDLÅSNINGSEFFEKT

HVIS MAN VIL FINANSIERE sin bolig med et fastforrentet lån, bør man slå til nu. Mange kommende eller eksisterende boligejere lurepasser i forventning om, at 30-årige 4 procentslån bliver kursmæssigt attraktive. Selv hvis kursen på 30-årige 4 procentslån steg fra det nuværende niveau, bør man som hovedregel holde sig til 5 procentslånet. Det skyldes, at det kan blive meget dyrt at komme ud af 4 procentslånet, hvis man i fremtiden skulle ønske at sælge sit hus eller omlægge lånet førtidigt. Fænomenet kaldet *indlåsnings* og rammer små obligationsserier bag lån, der kun er tilgængelige for låntager i en kort tidsperiode. De små obligationsserier bliver nemlig ofte opkøbt af en enkel investor, såsom en pensionskasse e. lign. Hvis obligationerne er fordelt på få hænder eller blot en enkelt hånd, kan det presse prisen – kursen – op på obligationerne, og gøre det dyrere for låntagere at komme af med lånet.

Hvis man optager et 4 procentslån, og renterne, som vi forventer, stiger, så burde kursen ifølge lærebøgerne falde, hvilket potentielt vil

reducere kursværdien af restgælden i boligen. Eksempelvis er den nuværende kurs 93 på et 30-årigt 4 procentslån. Hvis renten stiger med 1 procentpoint, så skulle kursen – hvis man ser bort fra indlåsningseffekten – falde til 85, svarende til at man ville få reduceret kursværdien af sin restgæld med 80.000 kroner pr. million. Faldet svarer nogenlunde til, hvis man har et 30-årigt 5 procentslån. Til gengæld er den månedlige ydelse på 4 procentslånet lavere, hvilket isoleret set ville gøre 4 procentslånet mest attraktivt. Det samme argument gælder, hvis renterne forbliver uændret.

Hvis 4 procentsobligationerne bliver ramt af en indlåsningseffekt, vil det sandsynligvis være 5 procentslånet, der vinder kampen som det mest attraktive lån. Hvis investorerne, der ejer obligationerne bag lånet, eksempelvis kræver en kurs på 99, så vil man som låntager med 4 procentslån have købt katten i sækken i form af en potentiel stigning i boliggylden på omtrent 70.000 kroner pr. lånt million kr. Såfremt renterne stiger, vil nogle boligejere risikere at være låst til deres bolig, fordi de skylder flere penge væk, end boligen er værd. De er med andre ord låst til deres lån. De kan na-

turligvis altid indfri lånet til kurs 100, men det kan jo altså blive dyrt at bruge den ret.

Hvis renterne imod vores forventninger falder fra det nuværende niveau, kan det også blive dyrt at finansiere huset med et 30-årigt 4 procentslån. 4 procentslånet ligger nemlig kursmæssigt langt fra 100, som er det kursmæssige loft, der beskytter låntager mod rentefald og tilsvarende kursstigninger. Falder renten eksempelvis med 1 procentpoint, så vil kursen på 4 procentslånet stige til lige under kurs 100. Det giver i hele træskolængder en stigning i restgælden på 70.000 kr. Har man derimod et 5 procentslån, der aktuelt ligger i kurs 99, så kan man maksimalt få et kurstab på omkring 10.000 kr. pr. lånt million kr. i tilfælde af, at renterne stiger.

Samlet set er risikoen ved et 4 procentslån for stor, og opvejer ikke, at renten er en smule lavere end på et 30-årigt 5 procentslån. Hvis man vil have 4 pct., bør man vælge et 20-årigt lån. Dermed vil man kunne komme hurtigere af med sin boliggyld, hvilket kan være smart, hvis man har et stort lån, der bliver ramt af sænkelsen af rentefradraget fra 2012 til 2019. ■

Aktier nedsættes fra Overvægt til Neutral

TAG RISIKO UD AF PORTEFØLJEN

AKTIERNES KRAFTIGE stigninger i fjor og høje indtjeningsforventninger til 2010 stiller over for usikkerheden om opsvingets styrke og jobskabelse, får os til at dæmpe forventningerne til aktiemarkedets performance i år.

