

INVESTERING

[MAJ 2009]



SPRED DIN RISIKO

Mange forsommer at sprede investeringerne – især når aktiemarkedet stiger

Pas på din egen psykologi

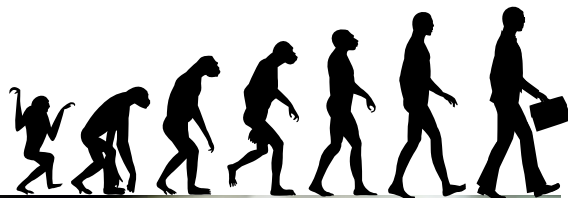
Regnskabets time på aktiemarkedet

Inflation eller deflation – hvad er værst for aktierne?

Højere renter forude

Fremtiden for telekommunikation

Danske Bank



TEMA: SPRED DIN RISIKO

06

Regnskabets time

Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug, mener, at tiden er inde til at rebalancere porteføljen til sammensætningen før krisen, og investere i betydeligt omfang i aktiemarkedet nu, hvis man har risikoprofilen og kapitalen til det.

10

Spred din risiko

Mange investorer undervurderer betydningen af at sprede sig på flere regioner og aktivtyper - især når aktiemarkedet går ind i en længerevarende stigningsperiode.

10

Aktier slår obligationer på lang sigt.

Det siger man jo. Men det er mildt sagt en påstand med modifikationer.

12

Pas på din egen psykologi

Økonomerne har en teori om, at mennesker altid foretager økonomisk rationelle handlinger. Enhver med en smule selverkendelse ved godt, at det er løgn. Vi foretager mange irrationelle handlinger - ikke mindst når det gælder investeringer.

17

Højere renter forude

Der er udsigt til højere lange renter på begge sider af Atlanten.

75%

Undersøgelser viser, at over 75 pct. af investorerne tror, at de kan slå markedet.

LÆS OM AKTIVALLOKERING SIDE 10-13



COLUREBOX

06 Federal Reserve: Renten bør være -5 pct.

07 Inflation eller deflation - hvad er værst for aktierne?

08 Fremtiden for telekommunikation
Dramatiske ændringer forude. Hvem vinder?

13 KerneSatellit - Porteføljebefalinger
Danske Bank skruer op for den anbefalede aktieandel.

14 Aktiebefalinger
Vestas, Siemens, Topdanmark, Vodafone

16 Call-option på Lundbeck - en mulighed

19 Hvad med inflationen?

19 Mindsterente bliver formentlig på 2 pct. året ud

20 Næste kapitel i USA's finanskrise: Kreditkort

21 IMF: Global recession mindst et år endnu

22 Japan - klodens kronisk syge økonomi
Verdens næststørste økonomi er ikke vokset i 16 år.

24 Øget risikoappetit i Emerging Markets
Der er flere opmuntrende tegn især i Asien.

26 Udbetaling af SP-opsparring

28 Skat ved udvidelse af aktiekapital

30 Historisk boligprisfald
Men vi er tæt på bunden, siger RD's prognose.

32 Ny bog: Dyriske drifter bør indarbejdes i økonomisk teori
Den traditionelle antagelse i økonomisk teori om, at men nesket altid foretager rationelle handlinger, er grundlæggende forkert, mener to højt estimerede økonomer.

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

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

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

og redaktør Flemming Østergaard · Redaktion afsluttet den 4. maj 2009 · Grafisk design og

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

sendt til flste@danskebank.dk · Forside: Polfoto

FASTE RUBRIKKER:

04 Kort nyt

33 Modelporteføljer for obligationer

34 Verdensøkonomien - kort fortalt

35 Aktieoversigt

»If you don't know where you are going, any road will get you there.«

LEWIS CARROLL, FORFATTER TIL BL.A. ALICE IN WONDERLAND

Tro på dig selv. Men ikke for meget.

LEDER

Tro på dig selv. Det er en sund leveregel. Frem for at have en opgivende, pessimistisk indstilling til livet og dets mange udfordringer, så når man længere ved at have en optimistisk tilgang. Gå-på-mod. Op på hesten igen, når man er faldet af. Se stort på hvad folk siger, der kan lade sig gøre, og hvad man bør gøre. Ved at tage kampen op igen og igen med udfordringer, der måske i andres øjne forekommer uoverkommelige, kan man blive stadigt bedre, og flytte personlige grænser.

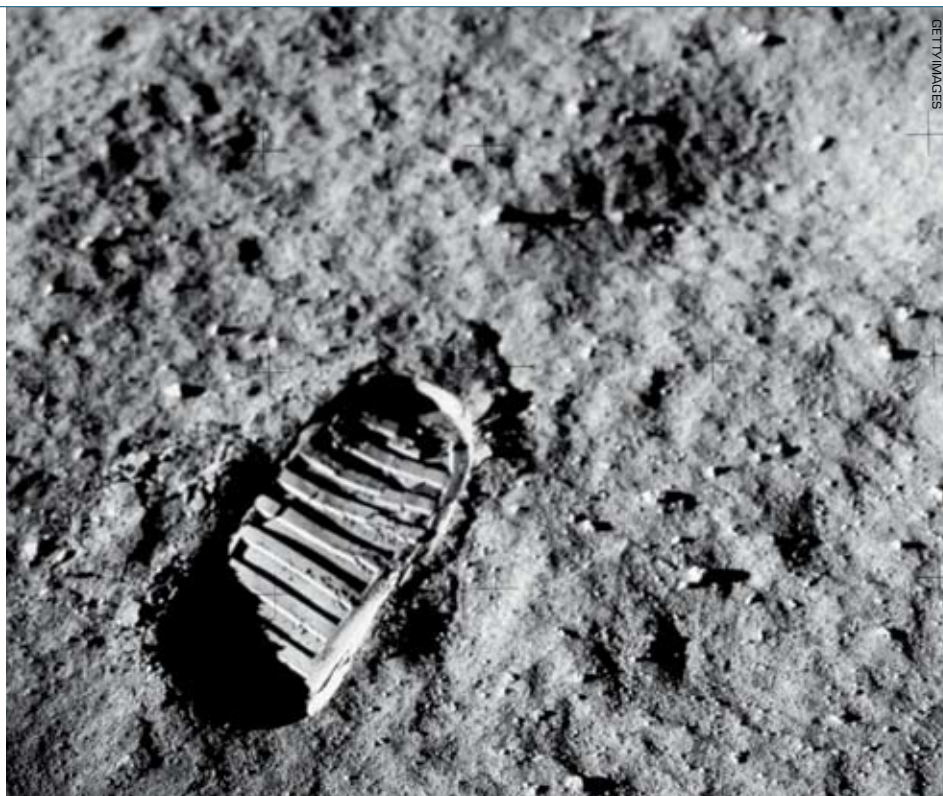
Menneskets historie er fyldt med fortællinger om imponerende præstationer, som man ikke troede mulige, før de var en realitet. Faktisk lykkedes det for en hel del mennesker at besejre Niagara Falls i en tønde. Og tag flyvnings opfindelse. Mennesket er ikke skabt til at flyve, men det afholdt ikke en del modige pionerer fra at forsøge sig med dristige eksperimenter. Det kostede livet for mange, ligesom udviklingen af rumfarten også har gjort. Men at nogen troede, det kunne lade sig gøre – at nogen havde selvtilliden og troen på egne evner – det skabte udviklingen.

Mennesker, der har foretaget, hvad der i udgangspunktet forekommer at være irrationelle handlinger, har i vidt omfang været en meget vigtig, innovativ, grænsebrydende drivkraft i menneskets udvikling.

Tak for det. Hvis vi alle var umådeligt rationelle, fornuftige mennesker, ville udviklingen på mange områder formentlig gå meget langsommere. Vi ville undgå mange fejl, hvis vi så os selv og vores evner i et mere realistisk lys, men vi ville også gå glip af mange vigtige opdagelser og fremskridt.

Økonomernes utopiske menneske

Ikke desto mindre er et centralt element i den økonomiske teori en mere fornuftig version af Homo Sapiens – kaldet *Homo Economicus*. Idéen er, at denne udgave af mennesket altid foretager økonomisk rationelle beslutninger – beslutninger, som altid fører til den højeste nytteværdi. Dette er en behagelig antagelse for økonomerne, idet det gør det langt lettere at forudsige den økonomiske udvikling, når man ved, hvordan folk opfører sig.



Vision accomplished. Amerikanerne satte de første fodaftryk på månen i 1969.
Men vejen dertil havde kostet blod, sved, tårer og menneskeliv.

Når det handler om økonomiske beslutninger er vi ifølge økonomerne altså ikke påvirket af vores egen psykologi. Vi lider ikke af en overdreven selvtillid. Vi gør altid det fornuftige.

Det er naturligvis noget vrøvl (og nok også derfor økonomernes prognoser så ofte rammer skævt). Vi er nu engang underlagt vores egen psykologi, som får os til at gøre irrationelle ting fra tid til anden – også i pengesager. Talrige undersøgelser viser f.eks., at investorer har en overdreven tro på egne evner. Omkring 75-80 pct. af investorerne mener således, at de er i stand til at slå markedet. Men det er alt for dyrt at have sådan en holdning ...

Selvdisciplin skal tøjle psykologien

Hvordan skal man så håndtere de psykologiske faktors påvirkning af investeringsadfærden? Det kræver, at man påfører sig selv en hård disciplin. Man skal erkende over for sig selv, at man med meget ringe sandsynlighed er i stand til at slå markedet konsekvent. At det er ufornuftigt at sætte alle pengene på vækstaktier, selv om et globalt opsving måske er i gang. At alle investeringer er forbundet med risiko – og jo højere potentielt afkast, desto højere er risikoen. At man har en tendens til at fokusere på de positive tendenser og ignorere de negative, hvis man ligger tungt investeret i markedet. At fordi det brede

aktiemarked stiger som en raket, betyder det ikke, at det er fundamentalt velbegrundet.

Lige nu er vi i en situation, hvor de dystre prognoser, tendenser og truende jokere stadig er i klart overtal, selv om de positive tegn er i frem-march. Den historiske erfaring siger, at det er, når det stadig ser overvejende dystert ud, at man skal gå ind i aktiemarkedet med fuld musik. Hvis man venter indtil, der ikke længere er nogen tvivl om, at opsvinget har bidt sig fast, og kreditkrisen er aflivet, så er de store stigninger på aktiemarkedet for længst overstået.

Dette er ikke nogen opfordring til at gå ind med brask og bram i aktiemarkedet. Men det er vigtigt, at man er opmærksom på, at aktiemarkedet har det med at være forud. Men det er også vigtigt, at man gør sig klart, at dette er verdenshistoriens største og mest synkrone økonomiske og finansielle krise – og der er mange faktorer, som gør, at det, der ligner konturerne af et begyndende opsving, blot kan være en kortvarig optur i en længere krise.

Du skal tro på dig selv. Men ikke for meget, når det handler om investeringer. Som det er blevet sagt en gang:

Før du prøver at slå odds'ene, skal du være sikker på, at du kan overleve, at odds'ene slår dig.

Spred din risiko. ■



» It will not happen. And if it happens, but will not happen, we will deliver appropriate plans to a problem which will not occur.«

JEAN-CLAUDE JUNCKER
LUXEMBOURGS PREMIER- OG FINANSMINISTER

Bestyrelsesformand for Eurogroup, gruppen af finansministre i eurozonen – som svar på et spørgsmål fra journalister om potentialet for et euroland, som har behov for en bailout.

Nobelprisvinder tror ikke på redningsplaner

DEN AMERIKANSKE REGERINGS bestræbelser på at redde banksektoren vil sandsynligvis slå fejl, fordi programmerne er udformet med henblik på at hjælpe Wall Street, snarere end at skabe et levedygtigt finansielt system. Sådan lyder vurderingen

af Joseph Stiglitz, der fik Nobelprisen i økonomi i 2001 for at vise, at markeder er ineffektive, når alle parter i en transaktion ikke har den samme adgang til kritisk information, hvilket er tilfældet det meste af tiden. En observation, der med skræmmende tyngde, har vist sin rigtighed under

den begivenhederne, der ledte til den aktuelle globale krise. Ingen havde overblikket over, hvor stor finansielle institutioners eksponering til subprimeobligationer var via

komplekse finansielle instrumenter og voldsom gearing.

Han mener, at TARP-planen på 700 mia. USD ikke er stor nok til at rekapitalisere banksystemet, og desuden bruges pengene forkert. Snarere end at blive ved med at købe andele i bankerne, burde regeringen lade de svagere banker gennemgå en transformation, hvor aktionærerne må vinke farvel til pengene, og obligationsejerne bliver de nye aktionærer – herved kan skatteydernes penge bruges til at holde institutionerne kørende. I modsætning til den aktuelle model, hvor skatteydernes afkast af TARP kun er 25 cents pr. dollar.

Stiglitz har heller ikke meget tilovers for den seneste bankpakke, PPIP, som via offentlige og private midler skal købe de dårlige aktiver fra bankerne, som han også mener blot fører til tab for skatteyderne, ikke løser bankernes problem og dybest set er en bailout for aktionærer og obligationsejere.

Stimuluspakken på 787 mia. USD får også et skud med på vejen, fordi for meget først kommer efter 2009, og desuden er for mange penge rettet mod skattelettelser, som sandsynligvis ikke er særligt effektive.

Og planen med de 75 mia. USD, der er

sat til at hjælpe de mest trængte boligejere, er ikke nok til at hjælpe dem, der ikke har råd til de månedlige betalinger på deres gæld. Den reducerer ikke hovedstolen. Den ændrer ikke konkursloven og gør det muligt at arbejde sig ud af gælden. Og den fjerner ikke incitamentet til simpelthen at holde op med at betale af på gælden, når den overstiger husets værdi.

Hvad centralbanken angår, så mener Stiglitz, at mens den har gjort næsten alt hvad den kan for at redde USA ud af den værste recession siden 1982, så kan den ikke genoplive økonomien på egen hånd. At tro lave renter kan hjælpe med at lægge en bund under boligpriserne er en variation af den politik, der skabte boblen i første omgang.

»Dette er en strategi, som forsøger at genskabe den boble, og den vil næppe resultere i nogen langsigtet løsning,« sagde Stiglitz for nylig til nyhedsbureauet Bloomberg.

Og selv om strategien muligvis kan lægge en bund under boligpriserne, så gør den intet for at sætte fart på et opsving, påpegede Stiglitz, der kalder planen en opskrift på en japansk misere. ■



Joseph Stiglitz

2,4

Så mange millioner tønder spår IEA, at det daglige forbrug af olie vil falde i 2009. Det svarer til hele den samlede daglige produktion fra Irak.

IEA NEDJUSTERER OLIEPROGNOSEN DRASTISK

Olieprisen faldt voldsomt for nylig som en reaktion på den seneste rapport fra olieindustriens tænketank, Det Internationale Energiagentur IEA. I rapporten spår IEA, at efterspørgselen på olie i 2009 vil falde til det laveste niveau i fem år. Det daglige forbrug vil falde med 2,4 mio. tønder, hvilket svarer til hele den samlede daglige produktion fra Irak. Kollapset i efterspørgselen vil være koncentreret i OECD-landene, hvor en »usædvanligt alvorlig recession« vil reducere forbruget med 4,9 pct. i år.

Værste krise i Danmark siden 30'erne

DANSK ØKONOMI oplever den værste økonomiske og finansielle krise siden 1930'erne. I 2008 faldt BNP med rekordfart, og året i år ser ud til at blive værre, mener Danske Banks cheføkonom Steen Bocian. Han vurderer dog, at krisen aktuelt er ved at aftage i styrke, og forventer på den baggrund atter vækst i 2010. De rekordlave korte renter, udbetalingen af SP-opsparingen og skattelettelserne forventes at bidrage til, at forbrugsvæksten allerede næste år er tilbage på et trendmæssigt niveau.

Ledigheden har dog udsigt til at stige de kommende år, og cheføkonomen forventer ikke, at ledigheden topper før i 2011. Han skønner vurderer, at ledigheden ved udgangen af 2010 har nået 130.000.

Krisen har sat de offentlige budgetter under pres, men et godt udgangspunkt har sikret, at regeringen har mulighed for at reagere, og mange år med fornuftig økonomisk politik gør, at de finansielle markeders tiltro til Danmark er intakt. ■

Dr. Doom advarer mod at tro på aktiemarkedet

PROFESSOR NOURIEL ROUBINI fra New York University med kælenavnet *Dr. Doom*, en af de få, der i 2007 spåede en finanskrisen af dimensioner, mener, at aktiemarkedets optimisme ikke er baseret på kendsgerninger. Han tror som udgangspunkt ikke de fleste økonomers forventning om et blødt opsving i USA i andet halvår på 2 pct. – han mener, at et yderligere fald på 1,5-2 pct. er det mest realistiske. For eurozonen og Japan ser det endnu værre ud, og her vil væksten og næste år være tæt på nul. Han er enig i, at Kina vil

bedres hurtigere i løbet af i år, men væksten bliver kun på 5 pct. for 2009 og 7 pct. i 2010 – betydeligt under de seneste 10 års gennemsnit på 10 pct.

I lyset af disse svage udsigter for de store økonomier vil bankernes og andre finansielle institutioners underskud og tab blive ved med at vokse. Roubini skønner, at det globale tab på lån og værdipapirer for finansielle institutioner løber op i 4.600 mia. USD – hvilket i hans øjne betyder, at mange amerikanske og udenlandske banker i realiteten er insolvente og vil blive overtaget af staten.

»Kreditstramningen vil vare meget længere, hvis vi holder de tunge banker i live på trods af deres massive og vedvarende tab. Ser man realøkonomien og de finansielle institutioner i dette perspektiv, må den seneste bedring i de amerikanske og globale aktiemarkeder tolkes som et bear-market rally,« skrev Roubini for nylig i en artikel i dagbladet Børsen, hvor han påpegede, at den globale recession vil vare længere, end økonomerne generelt synes at være enige om. ■

IMF opjusterer estimat på finanskrisens tab

DE SAMLEDE GLOBALE TAB forbundet med dårlige lån og andre gældsforbundne aktiver, der ikke betales tilbage, kan nå op på 4.100 mia. USD mod slutningen af 2010 som følge af recessionen og kreditkrisens effekter på de finansielle institutioner. Det er budskabet fra IMF i en ny analyse. Banker må lægge skulder til 61 pct. af tabene, mens resten fordeles på forsikringsselskaber, pensionsfonde og andre finansielle institutioner uden for banksektoren. IMF mener, at USA's finansielle institutioner må imødesee, at tabene løber op i 2.700 mia. USD – en stigning fra et tidligere estimat på 2.200 mia. USD i januar og 1.400 mia. USD i oktober. Det samlede estimat på 4.100 mia. USD for hele kloden er det første fra IMF, der også inkluderer tab på lån og værdipapirer i Europa og Japan. ■

CITAT:
Kreditstramningen vil vare meget længere, hvis vi holder de tunge banker i live.

Nouriel Roubini

REGNSKABETS TIME

Regnskabssæsonen nærmer sig sin afslutning og har generelt ikke været den skuffelse, man kunne have frygtet.

■ AKTIESTRATEGI: GÅ IND NU

AKTIEMARKEDERNE NÅEDE foreløbig bunden i starten af marts, og er steget ganske pænt siden da. Medvirkende til stigningen har været økonomiske nøgletal, der peger på en vis bedring af forskellige forhold. Eksempelvis er der tegn på, at de massive finanspolitiske stimulanter i Kina, verdens tredjestørste økonomi, allerede nu har fået væksten op i et lidt højere gear – omend de seneste vækstrater på godt 6 pct. er et godt stykke fra de 10 pct., der har været gennemsnittet de seneste 10 år. Kina kan ikke redde verdensøkonomien, men til gengæld hindre at resten af Asien synker dybere ned i recessionens mørke.

