

INVESTERING

[OKTOBER 2008]

TEMA

HISTORIEN OM EN FINANSKRISE

Aktiemarkedets skæbne afgøres af
kredit- og pengemarkedet

Interessant investeringsmulighed i
Private Equity-fond

Ny teori: Markedet er aldrig i ligevægt

Jordskælv og børsrak følger samme
mønster

Hårdt pres på dansk realkredit

Bankkrise – hvordan påvirker det mig?

- 04 AKTIEMARKEDETS SKÆBNE AFGØRES AF KREDIT-OG PENGEMARKEDET
- 07 INTERESSANT INVESTERINGSMULIGHED I PARTNERS GROUP GLOBAL VALUE
- 08 NY TEORI: MARKEDET ER ALDRIG I LIGEVÆGT
- 10 PORTEFØLJETEORIENS FUNDAMENT ØDELÆGGES AF GLOBALISERING
- 11 JORDSKÆLV OG FINANSIELLE KRAK FØLGER SAMME MØNSTER
- 12 HISTORIEN OM EN FINANSKRISE
- 19 SÅDAN BRUGER DU DERIVATER I ET USIKKERT MARKED
- 22 HÅRDT PRES PÅ DANSK REALKREDIT
- 23 NY RENTEPROGNOSE
- 24 DE ØKONOMISKE ORAKLER HAR DET SVÆRT
- 26 AKTIEANBEF.: AKER SOLUTIONS, AP MØLLER-MÆRSK, BEIERSDORF AG, BURGER KING
- 28 KORT NYT: MOBIL, RÅVARER, GLOBAL ØK. REDNINGSPAKKER, SOL, INDIEN, KURSSIKRING
- 31 MELLEMSKATTEN, DER BLEV VÆK
- 32 UDSIGT TIL FORTSATTE PRISFALD PÅ BOLIGMARKEDET
- 34 SKATTEREGLER FOR GENERATIONSSKIFTE LEMPES
- 35 ACONTOSKAT FOR SELSKABER
- 36 BANKKRISE - HVORDAN PÅVIRKER DET MIG?
- 37 MODELPORTEFØLJER FOR OBLIGATIONER
- 38 TEMPERATURER I VERDENSØKONOMIEN
- 39 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 7. oktober 2008

Grafisk design og produktion: Datagraf
Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri

Forside: Getty Images

HISTORIEN OM EN FINANSKRISE

SIDE 12

Investering, nyheder og analyser i Netbanken

[Investering] handler om relevante emner inden for investering i værdipapirer, makroøkonomi, pension, bolig, realcredit, 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 realtidsnyheder 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.

Kapitalismens balanceproblemer

»Every joke has a victim,« sagde skuespilleren Rowan Atkinson i 2006 i forbindelse med et forslag i det britiske parlament om, at det fremover skulle forbydes at inddrage religion i vittigheder. En lige så uundværlig del af kapitalismen er, at den også har sine ofre. Nogle tjener meget mere end andre, nogle tjener ikke ret meget. Nogle går bankerot i forsøget på at tjene meget. Og nogle scorer kassen, og overlader regningen til andre. Kapitalismen og de frie markeds kræfter har i sandhed også deres ofre.

Men ligesom det vil være en uhenigtsmæssig og direkte skadelig begrænsning af ytringsfriheden, demokratiets fundament, hvis man i landets lovgivende forsamling laver restriktioner og regler for korrekt humor, så har historien også vist, at for mange regler og restriktioner er en alvorlig begrænsning for den økonomiske vækst og samfundsmæssige udvikling på alle områder. De værste eksempler var planøkonomierne i de kommunistiske lande, der satte dem langt tilbage i forhold til de frie demokratiske lande.

Men ikke desto mindre – den aktuelle finanskrisens alvorlighed tyder på, at der er behov for at stramme nogle regler op i de kapitalistiske samfundsmodeller.

Der er mange årsager til, at krisen er blevet så slem. Men fundamentet blev

lagt af den amerikanske centralbank, der, for at dæmpe nedturen i 2001, satte renten ned til et historisk lavpunkt og holdt den der alt for længe. I den globaliserede verden blev denne pengepolitik eksporteret ud til resten af kloden. Boligpriserne skød i vejret næsten overalt. Og den globale pengeoverflod førte til en intensiv jagt på afkast i ikke mindst obligationer. Rentespændet mellem diverse obligationstyper og de risikofrie statsobligationer blev indsnævret voldsomt. Men ingen kunne se i hvor stort omfang, der blev investeret i fx subprimeobligationer via gearinger med finansielle instrumenter, som ifølge regnskabsreglerne ikke skal figurere på bankernes balancer.

Situationen blev ikke bedre af, at finansaktørerne stolede blindt på deres risikomodeller. En ting er, at man i finansiell teori bruger en sandsynlighedsfordeling, som aldrig kan forudsige de ekstreme kursudsving. Noget andet er, at man pakkede de famøse subprimeobligationer ind i strukturerede kreditpapirer, og estimerede den underliggende risiko ud fra tal for boligmarkedet i USA – som stort set er steget næsten uafbrudt siden 30'erne – samt en alt for kort historik for de strukturerede papirer samtidig med en antagelse om, at det ville være muligt at sælge disse papirer i enhver given

markedsituation. Alt dette brasede sammen. Samtidig tog bankernes og andre aktørers risikomodeller ikke højde for, hvad der sker, når konkurrenterne begynder at kollapse.

Nogle eksperter i statistik hævder, at det er umuligt at lave modeller, der kan tage højde for den slags ekstreme situationer. Under alle omstændigheder må man overveje, hvad man kan gøre for at undgå, det sker igen.

Noget man kan gøre for at undgå fremtidige finanskriser er i hvert fald at øge gennemsigtigheden i finanssystemet. Og i erkendelse af, at markeds kræfterne og mængden af verdens kapital er så enorme, må der skabes betydelige reguleringer i systemet. Dette strider mod tanken om de frie markeds kræfter, som netop sørger for at optimere ressourcerne. Men samtidig må vi se i øjnene, at det ikke er optimalt, når vi får oparbejdet disse enorme ubalancer i systemet. Den slags skal standses i tide.

Kendsgerningen er, at grådigheden (også kaldet det økonomiske incitament) er skadelig for økonomiernes udvikling i for store mængder. Men er samtidig nødvendig for at skabe innovation og vækst i økonomierne. Grådighed er kapitalismens svaghed – og styrke. Udfordringen for myndighederne består i, at skabe de rammer som bedst muligt kan sikre balancen.



Aktiemarkedets skæbne afgøres af kredit- og pengemarkedet

Aktiemarkedets skæbne afgøres af kredit- og pengemarkedet Hvis redningspakkerne viser sig utilstrækkelige til at genoprette tilliden i den finansielle infrastruktur, så er der lagt op til en dyb og lang nedtur

Så blev den amerikanske redningsplan til en værdi af 700 mia. USD vedtaget og skal bringes i værk hurtigst muligt. Kort fortalt går den ud på, at staten skal opkøbe de dårligste lån fra bankerne og dermed give dem mulighed for igen at kunne låne penge ud til erhvervsliv, husholdninger og hinanden på mere normal vis. Samtidig ændres regnskabspraksis fra mark-to-market til mark-to-model, hvilket er en vigtig detalje i forhold til den første version af redningsplanen. Mange banker og finansielle aktører er nemlig tynget hårdt af, at markedet for de dårlige papirer de ligger inde med reelt ikke findes, og dermed er papirerne værdiløse, hvilket kræver store nedskrivninger og dermed en belastning af likviditeten. Men faktum er, at papirerne faktisk har en vis værdi – en teoretisk model-værdi – og den får de ramte banker og andre nu lov at skrive i regnskabet, så deres behov for nedskrivninger reduceres.

Det er ikke blot USA, der har redningsplaner i gang. En række andre lande over hele verden, heriblandt Danmark, har iværksat lignende planer for at undgå et sammenbrud i den finansielle infrastruktur, som kunne få katastrofale følger for realøkonomien. Samtidig har centralbankerne travlt med diverse støtteaktioner, tilføring af likviditet m.v. Og i foreløbig 18 lande har man forbudt shortselling af aktier.

Shortselling via derivater er ikke omfattet. Men de to andre former for shortselling er. Dvs. naked short, hvor man på børsen kan sælge en aktie uden at eje den. Samt den anden form, hvor man først låner en aktie af en an-

den investor og derefter sælger den. Idéen er naturligvis en forventning om, at aktien falder i kurs. Sker det, tjener shortselleren penge på forskellen mellem salgskursen og den lavere tilbagekøbskurs. Hensigten med de mange midlertidige forbud er naturligvis at reducere det i forvejen store salgspres i det negative marked.

Men de mange redningsaktioner og tiltag fra centralbankerne er åbenbart ikke noget, der beroliger børsmarkerne. Mandag d. 6. oktober blev en sort dag på børser over hele verden med styrtdykkende markeder i et tempo, der grænsede til det paniske – og volatiliteten nåede et ekstremt højt niveau (se fig. 20). Her umiddelbart før deadline (formiddag 7. oktober) fortsætter aktiemarkedene nedturen. Markedets tålmodighed er tilsyneladende brugt op, og umiddelbart er det svært at se nogen løsning. De vedtagne redningsplaner tager tid at gennemføre i praksis. Det betyder, at aktiemarkedet i den kommende tid vil være utroligt følsomt og stemningsdrevet.

Kredit- og pengemarked afgør aktiemarkedets skæbne

»Det altafgørende i den kommende tid er, om det lykkes at få kredit- og pengemarkederne til at fungere igen. Aktiemarkedet kræver beviser for, at situationen stabiliseres i det finansielle system. Men det tager tid, før hjælpepakkerne begynder at virke. Derfor er det vigtigt, at der internt i banksystemet genetableres en fundamental tillid. I de høje interbankrenter kan vi aflæse, at den bestemt ikke er til stede. Og hvis bankerne ikke vil låne penge ud til hinanden,



Morten Kongshaug

vil de heller ikke låne ud til andre. Og det lammer hele samfundsøkonomien,« siger Morten Kongshaug, aktiestrateg i Danske Bank.

Han er forundret over den dynamik, der har fanget aktiemarkedene lige nu, og ønsker ikke at komme med et bud på markedernes niveauer på tre måneders sigt i et marked, der er så præget af psykologi.