Det blev medio januar besluttet at nedvægte aktierne i KerneSatellit. Aktieovervægten for de langsigtede og risikovillige investorer blev fjernet, og alle profiler blev tildelt en Neutral allokering – dvs. for alle profiler en aktieandel i den samlede portefølje ikke større end hvad, der anses for at være neutralt i forhold til obligationer. I starten af februar blev allokeringen for forsigtige investorer med en tidshorisont under 7 år af forsigtighedshensyn yderligere reduceret til en lille undervægt af aktier.

Baggrunden er egentlig ikke, at vi i 2009 oplevede en performance på aktiemarkedet, som vi ikke kommer i nærheden af i år. Havde det været en »normal« recession, vi var på bagsiden af, ville vi heller ikke se aktiemarkedet fortsætte i det tempo, men alligevel formentlig kunne forsvare en fortsat overvægt af aktier.

Men det er netop det, at vi ikke er på bagsiden af en normal recession, men derimod en meget hård én af slagsen, som fulgte efter den værste finanskrisen i historien. Det betyder, at der, selv om det økonomiske opsving stadig er i gang, er flere forhold, der gør den økonomiske fremtid lidt usikker. Det er ek-

sempelvis uklart om, hvorvidt opsvinget vil medføre den forventede jobskabelse, og hvornår dette i givet fald vil ske. Der hersker også stor usikkerhed omkring, hvordan økonomierne vil reagere, når stimuluspakkerne udløber, hvilket primært sker i 2010, og om forbrugerne vil begynde at bruge penge igen. Disse usikkerheder skal sættes op imod de forventninger, som aktiemarkedet har til virksomhedernes indtjening i år og det aktuelle kursniveau. Og det er den sammenligning, der tvinger os til en nedjustering fra Overvægt af aktier til Neutral i vores generelle anbefalinger.

Det er dog vigtigt, at understrege, at vi stadig er positive på aktier. Vi har blot valgt at justere anbefalingerne efter de økonomiske realiteter. De økonomiske nøgletal viser fortsat bedring i den globale økonomi, og vi venter et opsving omkring det langsigtede vækstpotentiale. Men et sådant opsving må betegnes som moderat efter historiske standarder, idet dybe recessioner traditionelt har været fulgt af høje vækstrater. Strammere kreditgivning og store økonomiske ubalancer taler imidlertid for mere beskedne vækstudsigter trods den meget dybe recession.

Ændringen sker ved at reducere eksposeringen i Danske Invest Stockpicking og øge vægtningen i Danske Invest Udenlandske Obligationer. Stockpicking outperformede MSCI World med 10 procentpoint i 2009, endda med en lavere risiko. Det er der-

for ikke dårlig performance, der får os til at nedvægte i den, men den kendsgerning at fonden er den tungest vægtede i KerneSatellit. På den baggrund anser vi det for naturligt at reducere her. For de mest risikovillige kunder med lang tidshorisont nedvægtes Danske Invest Verden med 5 procentpoint.

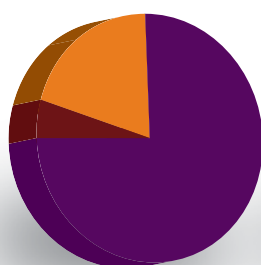
Udenlandske obligationsmarkeder opvægtes, da vi ønsker en bred forening, som kan fordele investeringerne både på investment grade, high yield og statsobligationer udstedt i højrentelande. Afdelingen har leveret et afkast på 35 pct. i 2009, som dog var et år præget af et ekstraordinært attraktivt investeringsmiljø for kreditobligationer.

Vi har valgt Udenlandske Obligationer markeder både ud fra det gode afkast i 2009, og da vi sætter pris på, at afdelingen er bredt diversificeret mellem både investment grade, high yield og statsobligationer fra high yield lande og er i stand til at disponere indenfor dette univers.