Andre nøgletal peger på, at de globale lagerbeholdninger er ved at være brugt op, og alene af den grund er der lagt op til et opsving i industriproduktionen, hvilket kan bremse den selvforstærkende spiral i en økonomisk nedtur. Om det er nok til at vende nedturen vil vise sig. Danske Banks makroøkonomer fastholder, at vi vil se et svagt opsving i USA i 2. halvår og i Europa i 4. kvartal.



Inflation eller deflation – hvad er værst for aktierne?

■ PRISUDVIKLING

DER HERSKER i øjeblikket en vis uenighed om, hvilken trussel der er mest påtrængende i den nærmeste horisont – deflation eller inflation. Deflation kan opstå i den aktuelle situation, hvor den globale kapacitetsudnyttelse er historisk lav, ledigheden tordner i vejret og kreditkrisen stadig tynger. I et sådant miljø er en så kraftig pengepolitisk stimulans som i USA mindre effektiv, idet bankernes udlån stadig vil være lave som følge af en tung byrde af dårlige aktiver og forbrugernes store gæld.

Omvendt kan man også argumentere for, at der er en risiko for en kraftig stigning i inflationen, når først verdensøkonomien kom-

mer op i gear igen, idet den massive og hurtige forøgelse af pengemængden og lave renter netop er brændstoffet til en overdreven inflation.

Goldman Sachs (GS) mener ikke, at vi er på vej mod hverken deflation eller en høj inflation (se s.19). GS-økonomerne tror, at vi i løbet af de kommende måneder vil se den disinflationære tendens fortage sig, og priserne vil igen nærme sig de normale, moderate stigningstakter, vi har været vant til i en årrække.

Men økonomerne har også regnet på, hvordan det vil påvirke aktierne, hvis vi mod forventning alligevel skulle få deflation eller høj inflation. Historisk set har overraskelser i inflationen – uanset om det har været den ene eller

anden vej – ført til en højere risikopræmie. Det har altså været negativt for aktierne, idet investorerne har krævet, at aktier skulle give et endnu højere merafkast end statsobligationer.

GS' beregninger for det europæiske marked peger på, at en fair value for markedet i et deflationsscenario vil ligge 42 pct. under det aktuelle – mens et højinflationsscenario giver en fair value 18 pct. under det aktuelle.

Der er altså grund til at frygte deflationen mest – også med de økonomiske briller på, da det kan være vanskeligt for økonomien at bevæge sig ud af deflationens kvælende jerngreb, spørg blot japanerne. Derfor er det også deflationen, der skræmmer centralbanker og regeringer mest. ■

Afgørende for aktiemarkedets videre skæbne på kort sigt er imidlertid finanssektorens sande tilstand. Den aktuelle regnskabssæson har ikke budt på nye chok. Men man kan konstatere, at afskrivningerne i finanssektoren til gengæld ikke er blevet meget mindre. Kreditkrisen er stadig over os, og der er mange tab i vente for ikke blot den amerikanske, men den globale finanssektor som helhed i 2009.

Stresstest i USA

Man kan stimulere nok så meget man vil med finanspolitik og pengepolitik, men så længe det ikke lykkes at aflive kreditkrisen, er det ikke muligt at etablere et vedholdende opsving. Derfor var det heller ikke befordrende for stemningen på aktiemarkedet, da et internt notat fra det tyske finanstilsyn viste, at de tyske banker ligger inde med »giftige værdipapirer« for, hvad der svarer til 6.000 mia. kr. Eller da Wall Street Journal for nylig kunne oplyse, at centralbanken, Federal Reserve (Fed), angiveligt havde meddelt Bank of America og Citigroup, at de igangværende stresstest af, hvordan bankerne er rustet til forskellige scenarier af makroøkonomisk udvikling, peger på, at bankerne er nødt til at rejse ekstra kapital. Og hvis disse banker har brug for ekstra kapital, så gælder det sandsynligvis for mange andre.

»Hvis disse stresstest af bankerne generelt viser mange problemer, vil markedet prise ind, at staten ikke vil være i stand til at understøtte bankerne. Og da indtjeningen ikke er god nok i bankerne, må en hel del gå ned, og det vil sen-

de aktiemarkedet tilbage. Det er derfor vigtigt, at få disse stresstest overstået for at få klarhed over situationen,« siger Morten Kongshaug.

Han er som udgangspunkt relativt optimistisk på aktiemarkedets vegne.

»Den aktuelle regnskabssæson giver os ikke mange opjusteringer af forventningerne til 2009. Men til gengæld er det opmuntrende, at virksomhederne overvejende ikke nedrevider for resten af 2009 – måske nærmer vi os en stabilisering af indtjeningsestimaterne, hvilket giver os mulighed for bedre at vurdere, hvordan virksomhederne egentlig har det.«

Når virksomhederne holder op med at nedjustere indtjeningsforventningerne til indeværende år er en af flere vigtige faktorer for børsmarkedets afslutning på plads. En anden er en faldende risikoaversion, som vi allerede kan se – og en tredje er den igangværende vending i den globale industriproduktion.

Boligpriser, ledighed og købelyst

Men der er flere afgørende forhold, som det halter lidt med. Det gælder først og fremmest forbrugernes købelyst og tillid til fremtiden. Med en ledighed, der vokser eksplosivt og fortsat faldende boligpriser holder forbrugerne naturligt nok på pengene for tiden. Særligt afgørende i den forbindelse er, hvordan de amerikanske forbrugere håndterer krisen.

»Hvis forbrugerne hverken vil bruge penge eller investere og stadig vil afvikle gæld, og skattelettelserne skuffer, kan det ende med, at økonomien falder tilbage igen, når lagertilpasningen er ovre.«

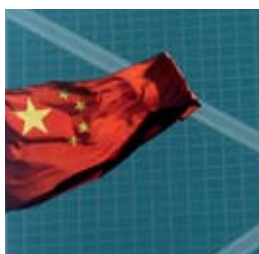
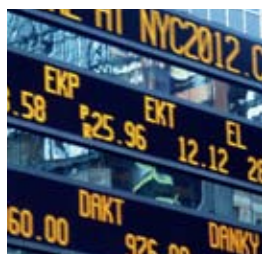
Morten Kongshaug er særlig bekymret for boligmarkedet.

»Frygten for deflation er ikke forsvundet, og den største deflationære impuls kommer stadig fra boligmarkedet. Og så længe boligpriserne falder, kombineret med den stigende ledighed, vil forbrugernes købelyst være meget begrænset, og vi vil se en stigende tendens til udskudte køb af varige forbrugsgoder m.v. En tendens, der minder om den japanske, og som kan blive meget alvorlig for økonomierne.«

Stabilisering af verdensøkonomien

Ikke desto mindre vurderer Morten Kongshaug, at vi er ved at nærme os en gradvis stabilisering af verdensøkonomien, startende med Kina og USA, på flere afgørende punkter. Og tror man på, at denne bedring fortsætter, så er det nu, man som investor skal gå med.

»Medierne gør, hvad de kan, for at holde gang i krisen med mange dystre historier, men du skal lukke øjne og ører og rebalancere porteføljen til sammensætningen før krisen og investere nu, hvis du har risikoprofilen og kapitalen til det. Det kan godt være, du henter dine tab på den hidtidige krise på 5-7 år ellers, men det gør dig ikke rigere. Derfor skal du tage noget risiko nu, ikke blot i aktier, men f.eks. også i kreditobligationer, hvis du vil gøre dig forhåbninger om at indhente det tabte inden for en overskuelig tidshorisont,« siger aktiestrategen, og henviser til, at når det amerikanske ISM-indeks er så lavt som nu, så viser historien med næsten usvigelig sikkerhed, at aktiemarkedet ligger noget højere om 6-12 mdr. ■



COLORBOX

Federal Reserve: Renten bør være -5 pct.

■ TAYLOR-REGLEN

Den ideelle rente for den amerikanske økonomi under de aktuelle forhold ville være -5 pct. Det viser en intern analyse i Federal Reserve (Fed), som blev præsenteret på centralbankens seneste ordinære møde. Analysen er baseret på den såkaldte Taylor-regel, som estimerer, hvad en passende rente vil være for givne niveauer af ledighed, output gap (økonomiens kapacitetsudnyttelse) og inflation. Da centralbanken ikke kan sætte renten ned under nul (aktuel rente er 0,25 pct.), anbefaler økonomerne bag analysen, at man øger omfanget af utraditionelle metoder, bl.a. opkøb af aktiver, så man opnår en stimuleren-

de effekt, der svarer til en rente på -5 pct. I praksis vil det indebære, at Fed skal øge opkøbet af aktiver med mere end de 1.150 mia. USD (heraf statsobl. for 300 mia. USD), der blev vedtaget på Fed's seneste møde.

Tilsvarende beregninger for Sverige og Euroland foretaget af bl.a. tænketanken Cepos og Lyske Bank viser, at også den hårdtrampede svenske økonomi og eurozonen ifølge Taylor-reglen har brug for negative renter, mens den økonomiske udvikling i Danmark synes at retfærdiggøre en halvering af det danske renteniveau i år – dvs. fra omkring 3 pct. til 1,5 pct. opgjort ved tre-måneders pengemarkedsrenten. ■

Boligpriserne falder, ledigheden stiger, forgældede forbrugere sparer, kreditkrisen er her stadig, dystre rapporter fra IMF og OECD, eksportkollaps, truende influenzapandemi ... men Kina vokser, industriproduktionen stiger, risikoaversionen falder, råvarepriserne er lave, mange langsigtede investorer venter på sidelinjen. Når først vendingen i økonomien er tydelig, er aktiemarkedet kørt for længst. Tør du tro på vendingen allerede nu?

Telebranchen står over
for dramatiske ændringer
i de kommende år.
Hvem vinder?

FREMTIDEN FOR TELEKOMMUNIKATION

■ TRENDS I TELEBRANCHEN

SELV OM DET STÅR SKIDT TIL med verdensøkonomien og finanskrisen stadig ikke er aflivet, så tegner det lyst for teleindustrien i de nærmeste år. Det er konklusionen i en meget omfattende analyse af branchen, foretaget af det ansete *INSIGHT Research Corporation*.

Analysebureauet estimerer, at den globale telekommunikationsindustri indtægter vil vokse med gennemsnitligt 8 pct. årligt over de næste fem år. I 2008 var branchens indtægter, lige fra bredbånd til mobiltjenester over fastnettelefoni til internet-kommunikation på 2.100 mia. USD årligt, og det skønnes at være vokset til 3.000 mia. USD i 2013. Det er bestemt ikke fastnettelefoniens fortjeneste – den styrtdykker. Det er generelt ikke teleindustriens oprindelige grundlag – samtalerne – der bliver drivkraften i teleindustriens vækst. Det handler om *content*, indhold.

I det følgende er nævnt eksempler på de mest fremtrædende igangværende og kommende trends.:

TELEMEDICINE

Diagnosticering og overvågning af patienter – »behandlingen« tilbyder samtidig potentielt lavere sundhedsudgifter, som er et område, der har stor politisk fokus især i USA.

TELEWORK

Muligheden for adgang til de samme teknologiske vilkår i hjemmet som på arbejdspladsen.

VIDEO ON DEMAND

Adgang til TV programmer, film, videospil og andre digitale services.

DIGITAL MEDIA SHARING

The Entertainment Hub – optagelse, opbevaring og videoreformidling af musik, billeder og film til familie og omgangskreds.

HOME CONTROL

Integreret kontrol af hjemmets elektroniske enheder, lys og alarm- og sikkerhedsudstyr.

VoIP

Taleservices via internet.

GPS NAVIGATION

Mobiltelefoner med GPS-funktionaliteter.

SOFTWARE

Et stigende antal enheder og apparater åbner mulighed for mobil kommunikation, og det betyder efterspørgsel efter mere kapacitet via netværkene. Det har medført en telekommunikationsindustri, som er mere og mere afhængig af software, dels for at forøge kundeoplevelsen (f.eks. grafik), og dels for at applikationer og services kan udføre de fundamentale funktioner.

ICONIC DEVICES

Hardwareproducenter med ikon-status og banebrydende hardwaredesign – som f.eks. Apple og Research In Motion

VIRTUALIZATION

Begrebet rummer udtrykket »the network is the computer«, og video og video convergence (som f.eks. telepresence, conferencing, instant messaging, overvågning) vil drive netværksindustrien mod en stadig større efterspørgsel efter øget båndbredde.

FINANS

Nogle trendanalytikere vurderer, at f.eks. banker kommer til at drive telekommunikation, og at stigende betalinger via mobiltelefoner vil få telekommunikationsudbydere til at drive bankvirksomhed i en vis udstrækning.

BIOMETRICS

Indfasning af biometrics (f.eks. aflæsning af fingeraftryk m.v.) i mobile enheder samtidig med at forbrugerne i stigende omfang søger over imod mobil kommunikation og serviceydelser, kan få stor indflydelse på forretningsmodellerne hos f.eks. American Express, Visa, Delta, Access og Mastercard.

Telekommunikationsindustriens værdikæde

Værdikæden kan kort rides op som alle de selskaber og brancher, der indgår fra ide, produktion, distribution og betaling til anvendelse af produkter og services fra f.eks. en medieproduktion i Hollywoods filmstudier til den enkelte mobilslutbruger.

Telekommunikationsprodukter og services er af natur en basal råvare, fordi kerneproduktet ikke kan personificeres eller tilrettes den enkelte forbruger. Teleudbyderne har længe erkendt dette forhold i forbindelse med *horizontal marketing* – det vil sige produkt- og servicetilbud som er ens for alle (one-size-fits-all).

I modsætning til horizontal marketing så fokuserer *vertikal marketing* på løsninger, som er langt mere individuelle og branchespecifikke, og det er her, de forskellige udbydere og leverandører i værdikæden tilfører produkter og services værdi for kunderne.

Over de seneste år har vi set en udvikling som i højere og højere grad er baseret på internettet, IP backbones, fordi det er billigt, hurtigt og den mest effektive måde at overføre data på. IP's dominans markerer markedets konvergens af tidligere separate netværk – kommunikation, entertainment services, fastnet, mobilnetværk, internet via bredbånd og TV. Konvergensen af de forskellige markeder gør det muligt for operatørerne at erstatte flere netværk med et enkelt netværk baseret på IP-pakker.

Hvem vinder?

Fremtidens langsigtede vindere kan fastholde og forøge afkastet af den kapital, de engagerer i deres forretning ved at have (eller signalere) høje indtrængningsbarrierer til markedet via:

- Globalt markedsledende produkter og services
- Eksponering til vækstmarkeder
- Operationer i fornuftige regulatoriske og konkurrencemæssige markeder
- Høj markedsandel
- Omkostningseffektive operationer
- Løbende ekspansion af trådløse netværk og tilførsel af værdi på kommunikationsplatformene via stærke partnerskaber

En strategisk aftale i marts betyder, at Vodafone og Telefonica deler netværk på visse europæiske markeder, og på den måde sænkes begge selskabers omkostninger og investeringer. Det lægger et pres på nye spilleres rentabilitet, hvis de forsøger entré på telemarkedet. Det er vigtigt at kende den sammenhæng, fordi der eksisterer en klar sammenhæng mellem konkurrenceevne, teknologicykler, profitabilitet og vækst, når der er kontrol med værdikæden.

Googles lancering af styresystemet Android til mobiltelefoner påvirker i høj grad også værdikæden og konkurrencesituationen. Systemet, som udvikles i et åbent samarbejde mellem en række virksomheder, gør det muligt at bruge internettet i vid udstrækning, med fokus på alle de tjenester Google tilbyder. Danske Markets Equities vurderer, at Android vil medføre strukturelle ændringer i Smart Phone-markedet, da ikke mindst asiatiske mobilproducenter vil kunne levere billige mobiltelefoner baseret på Android – en stor udfordring for Nokia og andre af de store mobilproducenter. Herunder også Apple, hvis stærke position i telekommunikation, teknologi og historisk store innovationsevner dog giver anledning til at formode, at selskabet fortsat vil være blandt de absolut dominerende spillere i værdikæden.



ILLUSTRATION: DATAGRAF

I det følgende ses en langt fra udtømmende liste over spillere i telekom-værdikæden, som står stærkt til de kommende års udfordringer:

COMMUNICATIONS TECHNOLOGY:

Tandberg

MOBILE PRODUCERS:

Nokia, Research In Motion (Blackberry)

NETWORK:

Cisco

MEDIA:

Viacom, United Business Media, Comcast

INTERNET:

Amazon, Google

HARDWARE:

IBM, HP, Apple

SOFTWARE:

Nintendo, Autonomy, Microsoft, Electronic Arts, Symantec

TELECOM SERVICES:

KPN, AT&T, Vodafone, Verizon Wireless, China Communication Services

TOWERS:

American Tower, Crown Castle ■

SPRED DIN



AKTIER SLÅR OBLIGATIONER PÅ LANGT SIGT

SANDT/FALSK?

■ NY ANALYSE

**Nogle myter er
svære at aflive.**

MANGE INVESTORER SVÆRGER udelukkende til aktier og undlader – om ikke spredning på forskellige sektorer så i hvert fald at udvide spredningen til også at omfatte obligationer. Begrundelsen ligger lige for: Aktier slår obligationer på lang sigt.

Man taler jo om den såkaldte risikopræmie – dvs. et merafkast på aktier i forhold til 10-årige risikofrie statsobligationer, som angive-

RISIKO

Husker du at sprede dine investeringer – også når aktiemarkedet boomer?

■ AKTIVALLOKERING

ALLE, DER BESKÆFTIGER SIG med investering i obligationer, aktier, ejendomme m.v. kender til hudløshed rådet om, at man skal sprede sine investeringer. Men det er langt fra alle, der følger rådene. Et klassisk mønster er, at mange investorer undervurderer betydningen af risikospredningen på regioner og aktivtyper – især når aktierne stiger i et stærkt bullmarked. Klassisk er det derfor også, at mange ender med store tab, den dag bullmarkedet vender.

I kølvandet på kollapsedet på de finansielle markeder i 2008 er aktivallokering igen blevet noget, som en del investorer gerne vil tage til sig. Men hvis det går, som det plejer, så vil mange også – hvis konturerne af et vedvarende bullmarked begynder at tegne sig – glemme alt om aktivallokerings velsignelser og investere en stadig større andel af formuen i aktier, oven i købet ofte i de selskabstyper, der udviser den stærkeste vækst – men naturligt nok også er forbundet med den største risiko. Og når det bullmarked så er udtømt – hvilket altid kommer bag på de fleste – så må mange igen indkassere store tab.

»Vi må stærkt anbefale, at man altid bruger aktivallokering. Og det er vigtigt, at man er konsekvent og tro mod principperne også, når det brede marked går op i en tilsyn-

neladende stærk trend. Kendsgerningen er, at timing af store vendinger på de finansielle markeder er en umulig opgave, og derfor sikrer man det bedste afkast på lang sigt med en konsekvent brug af aktivallokering, der er afstemt i forhold til ens risikoprofil, investeringshorisont m.v.,« siger Anders Nellemose, investeringschef i Danske Bank med ansvar for udarbejdelse af bankens anbefalinger af aktivallokering.

I praksis indebærer det, at man spreder sig over både obligationer og aktier – og selv om vækstvirksomhederne i porteføljen kaster store afkast af sig i perioder, skal man også have så meget selvdisciplin, at man investerer en del af gevinsterne i kedelige, men stabile selskaber.

Anders Nellemose peger på, at aktivallokering reelt bør omfatte alle husholdningens aktiver – dvs. også huset, realkreditgælden, sommerhuset og båden.