»Vi har hidtil ment, at værdien af det fundamentale aktiemarked har været skjult af kredittkrisen. Vi begynder nu at frygte, at en forlænget krise på kredit- og pengemarkederne begynder at ødelægge fundamental værdi på aktiemarkedet. Hvis de to markeder i USA ikke begynder at fungere trods redningsplanen, så vil det bemarket, vi har set på aktiemarkedet indtil videre, højst sandsynligt udvikle sig til en langt vær-

re nedtur, end de »normale« betingelser som selskabsindtjening og omsætning stilles over for i en recession i både USA og Europa. Hvis lånemarkederne ikke fungerer, hvilket har været tilfældet de seneste 4-5 uger trods en fænomenal indsats af især de amerikanske myndigheder, så vil den økonomiske afmatning udvikle sig til en langt dybere, global økonomisk krise end vi nogensinde har forestillet os,« lyder den dystre melding fra aktiestrategen.

S&P 500 kan falde til 920

Han mener, at hvis det fastlåste lånemarked fortsætter, så vil der i S&P 500 snart blive indpriset en forlænget recession i USA og det øvrige OECD langt ind i 2009. Ifølge Kongshaugs beregninger vil dette kunne sende S&P 500 ned i 920 (aktuelt 1050).

»På den anden side, hvis kredit- og pengemarkederne hurtigt reagerer positivt på redningsplanen fra finansminister Paulson, så vil vores seks måneders mål på 1400 for S&P 500, hvor optimistisk det end lyder, stadig kunne nås. Men lad mig straks sige, at hvis en sådan positiv reaktion ikke indfinder sig meget hurtigt, forventer vi, at aktierne begynder at inddiskontere et meget negativt økonomisk miljø i 2009, dvs. indtjeningsforventningerne vil blive nedjusteret meget drastisk,« siger Morten Kongshaug.

Spiralen kan være svær at stoppe

Et fastlåst lånemarked begynder nemlig hurtigt at gøre ondt i økonomien, og kan starte en lavine, det bliver svært at stoppe. Vi har her i Danmark allerede set konsekvenserne på ejendomsmarkedet, hvor ejendomsprojekter og mindre banker på gensidig vis har trukket hinanden med ned. På tilsvarende vis kan mange forskellige typer virksomheder få likviditetsproblemer, og svigtende betalinger og betalingsstandsninger hos nogle vil sende kaskadeeffekter gennem samfundsøkonomien og trække andre med sig – en nedadgående spiral, der forværrer tilidskrisen, og får den økonomiske nedtur til at accelerere hastigt.

Forhåbentlig er den danske finanssektors redningsplan tilstrækkelig til at fjerne denne risiko. Planen går ud på, »



» at der etableres et sikkerhedsnet, så alle simple kreditorer får fuld sikkerhed for deres tilgodehavender i pengeinstitutter i Danmark. Det betyder i praksis, at alle almindelige bankindskud er sikrede, så det ikke længere alene er indskud op til 300.000 kroner, som det hidtil har været. Det vil sige, at den enkelte kunde opnår den ultimative sikkerhed for sine indlån i danske banker. Udover bankindskud er alle simple kreditorer sikrede. Det vil i praksis sige, at lån på pengemarkedet ligeledes er omfattet af statsgarantien. Dermed står den danske stat bag pengemarkedslåne, hvilket burde sikre, at bankernes mulighed for at skaffe likviditet skulle bedres markant.

Glem alt om valuering

Aktiemarkederne rundt om i verden, herunder det danske og de øvrige nordiske markeder, har fået store bank over en bred kam, og det får dem til at se billige ud i historisk perspektiv og i forhold til statsobligationer. Men det skal man ikke lade sig friste af, påpeger Morten Kongshaug, og erkender, at han selv fokuserede på disse forhold – men det var i forventning om, at den økonomiske nedtur blev moderat, og finanskrisen var for aftagende.

»Vi troede, at en standardrecession var priset ind, men det var slet ikke nok i og med, der findes en så voldsom gearing i systemet, som vi ikke kunne se. Der har været så meget eksponering uden for balancerne, som ingen kunne se, og derfor er finanskrisens omfang kommet bag på alle,« siger Kongshaug.

Han tror dog ikke, at vi vil opleve en økonomisk krise á la Japans i 90'erne eller USA's i 30'erne.

»Krisens oprindelse kan føres tilbage til amerikansk pengepolitik, idet både Bernanke og Greenspans fejl netop var, at de frygtede disse scenarier alt for tidligt. De satte renterne ned på et for tidligt tidspunkt pga. frygt for deflation og credit crunch. Og de skabte dermed en husmarkeds- og spekulationsbobbel, vi aldrig tidligere har set. Derfor er vi nu i en situation, hvor sy-

stemet er, om ikke brudt sammen, så er det i hvert fald den største globale systemiske udfordring siden 70'ernes energikrise. Dengang var det olie, der var mangel på, og det kostede 50 pct. af aktiemarkedet. I dag er det penge, der er mangel på, og vi kan endnu ikke sige med sikkerhed, hvad det vil koste aktiemarkedet,« siger aktiestrategen.

Hvis man vil ind på markedet nu:

Kvalitet

Han vil ikke afvise, at der kan komme en meget kraftig korrektion opad i aktiemarkedet, hvis der falder ro over kredit- og pengemarkedet. For samtidig har der som bekendt været et kraftigt fald i oliemarkedet, aktierne er relativt billigere og redningspakken kan fjerne mange dårligdomme. Og derfor kan det være idé for den langsigtede investor at købe aktier på dette niveau.

»Men hvis man vil ind i markedet skal man holde sig til solide kvalitetsaktier med stærke brands og en stærk valuering. Valueaktier har været ignoreret gennem længere tid, hvor vækstaktier har fået større opmærksomhed. Men valueaktierne kommer ingen veg-

ne, hvis ikke det lykkes at få kreditobligationerne ned i rente.«

Morten Kongshaug anbefaler, at man holder sig fra de mindre selskaber (small caps) og Emerging Markets, lige som han heller ikke tror på selskaber med store gældsposter eller som er afhængige af finansiering.

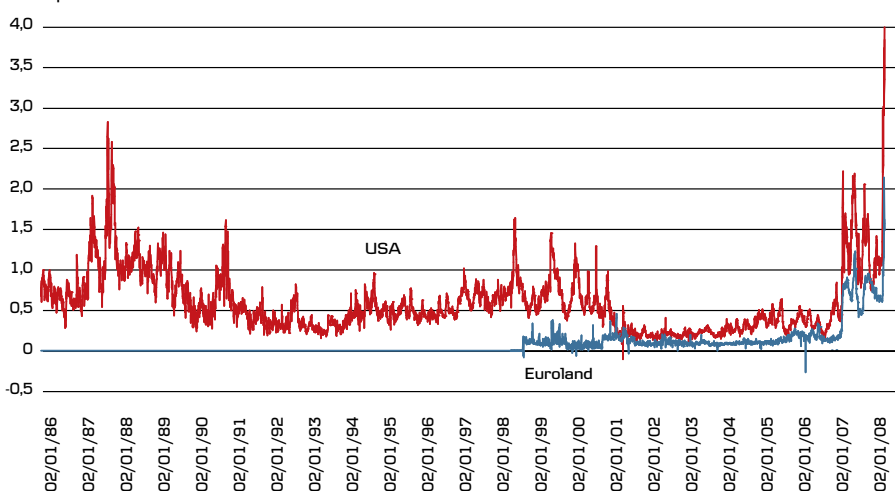
»I et usikkert miljø skal man holde sig fra aktier eller sektorer forbundet med større risici. De kan ganske vist stige pænt i kortvarige tilfælde af god stemning, men som udgangspunkt er der lagt op til en længere periode med lavvækst, og i det miljø skal man holde sig til de defensive brands med solid indtjening,« slutter aktiestrategen.

VIGTIGT!

Usikkerheden er ekstremt stor i det aktuelle marked, og tingene kan hurtigt ændre sig. Vær derfor opmærksom på, at holdninger og vurderinger også kan ændre sig efter redaktionens slutning.

Tillidskrise i banksektoren

TED-spread i %



KILDE: DANSKE MARKETS EQUITIES.

Mistillid koster. TED-spread viser forskellen på interbankrenten (hhv. 3 mdr. USD Libor og 3 mdr. EUR Libor) mod 3 mdr. statspapirer (hhv. USA og Tyskland). Aktuelt er interbankrenten meget høj i begge regioner, hvilket fortæller, at bankerne kun vil låne ud til hinanden til en historisk høj rente. Kun hvis denne rente hurtigt normaliseres, er der håb for et positivt aktiemarked inden for de kommende måneder.

Interessant investeringsmulighed i Partners Group Global Value

Partners Group Global Value, Private Equity-fonden, som via Danske Bank blev mulig for private investorer at investere i fra marts 2008, har optimale betingelser for at skabe gode afkast i den værste krise på de finansielle markeder siden 30'erne

En Private Equity-fond har en meget stor pengetank, primært finansieret af institutionelle investorer, fonde, selskaber og banker. Fondens formål er som udgangspunkt at investere i unoterede selskaber (eller børsnoterede som efterfølgende afnoteres), hvori de opnår dominerende eller fuldt ejerskab af et selskab i forventning om, at de herved har bedre muligheder for at påvirke selskabets udvikling.

Det er her selskabet især adskiller sig fra normale investeringer i børsnoterede aktier, hvor man som almindelig aktionær må se passivt på, hvordan virksomheden bliver drevet. Private Equity derimod handler i vid udstrækning om aktivt ejerskab. Hvis en Private Equity-fond ejer et selskab fuldt ud eller har majoriteten, har den mulighed for selv at sammensætte ledelsen, planlægge strategien, optimere kapitalstrukturen osv. Og i øvrigt samtidig trække på et stort netværk af kompetente ledere i forskellige brancher og regioner.

Ser man på Private Equity-fondens performance i perioden 1993-2006, så har den øverste kvartil, som Partners Group Global Value (PGGV) tilhører, haft positive afkast i hele perioden og i gennemsnit leveret 18,2 pct. årligt – mens det amerikanske aktieindeks S&P 500 i samme periode gav et afkast på 10,9 pct. årligt. Analyser fra bl.a. konsulenthuset McKinsey peger på, at det netop er det aktive ejerskab i selskaberne, der skaber det ekstra afkast.

PGGV har fleksible investeringsrammer, som sikrer en stor spredning på

geografi, virksomheders udviklingsstadier samt investeringstyper. Fonden havde ultimo august investeret 56 pct. i eksisterende unoterede Private Equity-fonde (secondaries); 41 pct. i nye fonde (primaries); 1 pct. i direkte investeringer i selskaber og 2 pct. i børsnoterede Private Equity-fonde.