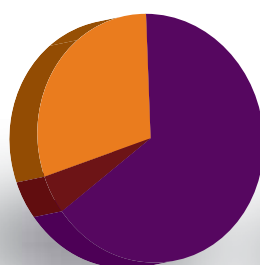
Udsigterne for kreditmarkederne i 2010 er moderat positive. Bedre makroøkonomiske udsigter kombineret med meget lave renter vil fortsat få investorerne til at søge væk fra statsobligationer og over i alternativer. Vi forventer, at disse alternativer i mange tilfælde vil være kreditobligationer og statsobligationer fra højrentelande – samt at disse vil give et merafkast ift. statsobligationer generelt, men at dette merafkast bliver lavere end i 2009. ■

AKTUEL ALLOKERING I KERNESATELLIT MIDDEL RISIKO

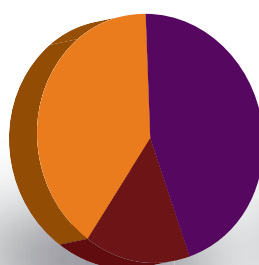
TIDSHORISONT PÅ 1-3 ÅR



TIDSHORISONT PÅ 3-7 ÅR

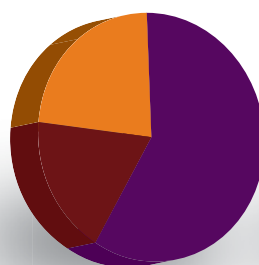


TIDSHORISONT OVER 7 ÅR

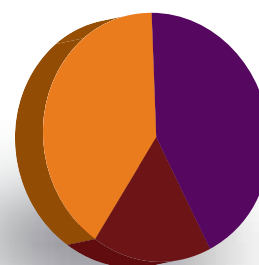


AKTUEL ALLOKERING I FLEXINVEST FRI MIDDEL RISIKO

TIDSHORISONT PÅ 3-7 ÅR



TIDSHORISONT OVER 7 ÅR



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

BEMÆRK:

Der er kommet et nyt lovforslag om beskatning af privates kursgevinster på obligationer [s. 24-25] købt før 27. januar 2010. Idet lovforslaget endnu ikke er vedtaget, kan vi aktuelt ikke give anbefalinger vedr. obligationer for privates frie midler.

Til højre på denne side ses anbefalinger for pensionsbeskattede investorer. Disse anbefalinger påvirkes ikke af en vedtagelse af lovforslaget.

PENSIONSBSKATTEDE MED TIDSHORISONT 0-3 ÅR

% andel 1)	Fondskode	Papir	DB eff. rt. 2)	3)	Hpr. ved 0% skat 4)	
			Skat 0%	DB Var.	DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
30	DK0009279531	RD 6.0 A 10/01/2041	5,80%	-1,85	2,87%	1,38%
20	DK0009279457	RD 5.0 A 10/01/2031	4,74%	2,43	2,28%	4,26%
10	DK0009774978	NYKRE FRN 10/01/2011	-0,20%	0,14	1,76%	1,54%
20	DK0009281511	RD 2.0 01/01/2013	2,42%	2,81	1,11%	3,18%
20	DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015	3,06%	4,48	0,36%	3,92%
100			5)	1,34	1,82%	2,82%

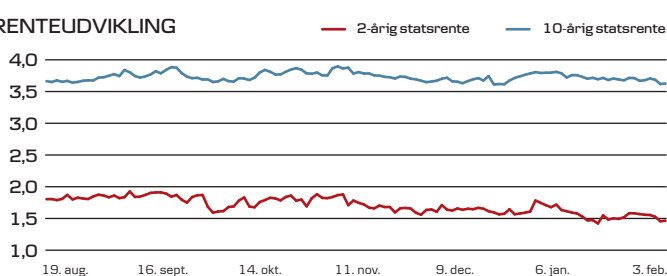
PENSIONSBSKATTEDE MED TIDSHORISONT 3-7 ÅR

% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat	
			Skat 0%	DB Var.	DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
20	DK0009279531	RD 6.0 A 10/01/2041	5,80%	-1,85	2,87%	1,38%
10	DK0009279457	RD 5.0 A 10/01/2031	4,74%	2,43	2,28%	4,26%
50	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,05%	4,27	1,33%	4,98%
20	DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015	3,06%	4,48	0,36%	3,92%
100				2,86	1,56%	3,96%

PENSIONSBSKATTEDE MED TIDSHORISONT OVER 7 ÅR

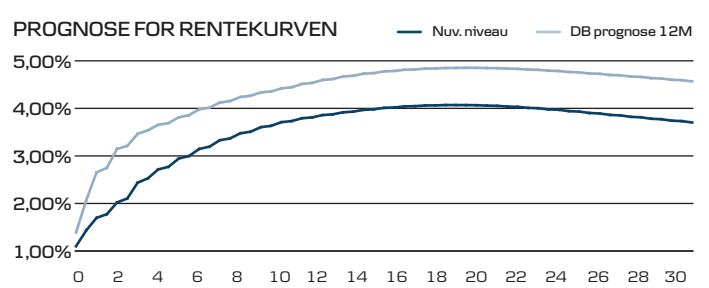
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat	
			Skat 0%	DB Var.	DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
10	DK0009279531	RD 6.0 A 10/01/2041	5,80%	-1,85	2,87%	1,38%
10	DK0009279457	RD 5.0 A 10/01/2031	4,74%	2,43	2,28%	4,26%
60	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,05%	4,27	1,33%	4,98%
20	DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015	3,06%	4,48	0,36%	3,92%
100				3,49	1,40%	4,33%

RENTEUDVIKLING



KILDE: REUTERS

PROGNOSE FOR RENTEKURVEN



KILDE: REUTERS

LØBETID [ÅR]

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

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

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

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

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

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

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

4) Hpr. (horisontafkastet) udtrykker det forventede afkast på 12 mdr. sigt. Viser, hvilket afkast du kan forvente ud fra givne forudsætninger til renteniveau og evt. forventning til ekstraordinære udtrækninger på konverterbare realkreditobligationer. DB er Hpr. med baggrund i vores officielle 12 mdr. prognose.

Uændr. er Hpr. beregnet ved en uændret rentekurve om 12 mdr. Afkastet udtrykker således kuponrente samt løbetidsforkortelsen på obligationerne

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

Inflationsfrygt i Asien

For et år siden var frygten for en voldsom nedgang i væksten i kølvandet på den globale finansielle krise som dominerede i Asien. I øjeblikket ser vi derimod frygt for, at økonomierne i Asien måske er blevet stimuleret for meget, og det derfor kan blive nødvendigt at træde på bremsen for at undgå, at inflationen kommer ud af kontrol. Det har skabt frygt for, at det måske kan blive uholdbar høj inflation og pengepolitiske stramninger, og ikke lavere eksport til USA og Europa, som i sidste ende driver væksten ned i Asien. I første omgang er det dog vigtigt at huske på, at den stigende fokus på inflationen primært er kommet, fordi opsvinget i Asien har vist sig stærkere end forventet. En vis afdæmpning i væksten i Asien vil være helt naturligt i 2010 oven på den ekstraordinært stærke vækst siden starten af 2010. En vis normalisering af pengepolitikken i Asien er også nødvendigt for at balancere det noget anderledes forhold mellem inflation og vækst i Asien. Det betyder, at de asiatiske centralbanker vil stramme før og mere end Fed og ECB. Det vil dog mere være udtryk for styrke end for svaghed i Asien. ■

USA: Kraftig vækst ved årsskiftet – mere moderate udsigter

Den amerikanske økonomi voksede med 5,7% k/k AR i fjerde kvartal sidste år, hvilket er den kraftigste vækst siden tredje kvartal 2003. Der er tegn på at økonomien er kommet ind i 2010 med relativt højt tempo. Vi forventer dog mere moderate, men fortsat pæne, vækstrater henover året. Der er nu tegn på at arbejdsmarkedet er stabiliseret og jobvæksten er lige om hjørnet. Det er gode nyheder med hensyn til holdbarheden af opsvinget. Med en høj ledighed og aftagende kerneinflation vil den amerikanske centralbank være tilbageholdende med at stramme hurtigt op på pengepolitikken. Vi forventer ikke, at se traditionelle renteforhøjelser før hen mod slutningen af i år. Inden da, vil Fed begynde at opsuge den rigelige likviditet som opkøbene af stats- og realkreditobligationer har skabt. ■