»Lad os sige, at du har en ejerbolig finansieret med FlexLån og samtidig investeringer i lange obligationer, som giver en højere rente end korte obligationer. Du kan så reelt blive ramt på tre fronter: Stigende inflationsforventninger, som udløser stigende renter på dit FlexLån, betydelige kursfald på dine lange obligationer, der er mere rentefølsomme end korte obligationer – samt prisfald på din bolig. Hvis du så ovenikøbet også har en snæver aktieportefølje

med fokus på mere risikable aktier, så har du mildt sagt en dårlig risikospredning.«

I har opjusteret bankens portefølje anbefalinger og anbefaler nu generelt, at aktieandelen øges med 5 pct. Hvad skal der til, før I anbefaler en fordeling mellem aktier og obligationer, der svarer til »normale tider«?

»Den første udfordring er den igangværende regnskabssæson. En afgørende faktor er her finanssektoren. Katastroferegnskaber fra bankerne generelt kunne sende aktiemarkedet ned mod bundniveauerne, vi nåede i starten af marts. Men generelt har regnskabssæsonen ikke overrasket negativt, som man kunne have frygtet – hverken for bankerne eller virksomhederne uden for finanssektoren. Dette sammenholdt med den senere tids positive tegn på flere punkter i verdensøkonomien er baggrunden for, at vi har valgt at øge aktieandelen i anbefalingerne. Men der er stadig tale om en dyb, global krise med mange usikkerhedsfaktorer, og derfor fastholder vi en relativt forsigtig strategi. Vi skal i de kommende måneder se flere tegn på, at finanskrisen er ved at blive indkapslet og, at et opsving er ved at bide sig fast i USA – Europa er noget efter i konjunkturcyklen – før en opjustering af den anbefalede fordeling mellem aktier og obligationer til »normale tilstande« er sandsynlig.« ■

GETTY IMAGES

ligt er omkring 5 pct. set over et par hundrede år. Men bag det tal gemmer sig en anden historie. For i lange perioder slår obligationerne nemlig aktierne.

Med andre ord: Aktierne klarer sig så dårligt i forhold til obligationerne, at merafkastet bliver negativt. Det viser en ny undersøgelse foretaget af Rob Arnott hos Research Affiliates i Californien, netop offentliggjort på www.journalofindexes.com.

Analysen viser bl.a., at 20-årige statsobligationer i USA, udskiftet hvert år, på et hvilket som helst tidspunkt siden 1980 og indtil januar 2009 har været i stand til slå det amerikanske aktieindeks S&P 500.

Ser man perioden 1969-2009 som helhed,

så vil investorerne med de 20-årige statsobligationer, stadig sidde med den største gevinst – og en periode på 40 år må vel siges at være lang sigt for de fleste.

Men der findes andre perioder i Rob Arnotts undersøgelse af 206 års børsdata, hvor det ser skidt ud for aktierne – f.eks. perioden 1929-1949. Eller 1803-1871 – en periode på 68 år.

Men ret skal være ret. Man kan skam også finde perioder, hvor aktierne er cyklet ganske voldsomt fra obligationerne. Mest markant er den fra bunden i 1932 til toppen i foråret 2000. Men var der nogen, der gik ind præcist på bunden og ud præcist på toppen? Nej, vel.

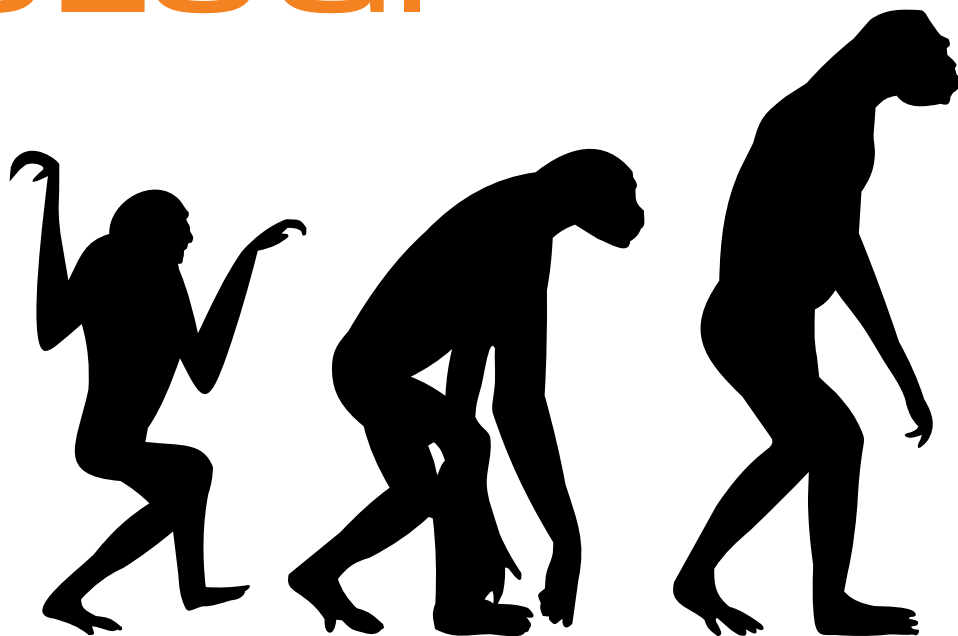
Hensigten med denne *mythbuster*-note er

ikke at tage modet fra alle, der har lyst til at investere i aktier. Men blot at illustrere, at postulatet om, at aktier slår obligationer på lang sigt, skal tages med en skovfuld salt.

Aktier kan slå obligationer i lange perioder, men det omvendte kan også være tilfældet. Det afgørende er, hvordan aktiemarkedet er prissat, når man går ind. Og det er uhyre svært at vurdere og time – hvilket taler for, at man spreder sine investeringer på både aktier og obligationer. ■

PAS PÅ DIN EGEN PSYKOLOGI

Den menneskelige psykologi får os til at gøre ting, som økonomisk set ikke er særlig smarte.



Længe før Wall Street ...

■ PSYKOLOGI OG BØRSHANDEL

MAN KAN UNDRER SIG OVER, at så mange investorer ikke anser aktivallokering for at være vigtig. En vigtig forudsætning for økonomisk teori er jo netop antagelsen om, at mennesker på rationel vis forsøger at optimere deres nytteværdi. Historien viser imidlertid med al tydelighed, at det gør de langt fra altid – slet ikke, når det handler om penge og værdipapirer. I hvert fald opfører folk sig oftest ikke, som økonomerne antager i deres teorier – *Homo Economicus* er måske meget langt fra virkelighedens *Homo Sapiens*.

Men måske er folk, der undlader at sprede deres investeringer ret meget udmærket klar over, hvad de gør – det forekommer bare ikke økonomisk rationelt. Forklaringen på en adfærd, der i forhold til klassisk økonomisk teori kan forekomme irrationel, er, at folk har et andet forhold til risiko end økonomerne traditionelt antager.

Den første, der beskrev det forhold, var psykologen Daniel Kahneman, der fik Nobelprisen i økonomi i 2002 som anerkendelse for hans teoretiske bidrag til *Behavioural Finance* – dvs. den forskningsgren inden for finans, som ser på, hvordan psykologien påvirker børsmarkederne.

Kahneman og hans kollega, Amon Tversky, konkluderede på baggrund af deres undersøgelser, at når mennesker betragter gevinster, er de risikosøgende for den lille sandsynlighed for en stor gevinst, men risikoaverse for den store sandsynlighed for en lille gevinst. Når det handler om tab, er holdningen anderledes. Folk er skræmt ved udsigt til en meget lille sandsynlighed for et stort tab, men tolerante over for store sandsynligheder for små tab.

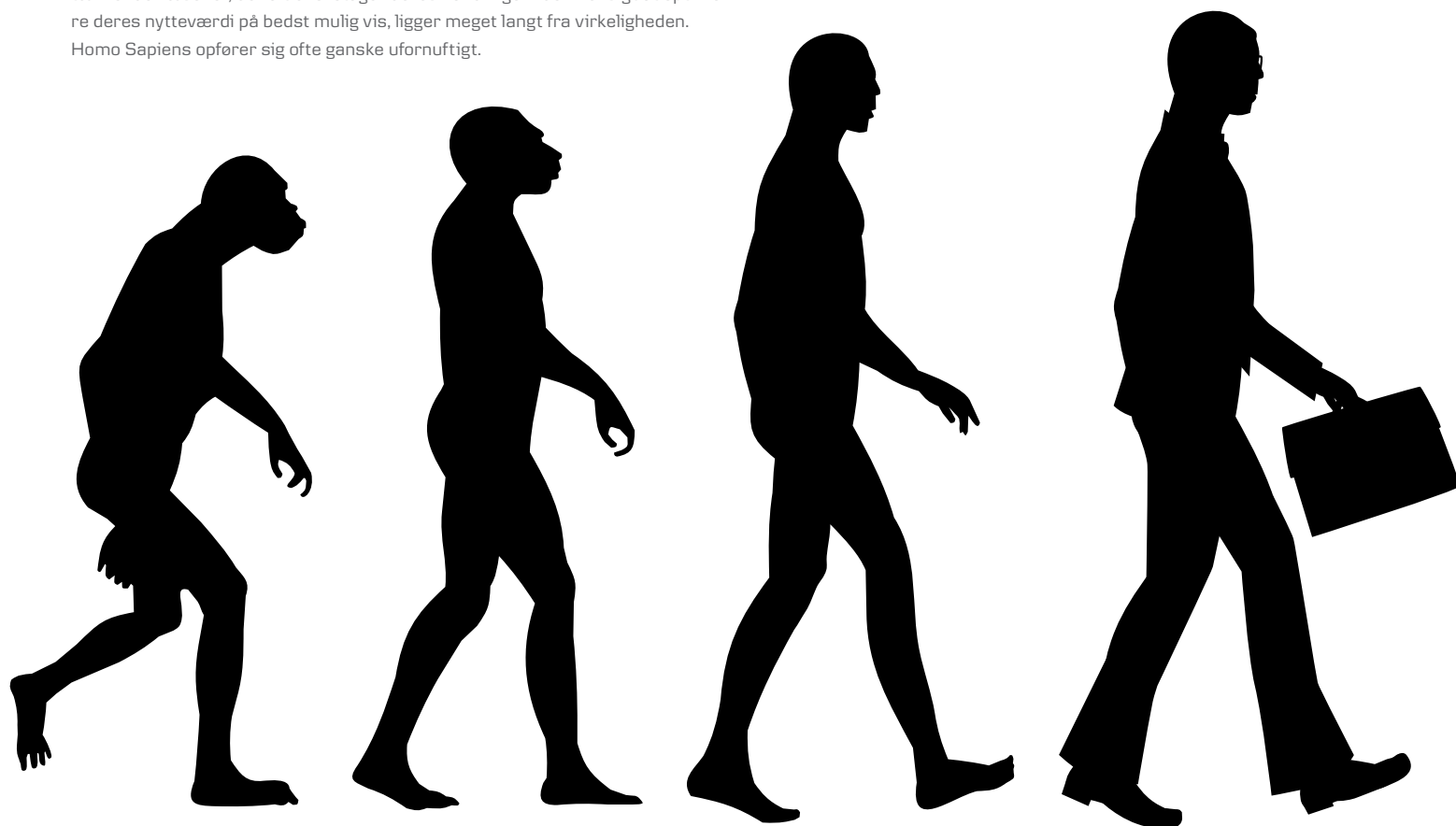
Denne teori kan forklare, hvad andre teorier om holdninger til risiko ikke kan: At folk både køber forsikringer og lottokuponer. Forsikringen køber de, fordi de ikke kan lide tanken om en minimal risiko for et stort tab. Lottokuponen køber de, fordi de godt vil acceptere den store risiko for et lille tab, når de samtidig får en minimal chance for en meget stor gevinst.

En lille sandsynlighed for en stor gevinst er også, hvad en dårlig diversificeret portefølje kan tilbyde – f.eks. en aktieportefølje med en stor andel af aktier med stort vækstpotentiale som f.eks. biotekaktier, IT-aktier, teknologi-aktier m.v. Antag f.eks. vi har en vækstaktie med en årlig volatilitet på 100 pct. Det betyder, at man som investor har en chance på 1 ud af 6 for, at aktien fordobles på et år. Så-

danne aktier vil derfor – med baggrund i den menneskelige psykologi – tiltrække uforholdsmæssigt mange investorer. Og sådanne aktier medvirker i høj grad til at mange undlader velovervejede aktivallokering og risikospredning for chancerne for, at en veldiversificeret portefølje kan fordoble sin værdi på et år, er uendeligt små.

Det er vigtigt, at man som investor er opmærksom på, at man på mange måder kan være offer for sin egen psykologi og blive »lokket« til at foretage investeringer, som altså ikke er særligt fornuftige. Eksempelvis viser undersøgelser, at 75-80 pct. af investorerne tror på, at de kan slå markedet, hvilket medfører, at de glemmer vigtigheden af det langsigtede perspektiv og handler for ofte. Investorer har også ofte en tendens til at være selektive i deres informationssøgning og de informationer, de tager til sig. De lytter ofte kun til beviser, der bekræfter deres oprindelige synspunkter. Et andet forhold kaldes »anchoring«. I aktiemarkedet har investorerne således udbredt tendens til at anse en akties købskurs som et »normalt« niveau, den vil vende tilbage til selv efter et større fald. Dette menes at være en væsentlig forklaring på, at investorer ofte holder fast i tabsgivende aktier i lang tid. ■

Mennesket har udviklet sig til et meget intelligent væsen, som har skabt meget komplekse, teknologisk avancerede økonomier i dag. Men selv om vi har gjort og kan gøre mange kloge ting, må vi se i øjnene, at den fiktive version af Homo Sapiens, kaldet Homo Economicus, som ifølge de økonomiske teorier er rationelt tænkende væsener, der altid foretager deres handlinger i den hensigt at optimere deres nytteværdi på bedst mulig vis, ligger meget langt fra virkeligheden. Homo Sapiens opfører sig ofte ganske ufornuftigt.



Homo Sapiens

Homo Economicus

KerneSatellit

– Danske Banks portefølje anbefaling

Blandt de vigtigste karakteristika i en investeringsprofil er investors tidshorisont, risikoprofil og skatteforhold (afhængigt af, om der er tale om pension, frie midler, selskabsmidler eller midler i virksomhedsskatteordning). I KerneSatellit opereres der med tre tidshorisonter: Kort (1-3 år), Mellem (3-7 år) og Lang (over 7 år) samt tre grader af risiko: Forsigtig, Middel og Risikovillig.

Medvirkende til at tegne det samlede billede af investeringsprofilen er også investors formål med investeringen, forventninger til markedet, erfaring/kendskab til investering, afkastkrav, behov for løbende afkast og investeringsfilosofi.

Overordnet gælder for fastlæggelsen af denne fordeling, at jo længere tidshorisont og jo større risikovillighed, der karakteriserer investor, desto større skal aktieandelen i porteføljen være. Den endelige fordeling skal afspejle en optimal

balance mellem den enkelte investors krav til afkast og ønsket risiko. I denne proces ser man på de historiske udsving over forskellige tidshorisonter. Det giver et billede af risikoen i de forskellige aktivtyper. Ud fra forskellige grader af risiko kan man beregne, hvilken portefølje, der forventes at give det højeste afkast. Dette giver et fingerpeg om den optimale fordeling i henhold til forskellige risici, når anbefalingerne i KerneSatellit skal udarbejdes. De endelige anbefalinger er dog primært baseret på bankens forventninger til den økonomiske udvikling.

I KerneSatellit-anbefalinger består Kernen af investeringsafdelinger, der kan sikre et relativt stabilt afkast. Det gælder eksempelvis Danske Invest (DI) Dannebrog, der koncentrerer sig om danske obligationer med mellemlang løbetid og dermed begrænset risiko, og DI Verden, der in-

vesterer i en bred, global aktieportefølje, hvor selskabsrisikoen er elimineret, og kun markedsrisikoen er tilbage. Kernen skal være i tæt overensstemmelse med den enkelte investors langsigtede investeringsstrategi og forventninger.

De aktiver, der indgår i Kernen, udskiftes relativt sjældent. Langt hyppigere udskiftning sker der i porteføljens Satellitter. Det er et supplement til Kernen og består af mere specialiserede investeringsafdelinger med historisk set større kursudsving – og dermed som oftest forventning om større afkast i fremtiden. Satellitterne udvælges med henblik på at forøge porteføljens afkast. Det er især investors risikovillighed og tidshorisont, der bestemmer, hvor stor en andel Satellitterne udgør af den samlede portefølje.

Bemærk: Den anbefalede aktieandel i KerneSatellit er netop øget generelt med 5 pct. ■

VESTAS OVERRASKEDE POSITIVT

Fokus på global opvarmning og alternativ energi er en meget stærk trend, og med udsigt til klimatopmødet i København er det ikke manglende global bevågenhed og politisk støtte, der er den største risiko for vindmøllebranchen – men ordrer og penge.

Finanskrisen sætter sine spor mange steder. Også når det handler om at skaffe penge til store vindmølleprojekter rundt omkring. Derfor var der frygt for, at Vestas i forbindelse med kvartalsregnskabet i april ville præsentere et skuffende regnskab og dystre retningslinjer for resten af året.

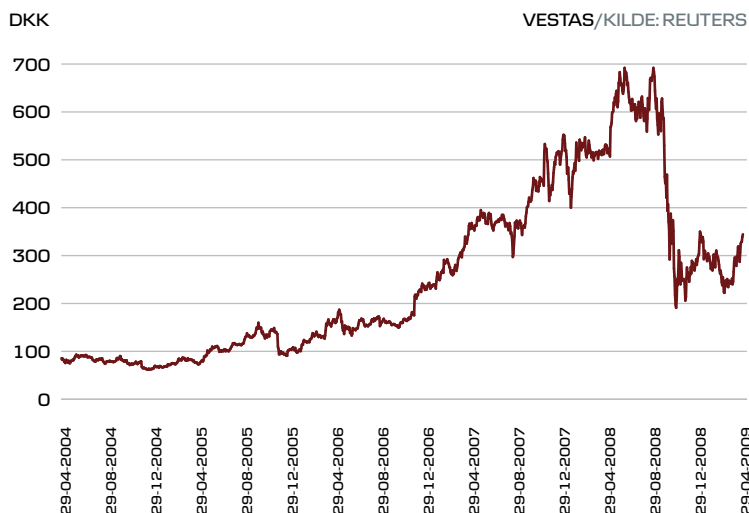
Men resultatet for årets første kvartal var overraskende meget stærkt. Der var tale om et salg for 1,1 mia. EUR og en aktuel ordrebook med en værdi på 4,9 mia. EUR.

Mere vigtigt var det, at de tidligere officielle forventninger til finansåret 2009 som helhed blev fastholdt. Og det er et stærkt signal i en tid, hvor en del virksomheder nedjusterer forventninger til 2009. Det vidner om, at ledelsen har et brancheindblik, som mange investorer ikke har – og formentlig heller ikke analytikere.

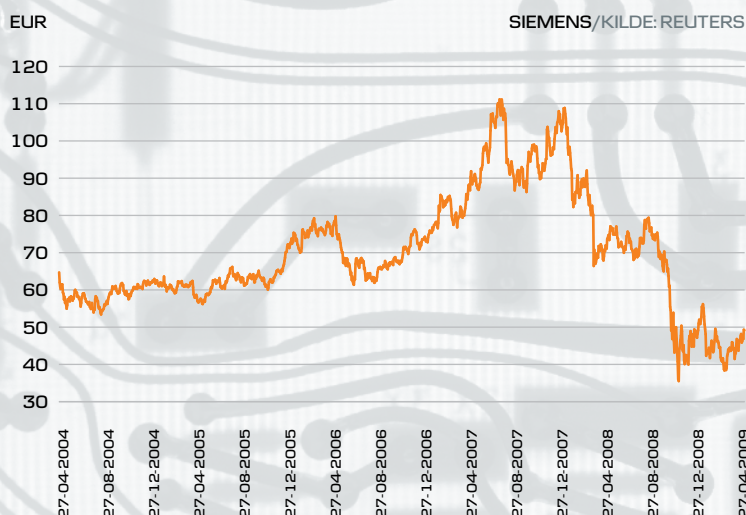
Mange aktieanalytikere har gennem de senere måneder nedjusteret forventningerne til Vestas. Men hvis de fastholdte forventninger fra Vestas står til troende, er der lagt op til, at estimater og forventninger til den danske vindmølleligant vil blive opjusteret mange steder i den kommende tid. Interessant er det i den forbindelse at bemærke, at Vestas overgik egne forventninger både til finansåret 2007 og 2008.