Gyldne tider

Kriseperioder, som den aktuelle, er gyldne tider for Private Equity-fonde, som perioden 2000-2002 også var det. PGGV oplyser, at den aldrig har indgået så mange forretninger som i det seneste år. Der er et væld af selskaber i vanskeligheder, der kan erhverves for beskedne beløb, selskabets potentiale taget i betragtning. Og der er mange finansielle virksomheder og fonde, der er tvunget til at sælge aktiver for at skaffe likviditet.

Da kapitalstærke købere i den aktuelle finanskriser er til at overskue, så har Private Equity-fondene virkelig gode muligheder for at købe interessante selskaber og fonde med store rabatter. Man skal dog afvente gevinsten med tålmodighed, idet idéen naturligvis er, at udvikle selskaberne i typisk 3-5 år - og når konjunkturerne og markederne igen er klar til det, sælger man selskaberne med, sandsynligvis, store gevinster.

Investorer bør dog være opmærksomme på de risici og særlige faktorer, der er forbundet med Private Equity-markedet, og som ikke optræder i forbindelse med investeringer i traditionelle noterede værdipapirer.

Partners Group Global Value og skatteregler

Aktier i fonden beskattes efter lagerprincippet. Lagerprincippet betyder, at investor skal beskattes af en gevinst, selv om den ikke er realiseret. Tilsvarende er der fradrag for tab, selvom tabet ikke er realiseret.

Urealiseret gevinst og tab opgøres årligt ud fra kursen på aktierne ved udgangen af selskabets regnskabsår den 30. september og medregnes i investors indkomstopgørelse dagen efter.

For personer beskattes gevinst og tab på aktierne som kapitalindkomst med 34-60 pct. Aktierne kan erhverves for midler i virksomhedsordningen.

For selskaber indgår gevinst og tab på aktierne ved opgørelsen af selskabsindkomsten.

Aktierne kan erhverves for pensionsmidler i pengeinstitutter. Der må maksimalt investeres for 20 pct. af pensionsordningen i aktierne. Pensionsinvestorer beskattes med 15 pct. PAL-skat efter lagerprincippet.

Ny teori:

Markedet kommer aldrig i ligevægt

Finansielle markeder har en fundamental tendens til at vokse frem mod en farlig, ustabil tilstand.

Tidligere i år kunne fysikeren Jean-Philippe Bouchaud i samarbejde med kolleger hos Capital Fund Management i Paris således præsentere et opsigtsvækkende resultat af en større analyse. Analysen omfattede 90.000 realtidsnyheder over en to-års periode fra Reuters og Dow Jones, som var relevante for investorer, og gik ud på at se, om pludselige store bevægelser i flere hundrede aktier, kunne forklares med disse nyheder.

Det kunne de ikke. Og det er faktisk i strid med den klassiske økonomiske teori, der insisterer på, at markederne næsten altid er i ligevægt som en afspjeling af en overordnet balance mellem økonomiske kræfter. Markederne ændrer sig, når disse kræfter ændrer sig, siger teorien. Eksempelvis når gode nyheder om et selskab øger efterspørgselen efter dets aktier, hvilket sender aktiekursen op. Under denne synsvinkel kan dramatiske kursændringer kun komme fra tilsvarende dramatiske årsager.

Andre beviser på uligevægt

De mest sofistikerede computermodeller har ifølge New Scientist indikeret, at den primære årsag til den aktuelle finanskriser er en fundamental tendens i de finansielle markeder til at vokse, som en uafkølet atomreaktor, mod en farlig, ustabil tilstand. Alt lige fra observationer af irrationalitet hos handlerne til statistik om markedets fluktuationer fortæller, at der er noget galt med den konventionelle »visdom«, og et voksende antal forskere er af den opfattelse, at vi har brug for en ny økonomisk teori. Og problemet er, at markedet har en tendens til at overdrive af den simple grund, at vi er flokdyr. Det gælder ikke blot investorer, men også analytikere.

Føromtalte Bouchaud præsenterede for fire år siden beviser for dette. Han havde undersøgt analytikeres prognoser for indtjeningen i amerikanske, europæiske, britiske og japanske selskaber i perioden 1987-2004, og set på hvor godt de ramte plet. Resultaterne

viste for det første, at de generelt var overoptimistiske – i en grad, så en mere succesfuld strategi ville have været at antage, at indtjeningen i det kommende år ville være det samme som i år. For det andet viste undersøgelsen, at analytikerne havde en klar tendens til at lave indtjeningsprognoser, der svarede til dem, som andre analytikere allerede havde annonceret – selv når dette var i modstrid med tilgængelig information. Analytikerne var enige med hinanden 5-10 gange mere end deres prognose svarede til det faktiske resultat.

Flokmentalitet fører til overdrivelser, og dermed mere ekstreme kursbevægelser, når fejlen opdages. Og det menes at være forklaringen på, at den sandsynlighedsfordeling man antager i den finansielle verden er misvisende. Man antager nemlig, at kursbevægelserne på finansielle aktiver følger normalfordelingen. Det er nemlig en fordeling, der er uhyre behagelig at arbejde med, når



man skal beregne bl.a. den såkaldte standardafvigelse, der er udtryk for kursudsvingene. Når man kender den, kan man bl.a. beregne sandsynligheden for ekstreme udsving.

Problemet er bare, at fordelingen ikke passer på virkeligheden, og det har man egentlig vidst i mange år. Der er fra tid til anden nogle helt ekstreme udsving i finansielle aktiver, som slet ikke burde forekomme ifølge normalfordelingen.

Alligevel har økonomer og finansfolk holdt stædigt fast i normalfordelingen som udgangspunktet, og det betyder, at en beregning af en bank eller investeringsfonds samlede risiko, undervurderer den reelle risiko.

Simulationer med kunstig intelligens virker

De traditionelle risikomodeller kan altså ikke tage højde for de ekstreme udsving. I den nyere modellforskning er det særligt modeller med »kunstigt intelligente virtuelle agenter«, som køber og sælger blandt hinanden, der i stigende grad er populære – og sådanne modeller har allerede imponerende succes med at reproducere historiske kursudviklinger inklusive ekstreme udsving samt handelsvolumen og andre faktorer.

Føromtalte Didier Sornette har analyseret effekten af flokadfærden på rallyes og krak. De virtuelle agenter i hans model skal i simulationerne på hver handelsdag tage en beslutning på baggrund af tre typer information: Offentligt tilgængelige nyheder; hvad de hører fra venner eller andre i deres sociale netværk samt enhver privat information de måtte sidde inde med. Over tid vil agenterne måle hvor effektiv hver type information er som hjælp til at tage de gode beslutninger, og de justerer deres adfærd derefter.

Sornettes konklusion er, at kurserne i den kunstige verden aldrig stabiliseres fuldstændigt, men fortsætter med at bevæge sig op mere eller mindre kaotisk. Han observerer også, at den offentlige og private information har en tendens til at holde kurserne omkring realistiske niveauer, som den traditionelle økonomiske ligevægtsmodel siger de skal.

»Skurken« er altså informationen, som flyder gennem de sociale netværk, og bliver spredt ved mund-til-mund metoden. Dette skaber grupper af mennesker, som koordinerer deres handlinger, hvilket fører til bobler – dvs. aktier eller andre værdipapirer bliver prissat for højt eller for lavt. Og bemærkelsesværdigt nok kan disse bobler opstå på baggrund af intet andet end tilfældige nyheder, som derefter forstærkes af det sociale netværks feedbackmekanisme.

Sornettes model giver også indblik i, hvordan markedskrak opstår. Hvor de fleste finansielle analytikere leder efter specifikke begivenheder op til et krak, som kan have udløst det, indikerer Sornettes model, at det mere har noget at gøre med den progressive sammenkædning af investorers beslutninger og forventninger over måneder eller år. Dette forstærker ethvert problem – hvilket fører til generel ustabilitet på markedet. Til sidst når markedet en tilstand som en lavine, der venter på at blive udløst. Og hvad som helst kan udløse lavinen, når først denne tilstand er nået.

Gearing skaber ustabilitet

Denne form for ustabilitet kan have meget at gøre med de elementer, som fx udløste den aktuelle finanskrise. En nylig undersøgelse af Yale-økonomen John Geanakoplos i samarbejde med de to fysikere Doyne Farmer og Stephan Turner viser, hvordan kreditniveauet i et marked kan påvirke dets overordnede stabilitet.

De udviklede en virtuel model af værdipapirmarkedet, hvor agenterne var hedgefonde, banker og almindelige investorer. Disse agenter forsøgte at identificere værdipapirer, der kortvarigt var fejlagtigt prissat, og forsøgte at tjene penge ved at købe eller sælge i forventning om, at prisen ville vende tilbage til et realistisk niveau i fremtiden. Især hedgefondene – som i det virkelige liv – gearede investeringerne ved at låne penge fra bankerne.

Modellsimulationerne afslørede en særdeles interessant konsekvens af dette. Uden gearing kan en hedgefond kun tabe sine egne investorers penge. Men i takt med at gearingen øges, kan den også tabe de penge, den har lånt

fra banken, og dermed kan banken også komme i problemer. I et marked, der er præget af heftig gearing – fx *subprimemarkedet i 2003-2007* – opstår truslen for tab og svigtende betalingsevner, der kan sende kaskadeeffekter gennem markedet og det finansielle system.

Risikoen for denne katastrofale dominoeffekt er ikke noget, der stiger gradvist. Tingene går fint indtil et vist niveau af gearing når et bestemt niveau, hvorefter markedet – ifølge modellen – undergår en pludselig ændring, som vand, der fryser til is. Stigende niveauer af kredit skaber stærkere bånd mellem markedsdeltagerne og dermed øges risikoen for, at en enkelts kollaps kan pålægge en uoverkommelig byrde på andre og dermed udløse flere kollaps. I simulationerne med modellen viste det sig, at når niveauet for gearing nåede over en vis grænse blev det overvældende sandsynligt, at en enkelt aktørs kollaps ville sende bølger af problemer gennem markedet.

Selv om der kun er tale om modelsimulationer er ligheden med historiske begivenheder slående, mener Didier Sornette. Han fremhæver samtidig over for New Scientist, at alle de bobler han har studeret, har været forbundet med stigende adgang til lette penge, hvad enten det er lavere marginkrav, lavere renter, flere udenlandske investeringer osv.

