



INVESTERING

[NOVEMBER 2008]

PANIK – ER DET SLUT NU?

Aktiemarkedet frygter det værste

Goldman Sachs maner til forsigtighed
- men tror USA har nået bunden

DI Stockpicking: Godt købstidspunkt for
langsigtede investorer

Private investorers tab og skatten

Først Island – kommer der flere?

Danske Bank

- 04 AKTIEMARKEDET FRYGTER DET VÆRSTE
- 08 GOLDMAN SACHS MANER TIL FORSIGTIGHED
- 10 GOLDMAN SACHS' VURDERINGER AF AKTIEMARKEDETS HOVEDREGIONER
- 12 CHEFPORTEFØLJEMANAGER: GODT KØBSTIDSPUNKT FOR LANGSIGTEDE INVESTORER
- 14 AKTIEANBEFALINGER - KPN, NOVO NORDISK, SIEMENS, ELEKTA
- 16 VERDENSREKORD I VOLATILITET
- 19 KORT NYT - PANIK OG STATISTIK, BANK OF ENGLAND ADVAREDE I FJØR
- 20 REDNINGSPAKKE TIL DANSK REALKREDIT
- 23 KORT NYT - FN: GRØNT FINANSSYSTEM, WWF: ØKOLOGISK KREDITKRISE ER VÆRRE
- 24 NEDTUREN BLIVER SLEM - MEN IKKE PÅ JAPANSK
- 26 FØRST ISLAND - KOMMER DER FLERE?
- 29 KORT NYT - ØKONOMER UNDERVURDERER KRISER, SOROS: SUPERBOBLEN ER BRISTET
- 30 TURBULENS PÅ VALUTAMARKEDET
- 32 NY OLIEPROGNOSE
- 34 PRIVATE INVESTORERS TAB OG SKATTEN
- 38 USIKKERHED PÅ REALKREDITMARKET
- 40 FINANSKRISEN OG GARANTIE PÅ STRUKTUREREDE OBLIGATIONER
- 41 MODELPORTEFØLJER FOR OBLIGATIONER
- 42 TEMPERATURER I VERDENSØKONOMIEN
- 43 AKTIEOVERSIGT

Investering udkommer 10 gange årligt og henvender sig primært til private investorer.

Udgiver: Danske Bank
Holmens Kanal 2-12 · 1092 København K
Telefon 33 44 00 00
SWIFT: DABADKKK
www.danskebank.dk/kontakt

Redaktion: Niels Adelmark (ansvarshavende)
og redaktør Flemming Østergaard.
Redaktion afsluttet den 4. november 2008

Grafisk design og produktion: Datagraf
Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri

Forside: Polfoto

PANIK – ER DET SLUT NU?

Investering, nyheder og analyser i Netbanken

[Investering] handler om relevante emner inden for investering i værdipapirer, makroøkonomi, pension, bolig, realkredit, skat m.v. 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.

Magasinet udkommer 10 gange årligt, og du finder alle tidligere udgaver af bladet i Danske Banks Netbank. Efter log-on vælges i venstre side menupunkterne »Investering«, »Nyheder og analyser« og »WEB-redaktionen«. Herefter kan du se linket til arkivet over tidligere numre af Investering i den nederste boks til højre på siden.

Af pladshensyn bliver vi nogle gange nødt til at skære i en artikel, som for interesserede læsere kan være relevant i en

mere detaljeret form. I sådanne tilfælde vil vi henvise til en mere uddybende version af artiklen på den nyhedsside i Netbanken, som du kommer frem til via førnævnte link.

På denne nyhedsside finder du også de seneste kommentarer og anbefalinger på specifikke nordiske selskaber, markedscommentarer samt en guide, der giver dig et omfattende og detaljeret indblik i mulighederne for at anvende optioner og futures i din investeringsstrategi.

I Netbanken kan du også få adgang til realtidssnyheder fra Reuters, analyser af nordiske selskaber fra Danske Markets Equities, kalender over nøgletal, begivenheder og selskabs-specifikke forhold samt Goldman Sachs-portalen. Goldman Sachs er en af verdens største banker, og du har via denne portal adgang til bankens analyser af 2.400 globale aktier, sektorer, økonomiske analyser og strategiforslag m.v.

Panik

I oktober har de finansielle markeder været præget af panik. Store horder af skrækslagne investorer er flygtet ud af aktier, råvarer, valutaer og kreditobligationer og er gået i kontanter, i en del tilfælde valutaer som dollars, schweizerfranc og japanske yen. Disse tre valutaer er skudt voldsomt i vejret, mens de globale aktiemarkeder er styrtdykket, og kreditobligationer, selv de bedst ratede, er noget, de færreste vil røre ved. Frygt avler frygt, og rationaliteten synes helt ude af markedet.

Her ved redaktionens afslutning synes panikken dog at være overstået – i denne omgang. Og flokke af investorer er igen vendt tilbage som købere på først og fremmest aktiemarkedet. De globale aktiemarkeder er set over en bred kam faldet med over 50 pct. det seneste år, og er nu efter mange eksperters vurdering historisk billige. Men er de nu også det?

Den historiske målestok er hyppigt brugt i denne situation, og nogle peger på, at vi sammenlignet med tidligere kriser meget vel kan komme længere ned endnu. Andre indikerer, at dette er historisk billige niveauer, fordi aktiemarkedet nu har indregnet stort set alt det værste, man kan tænke sig.

Her lurar usikkerheden naturligvis, for hvad er det værste, man kan tænke sig? Den japanske krise og den amerikanske depression er her de mest nærliggende at sammenligne med, og der er enighed om, at så galt går det ikke. Under begge kriser begik man alvorlige fejl i den økonomiske politik, og det gør man ikke denne gang, hvor redningspakker til en værdi af mange trillioner kroner hurtigt er sat i værk over hele verden.

Men denne situation kan være anderledes. Lige nu synes der ganske vist at være en konsensus blandt verdens økonomer om, at verdensøkonomien retter sig i løbet af 2009, først i USA. Det skal man ikke lade sig forfø-

re af. En stor undersøgelse foretaget af IMF viser, at økonomer meget sjældent formår at estimere både, hvornår en recession sætter ind, og hvor dyb den bliver. Og det er bestemt ikke lettere i en finansiell krise, som vi oplever nu. Vi er i en periode, hvor vi oplever et finansielt chok helt uden sammenligning. Dette er verdenshistorie.

Samtidig har verdensøkonomien aldrig været så stor, så kompleks, så sammenbundet på kryds og tværs, så uigennemskuelig, som den er nu. Bølgemarkederne har langt fra overstået

kedet vender nemlig typisk to kvartaler, før bunden nås i økonomien. Javel ja, men hvornår ser det sortest ud? Umuligt at sige på dette tidspunkt, hvor verden balancerer på kanten af et sammenbrud i finanssystemet.

Det afgørende i de kommende måneder bliver, at vi ser en gradvis stabilisering af finanssystemet, så både sunde husholdninger og virksomheder igen kan opnå nogenlunde normale kreditbetingelser. Samt at økonomien vender – aktiekurser afspejler jo nu engang forventninger til den fremtidige indtjening.

Man skal gøre sig klart, om man har lyst til at være med i dette marked. Efterhånden er der ganske vist priset så meget dårlighed ind i markedet, at en del aktier unægtelig begynder at se interessante ud for den langsigtede investor. Men historien viser, at i et bearbejdet marked er der typisk en del korrektionsfaser, hvor markedet stiger en periode, for derefter at falde markant på ny.

Spørgsmålet er naturligvis om den optur, vi ser lige nu, er en permanent stigning eller blot en korrektion, før nye dårlige nyheder sender aktierne ned igen. Det kan ingen sige med sikkerhed.

I en uigennemskuelig situation som den aktuelle, skal man tolke de historiske retningslinjer med varsomhed. Markedet er uhyre volatilt og nervøst, og kan hurtigt komme ind i en ny negativ fase, som vil blive forstærket, hvis hedgefonde og andre institutioner tvinges til yderligere tvangssalg – en faktor, der menes i høj grad at have bidraget til panikken i oktober.

En krise er per definition en tid med usikkerhed. Det kan tage måneder, før vi ved, om markedernes nervøsitet skyldes irrationel frygt, eller om det i virkeligheden viser sig at være velbegrundet frygt for de reelle økonomiske problemer, der venter forude. Det er skræmmende. Og det bør mane til forsigtighed.



deres nedtur, nedgearingen af finansielle positioner er endnu ikke overstået, arbejdsløsheden er først lige begyndt at stige, tvangsauktioner og virksomhedslukninger accelererer, forbrugerne strammer livremmen hastigt ind, og udviklingsøkonomierne vælter som korthuse. Der er utrolig mange ubekendte faktorer i spil, som gør det umuligt at komme med præcise estimater på fremtiden.

Set fra en aktieinvestors synspunkt er det naturligvis en frustrerende situation. Man kan vælge at støtte sig til fortiden, som siger, at man altid skal købe, når det ser sortest ud – aktiemar-

Aktiemarkedet frygter det værste

Der er spæde tegn på, at finanskrisen er for aftagende, og det kan blive starten på en stabil positiv periode på aktiemarkedet. Men risikoen er stor...

Da forrige nummer af *INVESTERING* gik i trykken om tirsdagen, var der nærmest panikagtige tilstande på aktiemarkedet, og det fortsatte ugen ud. Om fredagen blev den danske redningsplan offentliggjort, som indebærer en statsgaranti, hvis finanssektorens egen dækning af et sikkerhedsnet på de første 35 mia. kr. ikke er tilstrækkelig. I weekenden, hvor magasinet udkom, var der hastemøder på højest niveau overalt i EU. Og om mandagen præsenterede en række andre EU-lande massive statsgarantier fra centralbanker og regeringer til en samlet værdi af knap 13.000 mia. kr. (syv gange Danmarks BNP).

Lige meget hjalp det. Aktiemarkedet styrteddykkede alle steder, i nogle perioder efterfulgt af store kursstigninger for derefter påny at tordne ned. Og lige som man i midten af oktober synes at kunne konstatere, at en vis stabilitet havde indfundet sig, startede en ny runde med paniksalg over hele verden. Her på det seneste spores dog en vis stabilitet igen. Og på penge- og obligationsmarkederne synes en vis bedring også i gang. Netop dette er en alafgørende forudsætning for, at den finansielle verden bliver nogenlunde normal igen. Men det er meget nervøst og usikkert marked vi befinder os i.

Morten Kongshaug, Danske Banks aktiestrateg, er chokeret over udviklin-

gen, der har sendt aktiemarkedet til tælling.

»Det er så voldsomt det, der er sket, at vi ikke kan forklare det med markedets egen kraft. Det er en blanding af en utrolig negativ psykologi og en voldsom nedgearing i andre markeder, der har skabt det enorme salgspres i aktiemarkedet,« siger aktiestrategen.

Baseret på fundamentalanalyse har han imidlertid vanskeligt ved at se, at det kan blive meget værre.

»Vi kan naturligvis ikke udelukke, at den grumme stemning fortsætter, og at aktierne skal yderligere ned mod lavere niveauer for det globale aktiemarked, men vi kan ikke se det retfærdiggjort ud fra fundamentale kriterier. Der er i de aktuelle kursniveauer allerede afspejlet forventninger om en dyb recession, og voldsomme nedjusteringer af virksomhedernes indtjening i et omfang, der næsten ikke kan blive værre. Men vi er i en fase, hvor frygt avler frygt, og fokus på de fundamentale forhold er sat ud spil. Markedet er fanget i en ond cirkel, som kan føre til, at aktierne skal endnu længere ned, måske 10-15 pct., under det, vi anser for at være fundamentalt retfærdiggjorte niveauer,« siger Kongshaug.

Under antagelse af, at det i de kommende uger lykkes med de mange omfangsrige redningsplaner over hele kloden at stabilisere det finansielle system og få det til at fungere normalt

igen, har han opstillet tre scenarier – som alle tre også forudsætter en indtjening i 2008, som er 10 pct. under det, der aktuelt er konsensus blandt markedets aktieanalytikere (se s. 6).

Aktuelt balancerer vi omkring jeres worst case scenario, og markedet forekommer ekstremt nervøst og negativt. Så det er vel ikke utænkeligt, at det kunne falde betydeligt mere?

»Det er vigtigt, at man forstår, hvad vores beregninger reelt udtrykker. I vores værste scenario indebærer det altså, at indtjeningen skal ligge fladt i fem år samtidig med, at aktieinvestorerne kræver et afkast på aktier, som ligger 5,5 pct. over statsobligationer. Det er ikke set i nyere tid. Derfor er vores grundlæggende holdning, at disse kursniveauer kan være et enestående godt købsniveau, hvis man tror, at det lykkes at normalisere det globale finanssystem. Der er under den antagelse udsigt til stigninger i aktiemarkedet set over en bred kam på mindst 25 pct.,« siger Morten Kongshaug.

Han understreger samtidig, at det ikke kommer til at gå stærkt, og derfor er det vigtigt, at man har en tidshorisont på mindst 12 måneder eller mere, hvis man vælger at gå ind nu.

Der tales allerede nu om, at den dybe økonomiske nedtur, vi er godt på vej ind i, vil have en deflationær effekt,





Scenario 1, det negative:

I dette scenario antages det, at en langsigtet systemisk finansiel risiko vil lægge et procentpoint oveni den risikopræmie, som markedsdeltagerne historisk set kræver ved aktieinvesteringer (4,5 pct.). Der vil være en langvarig "credit crunch", hvor også sunde virksomheder og husholdninger vil have svært ved at låne penge. Desuden antages en dyb recession i virksomhedernes indtjening over 12-18 måneder, hvilket indebærer, at virksomhedernes indtjening i 2009 vil falde med 10-20 pct., og den årlige indtjeningsvækst set over en fem-årig periode vil være nul. *OMXN40 i 642; S&P 500 i 919 på 12 mdr. sigt.*

Scenario 2, hovedscenariet:

Her antages, at risikoaversionen mod globale og nordiske aktier som følge af den underliggende risiko for et kollaps i finanssystemet vil aftage i takt med, at de regeringsstøttede redningsplaner begynder at virke, hvilket betyder, at risikopræmien vil bevæge sig ned mod det historiske gennemsnit. Til trods for denne normalisering af betingelserne i den finansielle sektor, vil det ikke forhindre en dyb recession i virksomhedernes indtjening over 12-18 måneder, og dermed en årlig indtjeningsvækst set over en femårig periode på nul. Sunde virksomheder og husholdninger vil også i dette scenario have svært ved at låne penge på kort sigt. Også her ventes et fald i virksomhedernes indtjening på 10-20 pct. i 2009, og den årlige indtjeningsvækst over fem år vil være nul. Overordnet vil der dog være tale om en gradvis normalisering af finanssektoren og en tilbagevenden til normal risikopræmie. Trods dette scenarios mange dystre forhold er der fundamentalt set basis for betydelige kursstigninger. *OMXN40 i 845; S&P 500 i 1192 på 12 mdr. sigt.*

Scenario 3, det positive:

I dette antages en aftagende finanskrisen og en recession i USA og Europa i 2008, men et globalt opsving i 2009. Kreditkrisen vil aftage og kun give sunde virksomheder og husholdninger mindre problemer med at låne penge. Den krævede risikopræmie på aktiemarkedet vil være normal, og der er udsigt til en stigning i virksomhedernes indtjening på 5-10 pct. årligt (gennemsnittet i de seneste 20 år) i takt med stigende støtte fra en vending i konjunkturerne. *OMXN40 i 1077; S&P 500 i 1558 på 12 mdr. sigt.*

Kilde: Danske Markets Equities.



som kan sende amerikansk og europæisk økonomi ind i en udvikling, der minder om den amerikanske depression eller den japanske, som det tog mere end 10 år at overvinde – eller som måske ret beset egentlig ikke er overstået endnu?

”Det japanske scenario kan ikke udelukkes. Hvis det bliver en realitet, skal markedet noget længere ned, end vi har skitseret i vores værste scenario. Men vi anser det for at være mindre realistisk. Både USA og Europa har på meget kort tid tilført markedet stor likviditet og offentliggjort en lang række meget omfattende tiltag med garantier fra statsbanker og regeringer – indgreb, som japanerne i sin tid i 90’erne var længere tid om at levere. Det vigtigste for at undgå en japansk tilstand er dog at jord- og ejendomspriser ikke falder så dramatisk, som tilfældet var i Japan. Effekten dengang blev, at folk ændrede permanent adfærd i form af kraftig nedskæring af forbruget, en stærkt øget opsparring og en stor aversion mod risikotagning generelt. Hvis en tilsvarende adfærdsændring finder sted i Europa og USA, så vil vi kunne opleve et scenario, der minder om det japanske. Men netop fordi begge regioner har reageret så hurtigt med nødvendige indgreb, må det anses for ganske usandsynligt. Permanente adfærdsændringer finder kun sted i kriser af meget langvarig og dyb karakter,” siger Morten Kongshaug og tilføjer:

”Hvis situationen udvikler sig værre end i vores værste scenario, så vil det være fordi verden, som vi kender den, ikke vil overleve kredittkrisen, og vi vil kunne få en situation, der minder om den amerikanske depression i 30’erne. Vi tror imidlertid, at det er et skræmmebillede, der ikke holder længe i markedet, selv om det diskuteres meget lige nu. Vi er overbeviste om, at den overflod af initiativer fra regeringer og centralbanker, som er sat i værk på globalt plan, for at sikre banksystemets funktion, begynder at virke. Den vigtigste mission for banksystemet er at sikre en forsyning af likviditet til samfundet ligesom vandværkerne sørger for vand og elkraftværkerne for elektricitet. Det betyder basalt set, at

banker skal være i stand til at give kredit til kunderne på betingelser som almindelige finansielt sunde virksomheder og husholdninger har råd til at betale og at sikre, at penge sat i banken sikres en rentebetaling med fuld garanti for det indskudte beløb,” siger Morten Kongshaug, der forventer, at det finansielle system i løbet af få kvartaler igen vil være i stand til at varetage sin vigtige rolle i samfundet.

Muligheder

Konklusionen er altså, at tror man på, at verden overlever finanskrisen, så er det værd at overveje køb på aktiemarkedet. Men hvad skal man gå efter i et marked, der vil være tyndet af recession og fald i indtjeningen næste år på 10-20 pct.?

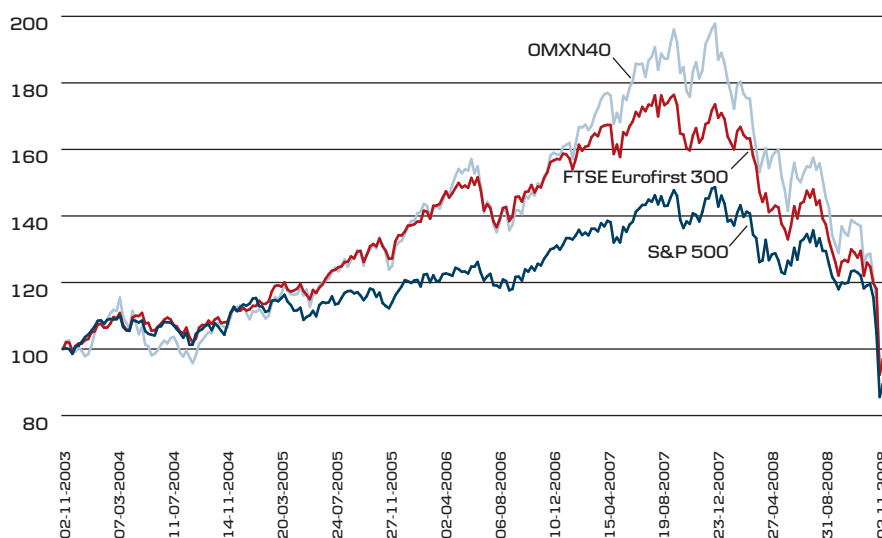
”Man skal have for øje, at udover den tilpasning, der er normal i en recession, så forsvinder der andre vigtige støttefaktorer. Vi har de senere år oplevet det vi kalder en »super cycle«, drevet af billige kreditbetingelser, et historisk boom i ejendomsmarkedet, outsourcing af arbejdsomkostninger og ny efterspørgsel fra de største udviklingsøkonomier. Faktorer, som har medvirket til øget indtjening i ikke blot de cykliske selskaber i Norden og Europa, men selskaber set over en bred kam. Men disse faktorer er ikke

længere til stede, og i det miljø, skal man som udgangspunkt gå efter kvalitetsaktier i et bredt spektrum. Dvs. store veletablerede selskaber med en solid indtjening, lav gæld og generelt sund økonomi. På sektorbasis er den farmaceutiske industri den sikreste sektor at være eksponeret i. Derefter kommer føde- og drikkevarer samt telesektoren. Blandt de cykliske industrier er detailsektoren, energi og varige forbrugsgoder dem, som giver den bedste beskyttelse mod igangværende nedtur i indtjeningen. Og selv om finansaktier ser billige ud lige nu, er vi tilbageholdende med at anbefale denne sektor, da det er usikkert, om der ikke vil komme endnu en omgang af nedjusterede indtjeningsforventninger her, når de normale cykliske effekter af en økonomisk nedtur begynder at udmønte sig. Ikke desto mindre tror vi, at finanssektoren som helhed er godt positioneret, når kredittkrisen begynder at aftage,” siger aktiestrategen.

Han understreger samtidig vigtigheden af, at man har en bred portefølje i det usikre marked. Og at man gør sig overvejelser om sin risikoprofil. Søger man bevarelse af sin kapital, eller er man villig til at løbe en vis risiko med mulighed for at opnå et større afkast end en meget defensiv portefølje kan give?

Store kursfald på aktiemarkederne

Indekseret kursudvikling (nov. 03 = 100)



KILDE: REUTERS

Goldman Sachs maner til forsigtighed

Banken advarer mod at tro, dette er bunden, selv om finanskrisen er svagt aftagende, og selv om det brede aktiemarked målt i forskellige termer ser billigt ud. Den anden side af historien er nemlig, at billedet af den økonomiske nedtur, vi er på vej ind i, er meget uklart.