Risici for aktien er udover tekniske problemer m.v. især styrken og varigheden af den globale afmatning og kredittkrisen.

Danske Markets Equities fastholder Køb og hæver kursmålet på 12 mdr: sigt fra 375 til 415.



Siemens står stærkt i krisen



Siemens er en global industriel gigant inden for elektronik og elektrisk ingeniørarbejde. Selskabet har seks overordnede divisioner: Industri, Energi, Sundhed, Siemens IT Solutions, Services og Siemens Finansielle Services, men med primær fokus på Industri, Energi og Sundhed. Selskabet har omkring 400.000 medarbejdere og er aktiv i 190 lande.

Selskabet er interessant nu efter at ledelsen i 2008 foretog ændringer i forretningsporteføljen og indførte et program for omkostningsreduktion. Begge tiltag gør, at selskabets marginer og indtjening vil være betydelig mere robust i den nuværende nedtur end tidligere trods det faktum, at denne recession er værre end tidligere økonomiske nedture. Selskabet har netop aflagt et godt regnskab for andet kvartal, som slog Goldman Sachs' (GS) forventninger, primært drevet af vækst og profitabilitet i Energi. GS peger på EPG konferencen 18. maj, hvor Siemens deltager, som en potentiel kurstrigger – og fremhæver desuden, at hvis industriens opsving bider sig fast, vil det styrke Siemens' position yderligere.

Risici og negative kurstriggere er, hvis omkostningsbesparelserne falder lavere ud end ventet; at problemer med effektivering af kontrakter kunne genopstå, samt at makromiljøet udvikler sig mindre gunstigt end det, der er udgangspunktet for GS' aktievurderinger. GS har Conviction Buy på aktien med et kursmål på EUR 62 pr. aktie på 12 måneders sigt. ■

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.



Defensive Topdanmark er undervurderet

Topdanmark er Danmarks næststørste danske skadesforsikringselskab og sjette største livsforsikringselskab. Selskabet har en gennemsnitlig forretningsmodel med en defensiv og stabil kerneforretning med udsigt til en mere kvalitetspræget kundebase, hvor Topdanmark er placeret blandt de absolut mest effektive forsikringselskaber på det danske marked.

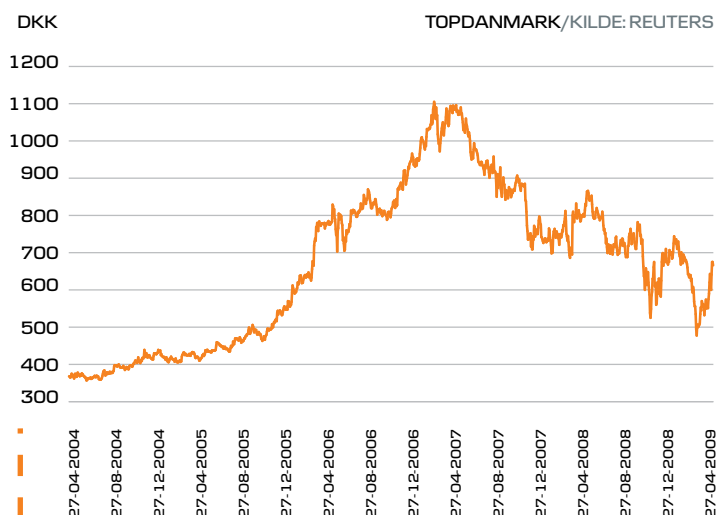
Der er mulighed for, at Topdanmark bliver opkøbt af Nordens største forsikringselskab, finske Sampo. Sampo har en andel af aktiekapitalen på 11,09 pct., og siden august 2008 har Sampo udtrykt interesse for at købe Topdanmark-aktier på priser under 700 DKK, hvilket er med til at lægge en bund under kursen. Sampo vurderes af Danske Markets Equities (DME) til at have EUR 1-1,5 mia. i overskudskapital, hvilket er med til at understøtte vores historie i et potentielt opkøb.

DME ser desuden potentiale for en forbedret kundebase ud fra Topdanmarks forholdsvis nye prisstruktur, hvor Topdanmark har valgt at satse på en ny form for prisstruktur (mikrotarifering) inden for flere typer af forsikringer, for at priserne over for kunderne bedre afspejler risikoen.

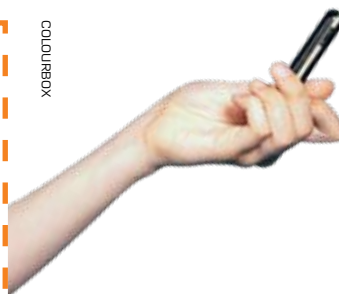
Derigennem bliver forsikringspræmien billigere for kunder med små eller få skader og dyrere for de kunder, der har flere og større skader. Prisstrukturen skulle gerne medføre større stabilitet i combined ratio (udbetalte erstatninger i forhold til indbetalte præmier), samt mere kvalitet i kundebasen og større indtjening på sigt. Den nye prisstruktur ser desuden ud til allerede at have haft effekt.

Topdanmark handles til trods for ovenstående lovende tiltag med rabat på flere nøgletal i forhold til rivalerne TrygVesta og Sampo, og DME har en Køb-anbefaling på aktien med kursmålet DKK 750 pr. aktie.

Risici ved køb af aktien er øget priskonkurrence, investeringsrisiko og ekstreme vejrforhold. ■



COLORBOX



VODAFONE ER BLANDT DE STÆRKESTE I TELEBRANCHEN

Britiske Vodafone er blandt verdens største teleselskaber og er stærkt repræsenteret i markedet for kommunikationsservice såsom mobilt bredbånd, fastnet- og mobiltelefoni m.m. Derudover indeholder selskabets produktportefølje mobiltelefoner og andet kommunikationsudstyr. Igennem en joint-venture med amerikanske Verizon Communications har Vodafone investeret over hele verden.

Forskellige værdiansættelsesmetoder viser, at branchen som helhed har et kurspotentiale på 20 pct., hvilket potentielt kunne øges til 30-40 pct., forudsat at appetitten på risiko kommer tilbage på historisk niveau. Goldman Sachs (GS) mener, at selskabet har et større potentiale for omkostningsreduktioner end inkorporeret i den nuværende plan på GBP 1 mia. Dette kunne blandt andet opnås ved at outsource netværksadministrationsfunktioner til et allerede etableret indisk datterselskab.

Vodafone er attraktiv, da den handler med en betydelig rabat i forhold til sammenlignelige selskaber samtidig med, at selskabet ved egen hånd kan udnytte sit potentiale.

En kurstrigger for Vodafone er desuden årsregnskabet for 2008, der annonceres 19. maj, hvor GS forventer et solidt regnskab og en fastholdelse af selskabets fremtidsudsigter. Aktien bør stige, hvis selskabet kan overbevise investorerne om en stabil indtjening fremadrettet.

De primære risikofaktorer er en styrkelse af det britiske pund, samt stigende pres fra konkurrenter og lovkrav fra myndigheder. GS har en Køb-anbefaling på aktien og et kursmål på 12 mdr. sigt på 180. ■

Call-option på Lundbeck – en mulighed

CALL-OPTIONER

2009 er et meget spændende år for Lundbeck med chancer for stor succes og store skuffelser. En måde at udnytte et så bredt udfaldsrum på er, at købe en call-option på aktien, hvis løbetid rækker henover de skelsættende begivenheder. Dermed kender man sin tabsrisiko på forhånd, men har til gengæld chancen for en betydelig gevinst.

LUNDBECK GIK PÅ BØRSEN I 1999 – og med dundrende succes. I de første år tordnede aktien i vejret, båret af selskabets lykkepille. Men tilværelsen for selskabet – og aktionærerne – er siden blevet mere stormfuld. En afspejling af, at selskabet i årevis har været et såkaldt *one-product-company*. Selskabets succes har således i meget høj grad været tilknyttet lykkepillels salg (65 pct. af indtjeningen i 2008), og det har skabt stigende bekymring, da netop dette antidepressive produkt, Cipralext/Lexapro, må se sit patent udløbe i 2012.

Selskabet har dog også andre produkter i porteføljen mod bl.a. Alzheimers og psykotiske sygdomme. Men i de senere år har Lundbeck leveret skuffende fase III-resultater for flere produkter under udvikling. Dette år kan imidlertid blive anderledes, mener analytikerne i Danske Markets Equities (DME). Det er nemlig i 2009, mere præcist i andet kvartal, at Lundbeck vil præsentere de første fase III-data på LU AA21004 – som er en mulig afløser til den nuværende lykkepille.

Baggrunden for, at DME knytter større forhåbninger til, at netop dette produkt klarer også den tredje og sidste af de kliniske testfaser med bravour er enkel: Lundbecks kernekompetencer er ubestrideligt inden for antidepressive produkter og med en stærk position i forvejen på dette marked, ikke mindst i

USA, vil selskabet være sikret stor opmærksomhed omkring sådanne produkter – især hvis det viser sig at være en forbedret afløser af det nuværende hovedprodukt inden for antidepressive midler.

Men der er også andre spændende produkter under udvikling. Det gælder en mulig godkendelse af Serdolect mod skizofreni allerede i maj. Fase II-resultater i andet kvartal for det antidepressive middel LU AA24530. Samt fase II-resultater for LU AA31-130 (psykose) i fjerde kvartal. Dertil kommer, at det nylige opkøb af amerikanske Ovation vil bidrage betydeligt til indtjeningen fra 2010 og fremefter.

DME har aktien på Køb og et kursmål på 140 på 12 måneders sigt. I dette kursmål er naturligvis ikke indarbejdet en forventning om, at alle produkter under udvikling klarer testfaser og godkendelse med sikkerhed. Analytikere af medicinalsselskaber arbejder med sandsynligheder for de enkelte produkters succes under udviklingsforløbet, baseret på løbende studier af testresultaterne i tæt samarbejde med forskerne i selskabet og andre eksperter.

At produkternes skæbne og dermed selskabets fremtidige indtjeningsmuligheder er behæftet med stor usikkerhed betyder i sagens natur, at køb af aktien er forbundet med en væsentlig risiko, som kan virke afskrækkende på en del investorer. Men her kommer call-optionen ind i billedet. Med køb af en call-option på Lundbeck får man retten men ikke pligten til at købe Lundbeck-aktien til en aftalt kurs på et givet tidspunkt i fremtiden.

Ønsker man at eksponere sig i Lundbeck-aktien på denne måde, kan det anbefales, at løbetiden rækker helt frem til midten af september. Herved dækker løbetiden de vigtige testresultater i andet kvartal samt kvartalsregnskaber i maj og august.

Volatiliteten – dvs. markedets forventning til hvor meget aktien vil svinge i kurs i løbetiden – spiller en afgørende rolle for prisen på

optionen. Her er det værd af bemærke, at volatiliteten på en call-option på Lundbeck med en aftalekurs tæt på den aktuelle aktiekurs og udløb 18. september er omkring 40 pct., hvilket svarer nogenlunde til volatiliteten på det brede aktiemarked i USA – men faktisk er det også under gennemsnittet for, hvad optioner på selskabet er handlet til de senere år.

Understøttende for at købe optionen netop nu er også, at den aktuelle aktiekurs omkring 100 for har vist sig som et godt købsniveau for aktien. Og selv hvis det generelle marked igen skulle falde tilbage, er det sandsynligt, at Lundbeck-aktien vil klare sig relativt godt som følge af selskabets defensive kvaliteter i form af en stabil efterspørgsel efter selskabets produkter uanset om verden slås med økonomisk nedtur og finanskriser.

EKSEMPEL PÅ KØBT CALL-OPTION:

- *Ret til at købe 3.000 Lundbeck-aktier på kurs 105 (aktuel kurs 101).*
- *Rettigheden udløber 18. september 2009.*
- *Prisen er 29.000 kr.*
- *Indtjeningspotentialet er ubegrænset. Nås eksempelvis en aktiekurs på 130 er nettogevinsten 46.000 kr. Hvis aktiekursen aldrig når over 105 kan tabet ikke blive mere end optionspræmien på 29.000 kr.*
- *Man behøver ikke at vente til udløb for at indkassere en evt. gevinst. En gevinst kan fastlåses før udløb ved at sælge kontrakten.*

Bemærk at markedsforholdene kan ændre betingelserne for optionens indgåelse efter redaktionens slutning. Er du interesseret i at høre nærmere om strategien, bedes du kontakte din rådgiver. ■

SKATTEREGLER

Den skattemæssige behandling af en købt call-option afhænger af, om optionen udnyttes eller ej:

Hvis call-optionen udnyttes og aktien leveres, indgår præmien ved opgørelsen af avancen ved et senere salg af den underliggende aktie:

- Optionsejeren skal tillægge den betalte præ-

mie i til den faktiske anskaffelsessum (udnyttelseskursen) ved et senere salg af aktien.

- Gevinst og tab på aktien opgøres efter de almindelige regler for salg af aktier.

Udnyttes optionen ikke, kan tabet (den betalte optionspræmie) hverken fratrækkes eller mod-

regnes, medmindre der indgås en modgående kontrakt, eller optionen sælges inden udløb.

Sælges kontrakten inden udløb, gælder der særlige regler for opgørelse og beskatning af gevinst eller tab på optionen.



HØJERE RENTER FORUDE

Fed er færdig med at lempe pengepolitikken, men der er mere i vente fra ECB. På begge sider af Atlanten er der udsigt til højere lange renter.

■ RENTEPROGNOSE

DE LANGE RENTER i både USA og Tyskland er omtrent uændrede sammenlignet med midten af marts, men de har bestemt ikke været stabile undervejs. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve (Fed), annoncerede opkøb af statsobligationer på sit møde den 18. marts, hvilket resulterede i et voldsomt rentefald. Siden da har gode økonomiske nyheder, positive udmeldinger fra den finansielle sektor, øget appetit på risiko og stigende aktiemarkeder samt et fortsat fokus på det meget store udbud af statsobligationer bevirket, at de lange amerikanske renter er steget tilbage tæt på niveauet fra før Feds annoncering.

De amerikanske rentebevægelser har også smittet af på de tyske renter. De økonomiske nyheder fra Euroland har ikke været gode, men positive udmeldinger om hjælp til Øst- og Centraleuropa har hjulpet på optimismen. ECB skuffede ved kun at sætte renten ned med 25 bp. Samlet set er de tyske renter en smule højere end for en måned siden.

Udsigt til højere lange renter

USA er stadig i en dyb økonomisk krise, men der har dog i den senere tid været stadigt flere tegn på, at økonomien er på vej ind i en stabiliseringsfase, som gør det realistisk at fastholde forventningen om et blødt opsving i 2. halvår.

Danske Analyse forventer, at Fed vil fastholde den ledende rente på 0-0,25 % i lang

tid. Det store spørgsmål er, om Fed vil udvide de såkaldt kvantitative lempelser og f.eks. opkøbe endnu flere statspapirer. Men det mener Danske Banks renteanalytikere ikke vil ske – de seneste tiltag kan markere afslutningen på de dramatiske kvantitative lempelser.

På kort sigt har bevægelser i risikoappetiten og eventuelt nye udmeldinger fra Fed stor betydning for rentebevægelserne. På lidt længere sigt forventer analytikerne, at det massive udbud af statsobligationer og en langsom bedring i de økonomiske udsigter vil betyde væsentligt højere lange amerikanske renter.

ECB vil sætte renten ned igen

Euroland, Storbritannien, Danmark, Sverige og Norge er som USA også i en hård recession,

men er ikke så langt i nedturen som USA. Vækstbilledet vil forblive dystert det meste af året, og Euroland skal have hjælp udefra for at få gang i væksten. Det sker tidligst i 2. halvår. Det kraftige fald i råvarepriser betyder, at inflationen vil komme under nul i Euroland i år, og inflationen vil forblive under ECB's målsætning de kommende år.

Efter Danske Analyses vurdering mangler ECB at sætte den styrende rente ned med yderligere 25 bp til 1 pct. i maj, inden man formodentlig er færdig med rentenedsættelserne. I Euroland spøger spørgsmålet om alternativ pengepolitik i form af opkøb af værdipapirer også, og ECB har lovet en udmelding omkring emnet på mødet i maj.

Danske Analyse venter, at opkøb af korte erhvervspapirer er det mest sandsynlige. Det vurderes derimod, at ECB er langt fra at op-

købe europæiske statsobligationer. På kort sigt kan udsigten til nye lempelser af pengepolitikken fra ECB lægge en dæmper på eventuelle rentestigninger, og udsving i risikoappetit, ikke mindst i relation til Øst- og Centraleuropa, vil fortsat have stor betydning for de lange tyske renter. Højere amerikanske renter og forbedrede økonomiske udsigter ventes at betyde højere lange renter i Euroland på sigt – om end rentestigningen bliver mere behersket end i USA.

Rentekurver

Hældningen på den amerikanske rentekurve styres af bevægelser i den 10-årige rente. I takt med at økonomien stabiliseres, og de lange renter stiger, vil rentekurven stejle. Kurven vil først flade igen, når Fed er tæt på at forlade nulrenten, og det har meget lange udsigter.

I Euroland er ECB snart færdig med rentenedsættelserne – og dermed er det begrænset hvor meget den 2-årige rente, som er styret af forventninger til pengepolitikken, kan falde. Dermed vil højere renter sandsynligvis også i første omgang føre til en smule stejlere rentekurve. På lang sigt vil rentekurven igen flade, når økonomien igen kommer op i gear, og ECB begynder at stramme tonen.

Både pengepolitisk og konjunkturelt halter Euroland efter USA, hvilket vil betyde, at europæiske obligationer vil klare sig bedre end amerikanske i de kommende kvartaler. ■

HVAD MED



ILLUSTRATION: DATAGRAF

INFLATIONSBOMBE. EN FUSER?

De massive kapitalindsprøjtninger verden over, især i den amerikanske økonomi, via en aggressiv penge- og finanspolitik får stadig flere til at tale om en inflationsbombe, der vil gå af, når økonomien kommer op i gear igen.

Mindsterenten bliver sandsynligvis på 2 pct. året ud

■ MINDSTE KUPONRENTE 2 PCT.

MED UDSIGT TIL ENDNU en rentenedsættelse fra ECB, stærkt stigende ledighed, faldende boligpriser, tilbageholdende forbrugere og en verdensøkonomi, der fortsat er trængt i knæ, forekommer det usandsynligt, at mindsterenten, der for nylig blev ekstraordinært nedsat til 2 pct., bliver sat op igen allerede til juli, når den halvårlige ordinære beregning foretages.

I øjeblikket er referencerenten på 3,02

pct. – et pænt stykke under 3 pct. grænsen på 3,41 pct.

Udsigten til en fastholdt mindsterente betyder, at der muligvis er udsigt til nye udstedelser fra Skibskreditfonden, der allerede har udnyttet den nylige nedsættelse af mindsterenten med udstedelser. Mere interessant er det imidlertid, om udsigten til en forlænget periode med 2-pct. renten kan få realkreditinstitutter på banen.