Hvis man vil undgå fremtidige kriser, så skal man altså kunne identificere »frysepunktet« for markederne i den virkelige verden – og holde gearingen lav nok til at undgå den kritiske tilstand i systemet. Det kræver øget regulering i det finansielle system. Det kræver, at man bryder med den traditionelle opfattelse af, at de finansielle markeder selv kan finde ligevægten uden indblanding. Og det kræver en erkendelse af, at de finansielle markeder har en indbygget tendens til at overdrive – og at finansmarkedet i dag, ikke mindst med de mange derivater, er så enormt, at idéen om at de frie markeds kræfter er den bedste løsning ikke længere holder på de finansielle markeder.

Porteføljeteoriens fundament ødelægges af globaliseringen

Faktisk fortjente H.C. Andersen at få en Nobelpris i økonomi for sin historie om konen med æggene. I stedet gik den til Harry M. Markowitz, der huggede idéen og fremførte den i 1953 som sin egen porteføljeteori.

Men ret skal være ret, og Markowitz lavede jo altså som den første nogle beregninger, der viste, at man for et givent afkastkrav kunne opnå en lavere risiko på sin portefølje, hvis man udnyttede, at værdipapirer har forskellige korrelationer med hinanden. Selv om korrelationerne ikke er konstante, så har porteføljeteorien utvivlsomt bidraget til en fornuftig investeringspolitik i mange tilfælde over årene. I hvert fald i *gamle dage*.

For verden har jo ændret sig drastisk siden Markowitz præsenterede sin teori i 1953. Kritiske røster hævder derfor, at Markowitz' teori kun havde værdi dengang, hvor verden netop ikke var globaliseret i nær samme grad, og langt fra alle havde adgang til fuld information.

I dag svinger de finansielle markeder i de udviklede lande meget i takt, fordi økonomierne er blevet så integrerede i hinanden via international samhandel, multinationale selskaber, investeringer på kryds og tværs samt økonomiske politikker, der i vidt omfang har de samme mål og begrænsninger.

En klar indikation af, at korrelationerne mellem de internationale aktiemarkeder med tiden ville stige, kan findes i en teori, der også blev udviklet i 50'erne af en anden Nobelpris-vinder, nemlig Paul Samuelson. Han påviste, at hvis der er fri international handel med varer og tjenester, så vil prisen på

produktionsfaktorerne – såsom jord, arbejdskraft og kapital – med tiden blive den samme i alle lande. Afkast på investeret kapital vil også tendere mod at blive det samme – og dermed vil afkast på aktier også blive det samme i alle lande.

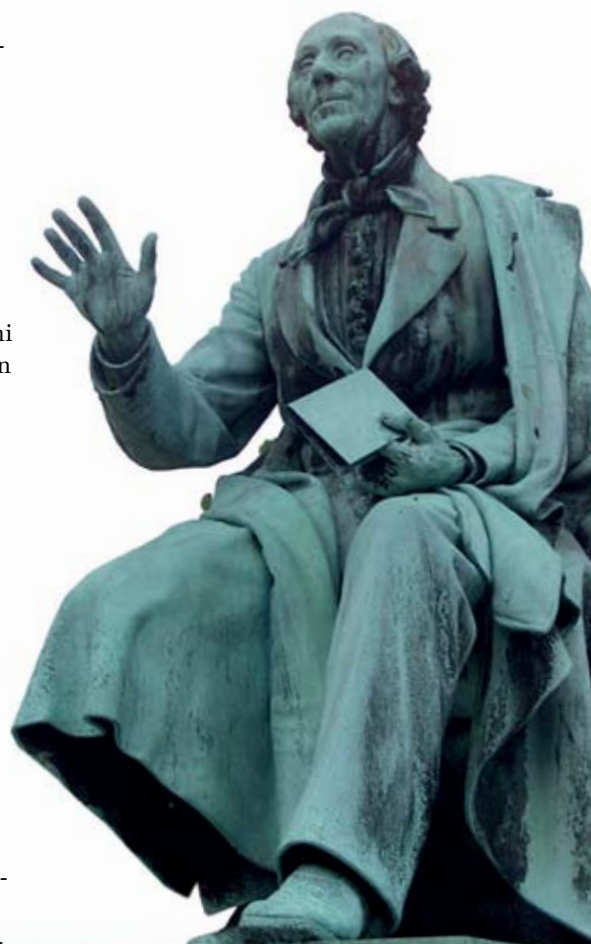
I takt med den stigende verdenshandel og globalisering de seneste årtier, er denne teori blevet bekræftet af virkeligheden. Aktieinvesteringer giver i vid udstrækning de samme gevinster eller tab, når vi taler om de udviklede markeder.

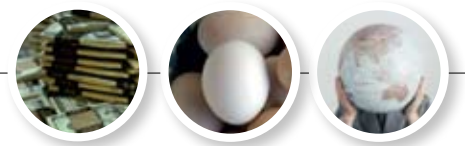
Det betyder, at globaliseringen præsenterer investorerne for et paradoks. Jo mere integreret den globale økonomi bliver, desto mindre bliver muligheden for at reducere porteføljerisikoen ved at sprede investeringerne geografisk.

Men her kommer Emerging Markets ind i billedet. Ganske vist er de også tæt knyttet sammen til de udviklede lande via eksport, import og den udviklede verdens outsourcing. Men de er samtidig i gang med en mangeårig, massiv opbygning af de indenlandske økonomier, der i vid udstrækning er uafhængig af de internationale konjunkturer, og derfor kan der opnås betydelige spredningsgevinster ved at inddrage disse regioner i porteføljen – og helst fordelt på både Sydamerika, Østeuropa og Asien, der på mange områder stadig er meget forskellige.

Det kan i øvrigt tilføjes, at den sand-

synlighedsfordeling, normalfordelingen (se s. 11), som Markowitz' porteføljeteori bygger på, ikke tager højde for de ekstreme begivenheder, som finder sted i disse tider. Og i 2000. Og i 1998. Og i 1987. Og....





Jordskælv og finansielle krak følger samme mønster

Tre fysikere fra Boston University og en enkelt økonom fra Massachusetts Institute of Technology offentliggjorde allerede i 2003 i tidsskriftet *Nature* en teori om, at aktiemarkedets kursdannelse følger et mønster, der er meget lig det, man har identificeret i andre sammen-hænge – og som man bl.a. anvender til at forudsige jordskælv med.

De mønstre, som forskerne fandt i de analyserede børssdata var de såkaldte »power laws« – som beskriver matematiske forhold mellem hyppigheden af små og store begivenheder (en sådan »power law« – Gutenberg Richter – anvendes til at beregne sandsynligheden for, at et jordskælv af en given styrke vil forekomme). Kort fortalt fandt forskerne frem til, at aktiemarkedet har indbygget et matematisk mønster, der ofte også findes i naturen i systemer så forskellige som jordskælv og det menneskelige sprog.

I analysen viser forskerne, at for markedet som helhed og individuelle aktier gælder det, at den daglige omsætning, det daglige antal handler og kursændringerne følger power laws. Eksempelvis gælder det, at antallet af dage, hvor aktiens kurs ændres med en procent vil være 8 gange så stort som antallet af dage, hvor aktien stiger med 2 pct. som vil være 8 gange så stort som antallet af dage, hvor aktien ændres med 4 pct. – og så fremdeles.

Det samme forhold (kaldet »the inverse cubic pattern«) gør sig gældende i antallet af daglige handler. Mens en lignende power law (»the inverse half-cubic pattern«) beskriver antallet af aktier handlet pr. dag.

For at forstå disse mønstre, så forskerne også på hvor store de største markedsdeltagere er. De kom frem til, at også størrelsen af disse følger en power law. Antallet af f.eks. Mutual Funds (investeringsforeninger), der forvalter over en mia. dollars er dobbelt så stort som antallet af Funds, der forvalter 2 mia. dollars – hvoraf der er dobbelt så mange som antallet af Funds, der forvalter 4 mia. dollars – og så fremdeles (dette mønster kaldes i øvrigt Zipf's Lov – op-

kaldt efter sprogforskeren George Kingsley Zipf, der i 1930'erne fandt det statistiske mønster i hyppigheden af anvendte ord i forskellige sprog).

Forskergruppen fandt frem til, at det netop er de store markedsdeltageres aktiviteter (fx store investeringsforeninger og pensionskasser), der skaber de omtalte power law-mønstre i kursændringer, daglige handler og omsætning. Det sker, når de handler store aktieposter under tidspres – dvs. når de ønsker at sælge eller købe en meget stor aktiepost så hurtigt som muligt. Sådanne handlinger er tilstrækkelige til at skabe de statistiske mønstre. Således kan en stor del af de store kursbevægelser i markedet – såsom de dage hvor kursen bevæger sig kraftigt uden nogen bagvedliggende nyheder – føres tilbage til nogle store markedsdeltageres adfærd.

I forbindelse med offentliggørelsen af analysen i 2003 påpegede forskerne selv, at kendskabet til disse mønstre, der blev identificeret, kunne blive et vigtigt element til analytikernes traditionelle modeller, der undervurderer de sjældne ekstreme kursudsving. Man skal dog ikke tro, at det selv med kendskab til de systematiske mønstre på aktiemarkedet bliver muligt helt at forhindre børskrak. Forskningsresultaterne viste bl.a., at de kræfter, der skaber power laws i aktiemarkedernes kursbevægelser er ekstremt robuste – hvilket indikerer, at krak stadig vil være meget vanskelige at forhindre. En af forskerne, Xavier Gabaix, påpegede dengang, at kun hvis man skaber en stor friktion i form af reguleringer i systemet, kan man forebygge krak – og netop øgede reguleringer bliver formentlig de lærepenges finanssektoren og markederne må betale for den aktuelle finanskrisen..

Et andet interessant resultat af analysen er i øvrigt, at vi måske her har forklaringen hvorfor der historisk set er et merafkast på aktier i forhold til risikofrie statsobligationer, som er højere end det man skulle forvente, når man betragter den historiske risiko. I den tilsyneladende lidt for store risikopræmie er der indbygget en belønning, der skal kompensere investor for den uforholdsmæssigt store risiko for meget store tab, som beskrives af *the cubic law* – men ikke normalfordelingen.

Krak er ikke usandsynlige

I oktober 1987 faldt det britiske aktieindeks, FTSE 100, med 26,1 pct. Faldet var en afvigelse fra gennemsnittet på 5,5 standardafvigelser. Hvis der var tale om, at kursændringerne følger en normalfordeling, som det altid antages i finansverdenen i risikostyring, prisfastsættelse af optioner m.v., så skulle en måned med så store kursfald kun forekomme en gang for hver 4,2 millioner år – dvs. en måned ud af 50 millioner.