Goldman Sachs (GS) understreger vigtigheden af, at skelne mellem finansielt risiko og den traditionelle cykliske risiko, der er forbundet med en økonomisk lavkonjunktur. De mange tiltag iværksat af centralbanker og regeringer verden over i den seneste tid har ifølge banken gode chancer for at løse krisen i det finansielle system i de kommende måneder. Men en normalisering af finanssektorens virkemåde og dermed normalisering af kreditmulighederne for virksomheder og forbrugere ændrer ikke ved, at vi står over for en global økonomisk krise – og aktiemarkedets potentiale er naturligt nok afhængigt af, hvor slem nedturen bliver.

Generelt har GS nedjusteret de makroøkonomiske prognoser for verdens økonomier markant den senere tid samtidig med, at forventningerne til indtjeningen i de forskellige sektorer nu også tager højde for en nedstigning fra højkonjunkturrens tinder, der i finanssprog kaldes en *hård landing*.

Men det er vurderingen hos GS' ledende økonomer, at markedet endnu ikke fuldt ud har priset bankens forventede økonomiske nedtur ind i de aktuelle kursniveauer.

”En gradvis normalisering af lånemulighederne i det finansielle system bør reducere risikoen for en dyb kontraktion i økonomien, som markedet endnu ikke har priset ind, men det er usandsynligt, at det hurtigt kan bremse den afmatning, der allerede er i gang. Derfor forbliver vi forsigtige med hensyn til aktiver, der er stærkt følsomme over for cyklisk risiko. Vi tror, at cykliske aktier står til yderligere kursfald, at renterne vil blive yderligere sat ned globalt, og at råvarepriserne stadig er sårbare,” lyder vurderingen fra Dominic Wilson, seniorøkonom hos GS.

GS-økonomerne mener, at vi i den næste måned eller to vil se en jævn strøm af nyheder, der bekræfter afmatning i den globale vækst – og som efter deres forventning vil vise en recession i de udviklede økonomier, der ikke er set værre siden de tidlige 80'ere.

Til trods for at visse nøgletal indikerer billige aktier (se boks) er det ikke tilstrækkeligt til at overbevise Dominic Wilson om, at dette er vendepunktet i aktiemarkedet.

”Aktierne kan blive endnu billigere – både ”q” og Grahams P/E har jo væ-

ret på langt lavere niveauer i historien. Selv om vi mener, at det miljø vi befinder os i i dag, er væsentlig anderledes – især pga. langt lavere inflation – så fortæller det langsigtede perspektiv, at det ikke er umuligt at se valueringsniveauer som de aktuelle og stadig op-levende yderligere store kursfald. Vi mener derfor, at det er vigtigt, at have nogle cykliske katalysatorer med os, før vi for alvor tror på et aktieop-sving,” pointerer Dominic Wilson.

Han påpeger, at den aktuelle spændte situation i finanssystemet kombineret med stadig faldende ledende indikatorer for verdensøkonomien giver grund til at betvivle, at sådanne katalysatorer er lige om hjørnet.

”Indtil vi får tegn på opsving i de globale ledende indikatorer og andre lignende forhold, så mener vi, at det er rigtigst at have en negativ cyklisk holdning. Og selv om en betydelig lempelse af finanskrisen kan være nok til at understøtte risikable aktiver og aktieindeks, så er det svært at tro fuldt ud på et vedholdende markedsop-sving, før vi får et stærkere signal om, at det cykliske billede er mere stabilt og mindre usikkert end i øjeblikket,” slutter seniorøkonomen.

Aktierne ser billige ud, men...

Når man skal vurdere et aktiemarkeds aktuelle prisniveau, er der flere måleenheder, man bruger. Det gælder fx Price Earning (P/E) – kursen i forhold til den forventede indtjening over det næste år. Det gælder Kurs/Indre værdi (K/I) – der sætter markedets vurdering af et selskab i forhold til den regnskabsmæssige indre værdi, der beregnes som Egenkapitalen ultimo/Antal aktier ultimo. Og det gælder Dividend Yield – dvs. den udbetalte dividende i forhold til aktiekursen.

Målt på alle disse tre forhold er de brede aktieindeks billige lige nu – billigere end de har været længe. Man skal imidlertid ikke stirre sig blind på disse faktorer, da de alle hviler på forudsætninger om den umiddelbare fremtid. Indtjeningsestimater kan vise sig for optimistiske, den indre værdi er sårbar over for nedskrivninger, og dividende-udbetalinger kan reduceres eller helt udeblive.

I den sammenhæng er det interessant, at nogle af de andre mere robuste måleenheder for valuering af aktiemarkedet også signalerer, at aktier blevet billige. Særligt to, der blev populære gennem IT-boblen, og som reducerer afhængigheden af prognoser for indtjeningen. De har en god track record på lang sigt, og begynder nu at bekræfte billedet, som de førnævnte traditionelle målemetoder giver.

Den første er "Tobins q" – markedsprisen på aktier i et marked i forhold til den pris, som selskabernes samlede aktiver ville kunne købes til. Baggrunden for dette tal er følgende: Mange selskaber besidder konkurrencemæssige fordele og/eller et stærkt brand, som gør dem i stand til vedvarende at forrente kapitalen bedre end gennemsnittet – og denne goodwill gør dem betydeligt mere værd end værdien af deres aktiver. Tilsvarende er der selskaber, som genererer dårlige afkast i forhold til gennemsnittet, og de er derfor mindre værd som en fungerende virksomhed end værdien af deres aktiver. Over tid har "q" en tendens til at konvergere mod 1. I perioder vil tallet være under 1 og signalere et undervurderet marked – og i andre perioder vil det være over 1 og signalere et overvurderet marked. Ifølge GS' beregninger er "q" nu for første gang i 20 år under det historiske gennemsnit siden anden verdenskrig. Det er et niveau, der normalt er sammenfaldende med stærke reale aktieafkast fremadrettet – men det skal dog tilføjes, at det endnu ikke er på niveauet fra krisen sidst i 70'erne og starten af 80'erne.

Det andet mål blev lanceret af prof. Robert Shiller fra Yale University, manden der om nogen forudså IT-boblens kollaps. Tallet benævnes *cyklisk justerede indtjening* – og Shiller har døbt den Benjamin Graham's P/E, idet han har konstrueret tallet ud fra en observation, som Graham, den berømte opfinder af Value Investing, gjorde for mange år siden. Tallet går i al sin enkelhed ud på at dividere aktiemarkedets kursniveau med det 10-årige reale gennemsnit i nettoindtjeningen. For S&P 500 er tallet aktuelt på 15. Dette er mindre positivt end "q", men viser også ifølge Goldman Sachs, at markedet er faldet under gennemsnittet for efterkrigsperioden, og nu er så billigt som i de sene 80'ere.

Når det er sagt, skal det også tilføjes, at dette ikke nødvendigvis signalerer bunden i sig selv. Tallet var på 6,6 i juli/august 1982 og har flere gange siden anden verdenskrig været under 10 i længere perioder – fx i perioden 1997-1984. Hvis det aktuelle marked skulle nå under 10, ville det kræve S&P 500 i 600. Og en tangering af de 6,6 fra 1982 ville kræve S&P 500 i 400 – over 50 pct. fra det aktuelle niveau.

Ikke dermed sagt, at vi skal derned, men det er en historisk kendsgerning, at ligesom markedet skyder langt over det fundamentale niveau i opgangstider, så har det også en tendens til at overdrive i den anden retning i nedgangstider.



POLFOTO

“ Efter al sandsynlighed tager aktiemarkedet fejl, som det altid har gjort i dets større vurderinger af fremtiden ”

OPFINDEREN AF VALUE INVESTING, BENJAMIN GRAHAM I 1932, DA AKTIEMARKEDET VAR FALDET 90 PCT. FRA TOPPEN.

Goldman Sachs' vurderinger af aktiemarkedets hovedregioner

Goldman Sachs-økonomernes vurdering af verdensøkonomien danner udgangspunktet for de forventninger, som bankens aktiestrateger som helhed har til de respektive hovedmarkeder: Usikkerheden er stor omkring dybden af den recession, verden er på vej ind i, og derfor kræver det en forsigtig tilgang til aktiemarkedet.

I det følgende præsenteres et kort sammendrag af de holdninger, som aktiestrategerne har til deres respektive fokusområder, hvoraf nogle er mere positive end andre. USA, der ledte verden ind i det økonomiske og finansielle morads, vi lige nu befinder os i, ser eksempelvis ud til at komme først ud igen – i hvert fald på aktiemarkedet, som ifølge David Kostin ventes at nå bunden her i november.

Timothy Moe:

For tidligt at gå ind i Asien

"Vi tror stadig, det er for tidligt, at gå ind i de asiatiske markeder. For det første er valueringen endnu ikke i bund, hvis vi sammenligner med tidligere bearmarkeder. Kurs/Indre værdi er aktuelt 1,5 sammenlignet med hhv. 1,4 og 1,1 i de to foregående bearmarkeders bundniveauer. For det andet er forventningerne til indtjeningen alt for høje. Konsensus ligger på en forventet vækst i indtjeningen pr. aktie (EPS) på 14 pct. i 2009, selv om vi ser fortsatte nedjusteringer her i 2008. Forrentningen af egenkapitalen (ROE) forventes fortsat to-cifret, og marginer ligger stadig på det højeste niveau i mere end et årti. Til sammenligning var der på lavpunkterne i de seneste to kriser i 1998 og 2001 tale om et fald i indtjeningen på hhv. 50 og 30 pct., mens ROE var faldet til hhv. 9 og 11 pct. Så der havde været en betydelig reduktion i indtjening og profitabilitet til niveauer, hvorfra det var muligt at se markant stigende indtjening igen, når der kom en bedring i økonomien. Nu tror vi imidlertid, at historierne i 2009 efter al sandsynlighed vil dreje sig om nedjusteringer, og på den baggrund er det svært at finde argumenter for et nyt bullmarked. Vi skal formentlig hen mod 2010, før der er basis for en vending," siger Timothy Moe, der samtidig påpeger, at han for nylig har nedjusteret Korea, der er i store problemer som følge af finanskrisen. Samtidig er Kina opjusteret, idet det kinesiske marked er faldet mere end andre markeder i regionen, og den førte økonomiske politik begynder at være mere vækststimulerende.

Peter Oppenheimer:

Europas bullmarked starter ikke før midten af 2009

"Valueringen af aktierne ser attraktiv ud. Multipler som P/E er tilbage på niveauet fra de tidlige 80'ere, og markedet indpriser efter vores vurdering en relativt hård recession. Men billige aktier alene er ikke nok til at vende markedet permanent. Vi tror, vi skal tætte på et vendepunkt i økonomien – og dermed nå et punkt, hvorfra der er udsigt til forbedret indtjening – før vi kan se aktierne gå ind i et nyt bullmarked. Det er vi stadig et stykke vej fra endnu, og efter al sandsynlighed vil markederne i Europa ikke gå ind i ny, vedvarende optur før midten af næste år. Når det er sagt, må vi også sige, at med de markante fald vi har oplevet i oktober er der basis for en periode på kort med kursstigninger til et lidt højere niveau for markedet til 235-280 i DJ Euro Stoxx (aktuelt 229)," siger Peter Oppenheimer.

Han peger i den forbindelse også på, at gennem det seneste år, hvor det europæiske marked er faldet over 40 pct., har der været syv korrektioner på mindst 6 pct., de fleste tæt på 10 pct. Et lignende mønster er set i andre bearmarkeder. Mellem 2000 og 2003 var der fem større korrektioner opad på gennemsnitligt 17 pct., og i perioden 1990-92 seks på gennemsnitligt 11 pct. I lyset af den senere tids store fald understøtter dette forventningen om en korrektion.

"Men meget afhænger naturligvis af udsigterne for indtjeningen. Som det er tilfældet med andre regioner, mener vi også, at de aktuelle konsensusestimer på indtjeningen fra aktieanalytikere er meget urealistiske. Aktuelt lyder vores egen forventning på et fald i indtjeningen på 12 pct. i 2009, og ser vi også på nedskrivninger og ekstraordinære udgifter er det sandsynligt at tallet ligger 6-10 procentpoint lavere, hvilket vil gøre dette til en af de værste nedture i virksomhedernes indtjening, vi har set i de seneste fire konjunkturcykler."

Kathy Matsui:**Aktierne ser billige ud, men...**

Selv om det japanske finanssystem ikke er viklet ind i finanskrisen i samme omfang som europæiske og amerikanske banker har japansk økonomi det også svært på kanten af recession. Samtidig er japanske yen steget over 31 pct. på en handelsvægtet basis siden årets start i takt med, at mange investorer med lån i yen til køb af højtforrentede valutaer, har været tvunget til at indfri deres yen-lån i massivt omfang. På det seneste er aktiemarkedet imidlertid faldet til det laveste niveau i 26 år, Kurs/Indre værdi er på det laveste niveau i 37 år, og en tredjedel af japanske selskaber har en kassebeholdning, der overstiger deres børsværdi. På den baggrund er det naturligt at spørge, om bunden snart er nået.

"Svagere global vækst og en stærkere yen har tvunget os til at nedjustere vores indtjeningsestimater, og vi tror nu, at nettoindtjeningen hos selskaberne i TOPIX-indekset bliver 19 pct. i det aktuelle finansår og 6,5 pct. i det næste," siger Kathy Matsui.

Hun påpeger, at hvor hun tidligere antog, at svagere vækst i de udviklede markeder i betydeligt omfang ville blive imødegået af stabil vækst i Emerging Markets, så er der to faktorer, der har ændret den forventning. Dels ser den økonomiske nedtur i de udviklede lande ud til at blive noget værre end før ventet, dels fører finanskrisens "smitte" nu til alvorlige problemer for udviklingsøkonomierne og deres valutaer. Sammenholdt med yenens stigning tegner dette skidt for Japan og virksomhedernes indtjening, idet eksport har været den primære drivkraft i Japans økonomi, og eksportvæksten til Asien – som repræsenterer mere end 50 pct. af Japans samlede eksport – er begyndt at falde.

Matsui skønner imidlertid, at markedet allerede, under antagelse af en krævet risikopræmie i aktiemarkedet på 5 pct. over 10-årige statsobligationer, indiskonterer en samlet nedgang i virksomhedernes indtjening for dette og næste finansår på samlet 25-30 pct. Hvis Kathy Matsuis indtjeningsjusteringer og en lavere risikopræmie på 4-4,5 pct. bliver en realitet, indikerer det, at TOPIX bør handle i intervallet 980-1150 (aktuelt 830).

"Vi ser basis for et 'relief rally' på kort sigt, men en mere vedholdende optur på aktiemarkedet kræver et vendepunkt i økonomien og de finansielle betingelser, og det ligger ikke lige for," siger Matsui, som samtidig advarer mod risikoen for en endnu hårdere landing i verdensøkonomien end antaget.

I så fald, og under antagelse af en risikopræmie på 5 pct., vil den samlede indtjeningsnedgang i dette og næste finansår blive op mod 50 pct. – det dobbelte af Matsuis hovedscenarier – og det vil sende TOPIX ned i 550-600.

David Kostin:**Bunden er nået i USA**

"Vores økonomer forventer, at vi vil se svagt positiv vækst i 3. kvartal 2009 efter fire kvartaler med nulvækst set over et. Historisk set stiger aktiemarkedet typisk to kvartaler, før vendingen kan ses i realøkonomien, hvilket taler for en vending her i fjerde kvartal. Vi tror bunden nås i slutningen af november, når vi har lagt fire vigtige milepæle bag os," siger David Kostin.

For det første skal vi se en genetablering af funktionaliteten på de kortsigtede kreditmarkeder – det er en essentiel betingelse for ethvert opsving. Virksomheder skal have adgang til kapital for at drive deres forretning.

For det andet skal vi have afsluttet regnskabssæsonen for tredje kvartal. Det er ikke indtjeningsresultaterne i sig selv, der er interessante. Det er udsigterne for 2009. Kostin forventer ikke, at ledelserne har et klarsyn i dette vanskelige miljø, men bare det, at vi lægger resultaterne bag os vil være et positivt skridt. Investorerne vil anlægge et mere forsigtigt syn på udsigterne for 2009.

For det tredje er det præsidentvalget. Udfaldet er sandsynligvis mindre vigtigt (resultatet var ikke kendt ved redaktionens slutning, red.), men igen er det fjernelsen af en usikkerhedsfaktor, der er positivt.

Og slutteligt er det et billede af investorflugten fra hedgefonde med opsigelse til nytår. Mange hedgefonde har en opsigelsesfrist 15. november for medlemmer, der vil ud til årsskiftet, og en massiv flugt vil kunne øge salgspresset fra hedgefonde. Så snart vi er på den anden side af 15. november, tror Kostin, at der kan være basis for et nyt inflow af penge til markedet.

"Vi forventer, at S&P 500 vil slutte året omkring 1000, og vi ser en fair value for indekset i 1180. Vi tror dog ikke, at dette niveau nås på kortere sigt, men efterhånden, som vi kommer ind i 2009, er det vores kursmål," siger David Kostin.

Han påpeger, at der historisk set har været masser af volatilitet omkring bunden i andre bearbejdede markeder. Typisk falder markedet 10 pct. i den sidste måned før bunden nås, og i den efterfølgende måned efter bunden er der en stigning på gennemsnitligt 11 pct. og 23 pct. set over de seks måneder efter bunden. Han tilføjer, at historien også viser, at S&P 500 viser et godt afkast i det år, hvor analytikerne nedjusterer deres indtjeningsestimater markant. Det så vi i 1982, i 1991 og i 2003. David Kostin anbefaler en porteføljesammensætning tæt på benchmark med svag overvægt til forbrugsvarer og health care. På aktieniveau anbefaler han en "sikkerhedsstrategi" – køb aktier, der vil være attraktivt prissat, selv om fjerde kvartal giver et fald i indtjeningen på 10 pct.

Chefporteføljemanager: Godt købstidspunkt for langsigtede investorer

I det usikre marked er det anbefalelsesværdigt for private investorer at investere via investeringsforeninger.

Markedet er præget af historisk høj volatilitet, et globalt finanssystem, der kun fungerer med massiv støtte fra centralbankerne, og forude venter en recession, der af mange spås at blive den værste siden 1982. Selv om vi allerede har oplevet meget store kursfald i år er der ingen, heller ikke blandt de professionelle aktører, der er i stand til at forudsige med sikkerhed, hvornår markedet har nået bunden. Og hvem skal man støtte sig til? At de professionelle i høj grad også har svært ved at gennemskue en krise af et omfang, der ikke er set siden tiden efter krakket i Wall Street 1929, kan man ikke bebrejde dem, og medierne bugner for tiden af de forskellige verdensbilleder, de har.

Rationaliteten kan være svær at få øje på i markedet, der over en bred

kam har sendt aktierne ned uden syn-derlig skelen til kvaliteten og de realistiske fremtidsperspektiver for de enkelte selskaber. Men det betyder også, at hvis man som investor ønsker at deltage i markedet, så skal man se sig godt for.

En hel del selskaber står med dårlige kort på hånden for at klare sig godt i de nærmeste år, mens andre til gengæld står særdeles stærkt, idet de uretmæssigt er handlet for langt ned sammen med det brede marked, og ikke er tynget af store gældsposter.

Herved adskiller den aktuelle periode sig markant fra bullmarkedet 2003-2007. Momentum var så stærkt i det marked, at aktier generelt steg massivt uden den store fokus på det enkelte selskabs kvaliteter. Nu er betingelserne anderledes skrappe. For at levere gode afkast i dette marked, skal man være i stand til at skille skidt fra kanel. Det handler om *stockpicking*.

For mange private investorer er dette en i praksis uoverkommelig opgave, da den gyldne regel om at sprede sig på mange aktier bestemt ikke har mistet værdi, tværtimod. Det taler for at bruge investeringsforeninger.

DI StockPicking slår benchmark

Vi har talt med chefporteføljemanager John William Olsen, der gennem de seneste fire år har styret Danske Invest Stockpicking, og i den periode har formået at slå benchmarket MSCI World markant – dvs. afdelingen har leveret et væsentligt større afkast end det globale aktiemarked.

Er det bunden af aktiemarkedets nedtur, vi oplever nu?

”Det er umuligt at sige, om dette er bunden, det er ingen i stand til med de mange usikkerhedsfaktorer. Men på trods af de makroøkonomiske perspektiver tror vi, at dette er et godt indgangsniveau for langsigtede investorer. Aktierne er solgt massivt ned over en bred kam, og det betyder, at der er en hel del selskaber, der er kommet for langt ned, hvis man ser på deres fundamentale værdier. Det er bare vigtigt at være selektiv og sprede risikoen godt ud,” siger John William Olsen.

Hvordan ser jeres aktuelle portefølje ud?

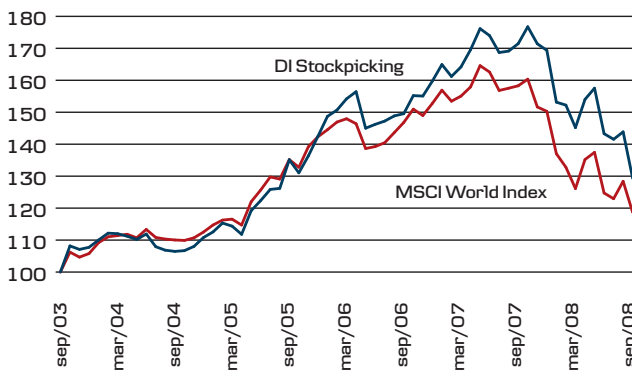
”Mere end halvdelen af porteføljen består af defensive selskaber med relativt stabil indtjening – dvs. forsyningssel-





John William Olsen, chefporteføljemanager

Indekseret kursudvikling (sep. 2003 = 100)



KILDE: DANSKE INVEST

skaber, selskaber, der producerer essentielle forbrugsvarer, husholdningsprodukter osv. Vi er også begyndt at købe ind blandt det, vi kalder tidligt cykliske forbrugsaktier. Det er de aktier, som bliver først ramt i en lavkonjunktur, og det er vores vurdering, at de er sendt så langt ned, at de nu er prismæssigt meget attraktive.”