Ingen har endnu udnyttet den nye mulighed, hvilket hænger sammen med risiko-

en for, at mindsterenten netop kunne stige igen allerede tre måneder efter nedsættelsen. Det ville i givet fald føre til små og illikvide serier til ugunst for både investorer og låntagere.

Men forbliver renten på 2 pct. er der lagt op til udstedelse af 2 pct. rentetilpasningsobligationer.

En mulig udsteder kunne være BRF Kredit, der også var det eneste institut, der benyttede sig af muligheden for at udstede 3 pct. rentetilpasningsobligationer. ■

INFLATIONEN?

SIDEN FINANSKRISENS KVÆLENDE effekter begyndte at udmønte sig i en realøkonomisk nedtur, har regeringer forsøgt at imødegå krisen med finanspolitiske indsprøjtninger og ekspansiv pengepolitik. Gennem de seneste otte måneder har alene Federal Reserve (Fed), den amerikanske centralbank, pumpet mere end 800 mia. USD ud i nationens finansielle system. Og i midten af marts bebudede Fed, at man over de kommende måneder vil købe statsobligationer op i markedet for 300 mia USD. Sådanne tiltag ville i normale tider føre til en voldsom stigning i inflationen.

Men Fed-chef Ben Bernanke fastholder, at det ikke vil ske i dette tilfælde. Bernanke og andre Fed-folk har på det seneste markeret kraftigt i medierne, at inflation ikke er en reel risiko, og at banken har midlerne til at undgå den.

Lige nu er det svært at få øje på inflationsrisikoen. Således kunne Labor Department for nylig rapportere, at forbrugerpriserne i USA i marts for første gang i 54 år var lavere end samme måned året før. Og i eurozonen er den årlige inflationstakt faldet til 0,6 pct. – et rekordlavt niveau.

Den tiltagende bekym-

ring i markedet går på, at Federal Reserve, ECB og andre centralbanker ikke i tide får bremsset en hastigt stigende inflation.

Goldman Sachs (GS) mener, at enhver snak om en løbsk inflation er helt ude af proportion med virkeligheden. På kort sigt er deflation den største risiko. I USA er det såkaldte *output gap* – dvs. forskellen mellem den faktiske og potentielle produktion i økonomien – på det laveste niveau i 75 år. Og ledigheden er hastigt stigende og vil ikke toppe de første mange måneder. Der er altså ikke udsigt til, at høj kapacitetsudnyttelse og et stramt arbejdsmarked foreløbig vil kunne sætte en pris- og lønspiral i gang.

Men inflationsfrygten bunder ikke nødvendigvis i dette klassiske scenario, som var så fremherskende i 70'erne og noget af 80'erne. Den går mere på: Hvad nu hvis forbrugere, virksomheder og banker pludselig begynder at bruge af bankindeståender og udnytter de massive lånefaciliteter, som Fed har tilvejebragt og reelt indeholder trillioner af USD? Det kunne i givet fald føre til en klassisk version af »for mange penge, der går efter for få goder«, og dermed skabe en inflationsspiral.

Men heller ikke dette scenarie er GS-økonomerne bange for. Fed (og andre centralbanker) har masser af muligheder for hurtigt at stramme hurtigt op på pengepolitikken. Risikoen for en massiv stigning i inflationen er ganske enkelt minimal.

Ikke desto mindre har der dog været en stigende efterspørgsel efter indeksobligationer på det seneste. Og i eurozonen forventer de finansielle markeder nu, at europæisk inflation vil ligge over ECB's inflationsloft på 2 pct. fra 2014 og fremefter.

Der er et stykke tid til. Og generelt er holdningen på de globale finansielle markeder da heller ikke præget af inflationsfrygt i overdreven grad. Men debatten kører ikke desto mindre, hvilket er en naturlig følge af, at verdensøkonomien i denne tid oplever finans- og pengepolitiske stimuli i en skala, der aldrig tidligere er set.

Og så er der også en anden lille detalje, der spiller en rolle. For blot et år siden, da verdensøkonomien stadig kørte i et højt gear var fødevarekrisen på sit højeste. To måneder senere satte olieprisen ny verdensrekord, mens også en række andre råvarer var prismæssigt eksploderet siden årtusindskiftet i takt med Asiens og især Kinas heftige vækst. Disse flaskehalse vil opstå igen, når verdensøkonomien kommer op igen og medvirke til at øge inflationsforventningerne.

En måde at imødegå stigende inflation på er, at købe råvarerrelaterede selskaber til porteføljen – f.eks. olieselskaber, mineselskaber m.v. En anden mulighed er at købe indeksobligationer – f.eks. via DI Indeksobligationer eller DI Globale Indeksobligationer. ■

75

Så mange år siden er det at USA's såkaldte *output gap* har været lavere.

NÆSTE KAPITEL IDEN AMERIKANSKE FINANSKRISE

KREDIT KORT

Man skal ikke lade sig forblænde af de spæde tegn på fremgang i amerikansk økonomi.

■ FORGÆLDEDE AMERIKANSKE FORBRUGERE

OVER 25 PCT. AF AMERIKANSKE BOLIGEJERE er insolvente, tvangsauktionerne boomer, og ledigheden vokser stadig med over en halv million om måneden. Bankerne er stadig ikke meget for at låne penge ud, og når de gør det, er det ikke til de lave renter, som centralbankens ledende rentesats på en kvart pct. kunne signalere. Krisen gør ondt på de amerikanske forbrugere, hvis overdrevent lånefinansierede livsstil dybest er grunden til, at de (og resten af verden) er havnet i denne nedtur.

Et hastigt voksende tegn på forbrugernes kvaler kan ses i kreditkortselskabernes udmeldinger. 75 pct. af amerikanerne har heftig brug af kreditkort som en indgroet del af deres forbrugsadfærd. Den gennemsnitlige amerikaner har fem kreditkort, og den gennemsnitlige amerikanske husholdning har 8.000 USD i kreditkortgæld. De seneste tal fortæller, at antallet af kreditkortbrugere, der defaulter – dvs. de er ude af stand til at betale deres gæld – er på det højeste niveau i 20 år med en gennemsnitlig defaultrate på landsplan på 8,7 pct. – og stadig stigende.

Kreditkortselskaberne har forsøgt at imødegå tendensen med stramninger over det seneste års tid ved at sænke beløbsgrænserne og hæve renterne – men det har blot lagt yderligere pres på de dårligst stillede, og kreditkortselskaberne er havnet i en ond cirkel, som også rammer dem,

der betaler til tiden. De oplever, at de i forvejen to-cifrede rentesatser stiger yderligere.

Det forventes, at stadig flere kreditkortbrugere vil ramme loftet på et eller flere af deres kort – og derefter defaulte, selv om konsekvenserne bliver kraftige rentestigninger på deres øvrige kreditkort og

hindrer adgang til andre lånemuligheder, og giver de ramte kreditkortselskaber mulighed for indgreb i lønnen. Hvis der er én.

Men hvor slemt bliver det så? Med en samlet udestående kreditkortgæld blandt de amerikanske forbrugere på 1.000 mia. USD er det tydeligvis et problem. Til sammenligning udgjorde den samlede udestående subprimegæld i USA i slutningen af 2007 1.200 mia. USD – svarende til beskedne 14 pct. af den samlede udestående realkreditgæld i USA. Men grunden til, at subprimekrisen alligevel fik så voldsom effekt var, at lånene i meget stort omfang blev pakket ind i komplicerede strukturerede produkter og solgt videre til investorer. En del af produkterne fik ratingen AAA – og det fik mange banker, investeringsfonde og institutionelle investorer til at foretage stærkt gearede investeringer i papirerne. Og det gjorde ondt, da subprimelåntagerne defaultede i stor stil.

Ifølge The Securities Industry and Financial Markets Association er 385 mia. USD af kreditkortgælden også »pakket ind« (*securitized*) og solgt videre som værdipapirer, men slet ikke med tilsvarende ratings, hvorfor investorernes eksponering er langt mindre.

Ikke desto mindre: Kreditkortkrisen medvirker ikke til at lette finanskrisen.

Erhvervsejendomme

En anden trussel mod finansklimaet er erhvervsejendomme. Det vurderes, at den samlede værdi af erhvervsejendomme i USA er omkring 6.500 mia. USD – finansieret af en gæld på 3.100 mia. USD. Og stadig flere låntagere kan ikke betale gælden. I marts var andelen af svigtende betalinger på en *securitized* gældsmasse på 724 mia. USD fordoblet siden september 2008. Med denne stigning har man allerede tangeret niveauet under krisen i 2000-2002, og esti-

1.000

samlet udestående kreditkortgæld i mia. USD blandt de amerikanske forbrugere



materne går nu på, at vi muligvis er på vej mod niveauet for nedturen i starten af 90'erne, hvor næsten 8 pct. af udestående lån til erhvervsejendomme ikke blev betalt.

Foresight Analytics LLC estimerer, at som resultat af den igangværende nedtur, så vil den amerikanske banksektor kunne tabe 250 mia. USD på erhvervsejendomme. Sagen er nemlig den, at selv om der er visse positive tendenser i amerikansk økonomi, så er der en inerti i en nedtur, som det tager lang tid at bremse. Virksomhederne fortsætter med at fyre folk, lukke fabrikker, afdelinger og butikker og skære ned på omkostningerne på anden vis, også selv om den brede økonomi viser fremgang. I november 2001 bundede den seneste nedtur, men først i juli 2003 toppede ledigheden. ■

IMF: Verdens recession varer mindst et år endnu

■ DYSTER PROGNOSE FOR VERDENSØKONOMIEN

Historiske erfaringer varsler ikke godt for den globale nedtur.

DEN AKTUELLE RECESSION I USA og den tiltagende globale nedtur vil fortsætte i en rum tid endnu, forudsagde Den Internationale Valutafond (IMF) for nylig i en større analyse.

Når USA og andre regionale opsving sætter ind, muligvis i fjerde kvartal, vil de sandsynligvis være svage, mener IMF. Selv om økonomien igen begynder at vise svagt positive vækstrater, så vil ledigheden i USA og andre steder højst sandsynligt forblive på et højt niveau i adskillige kvartaler.

Valutafonden mener, at verdensøkonomien plages af en række gensidigt forstærkende kræfter. I en analyse af 122 recessioner, som har ramt 21 udviklede økonomier siden 1960, konkluderer IMF, at nedturene, som er forbundet med finansielle kriser "har typisk været alvorlige og langtrukne, mens opsving fra recessioner forbundet med finanskriser typisk har været langsommere."

IMF konkluderer også, at højt synkroniserede recessioner, som involverer det meste af verdensøkonomien, er "længere og dybere end andre recessioner og opsving fra disse recessioner er typisk svage."

Og slutteligt peger valutafondens rapport på, at udviklinger i USA – hvor den aktuelle finanskrise begyndte i december 2007 – ofte spiller "en kardinalrolle både hvad angår alvorlighed og varighed af disse højt synkroniserede recessioner."

Hvert af disse tre forhold er i spil i den aktuelle recession, hvilket bekræfter krisens alvorlighed og dybde. Og IMF konkluderer, at sådanne kriser typisk er dobbelt så lange og dybe som normale nedture og efterfølgende opsving er dobbelt så langsomme og halvt så stærke. Implikationerne af dette er, at det vil vare mindst endnu et år, før recessionen slutter i USA eller Europa og yderligere 18 måneder, før et opsving bider sig fast.

En væsentlig forklaring på, at det globale opsving vil blive så svagt er, at færre lande vil være i stand til samtidigt at lade deres valutaer svække for at styrke eksporten. Tidligere har den mulighed hjulpet lande med at rejse sig fra finansielle kriser, der var langt mindre synkroniserede end den aktuelle.

IMF peger på, at ekspansiv finanspolitik "synes særlig effektiv til at forkorte recessioner forbundet med finanskriser og til at styrke opsving". Derfor anbefaler valutafonden, at finanspolitiske stimuli bør leveres af et bredt spektrum af lande, der har det finanspolitiske råderum. ■

JAPAN

– KLODENS KRONISK

■ JAPANS KRONISKE KRISE

INDUSTRIPRODUKTIONEN kunne i februar notere et fald på 38 pct. i forhold til for et år siden og nåede dermed det laveste niveau siden 1983. Real BNP faldt med en årstigningstakt på 12 pct. i det sidste kvartal af 2008 og er muligvis faldet endnu mere i de første fire måneder af dette år. OECD's seneste prognose for Japan lyder på et fald i BNP i 2009 som helhed på 6,6 pct., og dermed er væksten opnået gennem de seneste fem års fremgang næsten helt væk.

Hvis prognosen holder stik, vil Japans økonomi være vokset med en årstigningstakt på gennemsnitligt 0,6 pct. siden 1991. Og som følge af deflation er værdien af BNP i nominelle termer i første kvartal i år formentlig faldet tilbage til der, hvor det var i 1993. Med andre ord: Japans økonomi er ikke vokset i 16 år, skriver tidsskriftet *The Economist*.

Eksportkollaps

Men hvad er egentlig forklaringen på, at Japan – verdens næststørste økonomi – er ramt så meget hårdere end de øvrige OECD-lande? Den fremherskende forklaring er, at det er fordi Japan i overdrevent omfang er afhængig af eksport, men sandheden er mere kompliceret end som så. Eksporten udtrykt som andel af BNP er langt mindre end i Tyskland og Kina, og indtil for nylig var den på niveau med USA's. I perioden 1991-2001 bidrog nettoeksporten ikke med noget til Japans BNP. I det japanske opsving derimod – i perioden 2003-2007 – var billedet anderledes. Regner man eksportørernes kapitalinvesteringer med, tegnede nettoeksporten sig for næsten halvdelen af væksten i BNP i perioden.

Baggrunden for eksportfremgangen var en billig yen og USA's forbrugsfest. Japan havde

i modsætning til USA og mange europæiske lande hverken bolig- eller kreditbobler, men den undervurderede yen skabte en anden slags bobbel. Japanske eksportører udvidede kapaciteten i den tro, at yen'en ville forblive lav og den global efterspørgsel fortsat ville være stærk – men det medførte en generel fejlfordeling af ressourcer.

Og det kom til at gøre ondt i 2008. Udlændets efterspørgsel kollapsede. Og finanskrisen tvang investorer, ikke mindst hedgefonde, til at lukke spekulative forretninger, hvor yen'en var brugt som lånevaluta – yen'en blev en efterspurgt valuta og steg voldsomt. Resultatet var, at den japanske eksportbobbel kollapsede, og den totale eksport er næsten halveret gennem det seneste år.

Udover den svækkede konkurrenceevne pga. yenstyrkelsen, så er en væsentlig forklaring på, at Japans eksport rammes så hårdt, at de primære eksportgoder er biler og forbrugerelektronik – varer, som er de første folk holder op med at købe, når den økonomiske krise sætter ind.

Der kan dog være lyspunkter i horisonten, hvad angår industriproduktionen. Både produktion og eksport i industrien er i år faldet meget mere end efterspørgselen, fordi virksomhederne midlertidigt har lukket mange fabrikker og produktionsanlæg for at nedbringe lagrene. Japans bilproduktion var eksempelvis i årets to første måneder 50 pct. under niveauet et år tidligere, men det globale bil salg faldt kun 25 pct.

Lagerbeholdningerne kan nu snart være kørt så meget i bund, at der er udsigt til, at mange fabrikker genåbner. Hvis det sker, kan bilsalget i juni meget vel være 50 pct. højere end i marts, og derved medvirke til, at BNP-væksten i andet kvartal kan blive positiv, selv om den udenlandske efterspørgsel forbliver lav.

Men bilproducenterne skal nok ikke juble for længe, mener *The Economist*. Effekterne af faldende indtjening og stigende ledighed vil presse investeringerne og privatforbruget. Ifølge den seneste Tankan-undersøgelse, som foretages af den japanske centralbank, er forventningerne til fremtiden blandt fremstillingsvirksomhederne de mørkeste siden undersøgelsen blev påbegyndt i 1974. Fremstillingsvirksomhederne planlægger fyringer, nedjustering af lønninger og beskæring af investeringerne med 20 pct. i år.

En statsgæld på over 180 pct. af BNP – af OECD estimeret til at ramme 200 pct. af BNP i 2010 (Danmarks er under 30 pct.) – har ikke hindret regeringen i at vedtage den største stimuluspakke nogensinde. Pakken på 56.800 mia. yen – svarende til 11,2 pct. af BNP – sigter mod at løfte BNP-væksten med hele to procentpoint i andet halvår af 2009. De tre centrale elementer, som pengene især rettes mod er:

1) Tiltag, som skal løfte efterspørgselen udskiftning af biler og forbrugerelektronik

2) En lettelse af afgiften på gaver, som skal stimulere investeringer i huse. Hensigten hermed er især at stimulere en øget overførsel af penge fra de ældre japanere til deres børn. Hidtil er pengegaver til børn blevet beskattet som almindelig indkomst.

3) Offentlige projekter. I 90'erne brugte man enorme summer på offentlige projekter, uden at det løftede økonomien. Denne gang vil man derfor fokusere på projekter, som øger produktiviteten, såsom en udvidelse af Haneda lufthavnen i Tokyo.

De finanspolitiske stimuli bliver den største indsprøjtning blandt G7-økonomierne, men Goldman Sachs tror ikke, at det er tilstrækkeligt til at hindre en økonomisk kontraktion.

Japan tabte 90'erne. Nu er solens rige godt på vej til også at tabe det første årti i det 21. århundrede.

SYGE ØKONOMI

16

En fortsat udvidelse af det såkaldte *output gap* – forskellen mellem faktisk BNP, og det som økonomien kan præstere ved fuld kapacitetsudnyttelse – er sandsynlig. Dette var allerede i fjerde kvartal 2008 steget til 4 pct. af BNP og nogle venter, at det i år vil nærme sig 10 pct. af BNP – hvilket er dobbelt så stort som i 90'ernes nedtur.

Deflationen vender tilbage

En så lav udnyttelse af økonomiens potentiale betyder, at Japans problem med deflation vender tilbage. Priserne vil blive presset ned, og det er sandsynligt, at de japanske forbrugerpriser allerede i sensommeren vil være over 2 pct. lavere end samme tidspunkt året før – hvilket faktisk vil være prisfald med en større hastighed end under Japans tidligere deflationsperioder, siden krisen ramte landet i 1991. Risikoen er, at deflationen vil presse virksomhedernes indtjening og dermed også job – hvilket vil føre til yderligere pres på efterspørgsel og priser.

Centralbanken har ikke mange muligheder for at puste liv i de inflationære forventninger. Allerede i december sænkede banken renten til 0,1 pct., og har også introduceret adskillige tiltag for at stimulere kreditmulighederne, bl.a. ved at købe erhvervsobligationer og commercial papers samt aktier, som ejes af bankerne, hvilket styrker deres lånemuligheder. Og i modsætning til 90'erne er det positivt, at bankudlån stadig vokser.

En anden måde at løfte de inflationære forventninger og øge efterspørgselen på – som deflationsskræmte Federal Reserve i USA benytter sig af i større stil – er, at banken opkøber statsobligationer, og det sker allerede.

Japanerne bruger for få penge

Men større opkøb af statsobligationer løfter ikke Japan ud af krisen. Og med en statsgæld, der nærmer sig 200 pct. af BNP, er det finanspoliti-

ske råderum også begrænset.

Og hvad eksporten angår som drivkraft, så vil udlandets efterspørgsel i adskillige år frem næppe være i stand til at nå niveauet fra før krisen.

Skal japansk økonomi vokse sig ud af krisen, skal der gang i den indenlandske efterspørgsel. Men et kronisk problem er, at japanerne bruger for få penge. Japanske husholdningers opsparing er mere end fem gange så stor som deres disponible indkomst – den klart højeste blandt G7-økonomierne – og japanere over 60 år sidder på 60 pct. af den samlede opsparing.