Skrøbelig vækst i Central- og Østeuropa

Mens Asien og dele af Latinamerika oplever stærk vækst, så er situationen noget anderledes i Øst- og Centraleuropa, der er det svage led blandt Emerging Markets. Ganske er der en vis industrimæssig fremgang at spore, men den private efterspørgsel er stadig svag. Da der samtidig er behov for en stram styring af de offentlige finanser, er der lagt op til en skrøbelig vækst i regionen i år, som også ventes præget af stigende ledighed.

Uroen omkring Grækenland og euroens fremtid har generelt øget risikoaersionen, og det rammer også Central- og Østeuropa (CEE). Dog foreløbig ikke i dramatisk omfang, hvilket hænger sammen med, at hvad angår offentlige finanser, statsgæld og makroøkonomisk tilpasningskapacitet så er de fleste CEE-lande faktisk bedre stillet end Grækenland, Spanien, Portugal, Italien og Irland. Men tiltager uroen omkring euroen, kan det ramme CEE negativt og bl.a. føre til pres på valutaerne. ■



ISTOCKPHOTOS

Euroland: Udsigt til vækst i 2010

Der er udsigt til vækst i Euroområdet i 2010. Vi ser fortsat fremgang i ordretilgangen og tillidsindikatorerne er generelt i bedring. Alt i alt venter vi en vækst i euroområdet i 2010 på lidt over 2%, men billedet er noget blandet på tværs af landene i regionen, og der er fortsat store risici når de finans- og pengepolitiske stimuli bliver rullet tilbage.

En række sydeuropæiske lande, særligt Grækenland men også Spanien og Portugal, kæmper i øjeblikket en hård kamp for at overbevise EU Kommissionen samt de finansielle markeder om de kan fremlægge holdbare finanspolitiske budgetter for de kommende år. Finanspolitisk holdbarhed i Euroområdet vil formentligt være et markedstema i noget tid endnu, og vi kan derfor ikke udelukke yderligere uro på statsobligationsmarkederne.

Overordnet er den private efterspørgsel fortsat svag i Eurozonen og arbejdsløsheden er endnu ikke stabiliseret idet den steg til 10,0 % ved udgangen af 2009. Fremadrettet er vores forventning dog at ledigheden topper i første kvartal og derefter gradvist vil aftage i løbet af året. Dette er essentielt for at skabe et holdbart opsving, hvor privatforbruget atter kan stige. ■

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
ENERGI			
Olje og Gas Udstyr & Tjenester			
Acergy	NO	A	93,2
Aker Solutions	NO	R	81,1
BW Offshore	NO	K	8,5
Det Norske Oljeselskap	NO	K	30,9
Fortum	FI	A	18,0
Fred. Olsen Energy	NO	H	231,3
Petroleum Geo-Services	NO	S	72,4
Prosafte SE	NO	H	32,2
Prosafte Production	NO	K	11,7
Seadrill	NO	H	131,0
Sevan Marine	NO	H	8,8
Subsea 7	NO	R	105,6
TGS-Nopec	NO	A	111,0
Olje og gas			
Neste oil	FI	A	10,7
Statoil	NO	A	128,9

MATERIALER			
Kemi			
Auriga Industries	DK	H	102,5
Kemira	FI	R	11,2
Novozymes	DK	A	533,5
Emballage			
Brodtrene Hartmann	DK	H	88,0
Huhtamäki	FI	A	9,6
Metaller & Minedrift			
Norsk Hydro	NO	K	41,1
Outokumpu	FI	A	12,7
Outotec	FI	K	22,8
Rautaruukki	FI	H	13,8
SSAB	SE	A	117,9
Talvivaara Mining Co PLC	FI	K	4,1
Papir & Skov			
M-real	FI	S	1,6
Stora Enso	FI	H	4,3
UPM-Kymmene	FI	H	7,5