Hvad er jeres udvælgelseskriterier?

”Udgangspunktet i dette marked er, at et selskab skal være præget af høj kvalitet – dvs. et stærkt brand, en solid markedsposition, en dygtig ledelse, lav gæld og ikke mindst *pricing power*. Dvs. selskabet skal helst være karakteriseret af et unikt produkt eller en unik ydelse eller en markedsposition, som sætter det i stand til hæve eller fastholde priserne selv i en lavkonjunktur. Endelig skal aktien være attraktivt prissat i forhold til den forventede indtjening, som vi vurderer, er realistisk.”

Så det er typisk de store velkendte aktier du taler om her, selskaber som er så solide, at de med sikkerhed klarer sig igennem krisen. Men er det ikke de selskaber, som mange andre også går

efter i sådan et marked, så for mange spiller på de samme heste? De klassiske valueinvestorer mener jo, at det netop nu er oplagt, at gå efter mange mindre selskaber, som er stærkt undervurderede og oversete i sådan et marked.

”Der er forskellige tilgange til aktiemarkedet. Der er fx valueinvestorerne, vækstinvestorer og momentuminvestorer. Men det ændrer ikke ved, at vores balancerede tilgang med fokus på kvalitet historisk set har lønnet sig. Også kvalitetsselskaber svinger i kurs, og det gælder om at gå ind på de rigtige tidspunkter. I det aktuelle marked er mange sunde, solide aktier faldet med op til 60 pct., så det giver gode muligheder for at bygge en position op. Desuden er markedet tyngt af pessimisme og forsigtighed lige nu, og kortsigtede investorer holder sig væk, fordi der ikke er udsigt til positive indtjeningsrapporter på kort sigt, og generelt oplever vi netop ikke, at de store kvalitetsaktier er en slags »sikker havn« for investorerne, som alle søger hen til. Faktisk er vi i en situation, hvor du kan finde både markant undervurderede kvalitetsaktier og aktier, der opfylder de klassiske value-

kriterier, og det er en sjælden situation,« siger John William, der mener, at kvalitet er det vigtigste kriterium at gå efter i et marked, der er tyngt af så mange dårligdomme.

Det diskuteres meget hvor slem den globale recession, vi menes at stå overfor, bliver. Tror du, vi vil opleve noget, der minder om japanernes krise?

»Nej, der er afgørende forskelle. Japanerne havde svært ved at erkende, at de havde fejlvurderet den udvikling, der førte til et kollaps i aktie- og ejendomsmarkedet, og derfor var de adskillige år om at gennemføre tiltag, som dem både USA og Europa har gennemført på kort tid. Jeg tror, at USA, som ledte os ind i nedturen, også leder os ud igen i kraft af den ekstreme omstillingsparathed, der præger beslutningstagerne og amerikansk økonomi. Det kan ikke afvises, at det aktuelle marked falder yderligere. Timingen af en vending i markedet er umulig at definere på forhånd, men for den langsigtede investor plejer det at være en god ide, at købe aktier, når det ser sortest ud, « slutter John William Olsen.

Højt rangeret

DI Stockpicking er tildelt fire ud af fem stjerner af ratingbureauet Morningstar vurderet på risikojusteret afkast, og foreningen har set over de seneste fire år været blandt de 10 pct. bedste globale investeringsfonde i Europa. Grunden til, at fonden har klaret sig lidt dårligere end de bedste konkurrenter i år har været en eksponering mod amerikanske aktier på 30 pct. mod konkurrenternes typisk 50 pct. Da aktier i USA har klaret sig relativt godt i forhold til europæiske aktier samtidig med, at dollaren er blevet markant styrket, er DI Stockpickings merafkast faldet lidt tilbage.





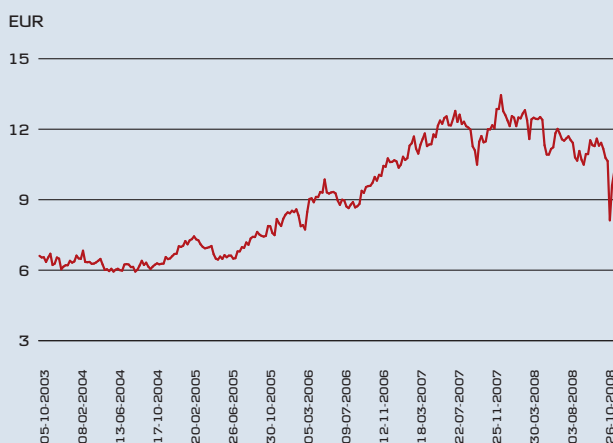
KPN fortsætter høje udbyttebetalinger

Det hollandske teleselskab KPN er markedsleder i Holland og har datterselskaber i Belgien og Tyskland. I Holland forsøger selskabet at fastholde sin stærke position ved at tilbyde kunderne pakkeløsninger på telefoni og bredbånd samt kabel-tv.

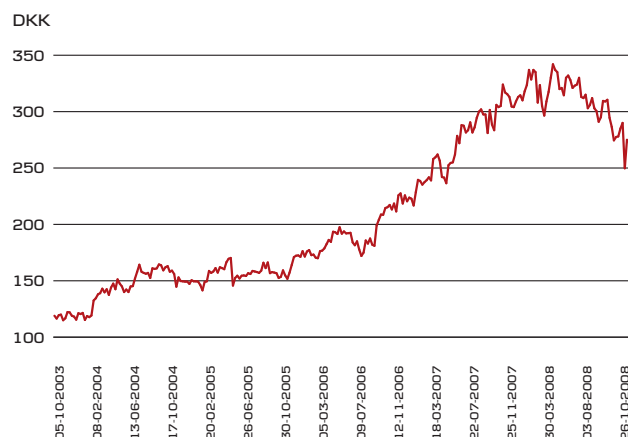
Telesektoren har to hovedudfordringer: Fald i antal kunder i fastnettelefoni og vigende vækst i mobiltelefoni. Derfor er omkostningsreduktion et must i branchen for fortsat fremover at kunne levere stabile udbyttebetalinger. Uden høje dividender falmer en del af det attraktive ved at investere i telesektoren. KNP er ingen undtagelse og forventes at kunne fortsætte med at udbetale en pæn dividende i årene fremover. Siden 2001 har man udbetalt EUR 10 mia. i udbytte og aktietilbagekøb, hvilket er over 50 pct. af den nuværende markedsværdi.

Selskabet er især attraktivt nu, idet selskabet har muligheden for at vinde markedsandele i mobildelen i Tyskland og Belgien. Derudover bliver indtjeningen mærkbart hjulpet af kontinuerlige omkostningsreduktioner, for på den måde at fortsætte med at kunne udbetale store udbytter. Derudover var tredje kvartalsregnskab en spids bedre end forventet, men vigtigst af alt ses prisfastsættelsen som attraktiv.

Risikofaktorerne er, at fastnettelefoni oplever en større nedgang end forventet, at omkostningsreduktioner ikke er store nok, samt øgede pensionsforpligtigelser og større prispres på bredbåndsløsninger og mobiltelefoni. Goldman Sachs har en købsanbefaling på aktien med et kursmål på EUR 12,8 per aktie.



KILDE: REUTERS



KILDE: REUTERS

Lovende pipeline i Novo Nordisk

Som global markedsleder i insulinmarkedet og førende positioneret globalt inden for de andre produktområder gennem flere år, er Novo Nordisk solidt og stærkt strategisk placeret i den defensive farmasektor. Selskabet er målt på kursværdi Danmarks næstmest værdifulde selskab efter A.P. Møller-Mærsk.

Novo Nordisk har for kort tid siden besluttet at droppe AERx-programmet, hvilket Danske Banks aktieanalytikere i Danske Markets Equities (DME) ikke anser som en svækkelse af Novo Nordisk. Det absolut vigtigste produkt i Novo Nordisks pipeline er dets GLP-1 analog, Liraglutid, som netop har overstået den tredje udviklingsfase. Det forventes, at dette produkt lanceres i H1 2009, og at "peak sales" er tæt på DKK 15 mia.

Af yderligere produkter fra pipelinen skal nævnes 2. generations insulin-analoger såvel som forbedrede udgaver af NovoSeven. Novo Nordisks risikoprofil er meget interessant, hvilket skyldes, at selskabet ikke har nogen væsentlige patentudløb i det nuværende årti. Novo-aktien har desuden en defensiv profil og falder typisk langt mindre i nedgangstider end de andre aktier i det danske hovedindeks.

Kurstriggere i fremtiden er helårsregnskabet 31. januar 2009; samt data fra fase II for NovoSeven i 1. kv. 2009. Risici for selskabet er evt. usikkerhed i healthcare sektoren efter det amerikanske præsidentvalg ved en eventuel reform af det amerikanske sundhedssystem samt nye medicinske opdagelser, der forælder Novo Nordisk's produkter.

DME har Køb-anbefaling på Novo Nordisk med kursmål på DKK 380 pr. aktie.





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

Siemens stærkt rustet til recession

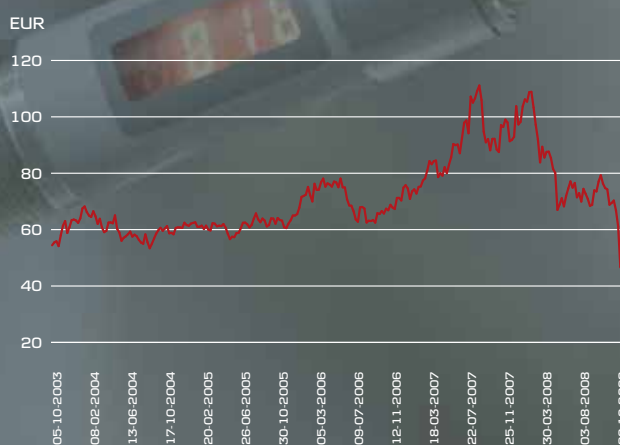
Det tyske selskab Siemens består af tre sektorer: Industri, Energi og Health Care., dvs. lige fra store kraftanlæg til avancerede scanere til hospitaler. Inden for disse sektorer har Siemens ledende markedspositioner.

Aktiekursen er faldet med omkring 60 pct. det seneste år som følge af frygt for, at en kommende recession vil reducere Siemens indtjening markant. Goldman Sachs vurderer ikke, at Siemens vil blive lige så hårdt ramt af en kommende recession, som markedet vurderer. Det skyldes, at selskabets har et ganske aggressivt omkostningsbesparelsesprogram, der vil beskytte indtjeningen mod effekterne af en lavere omsætning. Endelig har Siemens en pæn ordrebog i Energi-delen, hvilket også bør holde en hånd under selskabets samlede omsætning.

Siemens kommer med årsregnskab medio november, og Goldman Sachs venter stærke tal for industri- og energidivisionerne. På nøgletallet handles selskabet på attraktive multipler og med rabat i forhold til selskabets konkurrenter inden for elektricitet og teknologi. Og endelig har selskabet en stærk balance med et relativt lavt refinansieringsbehov.

Risici ved Siemens er højere end ventede bøder fra blandt andre amerikanske myndigheder i forbindelse med anklager om kor-

ruption samt en værre nedtur i den globale økonomi end hvad GS for øjeblikket venter. Desuden kan selskabets ledelse vise sig at skuffe i forhold til at formå at restrukturere selskabet til videre profitabilitet. Goldman Sachs' kursmål på Siemens på 12-måneders sigt er EUR 61 pr. aktie.



KILDE: REUTERS

Gode udsigter for Elekta

Elekta er et medtech-selskab blandt verdens ledende inden for laserbaserede strålebehandlingssystemer samt udvikling og produktion af kirurgiske og diagnostiske værktøjer til laserkirurgi.

Selskabets nylige regnskab for tredje kvartal blev vurderet som stærkt af analytikerne i Danske Markets Equities (DME).

Elekta er ikke blevet påvirket nævneværdigt af den seneste tids udvikling på finansmarkederne, og de store valutabevægelser i år har som helhed været positive for selskabet. USA er Elektas hovedmarked, og derfor har især dollarstyrkelsen været gavnlig for selskabet. Inklusiv valutagevinster ventes indtjeningen før renter og skat for året som helhed at vokse med 28 pct. – langt over de oprindelige officielle forventninger på mindst 15 pct.

Selskabets adm. dir. Tomas Puusepp udtalte desuden for nylig, at selskabet ikke har oplevet annulleringer af ordrer, og at ordrebogen udelukkende indeholder ordrer baseret på finansielt sikre og juridisk bindende aftaler.

DME vurderer, at Elekta handler med en præmie på 2 pct. i forhold til konkurrenterne, baseret på den forventede indtjening det kommende år i forhold til den aktuelle aktiekurs, og det vurderes som attraktivt i lyset af, at det femårige gennemsnit siger 16 pct., og at Elektas stærke position. Da der samtidig er udsigt til en ind-

tjeningsvækst i 2008/2009 anses aktien for billig på det aktuelle niveau. Derfor opjusteres aktien til Køb med et kursmål på 110.

Af primære risikofaktorer kan nævnes en svækkelse af USD, udvikling af nye medicinske behandlingsmetoder hos konkurrenterne samt evt. besparelser i sundhedsvæsenet, især i USA.



KILDE: REUTERS

Verdensrekord i volatilitet

Call-optioner er en mulighed i dette uigennemsigtige marked. En anden mulighed er salg af put-optioner, der giver en historisk stor præmie for tiden.

Vi befinder os i en finanskrisen, der på flere måder er uden historisk sidestykke. Det gælder fx omfanget i den globaliserede verden. Og det gælder i høj grad volatiliteten.

Volatiliteten, som er et statistisk udtryk for de kursudsving, som markedet observerer og dermed også forventer,

har ganske enkelt sprængt skalaen, hvis ser på det amerikanske VIX-indeks. Vi har ikke i nyere tid set et volatilitetsniveau så højt som det aktuelle – ovenikøbet i en længere periode, hvilket sammenlignet med andre kriser også er usædvanligt.

Men volatiliteten er jo udtryk for

den usikkerhed og nervøsitet, der præger de finansielle markeder i øjeblikket. Verdensrekorden i volatilitet er ikke overraskende kommet i en situation, hvor der også synes at være verdensrekord i usikkerhed og katastrofescenarier. Der er så mange ubekendte faktorer i spil i den aktuelle situation, at økonomiske og finansielle prognoser er behæftet med langt større usikkerhed end normalt. Det er med andre ord umuligt at sige præcist, hvor og hvornår den finansielle verden og de finansielle markeder vågner af dette mareridt.

Men med mere end en halvering af de udviklede landes aktiemarkeder det seneste år og globale redningsaktioner i sving af et omfang, som ingen nogensinde har forestillet sig, er der dog grund til at spørge, om vi ikke snart har ramt bunden. Det er der sandelig også mange, der gør for tiden. Og der kan argumenteres for, at aktiemarkedet har inddiskonteret det værste, som med rimelighed kan siges at ligge inden for, hvad der er realistisk.

Men panikken har ramt markedet, forstærket af investerings- og hedgefondes tvangssalg af aktiver i en bred skala og i en sådan situation er al rationalitet sat ud af spil. Noget tyder dog på, at vi muligvis er ved at have nået et kursniveau, som er overdrevent lavt i forhold til de fundamentale værdier, der, selv med de meget sorte briller på, kan forsvares som realistiske.

Antag, at finanskrisen i de kommende måneder så småt begynder at aftage og dermed forbedrer, men ikke normaliserer, kreditbetingelserne for virk-

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

Call-optionen udnyttes

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

- Optionsejeren skal lægge den betalte præmie til den faktiske anskaffelsessum (aftalekursen) ved et senere salg af aktien.
- Gevinst og tab på aktien opgøres efter de almindelige regler for salg af aktier.

Call-optionen udløber uudnyttet

Udnyttes optionen ikke, kan tabet (den betalte præmie) hverken fratrækkes eller modregnes, medmindre der er indgået en modgående kontrakt inden udløb.

Call-optionen sælges

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

Put-optionen udnyttes

Udnyttes en solgt put-option og aktien leveres, indgår præmien ved opgørelsen af avancen ved et senere salg af den underliggende aktie.

- Aktien anses for anskaffet til aftalekursen fratrukket den tidligere modtagne præmie.
- Gevinst og tab på aktien opgøres efter de almindelige regler for salg af aktier.

Put-optionen udløber uudnyttet

Udløber en solgt put-option uudnyttet, er den modtagne præmie skattepligtig for modtageren. Personer medregner gevinsten som personlig indkomst. Selskaber medregner præmien i den skattepligtige indkomst.

Put-optionen tilbagekøbes

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



somhederne. Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug, har i et sådant scenario beregnet udsigterne for aktiemarkedet. Han har indregnet effekten af den globale recession, der venter forude, og estimeret en nedgang i virksomhedernes indtjening næste år på 10-20 pct. og antaget en nulvækst i indtjeningen for de kommende fem år. Selv i det scenario er der basis for en stigning i aktiemarkedet på mindst 25-30 pct. og væsentlig mere, hvis finanssystemet når tættere på en normalisering, og dybden af recessionen ikke bliver så stor.

For nogle risikovillige investorer med en tidshorison på mindst et år er disse argumenter tilstrækkelige for at gå ind i aktiemarkedet nu med en bred portefølje af kvalitetsaktier (se s. 4-7 samt 12-13).

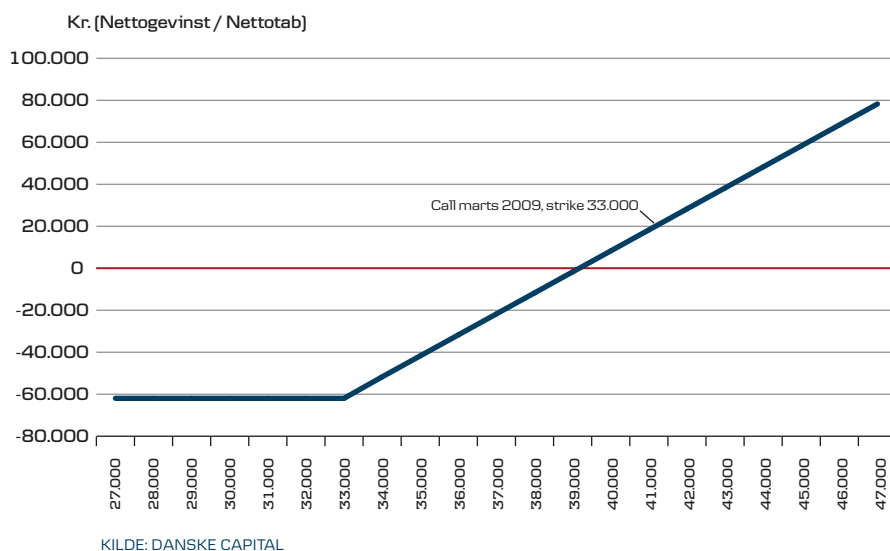
Men usikkerheden lurder i baggrunden, for selv om der er iværksat globale redningsplaner hurtigt og i enormt omfang, så kan det ikke udelukkes at dominoeffekterne i den globale, tæt sammenhængende økonomi, sender os ud i en ubehagelig nedtur af længere varighed.

I et sådant miljø kan køb af call-optioner på kvalitetsselskaber være en mulighed for eksponere sig i markedet og på forhånd kende sin risiko i form af optionspræmien.

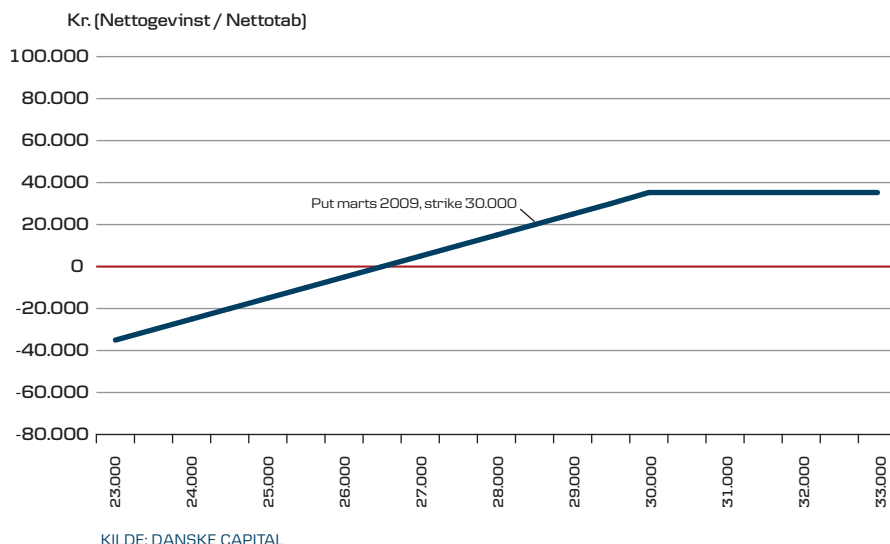
Eksempel 1: Købt call-option på AP Møller-Mærsk

Vi antager, at investor har lyst til at eksponere sig i verdens største containerrederi, AP Møller-Mærsk, som er en velkonsolideret virksomhed med en

Figur 1 AP Møller Mærsk - købt call-option



Figur 2 AP Møller-Mærsk - solgt put-option



meget stærk markedsposition, og udover skibsfarten også har andre stærke forretningskoncepter, herunder betydelige olieforbrændere.

Udsigten til en global recession har påvirket selskabet markant, især pga. af det store fald i olieprisen og faldet i fragtraterne, hvilket naturligvis vil svække indtjeningen. Men i øjeblikket handles aktien til omkring 33.000 – langt fra toppen i juli 2007 på 75.600. På bunden af bemarkedet i 2002 nåede aktien ned omkring 17.000, men væksten i selskabet har siden da været markant, og sandsynligheden taler for, at vi næppe kommer i nærheden af det niveau igen.