Men kursændringerne i aktiemarkedet følger netop ikke normalfordelingen. Ifølge analysen i *Nature* er power laws en langt bedre beskrivelse af kursændringerne. Og ifølge disse power laws er et børskrak af en størrelse som i 1987 slet ikke urealistisk. Ifølge det mønster for kursændringer, som beskrives af den identificerede power law (*the cubic law*), så vil en kursændring af en størrelse på 5,5 standardafvigelser forekomme for hver 166 måneder – frem for hver 50 millioner måneder, som indikeres af normalfordelingen.

Historien om en finanskrise

Den historie, der undervejs så ud til at blive løst med nogle store afskrivninger, tab og enkelte kollaps i finanssektoren har nu udviklet sig til et globalt mareridt. Men hvordan var det egentlig, det hele startede?

Faktisk skal vi helt tilbage til den anden halvdel af de glade 90'ere, hvis vi skal svare på det spørgsmål. Dengang var verden i et solidt opsving, og aktiekurserne steg hastigt over en bred kam – i en sådan grad, at USA's daværende centralbankdirektør Alan Greenspan, i december 1996 brugte betegnelsen *Irrational Exuberance* i en beskrivelse af aktieinvestorernes adfærd. En utvetydig hentydning til, at aktiekurserne efter Greenspans mening havde nået et alt for højt niveau, båret frem af en irrationel adfærd hos markedsdeltagerne.

Aktiemarkederne fortsatte ufortrødent opad. Så kom Asien-krisen i 1997. Og en mere global krise i 1998, der kulminerede med Ruslands devaluering og gældsdefault samt hedgefonden LTCM's kollaps og efterfølgende redningsaktion af 14 verdens største banker – begivenheder, der pressede de finansielle markeder hårdt i en periode.

Men det rejste sig hurtigt igen, for det var i disse år, at informationsteknologiens velsignelser holdt deres massive indtog i verdens økonomier. Det åbnede op for store visioner i mange aspekter i en grad, der nærmest begyndte at ligne eufori. Mange økonomer havde også vanskeligt ved at forstå, hvad det var, der skete. Men ingen ved helt, hvem der først lancerede begrebet »new economics« i 90'erne.

Det var imidlertid endnu en gang Alan Greenspan, der fik et begreb slået fast i finansverden, da han i juli 1997 i en artikel i *Business Week* sadlede om – og brugte betegnelsen i bestræbelserne på at retfærdiggøre kursstigningerne på aktiemarkedet – som var fortsat uhæmmet siden hans introduktion af begrebet *Irrational Exuberance*.

Evig vækst uden de irriterende nedture, var den mest ekstreme version af teorierne om »den nye økonomi«. Kendsgerningen var nemlig i 1998-99, at amerikansk økonomi i disse år kørte på 8.-9. år med høj vækst og lav arbejdsløshed uden at det satte sig spor i en øget inflation. Det var en udvikling, som var i strid med lærebøgerne, men ikke desto mindre var der tegn på, at der kunne være noget om snakken med »den nye økonomi« – og forklaringen skulle altså være informations-teknologiens produktivitetstigninger.

Advarsler fra Buffet

Mente nogen altså. Aktiemarkederne gik med på idéen, og steg til usete højder op gennem 1998 og 1999. Til trods for, at kritiske røster advarede imod, at dette var uholdbart. Fx Warren Buffet, verdens rigeste aktieinvestor, der i november 1999 i en artikel i *Fortune Magazine* skrev:

»The inescapable fact is that the value of an asset, whatever its character,

cannot over the long-term grow faster than its earnings do«

Et logisk udsagn. Selvfølgelig kan den sande værdi af et aktieselskab ikke på lang sigt vokse hurtigere end indtjeningen. Aktiekursen er jo per definition netop summen af den fremtidige indtjening, tilbagediskonteret med en realistisk rente. Men som bekendt er vanskeligheden i at fastsætte en aktiekurs, der afspejler den sande værdi af selskabet jo netop, at man ikke kender den fremtidige indtjening. Det vil der altid være mange forskellige bud på, og derfor vil en aktie i nogle øjne være undervurderet, og overvurderet i andres.

Særligt vanskelig er denne gættekonkurrence, når der er tale om et paradigmeskift i økonomien, som informationsteknologien reelt var et symbol på. Der var så mange muligheder med den nye teknologi og især Internettet, at ingen rigtig kunne gennemskue, hvad der var fantasi, og hvad der var realistisk. Men indtjeningsforventningerne til Internettet og især de amerikanske teknologiselskaber var enorme. Således var markedsværdien af det samlede amerikanske aktiemarked på et niveau svarende til 183 pct. af USA's BNP – til sammenligning var tallet 81,4 pct. umiddelbart før kollapsedet i Wall Street 1929. Det kunne naturligvis ikke holde.

Kollapset

Visionerne om de store indtjeninger begyndte efterhånden at briste og kollapset på aktiemarkedet blev indledt i foråret 2000 og fortsatte i et par år. I denne periode blev *The Twin Towers* i New York sprængt i luften i verdenshistoriens mest uhyggelige terrorangreb.

Stemningen var mildt sagt ikke god. Både forbrugere, virksomheder, politikere, økonomer og centralbanker frygtede for fremtiden. Og investorerne led store tab. Blandt taberne på aktiekrakket og den generelle tillidskrise på aktiemarkedet var også mange virksomheder, der i markedseuforien havde gældsats sig i stor stil og foretaget investeringer, som nu var skudt langt over målet. Verdensøkonomien gik ind i en økonomisk krise, men værst blev det i USA, hvor markedet havde været mest hysterisk. USA blev sendt til tælling.

Men centralbanken med Greenspan i spidsen skønnede, at nedturen ville blive alt for hård, hvis ikke banken leverede en stødpude i form af en lempelig pengepolitik. Så banken satte den le-

dende rentesats ned fra 6,5 pct. til 1,75 pct. i løbet af 2001 og endte på 1,0 pct. i 2003 – et historisk lavt niveau. Sammen med en ekspansiv finanspolitik, rentefrie billån m.v. blev det den mildeste recession i efterkrigstiden. De amerikanske forbrugere, der tegner sig for 21 pct. af verdens BNP var endnu engang sluppet med skrækken efter en opsvingsperiode siden 1982, der kun var kortvarigt afbrudt af en lille nedtur omkring 1990.

Nyt bullmarked og globalt opsving

Og i 2003 startede så et nyt bullmarked på aktiemarkedet, og det stærkeste opsving i verdensøkonomien i 30 år tog sin begyndelse.

Alligevel startede den amerikanske centralbank ikke en gradvis stramning af pengepolitikken før sommeren 2004. Og det gik efter manges mening for langsomt. Men inflationen - det advarselssignal, som centralbankerne traditionelt tilrettelægger deres pengepolitik efter, idet det er en faktor, de skal holde under kontrol – var stadig ikke truende. Tværtimod havde den i en perio-



Skurken. Alan Greenspan, tidligere chef for den amerikanske centralbank. Med sin alt for lempelige pengepolitik skabte han fundamentet for den globale bolig- og spekulationsbobbel, der er blevet et mareridt for verden i dag.

1995/

IT-boblens opbygning starter

1997/

Teorien om Den Nye Økonomi bider sig fast.

1998/

Boligpriserne stiger stærkt i USA og resten af verden disse år. Olieprisen er kortvarigt omkring 10 USD pr. tønde.

1999/

Warren Buffet advarer om, at aktiekursstigningerne på IT-aktier ikke kan holde

2000/

IT-boblens kollaps påbegyndes

» **2001/**

Recession i USA

2001/

Boligpriserne tager fart igen i USA og resten af verden

2001/

Federal Reserve sætter renten ned fra 6,5 pct. til 1,75 pct. Bilfirmaer giver rentefrie lån.

2002/

Fed sætter renten ned med et halvt procentpoint

2003/

Nyt bullmarked starter samt stærkeste opsving i verdensøkonomien i 30 år. Boligmarkeder over hele verden stiger kraftigt

2003/

Fed sætter renten ned med et kvart procentpoint, laveste i 45 år





Helten. Han burde have været en helt, men ingen – i hvert fald ikke politiske beslutningstagere – lyttede da han advarede kraftigt mod IT-boblen i 1999 og derivaters potentielle evne som finansielle masseødelæggelsesvåben i 2003. Warren Buffet, Oraklet fra Omaha, verdens rigeste aktieinvestor (på Value Investing).

de været så lav i USA, at der var frygt for deflation – en ubehagelig situation, som Japan kunne fortælle om, og som havde præget deres økonomi, siden det japanske kollaps på aktie- og ejendomsmarkedet i 1990.

Så centralbanken gjorde altså ikke noget før sommeren 2004, hvor man gik i gang med at hæve renten med et kvart procentpoint ved det ordinære møde hver sjette uge. Normalt får centralbankens rentestigninger obligationsmarkedet til at reagere med stigende lange renter, fordi centralbankens adfærd indikerer en bekymring for stigende inflation. Men ikke denne gang. Obligationsrenterne steg ikke, men faldt oven i købet i perioder. Det var svært at forstå. Greenspan kunne heller ikke, og kaldte det for en gåde.

Gåden om renterne, der ikke ville stige

Forklaringerne var mange. En af dem var, at pensionskasserne med deres langvarige udbetalingsforpligtelser var tvunget til at være villige købere af de lange obligationer til trods for, at renten allerede var lav – alternativerne var nemlig svære at få øje på, da massiv efterspørgsel også havde gjort andre finansielle aktiver ret dyre. En anden forklaring skulle findes i de amerikanske forbrugeres store købelyst, der over åre-

ne havde været stærkt medvirkende til at skabe et stort handelsunderskud i forhold til især Asien. Det havde bl.a. medført, at de asiatiske centralbanker svømmede i penge og tesen var nu, at de i stort omfang brugte de enorme valutaeserver til at købe dollars og amerikanske statsobligationer for. En tredje forklaring var, at virksomhederne, der generelt brændte fingrene i de euforiske slut-90'ere, i årene efter aktiekollapset var særdeles tilbageholdende med investeringer, og de mindskede efterspørgselen efter penge. Og en fjerde gik på, at netop fordi renterne kom fra så lavt et niveau, ville det nødvendigvis kræve en del stramninger, før renterne begyndte at gøre ondt i økonomien.