INDUSTRI			
Fly & forsvar			
SAAB	SE	A	116,0
Byggematerialer			
Assa Abloy	SE	H	131,0
Flügger	DK	H	386,0
H+H International	DK	R	69,0
Lindab	SE	H	80,5
Rockwool International	DK	S	592,0
Uponor	FI	A	13,0
Anlæg og Maskinteknik			
Højgaard Holding	DK	K	193,0
Monberg & Thorsen	DK	K	299,0
NCC	SE	R	111,5
Peab	SE	R	43,7
Per Aarsleff	DK	K	555,0
Pöyry	FI	K	9,7
Skanska	SE	A	115,7
Trelleborg	SE	H	49,3
YIT	FI	A	16,4
Elektrisk udstyr			
ABB	SE	A	130,7
Vestas Wind Systems	DK	H	274,8
Maskinindustri			
Alfa Laval	SE	A	99,3
Atlas Copco	SE	H	97,5
Beijer Alma	SE	A	101,0
Cardo	SE	R	237,0
Cargotec Corp	FI	K	22,0
FLSmidth & Co	DK	K	333,9
Haldex	SE	H	42,4
Hexagon	SE	R	99,3
Kone	FI	K	29,1
Konecranes	FI	H	20,0
Metso	FI	K	23,3
Morphic Technologies	SE	R	0,6
Nibe	SE	R	72,5
NKT Holding	DK	H	304,4
Opcon	SE	A	50,0
Sandvik	SE	R	80,3
Scania	SE	A	98,3
Seco Tools	SE	R	81,8
SKF	SE	H	112,0
VBG	SE	K	74,0
Volvo	SE	H	66,1
Wärtsilä	FI	K	32,2
Handel og distribution			
Cramo	FI	R	13,7
Ramirent	FI	S	7,0
Solar	DK	K	325,0
Erhvervsservice & -produkter			
G4S	UK	K	21,5

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
INDUSTRI, FORTSAT			
Gunnebo	SE	R	29,4
Lassila & Tikanoja	FI	H	15,4
Loomis	SE	A	86,0
Niscayah	SE	R	15,6
Securitas	SE	K	74,8
Tomra Systems	NO	H	27,9
Luftfart			
Finnair	FI	H	3,7
SAS Group	SE	S	3,6
Shipping			
A. P. Møller - Maersk	DK	K	41420,0
DFDS	DK	AS	390,0
Mols-Linien	DK	S	56,0
Norden	DK	S	230,5
Torm	DK	S	57,0
Transport			
DSV	DK	K	89,8

FORBRUGSVARER			
Reserve dele			
Autoliv	SE	K	44,4
Mekonomen	SE	R	145,5
Nokian Tyres	FI	A	16,6
Varige forbrugsgoder			
Bang & Olufsen	DK	H	62,0
BoConcept	DK	A	170,0
Ekornes	NO	A	125,0
Electrolux	SE	H	153,5
Husqvarna	SE	K	48,3
Fritidsudstyr			
Amer Sports	FI	A	7,8
Tekstiler & beklædninger			
Björn Borg	SE	K	65,0
IC Companys	DK	K	188,5
New Wave Group	SE	R	31,4
Hoteller & Cruise Lines			
Royal Caribbean Cruises	NO	K	151,0

Hoteller, Restauranter & Underholdning			
Betsson	SE	K	128,0
Skistar	SE	H	128,0
Unibet	SE	K	219,5
Medier			
Alma Media	FI	A	7,5
Cision	SE	A	7,2
CTC Media	FI	A	12,8
Modern Times Group (MTG)	SE	K	346,1
Sanoma	FI	H	15,8
Schibsted	NO	A	126,4
Stormagasiner			
Stockmann	FI	A	21,0
Beklædning			
Clas Ohlson	SE	K	141,5
Hennes & Mauritz	SE	K	433,5
Nobis	SE	K	41,5