Tror man på, at aktien er tæt på bunden, men man alligevel ikke har lyst til at eksponere sig ved direkte aktiekøb i det usikre marked, så kan køb af en call-option på aktien være en mulighed, da man her kender sin risiko på forhånd.

Køb af 10 kontrakter på aktien med aftalekurs på 33.000 og udløb i marts 2009, vil koste en optionspræmie på aktuelt 62.000 kr. Dette er det maksimale tab på forretningen. Gevinstpotentialitet er i princippet ubegrænset. Og investor skal overveje, om han mener gevinstmuligheden mere end opvejer optionspremien. Fx vil en kurs på 44.000 indebære en nettogevinst

på knap 50.000 kr. som illustreret i figur 1.

Vær i øvrigt opmærksom på, at man i optionens løbetid har mulighed for at fastlåse en gevinst ved indgåelse af en modsatrettet kontrakt. I den forbindelse er det værd at nævne, at hvis man ser tilbage på tidligere kriser, har et bemarket altid været præget af længere opture, *relief rallies*, for derefter at fortsætte nedturen.

Eksempel 2: Salg af put-option på AP Møller-Mærsk

En anden tilgang til markedet kunne være, at man som investor ønsker at udnytte den aktuelt høje volatilitet, som jo gør det dyrt at købe optioner, men lukrativt at sælge optioner. Investor forventer, at markedet er tæt på bunden, men vurderer samtidig, at markedet i en længere periode vil være tynget af den økonomiske krise, så det opadgående potentiale er begrænset.

Han vælger derfor, at udnytte den høje volatilitet i markedet ved at sælge en put-option på AP Møller-Mærsk. Han vælger en aftalekurs på 30.000 – dvs. 3.000 fra den aktuelle spotkurs. Til gengæld vil forretningen være i breakeven helt nede på 26.500 – et kursniveau, som han vurderer, at aktien med stor sandsynlighed ikke vil bryde.

Salg af 10 kontrakter med aftalekurs

30.000 og udløb i marts 2009 giver investor en optionspræmie på 35.000 kr. Investor vil altså med denne strategi ikke nyde godt af kursstigninger i AP Møller-Mærsk fra den aktuelle spotkurs.

Tabet er i princippet ubegrænset (se figur 2), da han i tilfælde af kursfald kan blive tvunget til at købe aktien til kurs 30.000. Investor vurderer imidlertid, at risikoen for yderligere kursfald under det niveau er begrænset. Han er med andre ord villig til at købe aktien på 30.000 i forventning om, at dette niveau er tæt på bunden for det stærke selskab.

Bemærk: Vær opmærksom på, at de to nævnte eksempler ikke er aktuelle anbefalinger. De skal blot tjene til illustration af, hvordan man kan udnytte aktieoptioner under de ekstreme markedsforhold vi oplever i øjeblikket. Vær også opmærksom på, at de kursniveauer, volatiliteter m.v., som beregningerne er foretaget på, kan ændre sig efter redaktionens slutning. Du bør under alle omstændigheder diskutere mulighederne for evt. optionsstrategier med en rådgiver.

Nyt om forskud 2009

SP-bidraget der blev væk

Regeringen har indgået forlig om, at vi ikke skal betale SP-bidraget på 1 pct. i 2009.

Forskid 2009

SKAT beregner snart dit skattekort. Hvor meget du skal betale i skat i 2009, kan du se i din skattemappe på www.skat.dk den 10. november 2008.

I forhold til forskudsopgørelsen og skattebetalingen i 2008 er der sket nogle

ændringer. Her kan du læse om ændringerne i hovedtræk.

- Bundskatten nedsættes fra 5,48 pct. til 5,04 pct. for at kompensere for de kommunale skattestigninger i 2008.
- Mellemkattegrænsen forhøjes så den svarer til topskattegrænsen, beskæftigelsesfradraget forhøjes til 4,25 pct., dog max. 13.100 kr. og personfradraget forhøjes med yderligere 500 kr. udover den normale stigning. Du kan læse nærmere om disse ændringer i oktober-udgaven af "Investering".

- Du får ikke længere din forskudsopgørelse på papir, medmindre du selv har bedt om det. SKAT skulle have haft din anmodning om forskudsopgørelse på papir senest 1. september 2008.
- Skattekortet er fremover digitalt og er ikke vedhæftet forskudsopgørelsen, uanset om du har valgt at få den på papir. Skattekortet sendes automatisk til arbejdsgiver, pensionsselskaber m.v.



Panik og statistik

Som nævnt i forrige nummer af *INVESTERING* følger prisudviklingen på de finansielle markeder (aktier, valuta, obligationer..) ikke en sandsynlighedsfordeling kaldet normalfordelingen. Men normalfordelingen er en yderst behagelig størrelse at arbejde med, og derfor anvendes den som udgangspunkt i finansverdenens risikomodeller. Problemet er bare, at den markant undervurderer den faktiske risiko.

I det paniske marked, vi har oplevet her i den forgangne oktober måned, var der flere aktiemarkeder, der flere gange måtte notere kursfald på 7-9 pct. eller mere. Heriblandt det danske OMXC20-indeks, der satte ny rekord med et kursfald på 11,1 pct. Ifølge normalfordelingen burde dette ikke kunne finde sted. Lad os illustrere det med et regneeksempel:

Det årlige kursudsving, udtrykt ved den statistiske standardafvigelse, har i de udviklede aktiemarkeder typisk et langsigtet gennemsnit på 20 pct. Det betyder, at standardafvigelsen for daglige udsving er på 1,24 pct. Et kursfald på fx 2,48 pct. på en dag svarer altså til to standardafvigelser og ifølge normalfordelingen vil sådanne kursfald finde sted med en sandsynlighed på 2,27 pct., svarende til omkring hver 44. børsdag.

Lad os nu tage et kursfald på fx 8,5 pct. Ifølge normalfordelingen vil dette udsving på 6,9 standardafvigelser kun finde sted ca. en gang for hver mia. år. Ser vi tilbage på de børs kriser, der har været op igennem det 20. århundrede med lignende kursfald, så er det tydeligt, at normalfordelingen er på helt galt spor her.

I stedet er det værd at skele til den såkaldte *cubic power law*, vi omtalte i sidste nummer. For at lave denne beregning skal vi først sætte de 8,5 pct. i forhold til en standardafvigelse på 1,24 pct. Dette tal skal herefter divideres med 2 og opløftes til tredje potens. Tallet på 40,26 udtryk-

ker, at et fald på 8,5 pct. ifølge *cubic power law* er 40 gange mindre sandsynligt end et kursfald på to standardafvigelser, dvs. 2,48 pct. Sandsynligheden for et kursfald på to standardafvigelser i normalfordelingen er som før nævnt 2,27 pct., og dette tal skal sættes i forhold til de 40,26. Tallet på 0,05638 pct. udtrykker sandsynligheden for et kursfald på 8,5 pct. ifølge *cubic power law*. Omregnet til antal dage betyder det, at kursfald på 8,5 pct. finder sted omkring hvert syvende år. Mens normalfordelingen fortæller os, at der går 158 mio. gange så lang tid.

KILDE: INVESTORS CHRONICLE M.F.L.

Daglige kursudsving på aktiemarkedet på ..	.. finder ifølge normalfordelingen sted hver..	..finder ifølge cubic power law sted hver..
2 pct.	18,7 dage	23,1 dage
3 pct.	129 dage	78 dage
4 pct.	1592 dage	184 dage
5 pct.	139 år	1 år
6 pct.	5886 år	2,4 år
7 pct.	466.126 år	3,81 år
8 pct.	69,5 mio. år	5,69 år
9 pct.	19,6 mia. år	8,1 år

NOTE: DER ER ANTAGET EN ÅRLIG, LANGSIGTET STANDARDAFVIGELSE PÅ 20 PCT., DVS. 1,24 PCT. DAGLIGT. KILDE: INVESTOR'S CHRONICLE

"Det er ikke ansvaret for Federal Reserve, og det ville heller ikke være passende, at beskytte långivere og investorer mod konsekvenserne af deres finansielle beslutninger."

BEN BERNANKE, USA'S CENTRALBANK-DIREKTØR, AUGUST 2007

Bank of England advarede i fjor

Mervyn King, chef for den britiske centralbank, påpegede i en tale i juni 2007, at det var positivt, at kreditrisikoen i dag via værdipapirmarkedet og finansielle instrumenter (derivater) er spredt ud over det finansielle system frem for at være koncentreret hos nogle få regulerede institutioner. Men han advarede også kraftigt mod kompleksiteten i derivaterne, som gjorde det uhyre vanskeligt at vurdere risikoen. Samtidig advarede King mod gearingen.

"At nå den effektive grad af gearing i finansielt system i evig forandring er

langt fra en opgave, der er ligetil, og likviditeten i markederne for komplekse instrumenter, især i et miljø, hvor mange spillere vil reducere gearingen af deres porteføljer på samme tid, er uforudsigelig. Overdreven gearing er et fælles tema for mange finansielle kriser i fortiden. Er vi virkelig så meget klogere end finansfolkene i fortiden?", lød Kings vise ord for godt et år siden.

Det er netop massiv nedgearing fra mange store aktører, der har sat gang i lavineeffekterne på de finansielle markeder her i efteråret.

Redningspakke til dansk realkredit

De hårdt pressede pensions- og livsforsikringsselskaber får en hjælpende hånd i form af nye regler – til gavn for både realkreditmarkedet, pensionsop-sparerne og pensionsselskabernes solvens.

Finanskrisen har gjort ondt på alle aktører i de finansielle markeder, herunder de danske pensions- og livsforsikrings-selskaber. Selskaberne har jo i sagens natur påtaget sig store udbetalingsforpligtelser til kunderne i fremtiden, og derfor har de store tab på værdipapirmarkederne sat dem under pres.

De regler, som pensionsbranchen normalt er underlagt, har betydet, at risikoen for, at branchen kunne tvinges til større salg af salg af realkreditobligationer, har været stigende. Denne tiltagende risikofaktor er hovedforklaringen på, at renteforskellen på især lange danske realkreditobligationer i forhold til statsobligationer har været stigende i nogen tid, så spændet har nået et historisk højt niveau.

Nu er Finanstilsynet i samarbejde med pensionsbranchen og Økonomi- og Erhvervsministeriet blevet enige om, at ændre reglerne midlertidigt. De normale regler indebærer, at de renter, som pensionsbranchen bruger som diskonteringsrenter til at opgøre nutidsværdien af deres fremtidige forpligtelser med, har baggrund i den såkaldte euroswaprentekurve, justeret for det dansk-tyske rentespænd. Og da euroswaprenten på de lange løbetider siden slutningen af september er faldet, er værdien af de fremtidige udbetalingsforpligtelser til kunderne steget.

Diskonteringsrenten er så at sige den effektive rente, som en fremtidig udbetalingsforpligtelse skal forrentes med. Jo lavere denne rente bliver, desto sværere vil det blive at opfylde forpligtelsen – og i en periode hvor samtidig værdien af aktier og realkreditobligationer i pensionskassernes porteføljer falder markant, så bliver udsigterne til at kunne opfylde forpligtelserne endnu ringere.

Man kan sige, at jo lavere diskonteringsrenten er, desto større beløb har pensionskasserne behov for i dag for at kunne leve op til de fremtidige forpligtelser. Fortsatte fald i værdierne af pensionskassernes porteføljer vil derfor kunne tvinge pensionskasserne til at sælge ud af aktier og realkreditobligationer på et tidspunkt og tære på reserverne. En sådan udvikling er naturligvis uholdbar, og vil kunne udvikle sig til en alvorlig trussel for pensions-selskabernes solvens.

De nye regler

Her kommer så de nye regler som en kærkommen hjælp. De nye regler indebærer en midlertidig justering af den løbetidsafhængige diskonterings-sats (rentekurve), således at udviklingen i realkreditrenterne i et vist omfang afspejles i diskonteringssatsen. Konkret vil diskonteringssatsen for de lange renter i perioden frem til udgangen af 2009 fortsat blive fastsat med udgangspunkt i euroswaprentekurven korregeret for et dansk-tysk rentespænd, men derudover vil der i perioden blive indregnet et løbetidsafhængigt tillæg på halvdelen af realkredit-spændet. For kortere løbetider baseres diskonteringssatsen på faktiske renter på rentetilpasningsobligationer.

Et andet tiltag, der kan støtte pensionsbranchen, bliver også sat i værk. Nationalbanken åbner således ved en auktion d. 11. november en ny 30-årig statsobligation med en rente på 4,5 pct., som på sigt skal have et udestående på 60 mia. kr. Det oplyste Nationalbanken for nylig i en pressemeddelelse. Heri blev det også påpeget, at et 30-årigt statspapir kan anvendes i forbindelse med pensionsselskabers risikostyring, herunder afdækning af risi-

ko for udsving i værdiansættelsen af pensionsselskabernes hensættelser.

Vigtigt forud for den store auktion til december, hvor FlexLån® for 200 mia. kr. skal refinansieres er også, at det er besluttet at afdække statens renterisiko i forbindelse med finansiering af almene boliger. Det betyder i praksis, at Den Sociale Pensionsfond skal opkøbe realkreditobligationer for 22 mia. kr. Da en stor del af de almene boliger er finansieret med rentetilpasningslån, forventes Den Sociale Pensionsfond at købe rentetilpasningsobligationer ved auktionen til december, hvilket understøtter kurserne på FlexLåns-obligationer.

Vi har allerede set en positiv reaktion på de nye regler på det danske realkreditmarked i form af markant stignende kurser på både korte og lange realkreditobligationer. For de boligejere, der skal refinansiere deres FlexLån® til decemberauktionen er det godt nyt, idet det reducerer presset på rentetilpasningsobligationerne, når der nu ikke længere er tvivl om pensionskassernes mulighed for at optræde ved auktionen som købere, understøttet af Den Sociale Pensionsfond. Også for låntagere med lange fastforrentede obligationer er det positivt, idet de forskellige tiltag har indsnævret realkreditspændet i forhold til statsobligationer betragteligt.

Der hersker dog stadig usikkerhed på markedet, idet krisen i det finansielle system langt fra er overstået. Trods de mange tiltag fra regeringer og centralbanker rundt om på kloden er der stadig meget høje pengemarkedsrenter (se figur 1), hvilket afspejler den fortsatte mistillid, der præger finanssektoren. Jo længere tid, der går, før finanssystemet normaliseres, desto vær-



re bliver de økonomiske effekter og dybden af den økonomiske krise, der venter forude. Det afspejler sig bl.a. i, at der forventes stadig flere selskaber, der ikke vil være i stand til at betale de lån, de har optaget ved udstedelse af kreditobligationer (se figur 2).

Anbefalinger

For vores anbefalinger betyder de nye regler for pensionsbranchen som udgangspunkt ikke nogen ændring. Vi har hele tiden anbefalet realkreditobligationer for pensionsmidler, både lange og korte, i en usvækket tillid til styrken i det danske realkreditsystem, der er baseret på det verdensberømte danske balanceprincip.

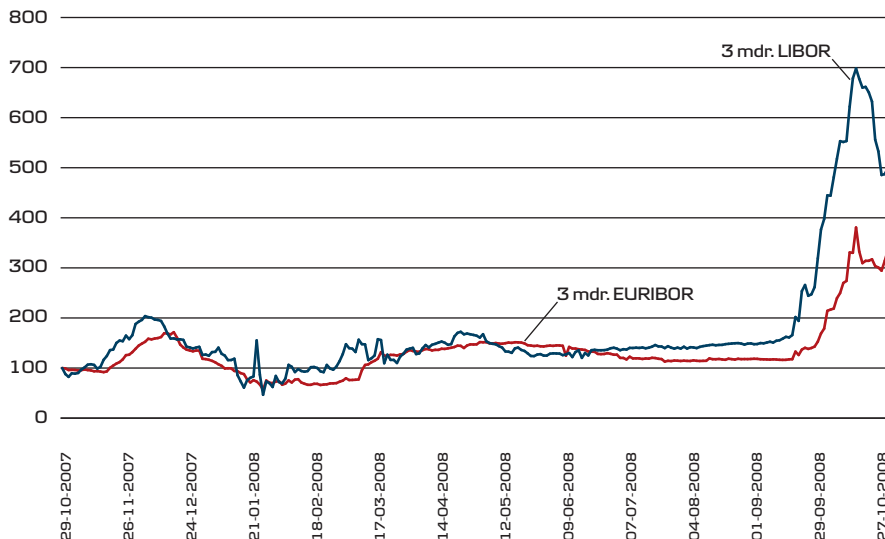
Dette princip definerer meget snævre rammer for de markedsrisici, som udstederne må eksponeres overfor som følge af forskelle mellem realkreditlån og -obligationer, dvs. at udlånene matches af identiske obligationsudstedelser. Balanceprincippet er meget vigtigt, da realkreditinstitutterne fx ikke kan fristes til at finansiere for lange lån med korte indlån. Netop lange lån og korte indlån har historisk ofte vist sig at være hovedårsagen til kriser i udenlandske realkreditinstitutter.

For privatbeskattede kunder anbefaler vi fortsat ikke de lange realkreditobligationer. For selv om de nye regler er understøttende, er der stadig risiko for turbulens på markedet. Eksempelvis er der stadig et vist pres på kronen, som gør, at Nationalbanken må opretholde et rentespænd til Euroland – og en forværring af preset vil også presse realerne.

Som udgangspunkt er vores aktuelle anbefalinger til frie midler for private derfor, at man skal koncentrere sig om det 2-5 årige segment på rentekurven. Dels fordi det i det usikre marked er forbundet med større risiko at købe lange obligationer. Og dels fordi det rentefald, som vi forventer i den kommende periode, især vil komme i den korte ende.

Figur 1 · Bedring i pengemarkedet

Indekseret udvikling i TED-spread (okt. 07 = 100)

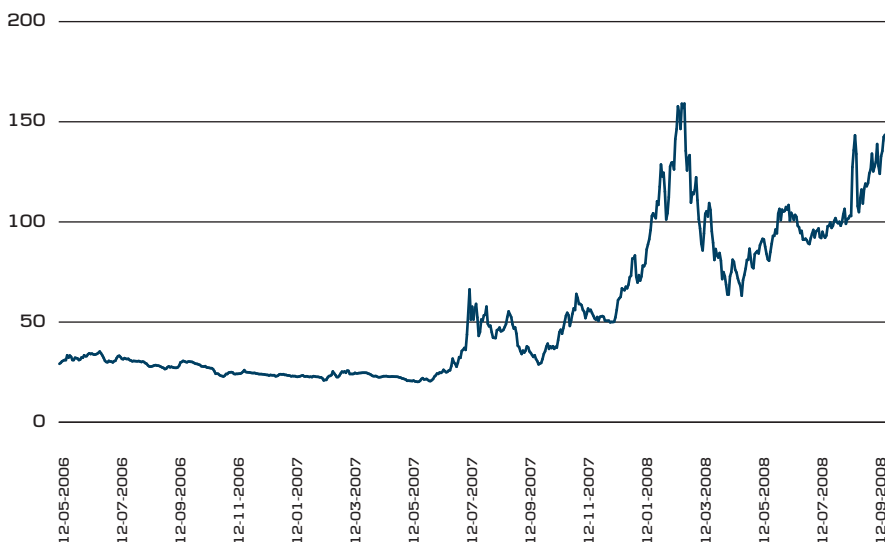


KILDE: DANSKE MARKETS

TED-Spread er forskellen på den 3 måneders rente, som bankerne internt kan låne euro (EURIBOR) hhv. dollar (LIBOR) til hos hinanden og 3 måneders statspapirer, hhv. i Euroland og USA. TED-Spreadet er stadig langt over det historiske gennemsnit, hvilket afspejler fortsat tillidskrise i banksektoren, men der er dog en vis bedring at spore på det seneste.

Figur 2 · Forværring i kreditmarkedet

Basispoint



KILDE: DANSKE MARKETS

iTraxx Europe-indekset, baseret på de 125 mest likvide Investment Grade kreditobligationer i Europa, viser, hvad det i basispoint koster for en køber af disse europæiske obligationer at forsikre sig mod misligholdte betalinger over en femårig periode. Der ses en markant stigning på det seneste, hvilket hænger sammen med, at finanskrisens forværring af de makroøkonomiske perspektiver, har øget sandsynligheden for, at flere udstedere bukker under. Dette afspejler også, at lånebetingelserne er blevet betydeligt vanskeligere for virksomhederne.



»It's not as bad as you think

Why a crack on Wall Street will not crash the world's markets«

FORSIDEN AF NEWSWEEK, 29. SEPTEMBER 2008

FN: Kreditkrisen er en gylden mulighed for at genopbygge et "grønt" globalt finanssystem

Kreditkrisen er en gylden mulighed for at genopbygge et "grønt" globalt finanssystem, siger FN's klimachef, Yvo de Boer.

»Regeringer har nu muligheden for at skabe og gennemtvinge en politik, der stimulerer konkurrencen i den private sektor til at investere i Clean Tech-industrien«, udtalte han ved en pressekonference i New York i oktober.

Yvo de Boer påpegede, at i og med, at det globale energibehov ventes at stige med 50

pct. frem til 2030, så må investeringer i Clean Tech starte nu.

Chancen for at opbygge en grønnere verdensøkonomi kommer i december i Poznan i Polen, hvor regeringer vil begynde at formulere en efterfølger til Kyoto-traktaten i kampen mod global opvarmning. Deadline for den endelige aftale er klimatopmødet i København i december 2009.



WWF: Økologisk kreditkrise er langt værre

Vi står over for en økologisk "kreditkrise", der er langt værre end den aktuelle globale finanskrisen, advarer ledende miljøgrupper.

I den seneste *Living Planet Report*, udarbejdet af *World Wildlife Foundation (WWF)*, *the Zoological Society of London* og *the Global Footprint Network*, påpeges det, at Jordens naturlige ressourcer udtømmes så hurtigt, at det omkring 2035 vil kræve, hvad der svarer til to jordkloder at fastholde den aktuelle livsstil.