Uanset hvad forklaringen var, så var det i hvert fald en kendsgerning, at selv om centralbanken i USA ikke forstod, hvorfor de lange renter ikke steg, så gjorde forbrugerpriserne det heller ikke. Altså steg. Og det var jo vigtigt. Centralbanker er økonomiens vagthunde og har – belært af fortidens bitre erfaringer – fået som deres vigtigste opgave at holde inflationen nede med en passende pengepolitik.

Inflationen blev væk

På sin vis kunne Alan Greenspan og hans kolleger i Federal Reserve derfor

ånede lettede op. Der var ikke tegn på, at inflationen var ved at gå amok. Og det kunne man jo takke ikke blot informationsteknologien og de medfølgende produktivitetsstigninger for – men i høj grad også globaliseringen.

Globaliseringen betyder nemlig, at vareproduktionen i dag i stor udstrækning og i stadig stigende omfang foregår i Emerging Markets til langt lavere omkostninger – en proces, der betyder, at den globale produktionskapacitet er udvidet markant, så vi i den skarpe konkurrence ikke længere ser høj vareefterspørgsel presse priserne op. Udviklingen betyder, at arbejdsmarkedet i industrien i Vesten ikke længere kan udløse højt lønpres i perioder med høj vækst. Og det samme gælder i stigende grad på det øvrige arbejdsmarked, idet Vestens outsourcing også er på hastig fremmarch i dele af vidensøkonomien og serviceindustrien.

Men alt imens økonomiens kloge hoveder i nær og fjern stirrede på forbrugerpriserne og med fryd kunne konstatere, at de ikke så ud til at varsle en truende overophedning, så var der visse ubudne gæster, der begyndte at skabe uro i den verdensøkonomiske fest.

Det er jo ikke kun de udviklede lande, der nyder godt af globaliseringen. Gevinsten går jo også den anden vej, til udviklingsøkonomierne. Globaliseringen havde taget særlig meget fart i årene efter aktiekollapset i 2000, fordi mange af de hårdt tyngede virksomheder i deres rationaliseringsbestræbelser og trimninger af virksomheden i langt større grad end hidtil valgte at outsource store dele af deres produktion til lavtlønsøkonomierne i Emerging Markets. Da de fleste af disse lande samtidig var modnet voldsomt i forhold til tidligere med hensyn til politisk stabilitet, etablering af vigtige institutioner og implementering af et forretningsmiljø og lovmæssigt regelsystemsgrundlag, der i stigende grad mindede om de udviklede landes, så gik det stærkt. Og det betød voksende velstand i disse lande, boomende indenlandsk efterspørgsel og stærkt stigende behov for energi og råvarer.

Inflationen sneg sig ind ad bagdøren

I disse år begyndte inflationen således

at røre på sig i form af stærkt stigende priser på alle råvarer lige fra metaller og olie til gas og fødevarer. Og selv om verdensøkonomien nu er i afmatningsfase, som har sendt råvarepriserne lidt ned igen, så tyder det på, at råvarepriserne de kommende år vil fortsætte deres prisstigninger, da efterspørgelsvæksten fra de ledende udviklingsøkonomier vil overgå væksten i udbudet. Det er én side af inflationstruslen. Den anden og måske værre er inflationen i de ledende udviklingsøkonomier, som begynder at tage fart, næret af de klassiske løndannelsesmekanismer.

Men inflationen har også vist sig i en anden forklædning gennem de senere år, som centralbankernes mandat heller ikke giver dem mulighed for at gribe ind overfor – nemlig boligpriserne. Og det har foreløbig været endnu værre.

I alle de udviklede lande fortsatte boligpriserne den stigning, der var startet i 90'erne som følge af den stærke globale vækst og lave renter. Og det blev benyttet i vidt omfang til belåning af friværdien, hvilket blev omsat til øget forbrug, sommerhuskøb osv. – og endda investeringer i værdipapirer.

For finanssektoren i globalt perspektiv var det også gyldne tider. Man kunne glæde sig over de stærkt stigende aktiemarkeder, den rigelige pengemængde og lave renter, der skabte stor lánelyst og risikovillighed blandt kunderne – og de stadigt stigende boligpriser, der fik mange forbrugslýstne boligejere til at belåne friværdien med nye lån.

Subprimelån dukker frem

Det gik med andre ord *ufatteligt godt*. Men... i august 2005 viste det amerikanske boligmarked klare tegn på, at prisfesten var slut, men det fik ikke den store opmærksomhed af de finansielle markeder. Det blev værre. Byggeriet gik i stå i 2006, der blev noteret et stigende antal tvangsauktioner og boligpriserne faldt med større hast. Alt imens kom der jævnlige tal frem om flere svigtende betalinger på de såkaldte subprimelån – dvs. lån til de mindre kreditværdige kunder.

Men først i 2007 begyndte disse historier om subprimelån at dukke op i medierne med stadig større styrke. Dog uden at skræmme økonomerne. Selv om de vise mænd i økonomiens ver-

den mener, at det amerikanske boligmarked er kommet for højt op, var der ingen, der troede, at vi stod over for et problem, der på nogen måde skulle kunne føre til en systemkrise i verdens finansielle system.

Men det blev værre. I feb.-marts 2007 måtte 25 sælgere af subprimelån enten gå konkurs, notere store tab eller sætte sig selv på salgslisten. I april måtte den største subprime-udlåner i USA kaste håndklædet i ringen. Det samme gjaldt to af investeringsbanken Bear Stearns to hedgefonde i juni.

Så begyndte det at gå stærkt. Efterhånden stod det klart, at ikke blot amerikanske banker, men banker over hele verden lige fra franske BNP Paribas til Bank of China var sovset ind i subprimelån i større eller mindre grad. Og det gjorde ondt.

Situationens alvor gik op for de børsmarkedernes aktører, da ECB d. 9. august tilførte pengemarkedet 150 mia. dollars – fulgt kort efter af Federal Reserve med lignende tiltag. Pengemarkedsrenterne var nemlig skudt voldsomt i vejret og dele af de finansielle markeder fungerede slet ikke.

Det lyder jo umiddelbart mystisk. Vi taler om en låntype, der udgør omkring 15 pct. af den samlede realkreditmasse i USA i 2006 og 21 pct. af nyudlån samme år. Ikke småbeløb, ganske vist, men hvordan kan stigende tab på en enkelt låntype i USA sætte den globale finansielle verden i brand?

Subprime, CDO, MBS, ABS, SIV, ABCP, CP...

Lad os først lige forklare, hvad et subprimelån er. Det er et lån, der tilbydes potentielle boligkøbere, som ikke opfylder kravene til et traditionelt realkreditlån (prime). Subprimelån har derfor i udgangspunktet en højere risiko for långiveren, men det tager han sig betalt for med en højere rente end på primelån – dog ikke de første par år, hvor lånet typisk har en lavere »teaser«-rente, ofte under pengemarkedsrenten. Renterabatten lægges desuden i nogle tilfælde oveni hovedstolen, hvilket øger ydelsen yderligere, når renten på lånet efter 2-3 år stiger til normalt subprimeniveau, hvilket er noget over primelån.

Men låntagerne tog imod lånet med

2004/

Fed hæver renten med 1,25 procentpoint

2005/

Boligmarkedet i USA stopper prisstigningerne i sensommeren

2006/

Boligmarkedet og boligbyggeriet falder

2006/ MAJ

Merit Financial Inc. er første udlåner i subprimebranchen, der kollapse

2006/ AUGUST

U.S. Home Construction Index er faldet med 40 pct. på et år

2007/

Boligpriserne falder fortsat. Faldet i salget er det største siden 1989.

2007/ FEBRUAR-APRIL

Subprimeindustrien kollapse med over 25 udånere konkurs, tvangsauktioner stiger til det dobbelte af 2006

2007/ JUNI

To hedgefonde under Bear Stearns med stærk eksponering til subprimeinvesteringer konkurs. Olieprisen topper i 147 USD pr. tønde.

2007/ JULI

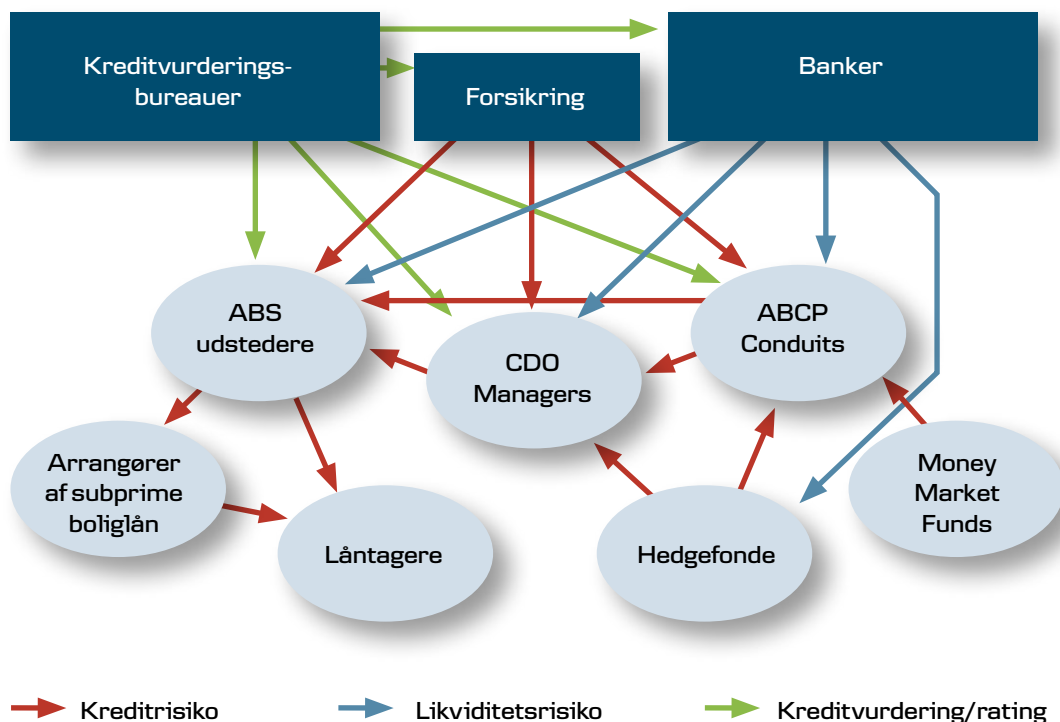
Aktieindekset Dow Jones Industrial Average lukker for første gang nogensinde over 14.000.

2007/ AUGUST

CDO'er baseret på subprimelån begynder at dukke op i porteføljer i banker lige fra Bank of China over flere store tyske banker til BNP Paribas i Frankrig. Pengemarkedsrenter stiger voldsomt.