NÆRING & NYDELSE			
Supermarkeder			
Axfood	SE	R	216,0
Hakon Invest	SE	R	116,0
Kesko	FI	A	23,9
Drikkevarer			
Carlsberg	DK	K	378,0
Harboe	DK	K	112,0
Royal Unibrew	DK	K	138,0
Fødevarer			
AAK	SE	A	168,5
Atria	FI	A	11,1
Cermaq	NO	A	59,5
Danisco	DK	K	352,6
EAC	DK	S	167,0
HKSscan	FI	A	9,0
Leroy Seafood Group	NO	A	122,0
Marine Harvest	NO	R	5,2
Orkla	NO	R	51,9
Tobak			
Swedish Match	SE	K	155,0
Personlige Produkter			
Oriflame	SE	H	413,0

SUNDHED			
Medicinalinstrumenter & -udstyr			
Coloplast	DK	A	584,5
Elektta	SE	S	166,5
Gecting	SE	A	154,3
William Demant Hing	DK	S	407,0
Bioteknologi			
ALK-Abello	DK	R	396,5
Bavarian Nordic	DK	H	179,0
Biogala	SE	K	89,5
Genmab	DK	K	97,5

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
SUNDHED, FORTSAT			
Exiqon	DK	H	11,7
Karo Bio	SE	H	9,9
LifeCycle Pharma	DK	K	6,0
Neurosearch	DK	K	224,0
Q-Med	SE	S	58,3
TopoTarget	DK	K	4,9
Farmaci			
Astrazeneca	UK	H	2732,0
Lundbeck	DK	H	97,3
Meda	SE	K	70,3
Novo Nordisk	DK	K	377,7
Orion	FI	H	15,8

FINANS			
Banker			
Amagerbanken	DK	R	34,6
Danske Bank	DK	IA	129,3
DNB Nor	NO	A	63,8
Jyske Bank	DK	K	203,9
Nordea	SE	R	67,1
Pohjola Bank	FI	A	7,1
Ringkjøbing Landbobank	DK	K	623,0
SEB	SE	H	42,8
Spar Nord	DK	A	62,5
Svenska Handelsbanken	SE	A	182,8
Swedbank	SE	H	64,4
Sydbank	DK	K	142,0
Vestjysk Bank	DK	K	89,0
Forsikring			
Alm. Brand	DK	H	92,0
Sampo	FI	R	17,3
TopDK	DK	A	651,5
TrygVesta	DK	H	329,5
Ejendomsstyring & udvikling			
Citycon	FI	K	3,0
JM	SE	R	107,5
Sponda	FI	K	2,8

INFORMATIONSTEKNOLOGI			
E-Services			
Net Entertainment	SE	K	71,0
Tradedoubler	SE	A	53,8
IT-konsulenter			
Columbus IT Partner	DK	H	2,6
EDB Business Partner	NO	K	22,4
HiQ International	SE	R	33,0
Semcon	SE	K	30,0
Tieto	FI	H	16,2
Software			
Atea	NO	A	47,0
Netop Solutions	DK	H	10,5
IBS	SE	H	7,2
Maconomy	DK	H	9,8
Opera Software	NO	K	18,5
Oric Software	SE	K	152,0
Simcorp	DK	A	970,0
Kommunikationsudstyr			
Eltek	NO	H	3,2
Ericsson	SE	R	71,9
GN Store Nord	DK	K	31,2
Nokia	FI	K	9,8
RTX Telecom	DK	R	9,0
Thrane & Thrane	DK	H	138,0

TELEKOMMUNIKATION			
Telekommunikationsydelse			
Elisa	FI	A	16,1
Tele2	SE	H	101,8
Telenor	NO	A	76,5
TeliaSonera	SE	A	49,5

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

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

Anbefalingsstruktur		
Anbefaling	Totalt afkast	Tidshorisont
Køb (K)	> +20%	12 måneder
Akkumulér (A)	+10% to +20%	12 måneder
Hold (H)	0% to +10%	12 måneder
Reducér (R)	-10% to 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 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.