»Vi opfører os økologisk på samme måde som finansielle institutioner har opført sig økonomisk – vi søger øjeblikkelig tilfredsstillelse uden hensyn til konsekvenserne,« udtaler Jonathan Loh fra the Zoological Society of London i en sammenligning af finanskrisen og omkostningerne ved menneskelig forurening, afskovning, overfiskeri og inddragelse af landområder til landbrug og bebyggelse.

»Konsekvenserne af den globale økologiske krise er langt alvorligere end den aktuelle økonomiske nedsmeltning«, siger han.

I rapporten påpeges, at mere end 75 pct. af Jordens befolkning lever i lande, hvor forbrugsniveauet overgår miljømæssig genopbygning. Den advarer mod, at ukontrolleret forbrug af »naturlig kapital« sætter verdens fremtidige velstand i fare, med markante økonomiske effekter, inklusiv høje priser på fødevarer, vand og energi.

WWF's internationale direktør, James Leape, udtaler, at verdens ledere må sætte økologiske problemstillinger på toppen af deres dagsorden og sikre, at miljøet indregnes i alle beslutninger om forbrug, udvikling, handel og styring af landbrug og fiskeri.

»Hvis menneskeheden har viljen, har det også vejen til at leve inden for Jordens begrænsninger, men vi må anerkende, at den økologiske kreditkrise vil kræve en endnu mere massiv indsats end det, vi oplever nu i forbindelse med finanskrisen,« siger han.

Emissioner fra fossile brændstoffer er blandt de værste syndere, når det handler om det uholdbare pres på planeten, hedder det i rapporten. Men de tre organisationer bag rapporten me-

ner, at det kan reguleres med en efterfølger til Kyoto-traktaten. Rapportens konklusioner er i bund og grund de samme, som FN nåede frem til i sin fjerde *Global Environment Outlook* udsendt for et år siden.

Ifølge *Living Planet Report* overgår verdens globale miljømæssige fodaftryk nu planetens kapacitet til at regenerere med 30 pct. I 2002, var tallet i det års *Living Planet Report* på 20% og estimeret lød dengang, at vi ville kræve to planeter i 2050.

USA og Kina har de største nationale økologiske fodaftryk. Opgjort pr. indbygger er USA og Australien blandt de fem største "fødder" sammen med de Forenede Arabiske Emirater, Kuwait og – Danmark.

De fem nationer med de mindste økologiske fodaftryk er Bangladesh, Congo, Haiti, Afghanistan og Malawi. De eneste regioner, der som helhed formår at leve inden for grænserne af deres "biokapacitet" er ikke-EU Europa, Afrika, Latinamerika og Caraibien.

KILDE: NEW SCIENTIST

Nedturen bliver slem – men ikke på japansk

Der sammenlignes på livet løs med depressionen i 30'erne og den japanske krise i 90'erne. Er det realistisk?

Finansielle kriser og børskrak er bestemt ikke noget nyt. Men lige nu befinder vi os i en global finansiell krise af et omfang, verden aldrig tidligere har set. Verdens finansielle system overlever naturligvis. Det store spørgsmål er, hvor store tømmermændene bliver i økonomien.

I den forbindelse er det svært at lade være med at sammenligne med børskrakket i Wall Street 1929 og den efterfølgende depression. Og mindst lige så slemt; det japanske kollaps i aktie- og ejendomsmarkedet i 1989, der med-

førte bankkrise, en permanent ændring i forbrug- og opsparingsadfærd og en mangeårig lavvækst og deflation. En krise, som Japan faktisk ikke har restitueret fuldt ud fra endnu.

Er det, hvad vi står overfor – en amerikansk depression eller en japansk krise version 2.0?

”Der er en risiko for det, men det er ikke sandsynligt. Den helt klare forskel i forhold til Japan-krisen er, at man har gjort en hel masse meget tidligt for at mindske de økonomiske effekter. Hvor man i Japan ventede for længe, hæmmet af æresbegreber og kulturelle barrierer i forhold til Vesten, som gør det vanskeligt at erkende fejl. Men når det er sagt, må det også erkendes, at den aktuelle situation ser stadig grummere ud og tyder på, at den økonomiske krise kommer til at vare længe,” siger Danske Banks cheføkonom, Steen Bocian,

der imidlertid understreger, at verdenssamfundet denne gang generelt er præget af en afgørende handlekraft og fleksibilitet, så det, selv med de sorteste briller på, er svært at se situationen udvikle sig til en depressionslignende tilstand med ekko fra de amerikanske 30'ere eller de japanske 90'ere.

Alle er enige om, at den recession, verdensøkonomien står overfor, vil have en deflationær effekt. Den amerikanske centralbank har med den seneste rentenedsættelse nået 1,0 pct. Begynder det ikke at se japansk ud?

”Med en Fed-rente på 1,0 pct. er der ikke langt til nul, men der er mange andre pengepolitiske instrumenter i spil end blot den ledende rentesats i centralbanken. Fed tilfører markedet masser af likviditet og giver fundamentet for, at pengemarkedet kan fungere normalt igen, og det samme gør den europæiske centralbank. Det er også begyndt at afspejle sig i en svag bedring af pengemarkedsrenterne, men problemet er den mistillid, der præger banksystemet. Der skal meget til, før den er væk. Vi er i ukendt territorium, men det er værd at hæfte sig ved, at netop Ben Bernanke, den amerikanske centralbankdirektør, nok er den rette mand ved roret i denne situation, da hans akademiske forskning før i tiden netop går på den amerikanske depression og den japanske krise,” siger Steen Bocian.

Men der er jo mange usikkerhedsfaktorer i spil. Er det overhovedet muligt, at lave troværdige økonomiske prognoser i den aktuelle situation, hvor fx mange udviklingsøkonomier, viklet godt ind i de udviklede landes finanssystemer, ser ud til at falde som dominobrikker?





POLIFOTO

Japanernes lyst til at bruge penge er stadig hæmmet af den hårde krise i 90'erne, der fulgte efter kollapset i ejendoms- og aktiemarkedet i 1990.

”Vi kan ikke indregne kollaps i udviklingsøkonomierne i de økonomiske prognoser, så bl.a. derfor er vores ”spådomme” for tiden behæftet med større usikkerhed end normalt. Økonomiske prognoser har deres største værdi i en verden, der fungerer normalt, men verden er ikke normal lige nu. Vi er ramt af et usædvanligt stort finansielt chok og befinder os i en situation, hvor der hele tiden kommer nye overraskende og mange informationer, og de finansielle markeder er meget negative over for alt,” påpeger cheføkonomen.

I har for kort tid siden udsendt en ny prognose for dansk økonomi, som jo ikke overraskende ser lidt mørk ud. Hvordan ser det ud med kronen – kan den modstå presset?

”På den korte bane kan Nationalbanken ikke sætte renten ned, da kronen stadig er under pres. Men jeg tror ikke, presset bliver så stort, at vi må slippe bindingen til euroen. I den forbindelse skal man huske på, at Nationalbanken styrer kronens udsving over for



Steen Bocian

euro i et meget snævert interval. Men i praksis er der i vores aftale med ECB mulighed for en svækkelse helt ud til 2,25 pct. fra paritetskursen. Og når vi dertil, så har vi i princippet ubegrænsede midler til at forsvare kronen, da ECB så vil træde til,” siger cheføkonomen og tilføjer, at ECB allerede har rakt kronen en hjælpende hånd ved at indgå en swapaftale med Nationalbanken, der reelt giver banken adgang til 12 mia. ekstra euro for at forsvare kronen.

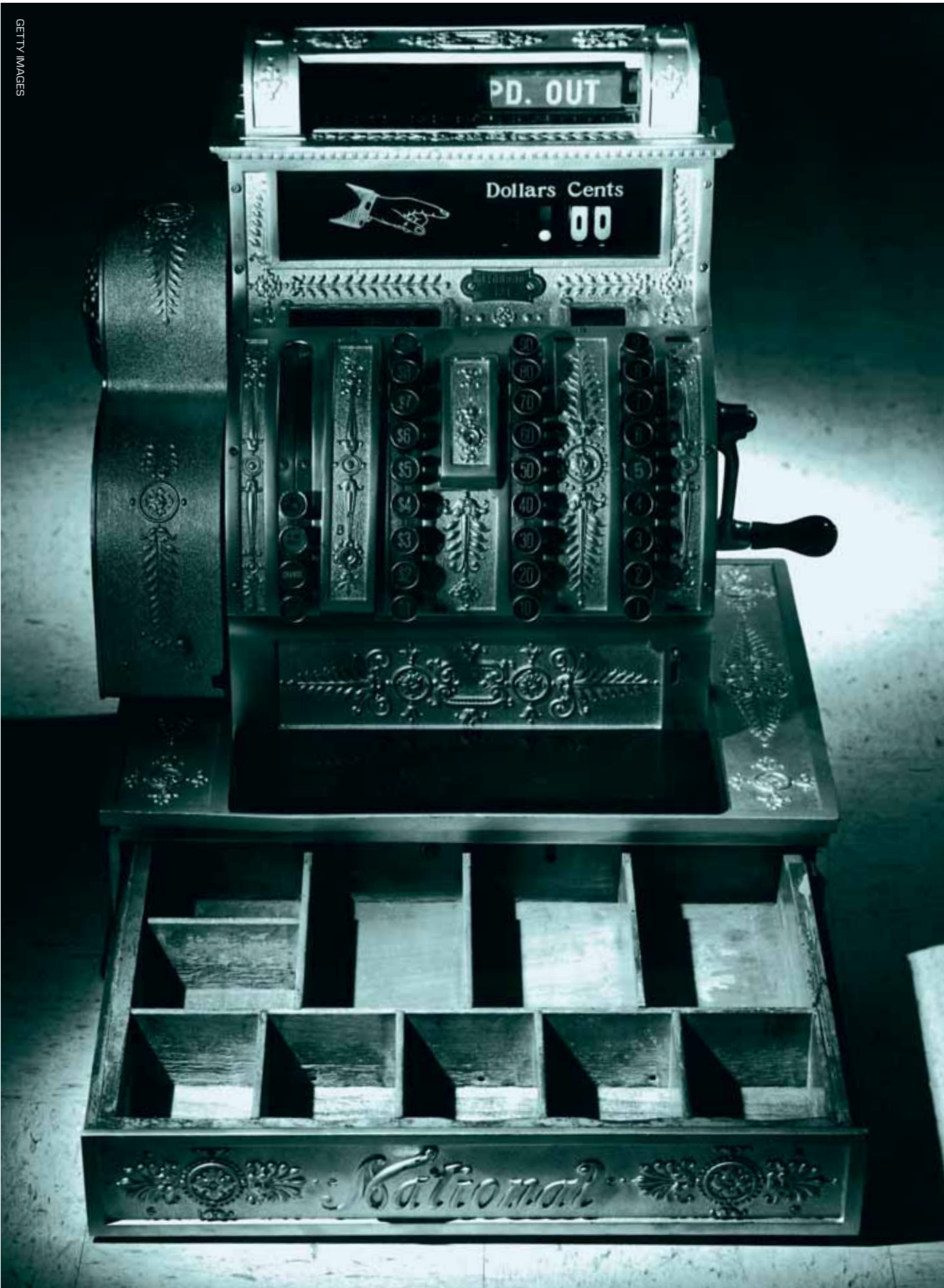
Man kommer ikke udenom visse ubehagelige fælles-træk med optakten til den amerikanske depression og den japanske krise. Også dengang var det vildt overdrevne forventninger til visse aktiver, der gjorde både virksomheder, finanssystemet, forbrugerne og økonomierne som helhed ekstremt sårbare over for den dag, boblerne punkterede. Reaktionerne fra centralbankerne og politikerne var imidlertid væsentlig anderledes i forhold til i dag.

Dengang i 1929 var det en amerikansk centralbank uden den store historiske ballast, der skulle forsøge at rede trådene ud. Federal Reserve var blevet oprettet i 1913 – og grundlaget for bankens oprettelse opstod i realiteten i forbindelse med krakket i 1907, hvor panikagtige tilstande på de finansielle markeder førte til en debat om nødvendigheden af en statslig instans i finanssektoren. Det var med de bedste intentioner, at Fed holdt renten lav efter krakket i Wall Street, men fejlen bestod i, at man ikke lod seddelpressen rulle. Den begrænsede mængde af penge betød, at banksystemet opretholdt en ekstremt stram kreditpolitik, som virkede kvælende på den private sektor. Da der samtidig blev ført en stram finanspolitik var fundamentet lagt for en voldsom stigning i arbejdsløsheden og et massivt fald i den indenlandske efterspørgsel.

I 90'erne var det så Japans tur. Optakten var her Japans ”mirakuløse” vækst siden 60'erne, som i slutningen af 80'erne havde sendt Solens Rige op i det globale førerfelt blandt verdens største økonomier. Men som det ofte ses i den slags situationer var japanerne også blevet forblændede af deres egen succes, og havde sendt ejendomspriserne og aktiekurserne op på utrolige højder. Da begge bobler bristede omkring 1989-90, var det starten på en japansk nedtur, der mindede om den amerikanske depression.

Overbelånt jord og ejendomme havde skabt en enorm byrde af dårlige lån, som tyngede bankerne og hæmmede mulighederne for udlån. Forbrugerne, der havde levet højt på det japanske mirakel fik et chok, som i den grad fik dem til at holde på pengene i de næste mange år. Og det var en forklaringerne på den selvforstærkende deflationsspiral, der opstod. Forbrugerne ændrede deres adfærd markant, og begyndte at spare penge op frem for at bruge dem, mens virksomhederne holdt igen med investeringer – og finanspolitiske og pengepolitiske indsprøjtninger kom for sent til at vende denne udvikling. Japan endte i stedet i en selvforstærkende likviditetsfælde – en situation med stadig stigende overskud af opsparing i forhold til købelysten hos husholdninger og virksomheder.

Den japanske centralbank havde en rente på nul i knap seks år, men lige meget hjalp det. Først for et par år siden lykkedes det at bryde den onde cirkel og japanerne kunne hilse inflation velkommen samt notere en positiv vækst drevet af en stærkere indenlandsk efterspørgsel. Men den japanske økonomi er fortsat skrøbelig og afhængig af eksport, og aktiemarkedet er aldrig nået i nærheden af højderne fra 80'erne. For nylig nåede Nikkei 225-indekset det laveste niveau i 26 år.



GETTY IMAGES

Først Island

– kommer der flere?

Det islandske banksystem er kollapsedet og er nu desperat afhængig af udenlandske långiveres nåde. Blandt de central- og østeuropæiske lande er det ikke svært at finde kandidater, der også er tvunget til at bede om hjælp udefra.

Naturens brutale evolutionsbetingelser gør sig også gældende i den økonomiske verden. Den kapitalistiske samfundsmodel, hvis fundament er de frie markeds kræfter, indebærer derfor også, at det kun er de bedst egnede, der overlever. På den måde sikres allokeringen af penge og ressourcer på en måde, som er den mest effektive og hensigtsmæssige for den økonomiske udvikling, lyder teorien. Hvis en virksomhed ikke er i stand til klare sig på markedsbetingelserne, så må den dreje nøglen om.

Sådan har udgangspunktet i hvert fald været indtil for nylig. Men som bekendt har mange banker verden over vist sig at have tabt så mange penge det seneste år, at en lang række lande har været tvunget til at iværksætte enorme redningsplaner for at stabilisere det finansielle system, der er forudsætningen for, at samfundet kan fungere.

I sig selv har det givet anledning til diskussioner om det moralsk angribelige i, at regeringer og centralbanker og dermed i sidste instans skatteyderne, skal medvirke til at betale regningen for, at nogen har fejlvurderet markedsudviklingen. Kollapset i det islandske banksystem har givet debatten en ny drejning, da det nu er et helt land, som kræver ekstern hjælp.

Her har banker og virksomheder – som i øvrigt er investeret ind i hinanden på kryds og tværs – op gennem lavrenteperioden formået at etablere en udlandsgæld på seks gange Islands BNP. Det gik fantastisk godt, da renten var lav og verdensøkonomien kørte i det højeste gear i 30 år. Islandske forretningsmænd investerede enorme summer i store virksomheder over

hele Europa og de islandske banker ekspanderede voldsomt – men det hele skete for lånte penge.

Da finanskrisen satte ind, blev der lukket for lånemulighederne, og det gjorde meget ondt. Det islandske væksthush kollapsede, og ordet statsbankerot nævnes nu ofte, når snakken falder på vikingernes efterkommere i det kolde nord.

Er Island ved at gå bankerot?

”Island behøver ikke gå bankerot. Staten har reelt overtaget bankerne, men endnu ikke deres gæld. Problemet er imidlertid, at landets banksystem og finansmarkeder ikke fungerer, og staten har ingen mulighed for selv at dække de enorme gældsposter. Landet er derfor afhængig af, at nogen udefra vil låne dem penge,” siger Lars Christensen, analytiker i Danske Analyse, der allerede i 2006 advarede om, at den islandske succes var et forgældet korthus, der ville vælte på et tidspunkt med enorme økonomiske konsekvenser til følge.

For nylig blev det annonceret, at IMF i samarbejde med nordiske centralbanker og den japanske centralbank står bag en redningspakke til 6 mia. USD, som skal hjælpe Island ud af krisen. Blandt betingelserne herfor er bl.a. en restrukturerings af banksektoren, en gennemgang af banklovgivningen samt en troværdig plan for den finanspolitiske stramning i lyset af udsigten til en statsgæld, der ventes at stige til over 100 pct. af BNP.

Hvem følger efter?

Island er det første land, der må kaste håndklædet i ringen som følge af fi-



Lars Christensen, analytiker i Danske Analyse

nanskrisen. Men der er andre i farezonen.

”Vi har set på, om der er en Island look-a-like blandt udviklingsøkonomierne. Det er der trods alt ikke. Ingen er forgældet i den grad, som islandsk bank- og erhvervsliv har formået. Men der er mange lande, der har nogle karaktertræk til fælles med Island – forhold, der kan vise sig at blive katastrofale,” siger chefanalysen.

Det gælder som udgangspunkt de lande, der har stor udlandsgæld og store underskud på betalingsbalancen – forhold, der gør dem afhængige af udenlandsk kapital. De mest oplagte kandidater er Pakistan, Argentina (statsbankerot i 2001) og Venezuela, men også i EU's egen baggård er der lande i store problemer. Det gælder eksempelvis Bulgarien, Ungarn og Rumænien.

”Her er det værd at hæfte sig ved, at den europæiske centralbank, ECB, allerede har givet et lån på fem mia.

EUR til Ungarn. Det rejser flere spørgsmål. Kan andre så også få det? Fx Rumænien og Bulgarien? Og hvad med Kroatien, der ikke engang er med i EU, men som også er viklet ind i europæisk finans?" siger Lars Christensen.

Problemet er, at EU frygter dominoeffekten i de øst- og centraleuropæiske lande. Mange store europæiske banker har udlånt store summer til disse lande, og hvis fx Ungarn blev overladt til sig selv, kunne det resultere i store tab for en række vesteuropæiske banker – hvilket vil bidrage til at fastholde den mistillidskrise i banksystemet, der stadig er problemet i både USA og Europa.

"Men det er en vanskelig situation. Når nogle lande stiller statsgarantier og hjælper trængte banker, så er der altid nogen, der ikke er med. Hvor skal man trække grænsen? Går Argentina ned, vil en masse spanske banker blive hårdt ramt. Skal EU så hjælpe Argentina?" spørger Lars Christensen.

Fokus på ubalancer

Han påpeger, at markedets fokus har ændret sig markant. Gennem den seneste årrække har der ikke været synlig opmærksomhed omkring økonomiske ubalancer såsom stor udlandsgæld, stort budgetunderskud og stort underskud på betalingsbalancen. Også de lande, som er præget af sådanne ubalancer, har nemlig leveret særdeles gode afkast til investorerne i lavrenteperioden.

Men det har under finanskrisen ændret sig drastisk, og de lande, der er afhængige af kapital fra udlandet, er kommet under voldsomt pres – et pres, som

de ikke kan klare uden hjælp udefra.

"Ubalancerne har et så stort omfang i især de øst- og centraleuropæiske lande, at det tvinger EU og ECB til at komme på banen som langt mere aktive spillere for at undgå en forværring af situationen, idet europæisk finans og erhvervsliv er så eksponeret over for udviklingen i disse lande. Også IMF må på banen igen og træde i karakter i sin traditionelle rolle som global "lender of last resort" – en rolle, der med undtagelse af Tyrkiet i 2001, ikke har været nødvendig siden 1998. Det gælder i særlig grad de lande, som ikke har instanser som EU og ECB i ryggen, fx Ukraine, Pakistan og Kazakstan. Men skal eksterne instanser som EU, ECB og IMF træde til med støtte i stort omfang til diverse trængte lande kræver det generelt også, at de stiller store krav til den økonomiske politik."

IMF har i sandhed travlt i disse tider. Fonden, der råder over 255 mia. USD, har udover hjælpen til Island på 2,1 mia. USD, allerede lånt Ukraine 16,5 mia. USD over to år, selv om det er uklart, hvordan landet, som mangler en regering og står over for det tredje parlamentsvalg på tre år, skal kunne gennemføre den skrappe økonomiske hestekur, der er nødvendig for at genetablere tilliden til landet. Andre lande står også i kø for at få adgang til IMF's pengekasse, men også Verdensbanken og EU må træde til.

Ungarn har allerede fået en aftale i hus med IMF, Verdensbanken og EU på samlet 25,1 mia. USD, fordelt på de tre instanser med hhv. 15,7 mia. USD, 1,3 mia. USD og 8,1 mia. USD.

Meget tyder på, at Pakistan får et lån på 10 mia. USD over to år, mens lande som fx Bulgarien, Ungarn, Letland, Rumænien og Serbien også bejder til hjælp fra de tre instanser. Men køen slutter ikke der. Også Tyrkiet, Argentina, Venezuela og Sydafrika er i store problemer, som kræver store lån meget snart.