Fødekæden i markedet for subprime og struktureret kredit



KILDE: NATIONALBANKEN

kyshånd, da de forventede, at huspriserne fortsatte opad, hvilket de havde gjort i de sidste mange år på det amerikanske boligmarked - indtil 2005. Når huspriserne stiger, øges friværdien nemlig, og det benyttes af mange låntagere til at lægge lånet om til et mere normalt lån inden teaserrenternes periode er slut –

og renten fordobles eller i nogle tilfælde tredobles. Og så er alle glade.

Men i 2005 begyndte boligmarkedet altså at falde og med stigende hastighed voksede antallet af låntagere, der ikke kunne betale af på deres subprimelån.

Hvis det nu kun var de rene lån, det drejede sig om, så ville problemet ikke

være så stort. Ganske vist ville långiveren tabe penge, men i det store samlede billede, ville det ikke være så voldsomt. Men det drejede sig netop ikke kun om de rene lån.

Vi skruer lige tiden tilbage til midten af 80'erne. Her begyndte *Mortgage Backed Securities* (MBS) at se dagens

Det er derivaternes skyld

"Derivatives are financial weapons of mass destruction", advarede Warren Buffet allerede sine aktionærer om i 2003, hvor han kaldte de finansielle instrumenter for en tidsindstillet bombe på Wall Street og advarede mod systemiske problemer.

Han har fået ret meget ret. Kendsgerningen er, at omfanget af derivater er vokset eksplosivt de senere år. Bank for Internati-

onal Settlements (BIS) er en international organisation, hvis formål er at fremme internationalt monetært og finansielt samarbejde og at fungere som centralbankernes bank. I 2002 estimerede BIS, at værdien af verdens derivater var omkring 100 trillioner USD (100.000 mia. USD). I en rapport udsendt tidligere i år lød estimatet for 2007 på 516 trillioner USD. Til sammenligning er verdens BNP på 50 trillioner

USD, USA's BNP på 15 trillioner USD mens værdien af verdens aktie- og obligationsmarkeder skønnes til over 100 trillioner USD. Svimlende tal, men naturligvis er det ikke derivaterne i sig selv, der skal have skylden, da finansiell innovation er godt, og fx øger mulighederne for at styre finansielle risici. Men alt kan misbruges...

Kilde: www.marketwatch.com

lys. Det var en ny slags værdipapirer, som gav bankerne mulighed for at sælge kreditrisikoen videre på de finansielle markeder. *Securitisations* kaldte man denne proces, som også omfattede andre former for kredit, fx virksomhedslån m.v. Under et kaldes papirer, som har sådanne kreditrisici i sig for *Asset Backed Securities* (ABS).

En MBS har baggrund i en pulje af pantebreve, som opdeles i typisk fire lag med forskellige ratings. Hvert lag sælges som et særskilt værdipapir, hvor den højeste rating får den laveste rente, da dette lag får pengene først fra den samlede pulje af låntagere. Er der flere penge tilbage, så får det næste lag/papir med den lavere rating og højere rente også penge – og så fremdeles.

Tilhængerne af MBS fremhævede, at likviditeten på de underliggende real-kreditlån blev øget ved at kunne sælge dem videre i markedet til tredjepart. Desuden betød det, at kreditrisikoen blev flyttet ud af banksektoren, hvilket gjorde det lettere for banken at give nye lån og dermed medvirke til at gøre kredit generelt lettere tilgængelig.

Især fra 2003 voksede markedet for MBS hastigt. Det skete ved at sælge dem videre pakket ind i en såkaldt *Collateralized Debt Obligation* (CDO) – en struktureret kreditobligation, der består af en stor pulje af MBS'er.

Princippet i konstruktionen af en MBS-baseret CDO var, at man tog forskellige BBB-ratede MBS'er og lagde dem i samme pulje. Derefter lavede man tre lag (trancher) i CDO'en, der

blev fordelt på hver sit CDO-papir. Det øverste lag fik den højeste rating, typisk AAA, og den laveste rente. Det efterstillede lag fik lidt højere renter og lavere ratings, typisk mellem AA og BBB- og det sidste lag fik oftest ingen rating, men den højeste rente. Betalingsprincippet var det samme som på en MBS. Det var det øverste lag med den bedste rating, der først fik penge fra den bagvedliggende pulje – som i dette tilfælde bestod af MBS'er, hvis betalinger altså kom fra subprimelån. Var der flere penge tilbage, fik det næstbedst ratede lag også – osv.

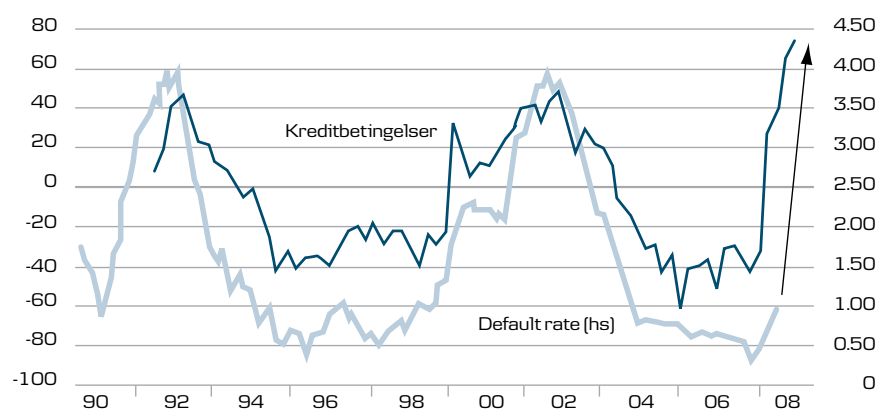
Disse CDO'er blev efterspurgt blandt professionelle aktører i finansverdenen, der havde svært ved at finde attraktive investeringer i denne lavrenteperiode, hvor alt var steget markant. Faktisk er 80 pct. af seneste fem års »låneproduktion« blevet ompakket på denne måde og solgt videre til investorer.

En del hedgefonde, pensionskasser, banker, investeringsbanker investerede heftigt i dem, og det samme gjorde de såkaldte *Structured Investment Vehicles* (SIV) og *ABCP Conduits*. Det er investeringsselskaber, oprettet og ejet eller sponsoreret af banker, som låner penge på kort sigt, normalt ved at udstede kortfristede gældsbeviser som *Commercial Papers* (CP) eller *Asset Backed Commercial Papers* (ABCP).

SIV og ABCP Conduits foretog (som visse hedgefonde) gearede investeringer i de famøse CDO'er og skaffede pengene hertil ved at udstede CP'er i

Det varsler ilde

USA: Sammenhængen mellem kreditstramning og defaults på virksomhedsobligationer (%)



KILDE: SOCIÉTÉ GÉNÉRALE

2007/ AUGUST-SEPTEMBER

Centralbankerne i USA, Europa, Japan og Canada må støtte markederne med tilførsel af likviditet. Fed sætter renten ned to gange.

2007/ OKTOBER-DECEMBER

Løbende rapporterer banker og andre finansielle institutioner over hele verden over store tab på dårlige lån.

2008/ JANUAR

Den amerikanske centralbank sænker renten 0,75 procentpoint til 3,5 pct., den største sænkning siden 1982.

2008/ FEBRUAR

Northern Rock overtages af den britiske centralbank

2008/ MARTS

Bear Stearns overtages af JP Morgan mod garanti fra Fed.

2008/ JULI

Roskilde Bank sættes til salg

2008/ AUGUST-SEPTEMBER

De to største realkreditinstitutter Fannie Mae og Freddie Mac og forsikringselskabet AIG overtages af staten. Lehman Brothers konkurs. Merrill Lynch sælges til Bank of America. Banken Washington Mutual kollapse. Morgan Stanley og Goldman Sachs ophører som investeringsbanker og overgår til almindelig bankdrift.

2008/ OKTOBER

Redningspakken på 700 mia. USD vedtages i Kongressen.

2008/ OKTOBER-?

Verden er ramt af børskrise, økonomisk stagnation og en bankkrise, der vil tage tid at overvinde.



stort omfang. For at få en høj rating til et CP-program var det i øvrigt nødvendigt at have kredittilsagn om likviditet fra en eller flere banker.

Det helt åbenlyse problem i denne konstruktion var, at man tildelte det øverste lag en AAA-rating. Ganske vist var køberne af disse CDO'er først i køen, når der skulle deles penge ud af den bagvedliggende pulje af subprimeobligationer, men disse obligationer var jo i sig selv dårlige lån på baggrund af et overvurderet boligmarked og en i historisk perspektiv hidtil uset ukritisk långivning.

Ratingbureauernes katastrofale fejlvurdering

Og det var her ratingbureauerne gik galt i byen. De undervurderede risikoen for tab. De tog ikke højde for det overvurderede boligmarked. De antog fejlagtigt, at de historiske tabsdata var vejledende, men tog ikke hensyn til, at tidligere havde subprimelån været meget mindre udbredt og at boligmarkedet på landsplan i USA faktisk ikke var faldet siden krisen i 30'erne – hvilket medvirkede til at give et falsk billede af risikoen. Og de antog fejlagtigt, at man ved at samle forskellige MBS'er med stor geografisk spredning på de bagvedliggende lån reducerede den samlede risiko.

Boligmarkedet påbegyndte nemlig i 2005 et prisfald, som ramte bredt over alle staterne og endnu ikke er slut. Dermed oplevede også de bedst ratede CDO'er manglende betalinger i stor stil – og det kunne mærkes for de voldsomt gearede investeringer. AAA-vurderingen var givet til en pulje af dårlige lån, og det havde vildledt investorerne.

Investorerne mistede tilliden til CP- og ABCP-papirer. Da deres finansieringskilde dermed var forsvundet, måtte SIV og ABCP Conduits udnytte deres lovede kredittilsagn hos bankerne, og det betød et voldsomt træk på bankernes likviditetsberedskab. Pengemar-

kedsrenterne røg i vejret. Kurserne på de fleste obligationer dykkede drastisk, selv statsobligationer, bortset fra amerikanske og tyske, der blev anset for »sikre havne«. Også i aktiemarkedet gik det hastigt ned på de fleste markeder. Dels som følge af de forværrede realøkonomiske udsigter, men også som en klassisk reaktion i en finanskrise. Når man taber et sted, må man sælge et andet – og det kan starte en særdeles ubehagelig spiral. Mange banker, i mange tilfælde med gearede positioner på fx de famøse CDO'er, virksomhedsobligationer og aktiemarkeder, har i takt med de faldende aktivpriser været tvunget til at sælge flere aktiver for at opfylde kapitalkravene – og denne spiral er blevet stadig værre og har bragt stadigt flere banker i problemer.