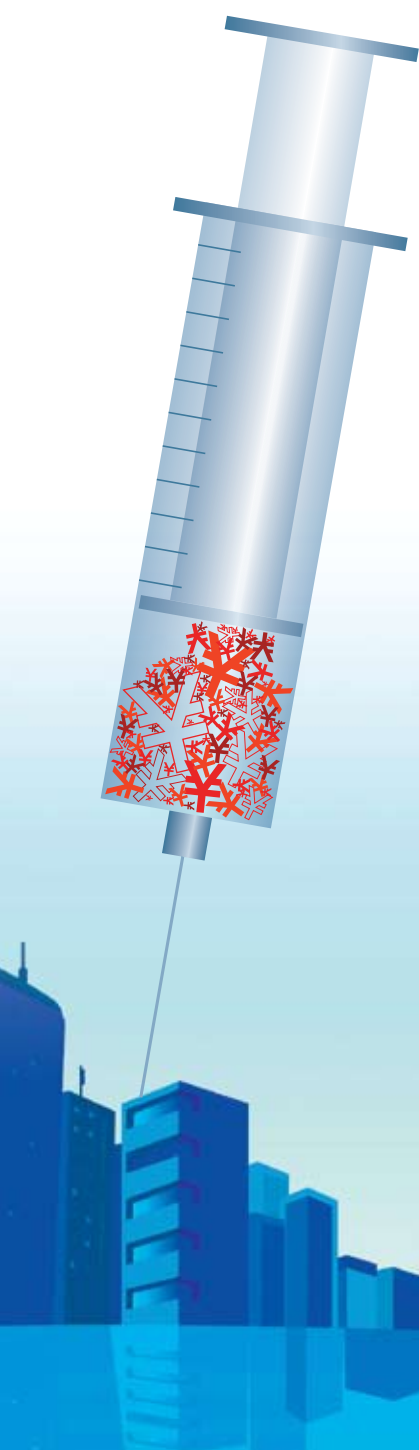
En grund til at de ældre sidder tungt på deres penge og andre finansielle aktiver kunne være, at de er bekymrede over et dårligt pensionsystem og fremtidig pleje. Med verdens mest aldrende befolkning burde serviceydelser til de ældre være blandt Japans hurtigst voksende industrier og skabe mange nye jobs, men det hindres af reguleringer, som begrænser konkurrence og udbud. Deregulering af denne sektor kunne derfor være en anden mulighed for at løfte økonomien ud af lavvækstfælden.

Dystert eksempel for USA og Europa

Japans andet tabte årti er et bekymrende eksempel for andre rige lande. Landets massive finanspolitiske lempelser i 90'erne medvirkede til at undgå en depression – og derfor gør mange ret i at gøre det samme i dagens aktuelle krise.

Men Japans fiasko med hensyn til at få sparket gang i et indenlandsk opsving 20 år efter, at aktie- og ejendomsboblen bristede indikerer, at både USA og Europa har en lang hård rejse foran sig, konkluderer *The Economist*. ■

Så mange år er det siden Japans økonomi, ifølge tidsskriftet The Economist, er vokset.





ØGET RISIKOAPPETIT

■ FREMGANG I ASIEN

Der er flere opmuntrende tegn i udviklingsøkonomierne, især i den asiatiske region, hvilket har sendt aktiemarkedet markant op. IMF deler imidlertid ikke aktiemarkedets optimisme.

SELV OM DE udviklede aktiemarkeder er tordnet i vejret siden starten af marts, så har de dog ikke formået at løfte sig over det niveau, som blev nået i midten af oktober sidste år efter et massivt fald på 30-35 pct. på godt en måned. Men den sene-

re tids optimisme har til gengæld løftet aktiemarkedene i Emerging Markets. Det brede indeks for udviklingsøkonomiernes aktiemarkeder som helhed har slået indkøbet for de udviklede markeder med 35 pct. siden oktober. Mest markant har

stigningen været i Asien, efterfulgt af Latinamerika, men selv hårdt ramte Østeuropa har også slået de rige landes aktiemarkeder i perioden.

Emerging Markets (EM) faldt kraftigere end de udviklede markeder i 2008, men nu hvor en vis optimisme har bredt sig har det altså resulteret i kraftigere stigninger. Det er ganske normalt. I dårlige tider falder EM kraftigere i takt med, at investorernes risikoaversion stiger. Og i gode tider stiger de mere, når risikoappetitten øges.

G20-mødet var positivt

Stærkt medvirkende til at bedre stemningen over for de mere eksotiske markeder har været, at G20 resulterede i enighed om en massiv indsats for at få verdensøkonomien på fode igen – og netop sikring af EM via flere penge fra G20-landene til IMF (låneressourcerne udvides til



I EMERGING MARKETS

USD 750 mia.) var et centralt udkomme af mødet. Desuden har det også spillet en positiv rolle, at gensidige forsikringer om at undgå protektionisme også var i fokus på mødet – sikring af verdenshandelen er et andet vigtigt punkt for de eksportorienterede EM-lande.

Medvirkende til investorernes stigende lyst til EM-aktier har også været den kendsgerning, at bankerne – i modsætning til amerikanske og en del europæiske – ikke er sovset ind i dårlige lån.

Slutteligt har det spillet en væsentlig rolle, at verdens tredjestørste økonomi – Kina – viser stadig flere tegn på fremgang. Nogle peger på, at EM's outperformance blev grundlagt 10. november 2008, hvor Kina annoncerede en massiv finanspolitisk pakke på 585 mia. USD (2 gange Danmarks BNP) – og udviklingen de seneste måneder tyder på, at stimulanterne er begyndt at slå igennem. Adskillige indikatorer for

kreditgivning og PMI-indeks (fremstillingsindustriens syn på fremtiden) viser positive tegn. Det samme gør bilsalget – for nylig overgik Kina USA som verdens største bilmarked.

Har EM toppet i denne omgang?

Men, men, men ... når nu EM-aktierne er steget så markant på kort tid, kan det så holde? Det er i hvert fald ikke fordi aktierne er blevet dyre endnu. Den aktuelle P/E på Kinas Shanghai Composite Index er 18,4 – himmelvidt fra rekorden på 48,4 i august, og ikke så langt fra bunden på 12,9 i december. Og eksempelvis Brasiliens Bovespa Index og Ruslands RTS Index er bestemt heller ikke skræmmende med P/E-værdier på hhv. 5,2 og 4,6.

Men stemningen kan hurtigt vende. Nye finansshock i forbindelse med den aktuelle regnskabsårssæson eller en bølge af dårlige makrotal vil kunne skabe fornyet risikoaversi-

on i stor stil og sende EM-aktierne ud på en større nedtur end aktier i de rige lande.

Desuden nytter det ikke noget, at EM-økonomierne (undtaget Østeuropa) er relativt sunde uden kollapsede boligbobler og store gældsbyrder. EM-økonomierne kan ikke i sig selv trække verdensøkonomien i gang. De er fortsat stærkt afhængige af eksport og dermed verdensøkonomien – og verdensøkonomiens perspektiver tegner ikke lovende, selv om små sporadiske tegn hist og pist især i USA de seneste måneder har bidraget til en mere positiv stemning på de finansielle markeder. Først var det OECD, der for kort tid siden spæde et dystert år for den globale økonomi. Og for nylig kom IMF på banen med en markant nedjustering af tidligere forventninger. IMF spår nu et direkte fald i den globale produktion, hvilket er enestående, og bekræfter, at krisen er synkron og derfor bliver langvarig og opsvinget trægt (se s. 21). ■

UDBETALING AF SP-OPSPARING

■ FORSLAG OM SP-UDBETALING

Beskæftigelsesministeren har den 25. marts fremsat et forslag vedrørende muligheden for udbetaling af indeståendet i Særlig Pensionsopsparing (SP). Spørgsmålet er så, hvorvidt det er mest hensigtsmæssigt at få udbetalt beløbet i 2009, eller om der vil være en økonomisk fordel ved at vente med udbetalingen, til du går på folkepension (p.t. 65 år).

I TILKNYTNING TIL AFTALEN om Forårspakken 2.0 er regeringen og Dansk Folkeparti blevet enige om at give mulighed for, at de opsavede midler i SP-ordningen kan komme til udbetaling.

Efter de gældende regler skal indeståendet på SP-ordningen udbetales over en 10-årig periode fra folkepensionstidspunktet. Udbetalingerne bliver almindelig indkomstbeskattet. Beløb under 15.000 kr. udbetales dog som et éngangsbeløb efter en afgift på 40 pct.

Hvordan får du udbetalt SP-opsparingen? Din SP-ordning kan være placeret hos ATP, banker eller andre pensionselskaber.

Efter lovforslagets vedtagelse ultimo maj måned sender ATP breve ud til deres SP-kontohavere.

I perioden 1. juni-31. december 2009 kan du søge om at få indeståendet på kontoen udbetalt som et éngangsbeløb. Det er ikke muligt at få indeståendet udbetalt delvist. Det er alt eller intet.

Inden udbetaling bliver der fratrullet afgift til SKAT og evt. PAL-skat (pensionsafkast-skat). ATP forventer at kunne overføre beløbet til din Nemkonto ca. tre uger efter, at du har anmodet om udbetaling. Der kan i øvrigt henvises til ATPs hjemmeside på www.ATP.dk for informationer vedrørende beregning af det beløb, du kan få udbetalt.

Afgiften udgør 35 pct. af de første 15.000 kr. og 50 pct. af den resterende del. Det skal bemærkes, at der er tale om en afgift, som ikke er omfattet af de af Danmark indgåede dobbeltbeskatningsskatter. Det betyder, at afgiften

skal betales, selv om kontohaveren er bosat i udlandet og ikke længere er fuldt skattepligtig her til landet.

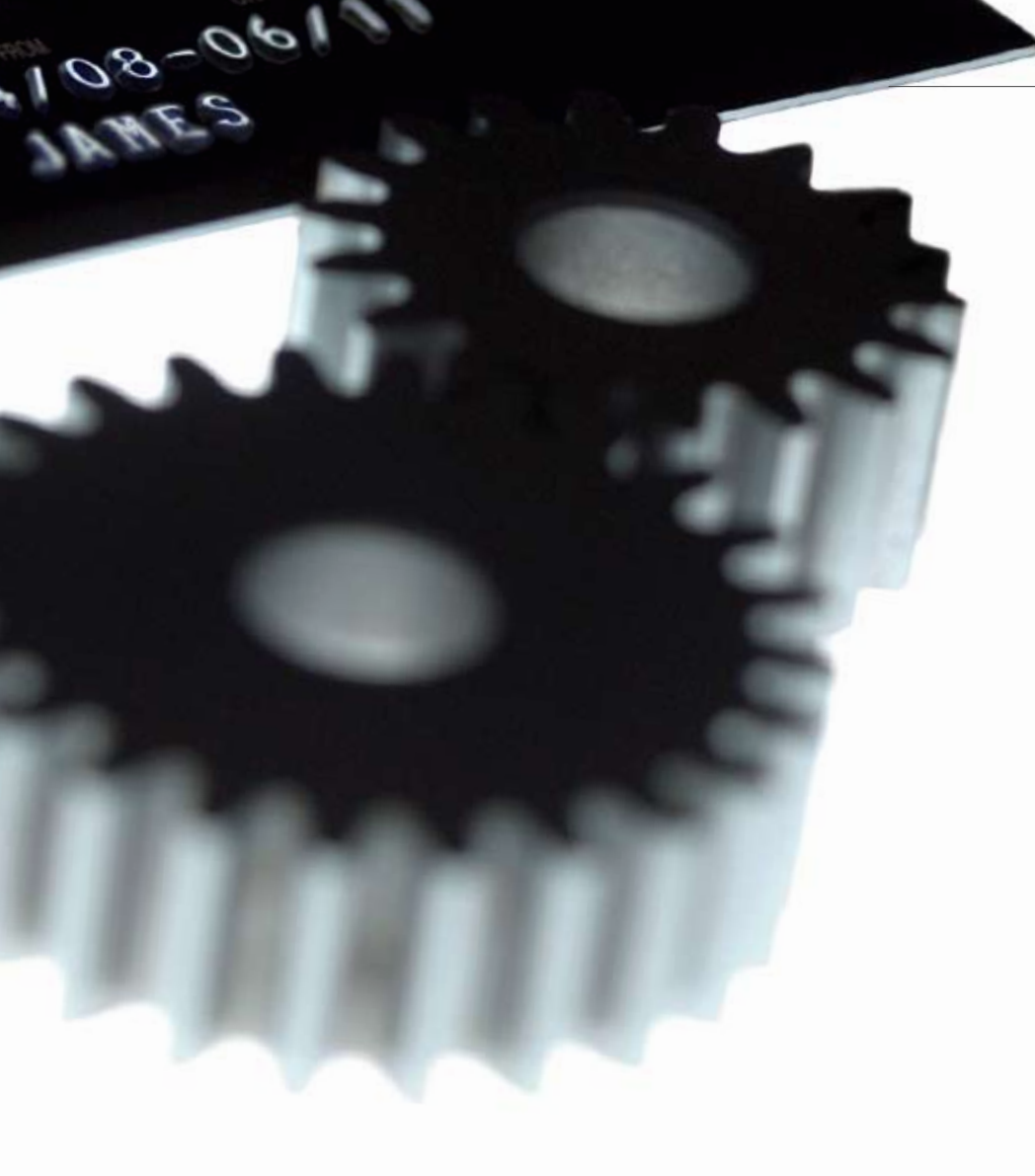
Har du ikke anmodet om udbetaling inden den 31. december 2009, vil indeståendet på SP-ordningen fortsætte efter de gældende regler indtil din pensionering.

Det skal endvidere bemærkes, at den særlige udbetalingsmulighed ikke indebærer, at SP-ordningen bliver nedlagt. Ordningen vil principielt blive bevaret af hensyn til de konti, som ikke bliver hævet, men også med henblik på eventuelt at kunne modtage nye indbetalinger, hvis det måtte blive aktuelt på et senere tidspunkt.

Eventuelle beløb overført fra konto i Lønmodtagernes Dyrtidsfond er ikke omfattet af den særlige udbetalingsmulighed.

Eksempel: Kompensation for negativ PAL-skat:

Værdi af pensionsordning på udbetalingstidspunktet efter afkast for perioden 1. januar 2008 - 1. juli 2009		20.000 kr.
Afkast siden 1. januar 2008	-6.000 kr.	
PAL-skat (15 pct.)	- 900 kr.	
Kompensation, f.eks. 68 pct.	+ 612 kr.	+612 kr.
Værdi før afgiftsberegning		20.612 kr.



Med frigivelsen af SP-opsparingen er forbrugernes potentielle købekraft øget – og dermed understøttes også den kriseramte økonomi.

PHOTO

Kompensation for negativ PAL-skat

Som en konsekvens af den igangværende økonomiske krise har afkastet siden 1. januar 2008 været negativt. Det betyder, at den PAL-skat, der beregnes af afkastet, også er blevet negativ (se eks. s. 26).

I forbindelse med den særlige udbetaling har ATP besluttet at kompensere kontohaverne for den negative PAL-skat. Den endelige kompensationsprocent kendes ikke p.t.

Skal pengene udbetales eller blive stående?

Hvis du alene ud fra økonomiske betragtninger skal vurdere, om du vil have udbetalt SP-opsparingen, skal du have fokus på dine skatteforhold nu, og når du går på folkepension.

Hvis du betaler topskat nu, kan det være en fordel, at få ordningens indestående udbetalt i 2009 til henholdsvis 35 og 50 pct. afgift.

Det kan dog være hensigtsmæssigt at vente og lade ordningen komme til udbetaling efter de hidtidige regler, når du går på folkepension, hvis du ikke forventer at skulle betale topskat til den tid. I så fald vil de løbende udbetalinger blive beskattet med bundskat, dvs. 37 pct. plus evt. udligningsskat.

Det kan også være en overvejelse værd, om udbetaling skal vente til senere på året. Der er som nævnt frist til 31. december 2009. Har du

en forventning om kursstigninger i sidste halvdel af 2009, kan du med fordel vente med at indsende din anmodning om udbetaling til sidst på året. Ophæver du SP-ordningen på et tidspunkt, hvor der er negativt afkast, fortabes værdien af den negative PAL-skat korigeret med eventuel kompensation fra ATP. Udskyder du udbetalingstidspunktet og der op tjenes et positivt afkast, medfører det, at det positive afkast reelt ikke PAL-beskattes. Så længe et positivt afkast kan modregnes i det bestående negative afkast, vil det positive afkast reducere værdien af den negative PAL-skat, der ellers fortabes ved ophævelse.

Ud fra en økonomisk synsvinkel kan det derfor være en fordel at vente med at ophæve din SP-ordning, indtil der ikke længere er negativ PAL-skat på ordningen, dog senest den 31. december 2009.

Hvad skal du bruge pengene til?

Baggrunden for forslaget er et ønske om at kickstarte den danske økonomi og sætte gang i beskæftigelsen.

Der er derfor en stor forventning om, at en meget stor del af den samlede SP-opsparing vil gå til forbrug. Selv om du ikke skal bruge pengene nu, kan det være en fordel at hæve beløbet.

Betaler du topskat i dag, har du især mulighed for at øge din opsparing. Indbetaler du opsparingen efter afgift på en ratepension, får du forøget beløbet til udbetaling på pensions-tidspunktet pga. skattebesparelsen.

Ønsker du at drøfte muligheden for at ind-sætte din SP-opsparing på en ratepension, er du velkommen til at kontakte din rådgiver. ■

Eksempel:

Indestående på SP-konto	10.000 kr.	20.000 kr.	30.000 kr.
- afgift på henholdsvis 35 og 50 pct.	3.500 kr.	7.750 kr.	12.750 kr.
Til udbetaling	6.500 kr.	12.250 kr.	17.250 kr.
Indskud på ratepension*	16.250 kr.	30.625 kr.	43.125 kr.

* DER ER FORUDSAT TOPSKATBESPARELSE PÅ 60 PCT., OG DER ER BORTSET FRA AM-BIDRAG

Forårspakke 2.0 med skattelettelser skrider fortsat fremad

SKATTEMINISTERET FØLGER PLANEN og har den 22. april som bebudet fremsat de lovforslag, der skal gøre Forårspakke 2.0 til virkelighed. Der er tale om et turboprojekt. Reglerne er meget omfattende og skal færdigbehandles i Folketinget inden sommerferien. Hovedparten skal træde i kraft allerede 1. januar 2010.

Vi vil i de følgende numre her i bladet redegøre nærmere for indholdet.

Dog vil vi allerede nu gerne påpege, at visse dispositioner inden 1. januar 2010 også kan være påvirket af ændringerne, hvis lovforslagene vedtages.

Eksempelvis ser det ud til, at fradrag for større private kapitalindskud efter 22. april 2009 på ratepension og på ophørende livrenter allerede nu er udelukket.

Den skærpede beskatning af porteføljeaktier (ejerandel under 10 pct.), der ejes af selskaber, fonde mfl., bliver ikke bliver helt så generel som i det første udspil, idet unoterede aktier tilsyneladende kan friholdes for løbende lagerbeskatning. Det samme gælder visse porteføljeaktier ejet af fonde. Indgangsværdierne til det nye skattesystem for alle porteføljeaktier i selskaber skal fastsættes ved begyndelsen af indkomståret 2010. I den forbindelse kan visse dispositioner efter 22. april 2009 vise sig at være afgørende.

Efter vedtagelsen i Folketinget kender vi den konkrete udformning af de nye skatteregler, og vi vil på den baggrund belyse det endelige indhold her i bladet. ■

KAPITALUDVIDELSERNE SKER med fortegningsret til bestående aktionærer, der kan tegne nye aktier til favørkurs. Aktionærerne skal i den forbindelse tage stilling til, om de ønsker at deltage i nytegningen af aktierne, eller om tildelte tegningsretter skal sælges.