Vi har identificeret de mest udsatte udviklingsøkonomier. Hvem har kapaciteten til at klare sig godt i krisen?

"De vigtigste latinamerikanske lande Brasilien og Mexico er fundamentalt set sunde økonomier, men de rammes hårdt af USA's nedtur og faldet i olie- og råvarepriserne ligesom Rusland også bliver. Som udgangspunkt vil de asiatiske lande, især Kina, klare sig relativt godt. Men jeg er ikke enig med dem, der tror, at Emerging Markets generelt, inklusive de stærkeste asiatiske økonomier med store betalingsbalanceoverskud, i kraft af deres stærke indenlandske vækst og mindre eksport til USA end tidligere, vil være i stand til at undslippe effekterne af den finansielle krise og den økonomiske nedtur i de udviklede lande. Som vi allerede har oplevet i stor stil og stadig ser rammes de hårdt på deres respektive valutaer og aktiemarkeder, og de rammes også vækstmæssigt. De er trods alt stadig afhængige af eksport i betydeligt omfang, og derfor vil den udviklede del af verdensøkonomien ikke få et væsentligt vækstbidrag fra Emerging Markets. Også udviklingsøkonomierne står over for en nedtur i de kommende år," slutter Lars Christensen.

Den islandske finanssaga

I 2003 blev to af de tre store islandske banker privatiseret, og friggjort af det snærende statsejerskab startede de en hastig optur. Bankerne – hvoraf de tre næsten tegnede sig for hele finanssystemet – voksede hurtigt i kraft af den lettilgængelige kredit på de internationale lånemarkeder. Bankernes kombinerede aktiver blev 10-doblet på fem år. Ved udgangen af 2007 tegnede de sig således for en samlet aktivmasse på 180 mia. USD – i skærende kontrast til nationens BNP på knap 19 mia. USD. En stolt periode for islændingene, hvoraf mange blev rige. Men det var en succes på lånt tid, for lånte penge. Bankerne nød godt af adgangen til rigelig lånekapital på de internationale kapitalmarkeder og udlånte selv enorme summer til islandske forretningsfolk, der købte stort op i europæiske virksomheder, bl.a. Magasin i Danmark. Men da finanskrisen begyndte at stramme til, og likviditeten i det internationale finanssystem frøs til, sluttede festen.

Lars Christensen advarede allerede i 2006 i en analyse af Island om, at "islandsk økonomi ser ud til at være meget afhængig af de globale finansielle markeders villighed til at låne penge ud. Dette rejser spørgsmålet om, hvorvidt økonomien ikke blot står over for en recession, men også en alvorlig finanskrise". Lars Christensen spåede, at det kunne resultere i en krise, som ville koste 5-10 pct. af landets BNP. Alle de tre store islandske banker afviste kategorisk et sådant scenario som højst usandsynligt. De tog fejl. Virkeligheden er nu, at Lars Christensens spådom om BNP-svækkelsen faktisk var for optimistisk.



Økonomerne undervurderer altid økonomiske kriser

Recessioner og lavkonjunkturer har altid været uundgåelige faser i moderne økonomier. Men økonomerne har aldrig været gode til hverken at forudsige dem eller vurdere omfanget.

En undersøgelse foretaget af IMF har set på, hvordan *consensus forecasts* – dvs. gennemsnittet af en stor gruppe økonomers prognoser – klarede sig forud for 60 forskellige nationale recessioner, der ramte verden omkring 90'erne. Resultatet er nedslående. I 97 pct. af tilfældene formåede økonomerne ikke at forudse kontraktionen i økonomien et år senere – mange økonomer formåede ikke en gang at forudse recessioner, der indtraf blot to måneder senere. I de yderst sjældne tilfælde, hvor økonomerne faktisk formåede at forudse en recession, undervurderede de i betydelig grad dybden af krisen.

Nouriel Roubini, økonomiprofessor på New Yorks universitet, mener, at der er en overdreven optimisme indbygget i økonomernes maskineri, matematikken, i moderne økonomisk teori. Økonometriske modeller hviler typisk på en forudsætning om, at den nærmeste fremtid sandsynligvis vil ligne den seneste udvikling, og derfor er det sjældent, at modellerne vil forudse opbremsninger i økonomien. Og kan de ikke forudse ordinære recessioner, kan de endnu mindre forudse finanskriser.

"Vi er i ukendt territorium, hvor standard økonomisk teori ikke er nyttig," udtalte Roubini for nylig.

George Soros: Superboblen er bristet

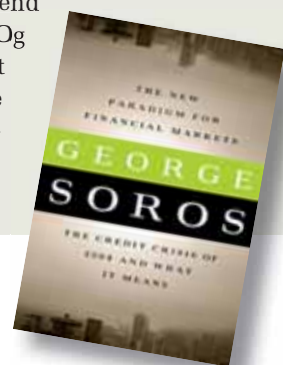
Storspekulanten George Soros udsendte bogen *"The New Paradigm for Financial Markets"* for godt et halvt år siden. Soros fremhæver i sin bog, at vi befinder os i en finanskris uden historisk sidestykke, og han mener, at fundamentet hertil i realiteten blev lagt omkring 1980, da Ronald Reagan indtog præsidentembedet i USA, og Margaret Thatcher blev premierminister i Storbritannien. Det blev startskuddet til en periode, hvor den monetaristiske tankegang vandt frem. Man skulle blande sig så lidt som muligt i markedsmekanismerne, og pengepolitikken skulle sørge for at holde inflationen i ave. Men det var efter Soros' mening en eklatant fejl at overlade så megen magt til markedet.

Han skriver i bogen, at i modsætning til klassisk økonomisk teori, som antager fuldstændig information, så kan hverken de monetære eller finanspolitiske myndigheder basere deres beslutninger udelukkende på viden. Deres fejlvurderinger og misforståelser påvirker markedspriserne, og mere vigtigt, markedspriserne påvirker de såkaldte fundamentale faktorer, de antages at afspejle. Markedspriser afviger ikke fra en teoretisk ligevægt på en tilfældig måde, som de nuværende paradigme fastholder. De synspunkter og holdninger, som markedsdeltagere og regulerende myndigheder har, svarer aldrig til tingenes faktiske tilstand. Det betyder, understreger George Soros, at markederne aldrig når den ligevægt, der postuleres af den økonomiske teori. At man overlader den økonomiske udvikling til markedskræfternes betingelser kalder Soros "politisk markedsfundamentalisme" og det anser han ikke for bedre end marxistiske dogmer. Begge ideologier forsøger under dække af videnskabelige argumenter at fremstå som mere acceptable, men teorierne bakkes ikke op af virkeligheden. Soros me-

ner, at "laissez faire"-filosofien i 80'erne blev startskuddet til en periode, hvor finanssektoren i stigende grad begyndte at investere i kredit. Hermed startede en "superbobbel", som består i, at USA igennem de seneste 25 år har opsuget opsparring fra resten af verden, forbrugt den, og i stedet udstedt gældsbeviser i enormt omfang, som i stor stil er blevet købt op af Kina, Japan og andre eksportende asiatiske lande samt de olieproducerende lande. Men lysten til fortsat at finansiere USA's enorme budgetunderskud og mangeårige overforbrug vil fremover være for aftagende, især i betragtning af de store udstedelser af statspapirer, der venter forude for at finansiere de omfattende redningsplaner.

Medvirkende til superboblens omfang har været de mange finansielle instrumenter, der i omfang er eksploderet den seneste årrække. Boligboblen i USA har været en del af denne superbobbel og tidligere centralbankdirektør i USA, Alan Greenspan, var med sin langvarige lavrentepolitik – trods mange advarsler – med til at skabe den. Nu er boligboblen og den superbobbel som helhed bristet, og det ændrer den verdensøkonomiske dagsorden.

Soros forventer, at USA står over for en massiv lavkonjunktur, der får vidtrækkende konsekvenser – men ikke alle vil blive ramt lige hårdt. Den konventionelle lærdom, som siger, at når USA nyser, bliver resten af verden forkølet – den tror Soros ikke længere på. Han mener, at Kina vil klare sig igennem krisen og komme ud på den anden side med en betydelig forholdsmæssig styrke – Kina vil udfordre USA's mangeårige overherredømme før end tidligere ventet. Og euroen vil på sigt blive en stærkere valuta på bekostning af dollaren.



Turbulens på valutamarkedet

Danske Banks valutastrateger argumenterer for, at der i 2002-2007 var en »spekulativ bobbel« på valutamarkedene. Denne boble er bristet under finanskrisen, og det er baggrunden for, at vi oplever en ekstrem stigning i eksempelvis yen og schweizerfranc.

Lavrenteperioden fra 2002-2007 har fået skyld for meget – og med god grund. Blandt andet var den en bidragende faktor til de mange bobler på ejendomsmarkedene rundt omkring i verden, og indsnævring af renteforskellen på mere risikable obligations typer i forhold til statsobligationer til uhørt lave niveau, som ikke var retfærdiggjort af fundamentale faktorer.

Bobbel på valutamarkedet

Men også på valutamarkedene blev der skabt en bobbel i og med, at det blev populært (som i 90'erne blandt private, se boks) at optage lån i de lavt forrentede valutaer, og placere pengene i højtforrentede for at tjene på renteforskellen – ofte med store gearinger. Denne form for valutaspekulation går under betegnelsen *carry trades*. Det burde i teorien ikke kunne lade sig gøre at tjene penge på denne måde, idet lavt forrentede valutaer burde stige i værdi, mens højtforrentede burde falde, altså ingen *free lunch*. Men ét er teori, noget andet praksis.

Det gik i lang tid godt, men finanskrisen fik det hele til at bryde sammen og de risikovillige brændte fingrene voldsomt.

Især japanske yen og schweizerfranc, der begge kan lånes til lav rente, har været populære i disse carry trades, og det er hovedforklaringen på, at vi i denne tid oplever så voldsomme kursstigninger i disse valutaer.

Den globale nedsmeltning på de finansielle markeder betyder, at mange investorer, ikke mindst hedgefonde, er tvunget til at lukke forretninger over en bred kam for at skaffe kapital, og det går hårdt udover de gearede valutaforretninger.

Både yen og schweizerfranc har traditionelt også fungeret som flugtvalutaer i krisetider. Også den amerikanske dollar har gode defensive egenskaber, idet mange amerikanske investorer hjemtager lån og nogle endda tvinges

til at likvidere positioner i udenlandske markeder. De seneste måneders kraftige styrkelse af dollar over for euro de seneste måneder bygger dog også på, at euroen har været overvurderet i forhold til dollaren på et tidspunkt, hvor de europæiske vækstudsigter er forringet meget betydeligt. Da det samtidig ser ud til, at USA rejser sig først igen, og at aktiemarkedet her muligvis når bunden allerede i år (se s. 10-11), er der basis for yderligere dollarstyrkelse over for euroen.

Ny valutaprognose

Den voldsomme udvikling på de finansielle markeder har fået Danske Banks valutaanalytikere til ekstraordinært at opdatere deres prognose:

Valutaprognose

	Spot	1m	3m	6m	12m
USD/EUR	1,27	1,23	1,21	1,16	1,16
USD/JPY	96,5	90	90	90	95
EUR/CHF	1,46	1,43	1,42	1,44	1,44
USD/DKK	5,87	6,07	6,17	6,43	6,43

KILDE: DANSKE MARKETS RESEARCH.

BEMÆRK: EN PROGNOSE ER IKKE EN PÅLIDELIG INDIKATOR FOR DEN FREMTIDIGE KURSUDVIKLING.

Kapitalflugt og nedgearing styrker USD, JPY og CHF



Historien har det med at gentage sig...

I slutningen af 80'erne og starten af 90'erne var det populært i den finansielle verden - også blandt private investorer i Danmark - at lave såkaldt rentearbitrage (kaldet carry trades i dag). Det bestod at man stillede en given sikkerhed og solgte en lavt forrentet valuta mod en højtforrentet valuta på valutaterminsmarkedet for en given periode, typisk med en gearing på 20. Lå spotkursen på udløbstedspunktet under terminskursen, tjente man penge.

Det var særligt populært i de europæiske valutaer, som var medlemmer af det europæiske valutasamarbejde (EMS), fx D-mark mod spanske pesetas, som gav investorerne en renteforskel på adskillige procentpoint og rentearbitrage nåede folkelig popularitet. For det var jo "sikkert". EMS-landenes valutaer havde jo visse udsvingsbånd, de skulle bevæge sig inden for, og centralbankerne skulle forsvare dem, hvis de kom under pres.

Problemet var blot, at forskellen på en højt forrentet valuta og en lavt forrentet illustrerer en forventet højere inflation i

højrentelandet, som med tiden (ifølge teorien) skal svare til en tilsvarende svækkelse af højrentevalutaen, så købekraften forbliver ens i de to lande. Og jo længere der gik, mens man i EMS-samarbejdet opretholdt kursrelationerne mellem de lavt og højt forrentede, desto mere "kurssvækkelse" blev ophobet i højrentevalutaerne. Det måtte bryde på et tidspunkt med så forskellige økonomier og inflationsrater, som var blandet sammen i EMS'en - og det gjorde det. Balladen startede med, at de to ikke-EF lande Finland og Sverige, der havde en tilknytning til EMS'en, måtte slippe denne binding efter stort valutapres. Og så rullede lavinen, som endte med den værste valutauro i Europa siden anden verdenskrig. Lire og pesetas blev nedskrevet, og britiske pund blev presset helt ud af systemet - hvilket forresten gav en vis George Soros en dagsløn på 1 mia. dollars. Slutteligt blev udsvingsgrænserne udvidet til +/- 15 pct. for alle valutaer undtagen D-mark og hollandske gylde, hvilket i praksis betød flydende EF-valutaer.



Ny olieprognose

Under den fortsatte finanskrisen og med udsigt til global lavvækst er råvarepriserne kollapsede



mussen, råvareanalytiker i Danske Bank.

Arne Lohmann Rasmussen har taget konsekvensen af de dystre udsigter for verdensøkonomien og nedjusteret forventningen til råvareefterspørgselen i indeværende kvartal og for 2009 drastisk. Han tror dog på, at vi i andet halvår af 2009 vil opleve svagt stigende priser igen.

"I de aktuelle råvarepriser er indkalkuleret et ekstremt negativt globalt vækstscenario for 2009 og en meget negativ udvikling i Kina, som efter vores vurdering forekommer at være en overreaktion," siger analytikeren.

Han mener, at hvis der ses tegn på lettelse i de finansielle markeder eller optræk til bedre vækstudsigter end, der pt. er lagt op til, så vil råvarerne være den første aktivklasse, hvor priserne vil bevæge sig opad.

"Men vi må sandsynligvis vente til andet eller tredje kvartal i 2009, til det sker. I mellemtiden vil den cykliske nedgang i den globale vækst, som er forværret af finanskrisens eskalation, udgøre en betydelig risiko for yderligere fald i råvarepriserne."

Olieprisen halveret på seks mdr.

Alle råvarer lige fra nikkel til landbrugsprodukter er steget markant siden den seneste krise omkring 2001. Men særlig opmærksomhed har ikke overraskende været tildelt olieprisen, idet olie er et essentielt element i fundamentet for verdens industrialiserede økonomier lige fra dækning af energibehovet til produktion af plasticposer. Olieprisen startede 2008 ud med at gå over 100 USD pr. tønde og fortsatte hastigt en himmelflugt, der fik verdens økonomer til at måbe. Toppen blev nået i foråret med 147 USD pr. tønde. Henover over sommeren stod det

Den finansielle krise hærger alle finansielle markeder for tiden, og råvaremarkedet har den seneste tid været udsat for en nedtur, der nærmest må betegnes som et kollaps. Baggrunden er den uundgåelige udsigt til, at realøkonomien nu skal betale regningen for den finansielle krise. Og når økonomien går ind i en fase med nul eller negativ vækst er det ensbetydende med, at efterspørgselen efter råvarer falder markant.

Men præcis hvor meget råvarepriserne bliver påvirkede, afhænger af, hvor dyb den globale økonomiske krise bliver. Danske Analyse har i lyset af finanskrisens eskalation været tvunget til endnu en gang at nedjustere forventningerne til verdensøkonomien, og venter nu recession i 2009. Kina og Mellemøsten er de eneste regioner, hvor økonomerne forudser en pæn vækst i de kommende 12 måneder.

Kinas vigtige rolle

Kina, hvis voldsomme vækst siden år-

tusindskiftet var den afgørende drivkraft bag råvareprisernes himmelflugt, spiller fortsat en hovedrolle for råvareprisernes udvikling. Landet, som spås en realøkonomisk vækst på 8,8 pct. i 2009, er et af de lande, hvor centralbanken stadig har magten til at kunne stimulere økonomien på effektiv vis, hvis situationen kræver det. Den kinesiske centralbank strammede pengepolitikken i første halvår af 2008 for at imødegå et stigende inflationspres, men er allerede nu begyndt at slække igen med rentenedsættelser og øgede kreditmuligheder – hvoraf sidstnævnte er bankens primære pengepolitiske instrument.

"Takket være en inflation, som nu synes relativt lav, kan Kina medvirke til at dæmpe effekten af en markant svækkelse af efterspørgselen i resten af verden. Men selv Kinas høje vækstrate vil næppe være nok til at hindre den samlede globale efterspørgsel efter råvarer i at svækkes markant fremover," siger Arne Lohmann Ras-

klart, at ikke blot USA, men også Europa stod over for en større økonomisk nedtur, og det blev starten på en faldende tendens i olieprisen (og andre råvarer). Men finanskrisens eskalation den seneste måneds tid har for alvor sendt olieprisen nedad, og i skrivende stund handles olien til under 60 USD pr. tønde.

”I lyset af finanskrisens uundgåelige effekt på den globale efterspørgsel har vi tænkt vores bud på en gennemsnitlig oliepris i 2009 til 80 USD pr. tønde mod tidligere 110 USD pr. tønde. Men OPEC prøver at gøre deres til at forhindre yderligere fald. De har meldt ud, at et niveau på 70-90 USD pr. tønde er acceptabelt, og indtil videre annonceret en reduktion i olieproduktionen på 1,5 mio. tønder om dagen i nær fremtid,” siger råvareanalytikeren.

Der er ikke den store hjælp at hente fra de øvrige olieproducerende lande.

De har trods det seneste års høje oliepris ikke formået, at øge udbudet mærkbart. Og med den væsentligt lavere oliepris vi har nu, er udsigterne til et øget udbud fra den kant svækkede alene af den grund, at produktionsomkostningerne typisk er væsentligt højere end i OPEC-landene. Desuden vil kredittkrisen og de svage aktiemarkeder dæmpe de ellers tiltrængte investeringer i olieindustrien, mener Arne Lohmann Rasmussen.

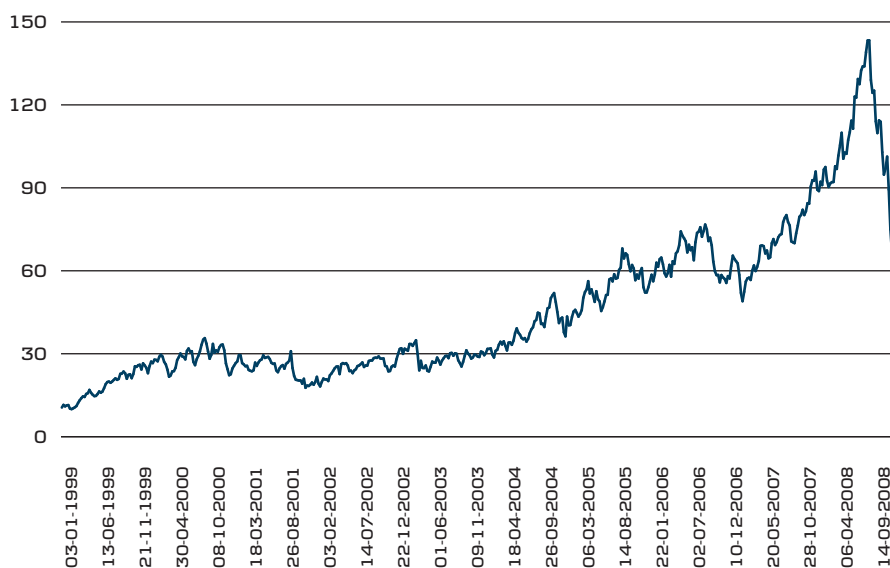
”Nogle af konsekvenserne af finanskrisen, det store fald i olieprisen og den forestående recession er, at der i det dårligt fungerende finanssystem ganske enkelt ikke kan skaffes penge til nogle af de store kapitalkrævende investeringer i nye oliefelter, og desuden er projekterne blevet langt mindre rentable, i visse tilfælde urentable, som følge af den lave oliepris. Derfor vil en normalt fungerende verdensøkonomi om få år sandsynligvis inde-

bære, at vi igen har et olieudbud, der slet ikke kan følge med efterspørgslen, og derfor olieprisen igen stige markant,” siger råvareanalytikeren.

Han forventer, at olieprisen vil handle lidt over 70 USD pr. tønde de kommende seks måneder, for derefter at udvise en svagt stigende tendens i resten af 2009 og slutte året på 85 USD.

”Men det er vigtigt at understrege, at hvis den meget negative, til tider paniske stemning på de finansielle markeder fortsætter, så kan olie- og råvarepriserne generelt fortsætte endnu længere ned. Som udgangspunkt tror vi, at OPEC vil være i stand til at forsvare et interval på 70-80 USD, men dels vil oliemarkedet være præget af høj volatilitet, dels er der større sandsynlighed for, at intervallet brydes nedad end opad, idet OPEC historisk set har haft vanskeligt ved at forsvare olieprisen, når verdensøkonomien er på vej i recession.”

Oliepris \$/tønde



KILDE: REUTERS

Hårfin balance.

De voldsomme udsving i priserne på råvarer afspejler, at udbud og efterspørgsel på råvarer er en balancegang på en knivsæg. De voldsomme stigninger i olieprisen tidligere på året var således ikke udtryk for, at der blev ophobet store olielagre rundt omkring. Oliens blev forbrugt og med en global reservekapacitet i produktionen på praktisk talt nul, måtte prisen nødvendigvis stige – og blev spået at holde sig pænt over 100 USD pr. tønde også i 2009 trods global afmatning. Den senere tids panik på de finansielle markeder trods enorme redningspakker har imidlertid ændret billedet markant. Alt tyder nu på en global recession næste år, som vil mindske efterspørgslen efter olie i en grad, der ikke kan løfte olieprisen over 100 USD pr. tønde trods produktionsnedsættelser hos OPEC.

Hårfin balance

Ser vi blot få måneder tilbage var olieprisen over 140 USD pr. tønde og prognoserne pegede trods udsigten til en global afmatning på, at den ville holde sig godt over 100 USD også næste år. Hvordan kan udsigt til en noget værre økonomisk afmatning medføre, at olieprisen og andre råvarer falder så drastisk? Bruger verdensøkonomien pludselig så meget mindre af dem?

”Det er en illustration af, at balancen mellem udbud og efterspørgsel på råvaremarkederne er hårfin og derfor altid giver sig udslag i voldsomme prisudsving i forhold til ikke blot den faktiske økonomiske udvikling men i meget høj grad også forventningerne hertil. Enten er der olie nok eller også er der ikke. Lige nu er der mere end nok, og derfor rasler prisen ned,” siger Arne Lohmann Rasmussen.

Et godt eksempel på råvarernes følsomhed over for forventninger og økonomisk udvikling er *Baltic Dry Index*. Det er det toneangivende indeks for tørlastfragt over hele verden. Det er faldet 90 pct. i den senere tid, hvilket afspejler en forventning om en voldsom nedgang i den globale skibsfarts indtjening som følge af den økonomiske krise, der ligger forude.

Private investors tab og skatten

I dette og næste nummer af **INVESTERING** vil vi sætte særlig fokus på reglerne for privates investeringer i værdipapirer.

Som følge af finanskrisen har mange investorer i den seneste tid oplevet, at deres investeringer er blevet tabsgivende.

I det følgende vil vi beskrive skatte reglerne for tab på børsnoterede aktier, beviser i udloddende aktiebaserede investeringsforeninger og beviser i akkumulerende investeringsforeninger. Vi vil komme med nogle konkrete forslag til, hvordan skatten kan optimeres i det nuværende marked. Afslutningsvis berøres den skattemæssige behandling af valutalån.

I næste nummer vil vi beskrive reglerne for obligationsinvesteringer, herunder beviser i obligationsbaserede udloddende investeringsforeninger, samt reglerne for investering for pensionsmidler.

Børsnoterede aktier og beviser i udloddende aktiebaserede investeringsforeninger

Avancer og udbytter på børsnoterede aktier samt avancer og visse udbytter på beviser i udloddende aktiebaserede investeringsforeninger beskattes som aktieindkomst. Aktieindkomst beskattes som vist i figur 1.

Aktieindkomst udover 102.600/205.200 kr. beskattes dog kun med 43 %, hvis avancer og udbytter kan rummes i den særlige overgangssaldo pr. 1. januar 2007.

Avance og tab på børsnoterede aktier og beviser i udloddende aktiebaserede investeringsforeninger beskattes i hovedtræk som vist i figur 2.

Hvordan kan du optimere din skattemæssige situation?

I det følgende gives nogle forslag til, hvordan du i det nuværende marked kan optimere din skattemæssige situation:

1. Eventuelle skattepligtige avancer og udbytter på børsnoterede aktier realiseret i 2008 kan neutraliseres ved salg af aktier med tab

Hvis du i 2008 sælger børsnoterede aktier med avance eller modtager udbytter, og du samtidig ejer andre børsnoterede eller unoterede aktier med tab, bør du overveje at realisere tabet for at neutralisere skatten. Dermed undgår du at skulle betale skat af udbytter og avancer.

Inden du foretager salg af aktier med tab, skal du være opmærksom på, at gamle fremførselsberettigede tab på noterede og unoterede aktier realiseret i 2002-2007, fremføres automatisk til modregning i avancer og udbytter.

BEMÆRK: Tab på aktier i en skattefri beholdning kan som udgangspunkt ikke modregnes eller fradrages. Hvis aktierne sælges inden de har været

ejet i 3 år, kan et tab dog modregnes i avancer og udbytter på børsnoterede aktier. Hvis du fortsat tror på den skattefri aktie, bør du overveje om det kan betale sig at realisere tabet, idet en fremtidig værdistigning på en skattefri aktie vil være skattefri i al fremtid. Indgår der aktier i samme fondskode både i den skattefri beholdning og udenfor, anses de først anskaffede aktier for solgt først. Man kan således ikke sælge aktier i den pågældende fondskode uden at påvirke den skattefri beholdning.

2. Aktieindkomsten kan nedbringes til progressionsgrænsen på 46.700 kr., idet aktieindkomsten i så fald kun beskattes med 28 pct.

Hvis du i fremtiden forventer større skattepligtige avancer og udbytter på aktier, vil du med fordel kunne sælge børsnoterede eller unoterede aktier med tab for at bringe årets aktieindkomst ned til progressionsgrænsen på 46.700 kr., så du alene skal betale 28 pct. i aktieindkomstskat.

Et evt. yderligere urealiseret tab kan fremføres til neutralisering af høj aktieindkomst i følgende år.

Hvis du har aktier med en urealiseret avance, kan du eventuelt også vælge at realisere aktieavancen ved delsalg over flere år, så avancen så vidt muligt beskattes med 28 pct.

BEMÆRK: Hvis aktierne med avance har været ejet i mindre end 3 år på salgstidspunktet overføres avancen til beskatning i kapitalindkomsten, i det omfang kapitalindkomsten beskattes med en lavere sats end aktieindkomsten. Det vil f.eks. være tilfældet, hvis din aktieindkomst beskattes med 43 pct. og du har negativ kapitalindkomst (skat 33 pct.) eller du har positiv kapitalindkomst, men ikke betaler topskat og mellemskat (skat 0-39 pct.) Hvis

din aktieindkomst vil blive overført til kapitalindkomsten og kun beskattes med eksempelvis 33 pct., vil der ikke være samme fordel ved at sælge aktier med tab.

3. Tab på børsnoterede aktier kan altid fremføres til modregning i senere indkomstår uden tidsbegrænsning

Hvis du har børsnoterede aktier med tab, som du vælger at realisere i 2008, skal du være opmærksom på, at tabet

kan fremføres til modregning i senere indkomstår helt uden tidsbegrænsning.

BEMÆRK: Selvom du ikke har haft skattepligtige avancer og udbytter på børsnoterede aktier i 2008, så vil du altså ikke miste tabene.

4. Gamle tab skal modregnes første gang i et senere indkomstår, hvor der konstateres en gevinst.

Hvis du for indkomståret 2008 har et



Figur 1

Beskatning af aktieindkomst i 2008		
Skattesats	Enlige	Ægtefæller
28 pct.	Til og med 46.700 kr.	Til og med 93.400 kr.
43 pct.	Til og med 102.600 kr.	Til og med 205.200 kr.
45 pct.	Udover 102.600 kr.	Udover 205.200 kr.

Figur 2

Personer - børsnoterede aktier og beviser i udloddende aktiebaserede investeringsforeninger			
	Avance	Tab	Opgørelse af anskaffelsessum
HOVEDREGEL	Aktieindkomst	Modregning i • avancer og udbytter på børsnoterede aktier • avancer og aktieindkomstbeskattede udbytter på beviser i udloddende investeringsforeninger. Yderligere tab kan overføres til en samlevende ægtefælle eller fremføres til modregning eventuelt hos ægtefællen uden tidsbegrænsning.	Gennemsnitsmetoden.
SKATTEFRI BEHOLDNING Børsnoterede aktier m.v. med værdi på 136.600 kr. og derunder pr. 31. december 2005. For ægtefæller er beløbsgrænsen 273.100 kr.	Skattefri, hvis aktierne har været ejet i mindst 3 år på salgstidspunktet.	Tab kan ikke modregnes, hvis aktierne har været ejet i mindst 3 år på salgstidspunktet.	Aktie-for-aktiemetoden. Det vil sige, at anskaffelsessummen for aktier i en skattefri beholdning ikke påvirker den gennemsnitlige anskaffelsessum for senere erhvervede aktier i samme selskab.



»

uudnyttet modregningsberettiget tab på børsnoterede aktier kan dette fremføres til modregning i avancer og udbytter på børsnoterede aktier realiseret i indkomståret 2009 og senere indkomstår. Et gammelt tab skal anvendes til modregning, første gang der i et senere år konstateres en gevinst.

BEMÆRK: Du kan selv vælge om et tab ønskes overført til modregning hos ægtefællen, eller om tabet skal fremføres til modregning i dine egne avancer. Sidstnævnte kunne f.eks. være en fordel, hvis din ægtefælle kun skal betale 28 pct. i skat af aktieindkomst i 2008, mens tabet forventes at få en skatteværdi på 43 pct. eller 45 pct., hvis det fremføres til modregning i dine egne avancer i indkomståret 2009. SKAT overfører automatisk tab til ægtefællen, medmindre du selv gør SKAT opmærksom på, at tabene ikke ønskes overført til ægtefællen.

5. Eventuel ny lov vil give mulighed for direkte fradrag i aktieindkomsten fra og med 2010

I regeringens lovprogram er nævnt, at der inden for kort tid forventes et lovforslag, der betyder, at den nuværende modregningsret for aktietab på børsnoterede aktier erstattes af en adgang til direkte at fradrage tabene i aktieindkomsten. Det er usikkert, hvornår den nye lov skal træde i kraft, men det må forventes, at det tidligst bliver for tab realiseret fra og med 2010.

Forslaget er en genfremsættelse af et tidligere lovforslag, som ikke kunne vedtages, men som blev et af forhandlingspunkterne i forbindelse med finanslovsaftalen for 2009. Det vides derfor ikke på nuværende tidspunkt om

der er flertal i Folketinget for forslaget. Du kan læse om det tidligere fremsatte lovforslag i maj 2008 nummeret af dette blad. Bladet kan findes i netbanken.

BEMÆRK: Hvis lovændringen gennemføres vil det skattemæssigt kunne være fordelagtigt at udskyde realiseringen af aktietab til efter 1. januar 2010. Fordelen skal dog holdes op mod risikoen ved at blive i markedet.

Akkumulerende investeringsforeninger

Hvis du ejer beviser i akkumulerende investeringsforeninger, hvor der er et urealiseret tab, kan det i visse tilfælde være en fordel at sælge beviserne, idet der så kan opnås fradrag for tabet allerede i indkomståret 2008.

Akkumulerende investeringsforeninger er kendetegnet ved, at de normalt ikke udbetaler udbytte.

Der er typisk tale om akkumulerende afdelinger i Danske Invest, særlige hedgeforeninger eller visse udenlandske investeringsforeninger.

Beviser i akkumulerende investeringsforeninger beskattes efter lagerprincippet. Det betyder, at der ultimo hvert år skal opgøres urealiseret avance og tab. For en privat investor medregnes avance og tab i kapitalindkomsten

Urealiseret avance og tab medregnes hos investor dagen efter udløbet af foreningens regnskabsår. Da investeringsforeningerne normalt har kalenderårsregnskab betyder det, at beskattningen af en urealiseret avance udskydes til det følgende indkomstår.

Urealiseret avance eller tab ved udløbet af indkomståret 2008 skal således først medregnes i kapitalindkomsten for indkomståret 2009.

Hvis du har beviser i akkumuleren-



de investeringsforeninger og sælger disse i løbet af indkomståret 2008, så skal du medregne avance og tab, som er realiseret i forhold til værdien primo året – eller hvis beviset er købt i løbet af året i forhold til værdien på købstidspunktet – allerede i indkomståret 2008. Derved får du fremrykket tabet og nedsat din skat for 2008.

Eksempel

En privat investor har i januar 2007 købt 1000 beviser i Danske Invest Mix til kurs 113,40 og en samlet købesum på 113.400 kr. Kursen på beviserne den 31. december 2007 var kurs 116,5, hvilket vil udløse et skattepligtigt beløb på 3.100 kr. der skal indgå i indkomstopgørelsen for 2008.

Ved det nuværende kursniveau 27. oktober 2008 på 89,95 er der i 2008 registreret et kurstab på 26.550 kr.

Hvis kursen pr. 31. december 2008 er uændret kurs 89,95, vil investor få et fradrag i kapitalindkomsten på 26.550 kr. i 2009.

Investor kan alternativt vælge at sælge beviserne inden udgangen af 2008. I så fald vil investor få et fradrag i kapitalindkomsten på 23.450 kr. allerede i 2008 (3.100 kr. – 26.550 kr.).

Det kan være særlig fordelagtigt at fremrykke fradraget, hvis investor forventer at have positiv kapitalindkomst i 2008 (fradragsværdi op til 60 pct.), mens kapitalindkomsten i 2009 forventes at være negativ kapitalindkomst (fradragsværdien ca. 33 pct.)

Omvendt vil det normalt ikke kunne betale sig at sælge beviser med avance, idet dette betyder, at beskatningen af avancen fremrykkes.

I helt særlige tilfælde vil der også kunne være en fordel ved at sælge beviser med avance. Det vil f.eks. være tilfældet, hvis du forventes at have negativ kapitalindkomst i 2008 (skat ca. 33 pct.) og positiv kapitalindkomst i 2009 (skat op til 60 pct.).

Danske Invest

– akkumulerende afdelinger

- Aktier Med Højt Udbytte – Akkumulerende
- Blandet – med Sikring
- Danmark – Akkumulerende
- Europa Valutasikret – Akkumulerende
- Indeks Verden Valutasikret – Akkumulerende
- Mix
- Mix – med Sikring
- Nye Markeder – Akkumulerende
- USA Valutasikret – Akkumulerende
- Verden – Akkumulerende

Lånefinansierede investeringer

Ved optagelse af lavtforrentede valutalån, f.eks. i CHF, har de fleste over den seneste tid konstateret et kurstab på lånet, idet kursen på CHF er steget væsentligt.

Realiserede valutagevinster og -tab på lån i udenlandsk valuta medregnes i kapitalindkomsten. Det gælder dog kun, hvis årets nettokursgevinst eller -tab for alle udenlandske fordringer og gæld set under ét overstiger en ba-

gatelgrænse på 1.000 kr. Hvis bagatelgrænsen overskrides skal hele beløbet medregnes.

Eksempel

En privat investor har for et par år siden optaget et lån på 300.000 CHF.

På daværende tidspunkt var kursen på CHF/DKK ca. 470. Hvis lånet skal indfries på det nuværende kursniveau, hvor kursen på CHF/DKK er ca. 507, vil kunden realisere et kurstab på 111.000 kr. ($300.000 \times (507-470)/100$). Et realiseret kurstabet fradrages ved opgørelse af kapitalindkomsten.

Der er ved beregningen af kurstabet ikke taget højde for eventuelle låne- og indfrielsesomkostninger.

Hvis du har realiseret et tab ved hel eller delvis indfrielse af et valutalån, er der således tale om et kurstab, der kan fradrages ved opgørelsen af kapitalindkomsten. Skatteværdien for tabet er ca. 33 pct., hvis kapitalindkomsten er negativ og op til 60 pct., hvis kapitalindkomsten er positiv.

Hvis kapitalindkomsten er positiv, men kurstabet betyder, at kapitalindkomsten bliver negativ, kan det overvejes at realisere kurstabet over flere indkomstår for at maksimere skatteværdien.

Hvis lånet har været i danske kroner, og der har været indgået en valutaswap i CHF/DKK, kan tabet på swappen fradrages efter særlige regler.

Usikkerhed på realkreditmarkedet

Mange boligejere med FlexLån®, der står over for refinansiering ved auktionen i december, er nervøse i lyset af den store renteusikkerhed, der er udløst af stormvejret på de finansielle markeder.

Nervøsiteten er bestemt ikke ubegrundet, da der er meget, der tyder på, at låntagere med FlexLån® har udsigt til højere månedlige ydelser ved den kommende rentetilpasning. Realkredit Danmark forventer således, at kontantlånsrenten på FlexLån® F1, F3 og F5 vil ramme 5,5 procent. Det er for alle tre låntyper noget højere end sidste år. Dengang blev eksempelvis renten på F1-lån sat til 4,73 pct. og året før på 4,11 pct.

For de F3- og F5-lån, der også skal have ny rente ved auktionen i december, vil ydelsesstigningen blive større, især for F3-lån. Da renten blev fastsat på F3-lån for tre år siden, var renten historisk lav, og stigningen vil derfor virke forholdsmæssigt stor.

For at eliminere den store usikkerhed, har mange låntagere med FlexLån® valgt at tegne en fastkursaftale, så man kender den månedlige ydelse for det kommende år – og det kan fortsat anbefales.

Udsigterne for FlexLåns-obligationerne som helhed er dog blevet væsentlig bedre efter de politiske initiativer, der er sat i værk på det seneste (se boks øverst s. 39).

Hvis man har FlexLån® med mindre hyppig rentetilpasning end et år, så kan det i øvrigt anbefales, at man laver et profilskifte og skifter lånet ud med FlexLån® F1. Det aktuelt høje renteniveau skyldes finanskrisen, og det anses for sandsynligt, at finanssystemet stabiliseres i løbet af næste år – og med en normaliseret finanssektor og en verden i recession, er der lagt op til rentefald. Det vil i det lys være uhensigtsmæssigt at fastlåse renten på et FlexLån til december på et højt niveau i fx 3 eller 5 år.

De fleste kan klare det

Selv om der er udsigt til en betydelig ydelsesstigning for en del låntagere med FlexLån ved den kommende rentetilpasning, så er det en merydelse, de fleste husholdninger kan klare inden for det månedlige budget. Hvis man sammenligner med et fastforrentet lån, er det fortsat meget billigere at optage et FlexLån®. Det hænger dog også sammen med, at finanskrisen også har sendt renten på de fastforrentede 30-årige obligationer betydeligt op, så det lån, der ved redaktionens slutning er tættest på kurs 100 er en 7-pct. obligation. Men FlexLån optaget i denne tid kan ikke hamle op med de 30-årige 4- og 5-pct. obligationer, der er udstedt inden for det seneste par år.

Ser man historisk på FlexLån®, så er det imidlertid en kendsgerning, at FlexLån® har været en billig låntype. En fabriksny familiebil eller to charterrejser om året i 12 år. Så meget har man sparet i forhold til et fastforrentet lån, hvis man optog FlexLån® ved rentetilpasningslånets fødsel i 1997. Det er vel og mærke, når man både tager højde for den lavere ydelse på FlexLån® samt udnyttede konvertionsmuligheder på fastforrentede lån. Selv om mange låntagere har konverteret lavt forrentede lån til 7 % lån for at opnå en markant reduktion i boligens restgæld, har FlexLån® fortsat været markant billigere. Faktisk har man i løbet af de sidste 12 år i gennemsnit sparet over 1.000 kroner om måneden pr. million kroner for et lån med afdrag.

FlexLån® har slået de faste siden 1997

De ydelsesstigninger, der er udsigt til, står dermed langt fra mål med de besparelser, man historisk har observeret på FlexLån® siden 1997. Alligevel er der en del, der frygter, at de store ydelsesstigninger vil føre til problemer for en række boligejere, der bliver ude af stand til at betale den månedlige ydelse på deres lån. Realkredit Danmark tror ikke, det kommer til at gå så galt. Dels fordi de seneste politiske initiativer støtter realkreditmarkedet. Og dels fordi de høje renter må vurderes som et midlertidigt fænomen. I takt med, at finanskrisen løjer af, er der basis for et betydeligt rentefald. Den økonomiske krise, der er en uundgåelig følge af kredittkrisen, indebærer, at inflationspresset i euroområdet aftager væsentligt, og baner vejen for, at den Europæiske Centralbank (ECB) kan sætte den ledende rente ned. Dertil kommer, at investorernes appetit på realkreditobligationer vil stige markant i en verden, hvor banksystemet igen fungerer normalt. Der er derfor lagt op til betydelige fald i realkreditrenterne – både de fastforrentede og FlexLån® – i 2009.

At låntagere med FlexLån® således et enkelt år kommer til at betale en højere månedlig ydelse, vil næppe føre til en nationaløkonomisk katastrofe. Trods den lavvækst, der ligger i kortene i Danmark, ventes det, at ledigheden kun vil stige moderat, og dermed vil langt de fleste være i stand til at vedligeholde deres lån. Desuden har boligejere i gennemsnit sparet en lille million op i deres ejerbolig. Dermed er der betydelige reserver, man kan tære på, hvis man skulle få problemer med at betale de månedlige ydelser.



BEMÆRK, at der er vedtaget nye regler for pensions- og livsforsikringsselskaberne, som giver dem et stærkere incitament til at købe realkreditobligationer (se s. 18-19). Det er også besluttet, at Den Sociale Pensionsfond skal opkøbe realkreditobligationer for 22 mia. kr. Disse forhold har markedet allerede reageret positivt på, og det forbedrer udsigterne for refinansiering af FlexLån® til december. Markedet er imidlertid stadig præget af stor usikkerhed, hvorfor kurssikring anbefales for de låntagere, der skal refinansiere.

Opkonvertering

Alt taler for et kraftigt rentefald inden for det næste års tid som følge af den deflationære effekt af den uundgåelige økonomiske krise i kombination med, at banksystemet ventes at kunne fungere normalt igen. Det åbner mulighed for, at låntagere med fx 30-årige 4- og 5 pct.-lån kan overveje, at indfri deres lån – hvilket betyder, at der kan skæres en meget stor bid af restgælden. Det nye lån kan være et FlexLån® F1 eller et 30-årigt 7 pct. lån. Når renten falder næste år, vil der være mulighed for refinansiering af FlexLåns-renten på et væsentligt lavere niveau eller indgåelse af et nyt 30-årigt fast forrentet obligationslån med lav kuponrente.