Et af elementerne i overvejelserne er de skattemæssige konsekvenser da der er forskel på, om de tildelte tegningsretter anvendes til nytegnning af aktier, eller om tegningsretterne sælges. Artiklen belyser kort de gældende skatteregler for såvel personer som selskaber.

Personer

Selve tildelingen af tegningsretter udløser ikke beskatning. De tildelte tegningsretter anses skattemæssigt for anskaffet til kurs 0. Ved salg skal hele afståelsessummen derfor beskattes.

Anvendes de tildelte tegningsretter til tegning af nye aktier, er tegningskursen anskaffelseskursen for de nye aktier. De nytegnede aktier indgår i den samlede beholdning af aktier i selskabet. Ved et senere salg af moderaktierne eller de nytegnede aktier indgår anskaffelsessummen for såvel moderaktier som nytegnede aktier ved beregning af den gennemsnitlige anskaffelseskurs. Har selskabet flere aktieklasser – f.eks. både A- og B-aktier – opgøres den gennemsnitlige anskaffelseskurs under ét for både A- og B-aktier.

Avance fra salg af aktier eller tegningsretter medregnes i aktieindkomsten. Et realiseret tab på børsnoterede aktier kan modregnes i avancer og ud-

SKAT VED UDVIDELSE AF AKTIEKAPITAL

■ KONSEKVENSER FOR PERSONER OG SELSKABER

I de første måneder i 2009 har flere store børsnoterede selskaber, som eksempelvis Nordea, SAS og Bang & Olufsen, udvidet aktiekapitalen. Læs her om, hvad sådanne udvidelser kan betyde for dig, hvis du som aktionær tilbydes fortegningsret på de nye aktier.

bytter fra andre børsnoterede aktier. Et uudnyttet tab kan modregnes i ægtefælles avance og udbytter fra børsnoterede aktier eller fremføres tidsubegrænset til modregning.

Skattefri aktiebeholdninger

Selv om moderaktien indgår i en skattefri beholdning af børsnoterede aktier, som den 31.12.2005 var mindre end 136.600 kr., vil nytegnede aktier ikke være omfattet af den skattefri aktiebeholdning. Et efterfølgende salg af de nytegnede aktier vil derfor altid være skattepligtigt. Man skal dog være opmærksom på, at det er de skattefri aktier, der sælges først ved et delsalg. Det skyldes, at de først erhvervede aktier altid anses for solgt først som følge af fifo-princippet (First in - First out).

Ønskes der ikke yderligere aktier i selskabet skal tegningsretterne derfor sælges i markedet, således at den skattefri aktiebeholdning holdes intakt.

Pensionsordninger

Hvis moderaktien ligger i et pensionsdepot, er det pensionsdepotet, der kan udnytte tegningsretterne. Avance og tab på aktier i pensionsdepoter medregnes efter lagerprincippet i PAL-grundlaget (PAL-skat er 15 pct.). Skattemæssigt er der ikke forskel på, om tegningsretter udnyttes til tegning af nye aktier eller sælges.

Reglen om, at alle værdipapirer udstedt af

samme selskab maksimalt må udgøre 20 pct. af investors samlede pensionsopsparing i samme pengeinstitut eller op til 46.000 kr. (2009) skal overholdes på tidspunktet for tegning af nye aktier. Eventuelle overskydende tegningsretter skal sælges fra pensionsordningen.

Selskaber

Selve tildelingen af tegningsretter udløser ikke beskatning. De tildelte tegningsretter anses skattemæssigt for anskaffet til kurs 0 og som erhvervet på samme tidspunkt som moderaktien. Avancer fra solgte tegningsretter, der har været ejet i 3 år eller mere er skattefri, mens hele salgssummen beskattes som almindelig indkomst, hvis tegningsretterne har været ejet i mindre end 3 år.

Aktier, der er tegnet til favørkurs på grundlag af tildelte tegningsretter, anses for anskaffet på samme tidspunkt som moderaktien. Tegningskursen er anskaffelseskursen for de nye aktier. Ved et senere salg af aktierne skal gevinst og tab opgøres efter de almindelige regler i aktieavancebeskatningsloven. Har selskabet flere aktieklasser f.eks. både A- og B-aktier opgøres den gennemsnitlige anskaffelsessum under et for både A- og B-aktier uanset ejertid.

Avance og tab på aktier ejet i 3 år eller mere indgår ikke i selskabets skattepligtige indkomst. Hvis moderaktien har været ejet i mindre end 3 år, bør det overvejes om det er

fordelagtigt at udnytte tegningsretten og beholde de nytegnede aktier, indtil moderaktien har været ejet i 3 år eller mere, idet et salg herefter kan ske skattefrit.

Mulig ændring i regler for selskaber

22. april 2009 har regeringen fremsat lovforslag i forbindelse med gennemførelsen af en dansk skattereform Forårspakke 2.0. I skrivenne stund er lovforslagene ikke vedtaget, men såfremt de vedtages i deres nuværende form, vil det medføre store ændringer i beskatningen af selskabers investeringer i aktier.

For porteføljeaktier (ejerandel under 10 pct.) bliver aktieavancer skattepligtige uanset ejertid, og der indføres tvungen lagerbeskatning på børsnoterede aktier.

Desuden indføres der visse værnsregler, der ikke længere gør det muligt at forrynge selskabers ikke-fradragsberettigede tab ved at erhverve yderligere aktier i forbindelse med kapitaludvidelser. Værnsreglerne har virkning for kapitaludvidelser foretaget efter den 22. april 2009. Tegner selskaber således nye aktier efter den 22. april 2009, anses de for anskaffet på tegningstidspunktet og ikke på tidspunktet for moderaktiens erhvervelse. Dette vil blandt andet få betydning for indgangsværdien til de nye skatteregler.

Konsekvenserne af skattereformen som helhed omtales i de næste numre af INVESTERING. ■



– men vi er
tæt på bunden,
siger Realkredit
Danmarks
prognose.

HISTORISK BOLIGPRISFALD

■ BOLIGKRISE

Boligprisfald af historiske dimensioner. Det er realiteten på det danske boligmarked, der i 1. kvartal 2009 overraskede med et årligt prisfald på 10,3 pct. på landsplan. Region Hovedstaden er særligt hårdt ramt med et samlet prisfald, siden boligpriserne toppede i 3. kvartal 2006, på hele 26,67 pct..

	Forventet fald fra top til bund %	Foreløbigt fald siden toppen %
Region Hovedstaden	34,30	26,67
Region Sjælland	22,60	16,42
Region Midtjylland	11,70	6,93
Region Syddanmark	10,30	3,41
Region Nordjylland	6,20	0,00
Hele landet	19,20	12,38

De faldende boligpriser er naturligvis dårligt nyt for mange af de boligejere, der står overfor at skulle sælge boligen i dag eller det kommende par år. Boligejere, der har en længere tidshorisont, behøver derimod ikke at bekymre sig, da boligpriserne på langt sigt giver et fornuftigt afkast.

De kraftigt faldende boligpriser er derimod godt nyt for potentielle nye boligejere.

På nationaløkonomisk plan er lavere boligpriser også noget nær en nødvendighed, hvis man skal få antallet af boligkøbere op i gear igen fra det aktuelt meget lave niveau.

RD: Vi er tæt på bunden

De lavere boligpriser betyder sammen med en hastigt faldende boligbyrde – omkostningerne ved ejerbolig i forhold til husholdningernes disponible indkomster – at vi er langt tættere på bunden på boligmarkedet, end Realkredit Danmark (RD) forventede for et par måneder siden. RD forventer, at boligpriserne samlet set vil falde med 19,2 pct.. Til sammenligning er boligpriserne faldet med 12,8 pct. siden det højeste niveau i 2. kvartal 2007. Med andre ord har vi allerede observeret en pæn del af det forventede fald i boligpriserne.

I Region København så man de første tegn på, at boligmarkedet vendte snuden nedad i 3. kvartal 2006. Derfor forventer vi også, at man i Region Hovedstaden vil være først til at ramme bunden på boligmarkedet. Boligpriserne er siden 3. kvartal 2006 faldet med 26,7 pct.. Med vores forventning om et samlet fald på 34,3 pct. er der således ikke lang tid igen til de sure miner på boligmarkedet er historie.

Vi ser ligeledes, at Region Sjælland har taget en stor del af det forventede boligprisfald. Priserne er foreløbigt faldet med 16,4 pct. siden boligpriserne lå allerhøjest. Vi forventer, at boligpriserne samlet set falder med 22,6 pct. fra top til bund.

Hvis man betragter Region Midtjylland og Region Syddanmark er prisfaldene mere beskedne. Vi forventer, at boligpriserne falder med henholdsvis 11,7 pct. og 10,3 pct.. Det skal sammenlignes med de foreløbige prisfald på 6,9 pct. og 3,4 pct. i disse regioner.

Region Nordjylland er på regionsbasis en enlig svale. Her stiger boligpriserne nemlig fortsat ind i 1. kvartal 2009. Priserne på parcel- og rækkehuse er steget med 5,6 pct. inden for det seneste år og er steget med 3,6 pct. fra 4. kvartal 2008 til 1. kvartal 2009.

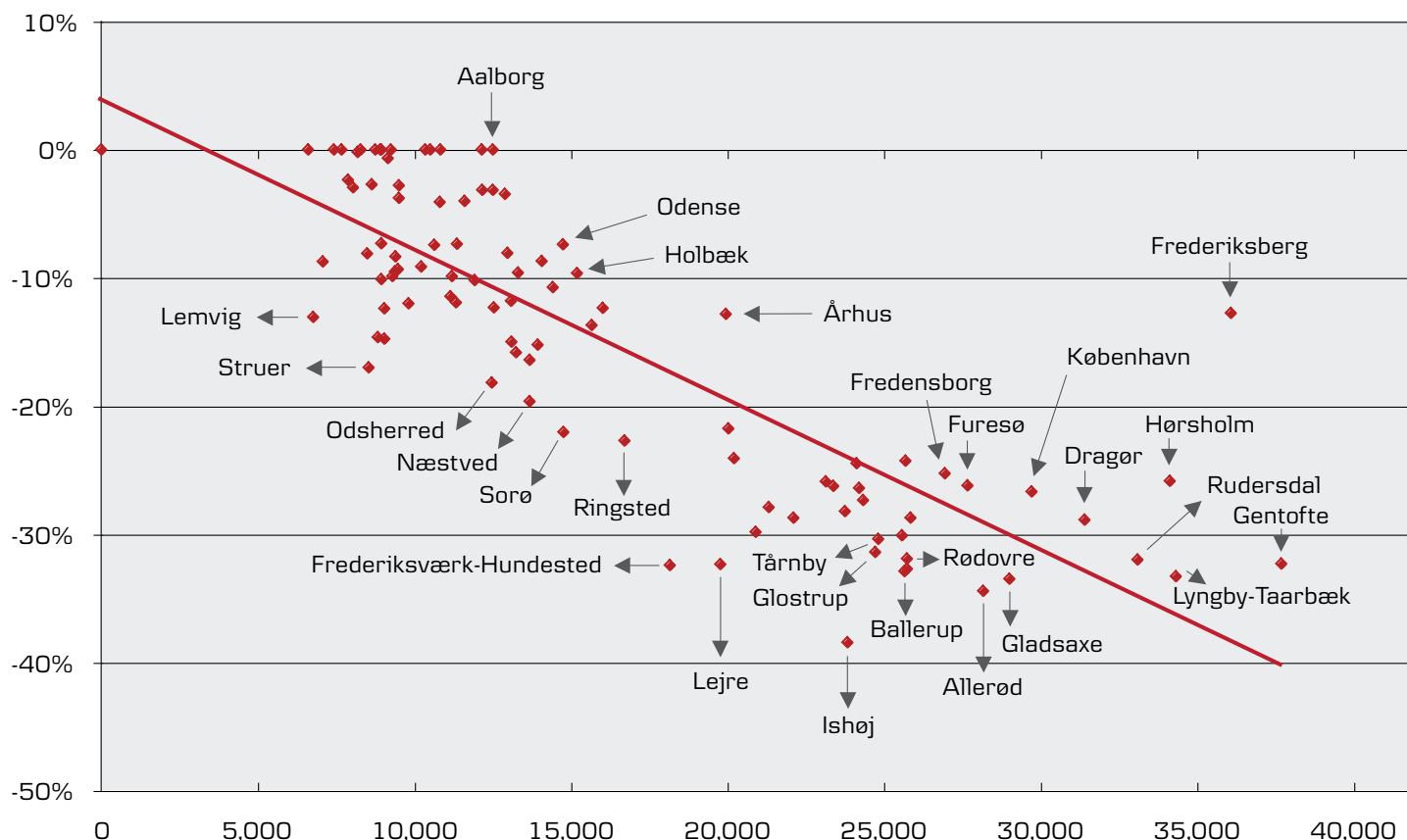
Jo højere pris, desto større fald

Når man betragter den nuværende boligprisudvikling, skal den ses i lyset af den nuværende nationaløkonomiske situation, samt at boligpriserne i mange områder af landet steg langt mere, end hvad kan retfærdiggøres ud fra normale økonomiske variable såsom ændringer i lønindkomst, renteniveau, etc. Derfor ser man, at boligpriserne falder mest i de kommuner, hvor kvadratmeterpriserne er højest.

Hvis man sorterer prisfaldene, fremgår det, at 14 af landets 98 kommuner er ramt af prisfald på parcel- og rækkehuse på mere end 30 pct. siden boligpriserne toppede mod kun en kommune for 3 måneder siden. I 20 kommuner kan man nu observere boligprisfald på mellem 20 og 30 pct. siden boligpriserne lå højest. For et kvartal siden var det tilsvarende tal 25. I 57 kommuner ligger boligpriserne mere end 10 pct. lavere, end da boligpriserne var på deres højeste. ■

Stor geografisk spredning i boligprisernes fald

FALD SIDEN BOLIG-
PRISERNE LÅ HØJEST



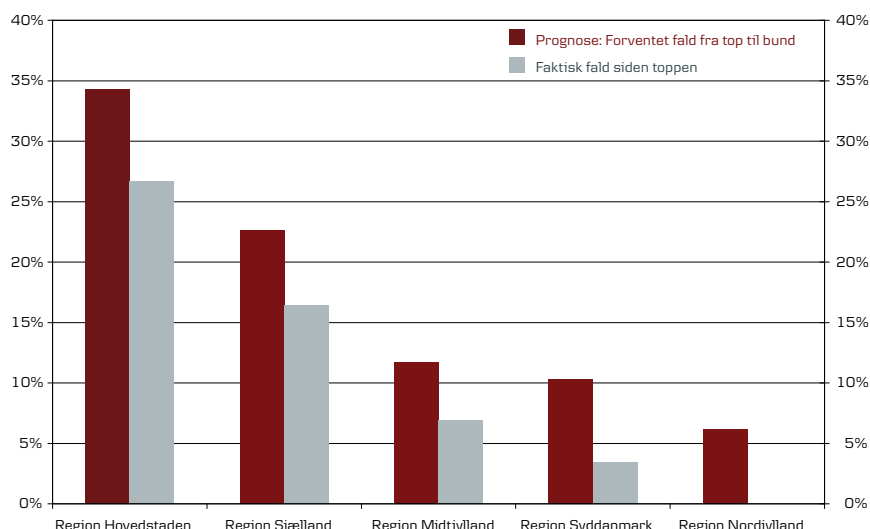
Kilde: Realkredit Danmark

Forklaring: Figuren viser, hvor meget boligpriserne er faldet i pct. siden toppen samt den gennemsnitlige kvadratmeterpris, da boligpriserne var højest. Bag den tydelige tendens til at boligprisernes fald er større, desto højere kvadratmeterprisen var på sit højeste, er også historien om, at disse områder oplevede de største prisstigninger i boligmarkedets optur – og det skete uden at det kunne retfærdiggøres ud fra normale økonomiske variable såsom ændringer i lønindkomst, renteniveau etc.

GENNEMSITLIG
KVM-PRIS, KR., DA
BOLIGPRISERNE
VAR HØJEST

PROGNOSE: Vi er tæt på bunden

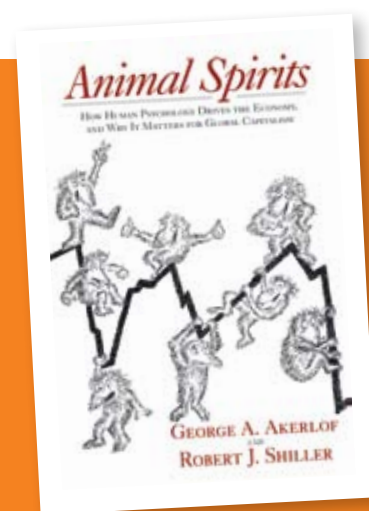
Kilde: Realkredit Danmark



NY BOG: DYRISKE DRIFTER BØR INDARBEJDES I ØKONOMISK TEORI

■ PSYKOLOGI OG ØKONOMI

Hvordan er vi dog havnet i dette morads? Det kan der skrives lange tekniske forklaringer om, men dybest set handler det om, at beslutningstagere, politikere, myndigheder, forbrugere, boligkøbere, centralbanker, investorer, banker og andre finansielle og økonomiske institutioner fejlvurderede en katastrofal udvikling.



HVORFOR? Fordi mennesker nu engang ikke er i nærheden af at opføre os som *Homo Economicus*, det fornuftige, rationelle menneske, der er den gængse antagelse i økonomisk teori. Det er der nu to økonomer i USA, der har skrevet en bog om – *Animal Spirits*. George Akerlof, Nobelprisvinder i 2001 sammen med Joseph Stiglitz (se s. 4). Samt Robert Shiller, manden, der sikrede sig berømmelse i marts 2000, med udsendelsen af sin bog, *Irrational Exuberance*, hvori han beskrev, hvordan aktiemarkedet er drevet af psykologiske faktorer og forudså IT-boblens kollaps.

Selve tanken om psykologisk motiverede handlinger er ikke ny blandt økonomer. John Maynard Keynes, den berømte økonom der nøje beskrev nødvendigheden af, at regeringen med finanspolitik skal sørge for at stabilisere den økonomiske udvikling, kaldte dem »Animal Spirits« i sit hovedværk. Han mente, at det er den eneste måde at forklare mange handlinger på.

Fem dyriske drifter får verden til at køre skævt

De to forfattere mener at have identificeret fem afgørende elementer af vores dyriske natur, som de traditionelle økonomiske teorier og den utopiske *Homo Economicus* ikke tager højde for:

TILLID: Det handler om tillid, når mennesker skal handle med fremmede. Og ikke mindst når det handler om langsigtede investeringer, hvis udkomme det er svært, måske i nogle tilfælde umuligt at spå om. Stemningen blandt investorer kan således gå fra forsigtig til tillidsfuld og ende i noget, der kan kaldes blind tillid – en fase, hvori bobler opstår. Som f.eks. troen på, at et ordinært parcelhus købt til 4,5 mio. kr. efter fem års højkonjunktur og historisk lave renter, kan stige yderligere. Overdre-

ven tillid skaber aktiebobler fra tid til anden og efterfølgende mistillid forstærker salgspresset, når boblen er bristet.

FAIRNESS: Vi har en retfærdighedsfølelse, som ofte er en motiverende faktor i mange økonomiske beslutninger. F.eks. kan ledere ofte, ikke mindst i opgangstider, betale deres ansatte mere i løn end markedsefterspørgselen tilsiger.

KORRUPTION, HANDEL I OND TRO: Omfatter tilbøjeligheden til producere ikke blot, hvad folk har behov for, men også hvad de tror de har behov for – som f.eks. værdipapirer, hvis betalingsstrøm kommer fra subprimeobligationer.