Finanskrisen og kapitalgarantien på strukturerede obligationer

Det er i et marked som dette, at de såkaldte strukturerede obligationer med kapitalgaranti kommer til deres ret. Men hvad er garantien egentlig værd, når hele finanssystemet er i krise?

Den aktuelle finanskriser har affødt en række spørgsmål om sikkerheden i strukturerede obligationer, herunder strukturerede obligationer solgt gennem Danske Bank. Vi vil her redegøre for, hvordan man som investor er stillet.

En struktureret obligation er sammensat af et obligations-element og et optionselement. Det er kombinationen af disse elementer, der skaber den strukturerede obligations egenskaber, herunder minimumsindfrielseskurs og sammenhængen til udviklingen i det underliggende aktiv (valuta, aktieindeks, råvarer m.v.).

Set med investors øjne er det centrale punkt, at det alene er den udstedende virksomhed, der er juridisk forpligtet overfor investor til at betale renter, den garanterede hovedstol og et eventuelt positivt afkast på det underliggende aktiv.

Konklusionen er derfor, at investor udelukkende har risiko på udsteder.

Strukturerede obligationer solgt gennem Danske Bank er udstedt af forskellige virksomheder, eksempelvis KommuneKredit, Kommuninvest i Sverige AB eller Danske Bank selv. Hvis udstederen går konkurs, har investor et økonomisk krav imod udstederens konkursbo på linie med udstederens andre almindelige, usikrede kreditorer. Når udstederens konkursbo er endeligt opgjort, bliver det fastsat, hvor stor en dividende, investorerne i givet fald kan få.

Danske Bank har lagt stor vægt på, at anvende udstedere med en kreditvurdering i den høje ende af skalaen hos de to mest anerkendte ratingbureauer, Standard & Poor's og Moody's, selvom en høj kreditvurdering imidlertid ikke er en garanti for, at udstederen ikke kan komme i økonomiske vanskeligheder. Udstedernes aktuelle kreditvurdering ses i skemaet nedenfor.

Kreditvurderingerne går fra "AAA" (Standard & Poor's)/ "Aaa" (Moody's) som tildeles de udstedere med højst kreditsikkerhed – til "C" som tildeles udstedere med lavest kreditsikkerhed.

Udsteder	Standard & Poor's	Moody's
Kommunekredit	AAA	Aaa
KommunInvest	AAA	Aaa
Municipality Finance PLC	AAA	Aaa
Eksportfinans A/S	AA+	Aaa
Danske Bank A/S	AA-	Aa1
Barclays PLC	AA-	Aa2

Kreditvurderingsbureauerne beskriver kategoriseringen således:

Standard & Poor's

AAA: Udstedelser med den bedst mulige rating, det vil sige en pålidelig og stabil låntager med meget høj kreditkvalitet (mange af disse er statslige udstedere).

AA: Udstedelser med høj kreditkvalitet med en smule højere risiko end udstedelser med en rating på "AAA".

Moody's

Aaa: Udstedelser med en rating på "Aaa" vurderes at være af højeste kreditkvalitet og med en minimal kreditrisiko.

Aa1, Aa2, Aa3: Udstedelser med en rating på "Aa" vurderes at være af høj kreditkvalitet og med en meget lav kreditrisiko.



Modelporteføljer for obligationer

OPDATERET 3. NOVEMBER 2008

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

Personbeskattede med tidshorisont 0-3 år							
% andel 1)	Fondskode	Papir	DB eff. rt. 2)		3)	Hpr. 59% skat 4)	
			Skat 45%	Skat 59%	DB Var.	DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
15	DK0009271041	2 D.10DS09	4,98%	4,70%	0,16	5,08%	5,40%
10	DK0009276198	4RD SDR0 10	3,54%	2,97%	1,15	2,94%	2,61%
50	DK0009276271	4RD SDR0 11	3,12%	2,55%	2,08	2,78%	2,04%
25	DK0009364051	BRF 3.001/01/2012	3,04%	2,61%	2,93	2,96%	2,54%
100		5)	3,42%	2,93%	1,90	3,19%	2,73%

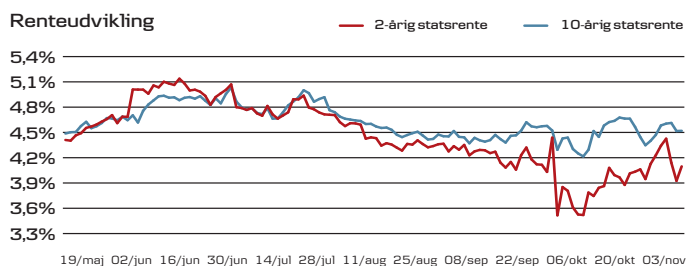
Pensionsbeskattede med tidshorisont 0-3 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat		
			Skat 0%	DB Var.	DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.	
15	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,59%	5,97	6,74%	7,31%	
35	DK0009274656	RD FRN 07/01/2010	0,17%	0,15	5,24%	6,26%	
15	DK0009921785	DGB 4.000 11/15/2010	3,86%	1,99	4,30%	3,57%	
25	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	4,94%	2,08	5,14%	4,43%	
10	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	5,08%	3,76	5,13%	4,77%	
100				2,12	5,28%	5,38%	

Personbeskattede med tidshorisont 3-7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 59% skat		
			Skat 45%	Skat 59%	DB Var.	DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
40	DK0009276198	RD 4.0 01/01/2010	3,54%	2,97%	1,15	2,94%	2,61%
35	DK0009364051	BRF 3.001/01/2012	3,04%	2,61%	2,93	2,96%	2,54%
25	DK0009273179	RD 4.0 Aio 01/01/2038	3,37%	2,74%	8,50	-0,05%	2,99%
100			3,32%	2,79%	3,38	2,30%	2,67%

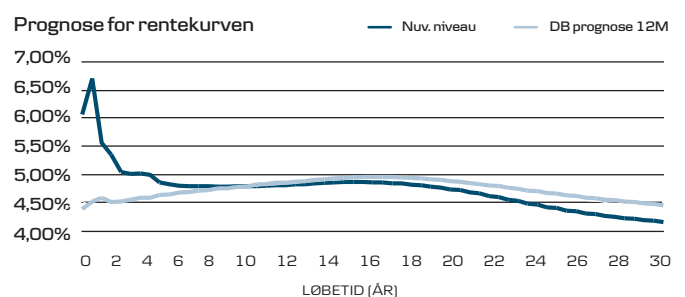
Pensionsbeskattede med tidshorisont 3-7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat		
			Skat 0%	DB Var.	DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.	
30	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	6,26%	7,72	4,27%	5,42%	
20	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,59%	5,97	6,74%	7,31%	
15	DK0009766446	NYK FRN 01/01/2038	6,12%	-0,23	5,67%	7,02%	
10	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	4,94%	2,08	5,14%	4,43%	
15	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	5,08%	3,76	5,13%	4,77%	
10	DK0009920894	DGB 5.000 11/15/2013	4,21%	4,74	4,10%	4,14%	
100				4,64	5,18%	5,69%	

Personbeskattede med tidshorisont over 7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 59% skat		
			Skat 45%	Skat 59%	DB Var.	DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
10	DK0009276198	4RD SDR0 10	3,54%	2,97%	1,15	2,94%	2,61%
40	DK0009364051	3BRF321BRT	3,04%	2,61%	2,93	2,96%	2,54%
50	DK0009273179	4 D.43D 38	3,37%	2,74%	8,50	-0,05%	2,99%
100			3,24%	2,71%	5,27	1,59%	2,76%

Pensionsbeskattede med tidshorisont over 7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat		
			Skat 0%	DB Var.	DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.	
20	DK0009273179	RD 4.0 Aio 01/01/2038	5,93%	8,50	2,83%	5,88%	
40	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	6,26%	7,72	4,27%	5,42%	
10	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,59%	5,97	6,74%	7,31%	
10	DK0009766446	NYK FRN 01/01/2038	6,12%	-0,23	5,67%	7,02%	
10	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	5,08%	3,76	5,13%	4,77%	
10	DK0009920894	DGB 5.000 11/15/2013	4,21%	4,74	4,10%	4,14%	
100				6,08	4,49%	5,64%	



KILDE: REUTERS



KILDE: DANSKE BANK

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

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

- Angiver hvor stor en andel, der anbefales af den enkelte fondskode i porteføljen.
- DB eff. rt. (Danske Bank effektiv rente) er korrigeret for skat samt evt. ekstraordinære udtrækninger. Anvendes kun til at sammenligne 2 obligationer med samme udløb og ydelsesprofil på investeringstidspunktet.
- DB-varighed angiver den procentvise ændring i en obligations værdi ved en renteændring på et procentpoint. Tallet er korrigeret for evt. ekstraordinære udtrækninger på konverteringsstruede obligationer.
- Hpr. (horisontafkastet) udtrykker det forventede afkast på 12 mdr. sigt. Viser, hvilket afkast du kan forvente ud fra givne forudsætninger til renteniveau og evt. forventning til ekstraordinære udtrækninger på konverterbare realkreditobligationer. DB er Hpr. med baggrund i vores officielle 12 mdr. prognose. Uændr. er Hpr. beregnet ved en uændret rentekurve om 12 mdr. Afkastet udtrykker således kuponrente samt løbetidsforkortelsen på obligationerne.
- Her kan du se de nævnte nøgletal beregnet på den samlede portefølje.

Fed og IMF understøtter likviditet i Emerging Markets

Den amerikanske centralbank (Fed) og Den Internationale Valutafond (IMF) har ved udgangen af oktober måned etableret faciliteter for at støtte den kortfristede likviditet i Emerging Markets. Fed har således stillet swapfaciliteter til rådighed for Brasilien, Mexico, Sydkorea og Singapore på op mod USD 30 mia. for hvert land frem til udgangen af april næste år. Derudover fordobler IMF dens ubetingede lånefaciliteter for Emerging Markets-lande, der fundamentalt er sunde, men grundet den globale krise i øjeblikket savner likviditet. De lande, som Fed og IMF vil hjælpe, vil få gavn af disse tiltag, som kan hjælpe med at stabilisere lokale markeder. Men hvad med de lande, som IMF ikke ønsker at undsætte på ubetingede vilkår? De står nu over for hårde forhandlinger med IMF, hvis de skal gøre sig håb om hjælp – her tænker vi på lande som Argentina og Ukraine.

Det gør nu også for alvor ondt i Asien

Den globale finansielle krise er for alvor nået til Asien, og fårene bliver nu for alvor skilt fra bukkene. Overordnet klarer det finansielle system i Asien sig stadig bedre end i USA og Europa, hvilket primært skyldes, at gældsætningen i Asien ikke er steget lige så meget som eksempelvis i Europa og USA. Der er dog undtagelser. Banksystemet i Sydkorea er ramt af mange af de samme sygdomme, som har ramt banker i Europa og USA. I Japan har store kursfald på aktier udhulet kapitalgrundlaget i bankerne. Pakistan er ved at løbe tør for valutareserver og balancerer på randen af en valutakrise. Hjelpepakker til bankerne og besøgende IMF-delegationer dominerer derfor nu også overskrifterne i Asien.

På kort sigt er væksten i Asien uden tvivl på vej ned i gear. Det skyldes først og fremmest nedgangen i eksporten, men også efterdønningerne fra den kraftige stigning i inflationen, der kom i kølvandet på stigningen i olie- og råvarepriserne. På plussiden ser det ud til, at inflationen nu falder hurtigt, hvilket har givet de asiatiske centralbanker mulighed for at sætte renterne ned. Samtidig lempes mange asiatiske lande også finanspolitikken markant. Det er f.eks. tilfældet i Kina, Japan og Sydkorea. Det ser derfor ud til, at der kommer noget mere gang i efterspørgslen i Asien i løbet af 2009. Spørgsmålet er dog, om det vil være nok til at kompensere for nedgangen i eksporten til USA og Europa. Da banksektoren og boligmarkedet ikke er så hårdt ramt i Asien, ser det ud til, at Asien har gode muligheder

USA: Recession og flere rentenedsættelser

Der er nu ingen tvivl om, at amerikansk økonomi er i recession. Det er nu kun et spørgsmål om, hvor dyb og lang den bliver. Der er selvsagt en række argumenter for både en kortere og en lang recession. Blandt de vigtigste argumenter for en lang recession er; at huspriserne vil fortsætte med at falde det meste af næste år; at kreditsystemet er sandet til, at rentenedsættelserne derfor ikke når frem til forbrugerne; samt at de amerikanske banker har lidt så store tab, at det vil tage tid før udlånsaktiviteten atter kommer i gang. Argumenterne for en kortere recession indbefatter de faldende oliepriser, der giver et kæmpeskub til købekraften hos forbrugerne; de markante hjælpepakker og rentenedsættelser; at det meste af overkapaciteten i byggesektoren allerede er skåret væk; og at virksomhederne har kørt lagrene helt i bund. Vi venter nu en mellemlang recession med negativ vækst frem til andet kvartal, hvor økonomien ventes at påbegynde et blødt opsving. Den amerikanske centralbank vil nedsætte renten til 0,75 % - det laveste niveau siden 1958 - på decembermødet. Yderligere rentenedsættelser kan komme på tale.

Euro: Recession og rentenedsættelser i Euroland

Den finansielle krise har gjort sit indtog i Euroland og på nogle af de vigtige eksportmarkeder. Det har forværret vækstudsigterne for Euroland yderligere, og sammen med de seneste nøgletal har det bekræftet billedet af en forholdsvis kraftig recession i Euroland. Virksomhederne gearer ned, og det vil vi se afspejlet i beskæftigelsen i de kommende måneder. Samtidig er inflationen klart på vej ned, og dermed er der "plads til", at ECB sætter renterne yderligere ned i kølvandet af den 50 bp nedsættelse vi så den 8. oktober. Vi forventer, at de ledende renter sænkes med 50 bp på mødet i november, og der er lagt op til yderligere rentenedsættelser i begyndelsen af det nye år.



3. NOVEMBER 2008

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Energi			
Olje- og gastjenester			
Acergy	NO	K	44,3
Aker Solutions	NO	K	36,5
BW Offshore	NO	K	6,5
Fred. Olsen Energy	NO	K	220,5
Prosaf SE	NO	K	24,8
Prosaf Production	NO	K	16,6
Seadrill	NO	K	64,0
Sevan Marine	NO	K	14,9
Subsea 7	NO	K	53,0
Olje og gas			
Broström	SE	H	56,5
Neste oil	FI	A	12,4
Norsk Hydro	NO	K	28,0
StatoilHydro	NO	K	130,8
Materialer			
Kemikalier			
Auriga Industries	DK	K	105,0
Exel	FI	R	5,4
KEMIRA	FI	H	7,0
Novozymes	DK	H	412,0
Emballage			
Brodrene Hartmann	DK	H	83,5
Huhtamäki	FI	K	5,3
Metaller & Minedrift			
Höganäs	SE	K	108,3
Outotec	FI	K	10,4
Outokumpu	FI	A	8,1
Rautaruukki	FI	H	12,8
Talvivaara Mining Co PLC	FI	K	202,0
Industri			
Fly & forsvar			
SAAB	SE	K	81,3
Byggeprodukter			
Assa Abloy	SE	H	85,5
Flügger	DK	A	322,0
H+H International	DK	H	415,0
Rockwool International	DK	S	394,0
Anlæg og Maskinteknik			
FLSmidth & Co	DK	K	217,0
Højgaard Hing	DK	A	#N/A
Monberg & Thorsen	DK	A	180,0
NCC	SE	R	62,3
Peab	SE	H	21,6
Per Aarsleff	DK	K	459,0
Pöyry	FI	S	10,4
Skanska	SE	A	67,0
Trelleborg	SE	H	45,7
YIT	FI	R	4,9
Elektrisk udstyr			
NKT Hing	DK	S	#N/A
REC	NO	K	62,9
Schouw & Co	DK	H	114,5
Vestas Wind Systems	DK	K	238,5
Maskinindustri			
Atlas Copco	SE	R	63,5
Cargotec Corp	FI	H	10,8
Kone	FI	K	17,4
Konecranes	FI	H	13,3
Metso	FI	K	10,4
Morphic Technologies	SE	H	2,2
Opcon	SE	AS	24,9
Sandvik	SE	K	49,5
Scania	SE	K	62,5
Seco Tools AB	SE	IA	65,0
SKF	SE	A	69,8
Volvo	SE	K	39,8
Wärtsilä	FI	K	19,8
Handel og distribution			
Brdr A & O Johansen	DK	R	470,0
DLH	DK	H	37,5
Solar	DK	K	275,0
Sanistaal	DK	R	188,0
Erhvervsservice & -produkter			
Gunnabo	SE	S	20,8
Lassila & Tikanoja	FI	K	12,6
Niscayah	SE	A	7,7
Securitas	SE	K	73,5
Tomra Systems	NO	H	31,2
Luftfart			
SAS Group	SE	K	40,2

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Industri, fortsat			
Shipping			
A. P. Møller - Maersk	DK	A	33600,0
Broström	SE	H	56,5
DFDS	DK	R	420,0
D/S Norden	DK	K	176,3
Mols-Linien	DK	S	72,5
D/S Torm	DK	H	94,5
Transport			
DSV	DK	K	70,0
Forbrugsvarer			
Reservelede			
Autoliv	SE	K	20,3
Nokian Tyres	FI	K	10,2
Varige forbrugsvarer			
Bang & Olufsen	DK	H	129,0
BoConcept	DK	K	153,0
Ekornes	NO	R	70,0
Electrolux	SE	H	69,8
Husqvarna	SE	K	52,3
Fritidsudstyr			
Amer Sports	FI	K	5,3
Tekstiler & Beklædning			
Björn Borg	SE	K	30,1
IC Companys	DK	H	82,0
New Wave Group	SE	R	11,8
Hoteller, Restauranter & Underholdning			
Betsson	SE	R	64,8
PARKEN Sport & Entertainment	DK	H	850,0
Skistar	SE	H	69,3
Unibet	SE	K	128,5
Medier			
Alma Media	FI	S	7,4
Sanoma	FI	R	12,0
Detailhandel			
Clas Ohlson	SE	H	76,8
Hennes & Mauritz	SE	K	276,0
Nobis	SE	K	16,7
Storagasiner			
Stockmann	FI	A	10,6
Næring & Nydelse			
Supermarkeder			
Axfood	SE	K	147,3
Hakon Invest	SE	R	88,3
Kesko	FI	A	18,3
Drikkevarer			
Carlsberg	DK	K	230,0
Harboe	DK	K	102,0
Royal Unibrew	DK	R	200,0
Fødevarer			
AAK	SE	K	94,0
Atria	FI	R	11,8
Cermaq	NO	A	26,3
Danisco	DK	A	253,0
EAC	DK	A	200,0
HKScan	FI	A	4,0
Leroy Seafood Group	NO	H	58,8
Marine Harvest	NO	K	1,1
Orkla	NO	K	44,5
Tobak			
Swedish Match	SE	K	105,8
Sundhed			
Medicinalinstrumenter & -udstyr			
Coloplast	DK	H	425,0
Elekta	SE	K	97,0
Getinge	SE	A	107,5
William Demant Hing	DK	H	#N/A
Bioteknologi			
ALK-Abello	DK	A	465,0
Bavarian Nordic	DK	A	157,0
Curalog	DK	AS	4,5
Genmab	DK	K	263,0
Exiqon	DK	K	23,0
Karo Bio	SE	K	6,8
LifeCycle Pharma	DK	K	12,7
Neurosearch	DK	K	146,0
Q-Med	SE	H	31,5
TopoTarget	DK	H	5,0
Farmaci			
Astrazeneca	UK	K	2630,0
Lundbeck	DK	K	104,0
Meda	SE	AS	49,5

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Sundhed, fortsat			
Novo Nordisk	DK	K	312,0
Orion Corporation	FI	A	11,5
Finans			
Banker			
Amagerbanken	DK	K	67,0
Danske Bank	DK	IA	86,0
DNB Nor	NO	K	38,5
Fionia Bank	DK	S	41,0
Jyske Bank	DK	H	173,0
Nordea	SE	H	61,0
Ringkjøbing Landbobank	DK	K	440,0
SEB	SE	H	74,3
Spar Nord	DK	H	64,0
Svenska Handelsbanken	SE	S	139,5
Swedbank	SE	H	62,3
Sydbank	DK	H	90,0
Vestjysk Bank	DK	H	130,0
Forsikring			
Alm. Brand	DK	H	79,0
Sampo	FI	AS	15,6
TrygVesta	DK	A	351,0
Fast ejendom			
Sjaelso Gruppen	DK	A	38,1
E-Services			
Tradedoubler	SE	K	35,0
IT-konsulenter			
Columbus IT Partner	DK	H	3,4
EDB Business Partner	NO	R	12,5
EMENTOR	NO	K	20,4
HiQ International	SE	A	24,7
Semcon	SE	K	26,1
Teleca	SE	H	3,2
TietoEnator	FI	K	8,7
Software			
Cision AB	SE	H	4,5
Netop Solutions	DK	H	48,0
IBS	SE	H	6,2
Maconomy	DK	H	6,3
Opera Software	NO	K	13,3
Orc Software	SE	S	78,8
Simcorp	DK	K	480,0
Kommunikationsudstyr			
Eltek	NO	S	9,1
Ericsson	SE	R	54,0
GN Store Nord	DK	K	12,7
Nokia	FI	S	12,2
Tandberg	NO	K	82,8
RTX Telecom	DK	R	19,6
Thrane & Thrane	DK	A	222,5
Boligudvikling			
JM	SE	R	41,0
Telekommunikation			
Telekommunikationsydelse			
Elisa	FI	K	11,8
Tele2	SE	A	65,5
Telenor	NO	A	39,9
TeliaSonera	SE	A	33,8

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

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

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

Disclosure

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

Danske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer fremgår af Danske Banks Research Policy. Alle ansatte i Danske Banks analyseafdelinger er bekendt med, at enhver henvendelse, der kan 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 analytiker-

ne 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 egenskab 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.