MONEY ILLUSION: Som hovedregel er mange mennesker ikke i stand til at gennemskue konsekvenserne af inflation – dvs. identificere de reale værdier. F.eks. viser eksperimenter, at folk i et miljø med stabile priser vil protestere mod en lønnedgang på f.eks. 1 pct.. Mens de ikke opdager lønnedgangen i et miljø, hvor inflationen er 3 pct. og de stiger 2 pct. i løn i nominelle termer.

HISTORIER: Vores økonomiske handlinger er også i høj grad motiveret af inspirerende historier, om nye forretningsinitiativer, om hvordan andre er blevet rige, hvilke aktier de har købt osv.

Konklusion:

Regeringer skal gribe mere ind

Som udgangspunkt tager traditionel økonomisk teori ikke højde for disse *Animal Spirits*. Forfatterne mener, at det er nødvendigt fremover, hvis man vil undgå de voldsomme udsving i økonomien. De anbefaler derfor at regeringer i langt højere grad skal forsøge at re-

gulere økonomien under behørig observation af de dyriske drifters indflydelse på vore handlinger og dermed hindre opbygningen af aktiebobler, overdreven låntagning og forbrug etc.

Om det er realistisk, må stå hen i det uvisse. Vores dyriske drifter slipper vi ikke af med (uden genmanipulation m.v.). Men vi kan opstille lovmæssige rammer og regulativer, som tøjler de frie markeder i højere grad, end det har været tilfældet siden Thatcher og Reagan.

Nemt bliver det ikke. I årevis har man diskuteret, om centralbankerne skulle have lov at gribe ind over for voksende aktiebobler. Men er centralbankerne i stand til at vurdere, hvornår aktie- og boligmarkeder er fair prissat? Desuden er politikere og højstående myndighedspersoner også underlagt menneskets dyriske drifter – og dermed ønsket om magt og succes – og hvem ønsker med diverse indgreb at spolere festen under en optur? Det kan i særdeleshed være svært at forsvare over for offentligheden (vælgerne), hvis andre lande kører for friere tøjler.

Men selv de mest forhærdede liberalister vil dog nok erkende, at en vis kontrol af de frie markeds kræfter fremover vil være på sin plads uden at det i afgørende grad hæmmer den stærke entrepreneuriske energi, der ligger i den menneskelige naturs drifter.

Og når vi nu snakker om de menneskelige drifter, så er det påfaldende, at de to forfattere undlader – i anstændighedens navn, selvfølgelig – at nævne en anden stærk drift. Nemlig det faktum, at mennesket er det eneste dyr på kloden, der er i konstant brunst, hele livet. Brunsten er særlig stærk hos manden. Som ganske i overensstemmelse med sine naturlige instinkter vil stræbe højt i det moderne kapitalistiske samfund for at markere sig som en af de stærke hanner og imponere det andet køn. Denne stærke drivkraft kan næppe heller puttes ind i en elegant økonomisk formel. ■

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

PERSONBESKATTEDE MED TIDSHORISONT 0-3 ÅR							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt. 2]		DB	Hpr. 59% skat 4)	
			Skat 39%	Skat 60%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
1]					Var.		
15	DK0009271124	2 D.10DS10	1,79%	1,37%	0,69	1,45%	1,76%
60	DK0009271207	2 D.10DS11	1,89%	1,47%	1,65	1,77%	1,36%
25	DK0004130549	2SKIBEJAN	2,57%	2,14%	3,42	2,13%	2,84%
100			5] 2,04%	1,62%	1,93	1,81%	1,78%

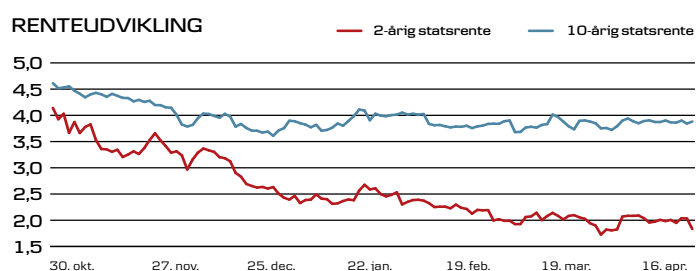
PERSONBESKATTEDE MED TIDSHORISONT 3-7 ÅR							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 59% skat	
			Skat 39%	Skat 60%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
40	DK0009271207	RD 2.0 01/01/2011	1,89%	1,47%	1,65	1,77%	1,36%
30	DK0004130549	SKIB 2.0 01/01/2013	2,57%	2,14%	3,42	2,13%	2,84%
30	DK0009275117	RD 2.0 01/01/2016	2,98%	2,54%	5,63	0,84%	3,06%
100			2,40%	1,97%	3,31	1,62%	2,29%

PERSONBESKATTEDE MED TIDSHORISONT OVER 7 ÅR							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 59% skat	
			Skat 39%	Skat 60%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
40	DK0004130549	2SKIBEJAN	2,57%	2,14%	3,42	2,13%	2,84%
60	DK0009275117	2RD10D 16	2,98%	2,54%	5,63	0,84%	3,06%
100			2,81%	2,37%	4,71	1,37%	2,97%

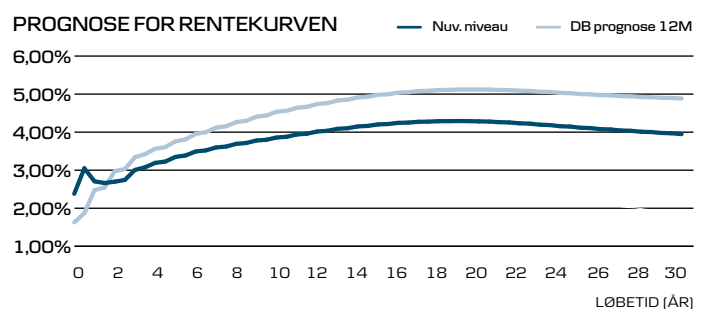
PENSIONSBEKATTEDE MED TIDSHORISONT 0-3 ÅR							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat	
			Skat 0%	Skat 0%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
40	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,01%	6,01%	1,70	4,28%	4,76%
20	DK0009276198	RD 4.0 01/01/2010	2,80%	2,80%	0,70	2,50%	2,81%
20	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	2,82%	2,82%	1,70	3,13%	2,73%
20	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	3,38%	3,38%	3,57	3,38%	4,06%
100					1,88	3,51%	3,82%

PENSIONSBEKATTEDE MED TIDSHORISONT 3-7 ÅR							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat	
			Skat 0%	Skat 0%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
50	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,01%	6,01%	1,70	4,28%	4,76%
25	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	3,38%	3,38%	3,57	3,38%	4,06%
15	DK0009276784	RD 4.0 01/01/2015	3,88%	3,88%	5,22	2,98%	4,50%
10	DK0009921439	DGB 4.000 11/15/2015	3,33%	3,33%	6,13	1,91%	3,87%
100					3,15	3,62%	4,45%

PENSIONSBEKATTEDE MED TIDSHORISONT OVER 7 ÅR							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat	
			Skat 0%	Skat 0%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
20	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,41%	5,41%	6,42	1,35%	6,08%
30	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,01%	6,01%	1,70	4,28%	4,76%
40	DK0009276784	RD 4.0 01/01/2015	3,88%	3,88%	5,22	2,98%	4,50%
10	DK0009921439	DGB 4.000 11/15/2015	3,33%	3,33%	6,13	1,91%	3,87%
100					4,48	2,95%	4,81%



KILDE: REUTERS



KILDE: REUTERS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

USA: Flere tegn på bedring

Der har i den seneste måneds tid været flere tegn på bedring i amerikansk økonomi. Forbruget er holdt op med at falde, de ledende industriindikatorer er begyndt at stige fra de meget lave niveauer, huspriserne er flere steder steget i januar og februar, og endelig ser det ud til, at tilbagegangen på arbejdsmarkedet er ved at toppe. Men over de næste par måneder venter vi, at de positive tegn fortsætter. Skattemøtterne vil slå igennem i foråret, Federal Reserves indgreb vil få mere bid i økonomien, energipriserne er fortsat lave, og virksomhederne har nu kørt lagrene meget langt i bund. Alt dette understøtter vores forventning om en langt mindre tilbagegang i aktiviteten i andet kvartal og en tilbagevenden til positiv – om end fortsat moderat – vækst i andet halvår. Trods dette er der udsigt til, at nul-rentepolitikken fastholdes i lang tid fremover som følge af en høj ledighed samt lav og aftagende inflation.

Asien: Det lysner i Østen

Flere steder i Asien er der tegn på, at chok-effekten fra krisen er ved at aftage. Mange af de meget åbne økonomier, som er blevet hårdt ramt af kollapset i verdenshandlen, har oplevet fremgang i eksporttallene i de seneste par måneder. Det skyldes til dels, at efterspørgslen fra de vestlige lande har stabiliseret sig, men måske i lige så høj grad, at kinesisk økonomi er i bedring. De store finans- og pengepolitiske lempelser begynder at virke, og den kinesiske økonomi bundede formentlig i 1. kvartal. Det er positivt nyt for verdensøkonomien, at de politiske tiltag i Kina får hurtig effekt, da det er med til at forhindre en endnu dybere krise i Asien. I hvilket omfang Kina vil være i stand til at redde hele verdensøkonomien, er fortsat et åbent spørgsmål.

Euroland er hårdt ramt

Eurolands økonomi er fortsat hårdt presset. BNP faldt meget kraftigt i 4. kvartal, og tal for industriproduktionen peger på et tilsvarende stort fald i BNP i 1. kvartal 2009. Den faldende produktion er i stigende grad begyndt at omsætte sig til højere ledighed, og antallet af ledige er nu nået op på 8,5 pct. af arbejdsstyrken. Stort set alle motorer i Eurolands økonomi er slukket: Boligmarkedet kører kraftigt nedad, eksporten er hårdt ramt af faldende global vækst og en stærk valuta, og privatforbruget er slået i bak-gear pga. store formuetab og faldende beskæftigelse. Investeringerne falder også voldsomt. Udsigterne for Euroland er præget af fortsat faldende produktion gennem det meste af 2009 og en yderligere stor stigning i arbejdsløsheden. BNP ventes at falde med 2,7 pct. i 2009. I 2010 vil en gradvis bedring af global økonomi smitte af på Euroland, og virksomhedernes lagernedbringelse vil ikke længere trække ned i produktionen. Væksten ventes at stige til 0,8 pct. i 2010.

IMF øger støtten til Central- og Østeuropa

IMF styrker beredskabet i Central- og Østeuropa for at imødesee den økonomiske modvind, som mange lande i regionen oplever. Således har flere lande indgået aftale med IMF om finansiel støtte i den senere tid. Polen er det seneste land, der nærmer sig IMF, da den polske regering for få uger siden ansøgte om et forebyggende lån på USD 20 mia. via IMF's nye, mere lempelige kreditfacilitet. Denne facilitet tilbyder ubetingede lån til lande med sunde politikker (Polen), der grundet finanskrisen er kommet i likviditetsproblemer.

IMF forventes at godkende aftalen inden for nærmeste fremtid, og det kan bidrage lidt til bedring på de polske markeder. Generelt peger pilen dog stadig nedad i Central- og Østeuropa, og selvom der er begyndende tegn på lidt bedring i industrisektorerne i Polen og Tjekkiet, så venter fortsat negativ vækst resten af året for alle lande i regionen.



Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
ENERGI			
Olje- og gastjenester			
Acergy	NO	A	49,9
Aker Solutions	NO	H	41,5
BW Offshore	NO	K	5,3
Fortum	FI	A	14,6
Fred. Olsen Energy	NO	A	201,5
Petroleum Geo-Services	NO	A	33,2
Prosafe SE	NO	K	26,3
Prosafe Production	NO	K	11,9
Seadrill	NO	K	71,9
Sevan Marine	NO	A	5,9
Subsea 7	NO	A	48,5
TGS Nopec	NO	K	49,9
Olje og gas			
Neste oil	FI	A	10,4

MATERIALER			
Kemikalier			
Auriga Industries	DK	H	95,0
Exel	FI	H	4,1
Kemira	FI	R	5,7
Novozymes	DK	A	409,0
Emballage			
Brodtrene Hartmann	DK	A	69,5
Huhtamäki	FI	H	7,0
Metaller & Minedrift			
Norsk Hydro	NO	R	30,5
Outokumpu	FI	A	11,4
Outotec	FI	K	16,1
Rautaruukki	FI	H	14,6
Talvivaara Mining Co PLC	FI	K	230,0
Papir & Skov			
M-real	FI	S	0,4
Stora Enso	FI	H	4,3
UPM-Kymmene	FI	H	6,6

INDUSTRI			
Fly & forsvar			
SAAB	SE	A	55,5
Byggeprodukter			
Assa Abloy	SE	H	101,5
Flügger	DK	H	218,0
H+H International	DK	H	319,0
Rockwool International	DK	S	440,0
Uponor	FI	H	8,1
Anlæg og Maskinteknik			
NCC	SE	S	74,8
Peab	SE	H	34,7
Per Aarsleff	DK	K	465,0
Pöyry	FI	S	8,7
Skanska	SE	A	85,5
Trelleborg	SE	H	33,1
YIT	FI	R	6,4
Elektrisk udstyr			
REC	NO	K	56,7
Schouw & Co	DK	H	83,5
Vestas Wind Systems	DK	K	328,0
Maskinindustri			
Atlas Copco	SE	H	78,8
Cargotec Corp	FI	H	9,1
FLSmidth & Co	DK	K	179,5
Kone	FI	A	19,7
Konecranes	FI	H	15,2
Metso	FI	K	11,0
Morphic Technologies	SE	H	1,4
Nibe	SE	R	66,0
NKT Hing	DK	R	138,5
Opcon	SE	A	46,5
Sandvik	SE	R	67,5
Scania	SE	A	85,8
Seco Tools	SE	H	77,8
SKF	SE	A	91,8
VBG	SE	K	73,3
Volvo	SE	H	54,0
Wärtsilä	FI	K	23,8
Handel og distribution			
Brdr A & O Johansen	DK	R	503,0
Cramo	FI	S	6,1
DLH	DK	R	18,5
Ramirent	FI	R	3,6
Solar	DK	H	166,5
Sanistaal	DK	R	94,5
Erhvervsservice & -produkter			
Gunnebo	SE	S	22,0

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
INDUSTRI, FORTSAT			
Lassila & Tikanoja	FI	A	10,7
Loomis	SE	A	66,5
Niscayah	SE	H	10,3
Securitas	SE	K	70,5
Tomra Systems	NO	A	23,0
Luftfart			
Finnair	FI	H	4,4
SAS Group	SE	AS	3,7
Shipping			
A. P. Møller - Maersk	DK	A	32500,0
DFDS	DK	R	284,0
D/S Norden	DK	H	182,5
Mols-Linien	DK	R	72,5
D/S Torm	DK	H	54,0
Transport			
DSV	DK	K	60,0

FORBRUGSVARER			
Reservevedele			
Autoliv	SE	H	25,4
Nokian Tyres	FI	A	11,8
Varige forbrugsvarer			
Bang & Olufsen	DK	AS	44,0
BoConcept	DK	H	70,0
Ekornes	NO	H	72,5
Electrolux	SE	A	93,8
Husqvarna	SE	K	40,2
Fritidsudstyr			
Amer Sports	FI	H	6,5
Tekstiler & Beklædning			
Bjorn Borg	SE	K	46,6
IC Companys	DK	H	70,5
New Wave Group	SE	R	14,5
Hoteller & Cruise Lines			
Royal Caribbean Cruises	NO	S	94,8
Hoteller, Restauranter & Underholdning			
Betsson	SE	R	101,0
Parken Sport & Entertainment	DK	R	480,0
Skistar	SE	H	81,3
Unibet	SE	K	185,0
Medier			
Alma Media	FI	R	5,0
Sanoma	FI	A	9,8
Stormagasiner			
Stockmann	FI	H	12,2
Detailhandel			
Clas Ohlson	SE	K	90,0
Hennes & Mauritz	SE	K	356,0
Nobis	SE	K	28,6

NÆRING & NYDELSE			
Supermarkeder			
Axfood	SE	R	161,0
Hakon Invest	SE	R	76,0
Kesko	FI	A	17,3
Drikkevarer			
Carlsberg	DK	K	253,5
Harboe	DK	K	109,0
Royal Unibrew	DK	H	55,5
Fødevarer			
AAK	SE	A	103,8
Atria	FI	H	8,3
Cermaq	NO	A	38,0
Danisco	DK	H	186,3
EAC	DK	S	176,0
HKScan	FI	A	4,4
Leroy Seafood Group	NO	H	68,8
Marine Harvest	NO	R	2,8
Orkla	NO	K	46,7
Tobak			
Swedish Match	SE	K	124,5

SUNDHED			
Medicinalinstrumenter & -udstyr			
Coloplast	DK	A	394,0
Elekta	SE	A	99,0
Getinge	SE	A	91,0
William Demant Holding	DK	H	264,5
Bioteknologi			
ALK-Abello	DK	H	328,5
Bavarian Nordic	DK	R	175,0
Genmab	DK	K	224,0
Exiqon	DK	K	14,6
Karo Bio	SE	H	9,5

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
SUNDHED, FORTSAT			
LifeCycle Pharma	DK	K	9,4
Neurosearch	DK	K	78,0
Q-Med	SE	H	41,8
TopoTarget	DK	A	3,3
Farmaci			
Astrazeneca	UK	K	2394,0
Lundbeck	DK	K	102,5
Meda	SE	K	54,0
Novo Nordisk	DK	H	270,0
Orion	FI	S	10,7

FINANS			
Banker			
Amagerbanken	DK	H	40,0
Danske Bank	DK	IA	62,0
DNB Nor	NO	K	41,8
Jyske Bank	DK	S	157,5
Nordea	SE	R	57,8
Ringkjøbing Landbobank	DK	K	445,0
SEB	SE	H	35,9
Spar Nord	DK	S	48,5
Svenska Handelsbanken	SE	S	147,8
Swedbank	SE	R	45,1
Sydbank	DK	H	97,3
Vestjysk Bank	DK	H	66,0
Forsikring			
Alm. Brand	DK	A	79,5
Sampo	FI	H	13,6
TopDanmark	DK	K	675,0
TrygVesta	DK	H	322,0
Boligudvikling			
JM	SE	R	63,3

INFORMATIONSTEKNOLOGI			
E-Services			
Tradedoubler	SE	A	48,5
IT-konsulenter			
Columbus IT Partner	DK	H	2,5
EDB Business Partner	NO	S	13,0
HiQ International	SE	A	23,7
Semcon	SE	K	18,5
Teleca	SE	H	3,1
TietoEnator	FI	H	10,2
Software			
Atea	NO	K	16,5
Cision AB	SE	A	7,2
Netop Solutions	DK	H	38,0
IBS	SE	H	6,6
Maconomy	DK	H	5,9
Opera Software	NO	A	26,7
Orc Software	SE	A	114,8
Simcorp	DK	K	722,0
Kommunikationsudstyr			
Eltek	NO	S	1,3
Ericsson	SE	A	76,5
GN Store Nord	DK	A	18,3
Nokia	FI	R	10,8
RTX Telecom	DK	R	6,9
Tandberg	NO	A	94,8
Thrane & Thrane	DK	A	153,0

TELEKOMMUNIKATION			
Telekommunikationsydelse			
Elisa	FI	R	10,1
Tele2	SE	A	73,0
Telenor	NO	A	39,4
TeliaSonera	SE	H	38,4

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 compromittere analysens objektivitet og uafhængighed, skal overgives til analyseledelsen og til bankens Compliance-afdeling. Danske Banks analyseafdelinger er organiseret uafhængigt af og rapporterer ikke til Danske Banks øvrige forretningsområder.

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

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

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

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

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

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

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