Ikke blot investorerne og banker lider, men også de forsikringsselskaber eller monolines (obligationsforsikringsselskaber) eller andre finansielle aktører, der via fx *Credit Default Swaps* (CDS) – et marked på totalt set 62 trillioner USD – påtog sig risikoen for, at låntageren i ikke blot subprime-lån men også andre lån ikke kunne betale mod til gengæld at indehaveren af obligationen betalte en fast præmie i papirets løbetid. Fx var det forsikringsselskab AIG, som blev reddet af Federal Reserve for 85 mia. USD, et sundt forsikringsselskab – hvis ikke lige det var fordi, at den afdeling, der handlede med derivater, havde været lige lovlig rundhåndet med at sælge forsikringer på låntagere, der ikke kunne betale deres obligationsgæld. Alene omfanget af CDS'er i juni løb op i 441 mia. USD (heraf 58 mia. USD på subprime alene) fordelt på banker og investeringsfonde over hele verden – og derfor fik AIG ikke lov at gå ned.

Enden er ikke nær endnu

Det er kommet bag på tilsynsmyndigheder og politikere i hvor stort omfang den finansielle sektor har været invol-

veret i de gearede subprimeinvesteringer og gearede investeringer i overvurderede aktiver generelt. Sidste sommer lød et bud fra den amerikanske centralbankchef, Ben Bernanke, på, at de samlede tab på subprimekrisen ville løbe op i 100 mia. USD. I dag er et realistisk estimat mindst 1000 mia. USD – måske mere. Og så har man ikke indregnet »tabt arbejdsfortjeneste« ved at verdensøkonomien trækkes voldsomt ned i gear i en periode.

Skylden for balladen ligger hos både bankerne, de professionelle investorer og ratingbureauerne. De to første grupper glemte tilsyneladende alle gode råd om risikostyring og god moral, mens ratingbureauerne – som lever af at give kunderne ratings til diverse produkter – gav for gode ratings til for ringe produkter.

Og så er der den amerikanske centralbank. Havde man i USA valgt at tage en tiltrængt økonomisk nedtur i 2001 og sat renterne mere moderat ned i en kort periode, så havde man aldrig skabt situationen med global pengeoverflod, historisk lave renter og en historisk lav risikoaversion.

I virkeligheden er det utrolig svært at gennemskue det hele. Ikke blot hvor mange aktører, der er involveret og hvor meget. Men også selve prisfastsættelsen af derivaterne har voldt og volder stadig problemer. Og så er det værd at understrege, at det jo ikke kun er gearede investeringer i overvurderede subprimeobligationer, der har skylden for krisen. Generelt medførte lavrenteperioden gearede investeringer i mange andre aktiver. Men kollapset i subprimeobligationerne kostede dyrt og satte gang i en dominoeffekt, der har tvunget investorerne til heftig nedgearing og udsalg af disse aktiver – hvilket førte til prisfald og forværrede salgspresset yderligere. Først når denne nedgearing er slut, er der basis for en mere stabil situation. Men der er vi ikke endnu.



Ground Zero. USA's boligmarked er blevet hele verdens mareridt.

Sådan kan du bruge derivater i et usikkert marked

Verdens finansielle system vakler. Her kan du læse om, hvordan du kan agere i et meget usikkert finansmarked med brug af derivater.

Klodens finansielle system befinder sig i en krise uden historisk sidestykke. Krisen, der startede i USA, verdens største og mest innovative økonomi, har i globaliseringens navn fået globale konsekvenser.

Udgangspunktet for krisen er reelt en umådeholden, ukritisk kreditgivning til mindre kreditværdige boligejere i USA på et tidspunkt, hvor boligmarkedet var klart overvurderet.

Da boligmarkedet begyndte at falde, udeblev betalingerne på disse famøse suppresselån i stærkt stigende omfang. Det burde i sig selv ikke være noget problem for den amerikanske og den globale finanssektor, men er endt med at blive det, fordi subprimeobligationerne blev »pakket om« i strukturerede kreditobligationer og solgt videre i

markedet, hvor mange professionelle investorer foretog enorme gearede investeringer i dem.

Generel spekulationsbobbel

Men ikke blot i subprimemarkedet er det gået galt. Generelt har verdens investorer – og banker og forsikringsselskaber – som følge af flere års historisk lavrentepolitik og global pengeoverflod fået en ekstremt lav risikoaversion. I en periode, hvor verdensøkonomien er vokset med en hast ikke set i 30 år, og det har næsten været svært at tabe penge på ejendomme, obligationer, aktier og råvarer. Indtil 2006-2007 i hvert fald.

Men mennesker har det med at overdrive, og mange foretog voldsomt gearede investeringer, hvilket gjorde ondt,

da festen sluttede. Denne nedgearing er ikke slut endnu, og vi har formentlig heller ikke set de sidste knockouts i finanssektoren.

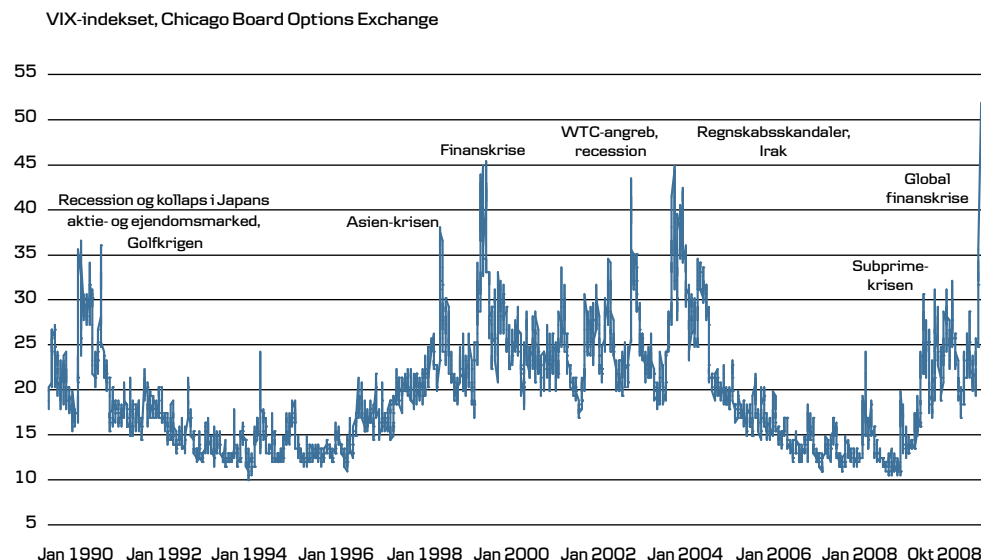
I dag er vi i et meget usikkert marked, hvor håbet i første omgang er knyttet til den amerikanske redningsplan på 700 mia. USD, der skal fjerne en væsentlig del af de dårlige lån fra bankernes balancer og dermed genskabe stabiliteten i det kapitalistiske samfunds nervesystem.

Større usikkerhed øger volatiliteten

Ikke overraskende har den seneste tids udvikling medført en stigende generel volatilitet (se fig. 1). Det betyder, at det er blevet dyrere at købe aktieoptioner med retten til at sælge den underliggende aktie til en given kurs (put-opti-

»

Fig. 1: Når usikkerheden stiger, følger volatiliteten med



CBOE Volatility Index (VIX) er sammensat af den implicitte volatilitet i otte 30-dages call- og put-optioner på S&P 500. Historisk volatilitet udtrykker, hvor meget kurserne har svinget over en given periode. Mens implicit volatilitet er udtryk for markedets forventede fremtidige volatilitet i en given periode.

KILDE: REUTERS

»

oner) – og dyrere at købe optioner med retten til at købe den underliggende aktie til en given kurs (call-optioner). Det betyder på den anden side også, at kunder, der vil påtage sig risikoen og indgå forpligtelser ved at sælge optioner til gengæld også får en større betaling for optionerne.

Hvis nu krisen stabiliseres...

Den aktuelle usikkerhed skyldes uvisshed om en lang række forhold. Ingen har det fulde overblik over, hvor dybt krisen stikker, og ingen ved om USA's redningspakke på i skrivende stund 700 mia. USD er nok til at stabilisere det finansielle system, og dermed genskabe investorernes tillid til den finansielle verden.

Men lykkes det, kan det bestemt ikke afvises, at der er stigninger i vente på aktiemarkedet, da mange aktier er relativt billige.

Og desuden viser historien, at når alle er ekstremt negative, kan det varsle en snarlig vending. *Det kan ikke blive værre-effekten* – selv flere rigtig dårlige nyheder vil ikke sende markedet længere ned, da alverdens dårligdomme allerede er priset ind.

...og hvis den ikke gør

Men lige netop denne gang udebliver denne historisk velkendte reaktion måske, fordi situationen er så uigenemskuelig og vidtrækkende og vi stadig kan blive ubehageligt overraskede i og med, at det er selve det globale finanssystem, der står på spil. Og samtidig befinder økonomierne sig stadig i en markant lavkonjunktur, som vil række langt ind i 2009, måske endnu længere. Desuden er mange finansielle virksomheder og investorer hårdt pressede og tvunget til at nedbringe gearede positioner en rum tid endnu, og denne nedgearingsproces kan medvirke til at lægge et vedholdende salgspres på aktiemarkedet.

Prognoser mere usikre end de plejer

Usikkerheden er stor blandt den globale finansverdens analytikere og økonomer. Alle, inklusive verdens centralbanker og regeringer, har vanskeligt ved at gennemskue situationen fuldt ud og forudsige, hvordan det finansielle system og markederne vil arte sig i den kommende tid. Vores prognoser er naturligvis også behæftede med større usikkerhed end de ple-

jer. Derfor vælger vi denne gang, at opstille nogle scenarier og dertil passende strategimuligheder frem for at lægge os fast på en markedsudvikling, hvortil der er hæftet meget stor usikkerhed. Vi er i en situation, hvor der er stor usikkerhed om, hvorvidt vi – med de efterhånden mange overraskelser in mente fra det seneste års tid – har tilstrækkelige informationer om krisens omfang. Det er en ting.

Et andet forhold er den psykologi, der spiller ind. En helt afgørende forudsætning for, hvornår markedet kan rejse sig igen er, at det lykkes at genetablere den gensidige tillid mellem alle finansmarkedets aktører, da dette er fundamentet for et optimalt fungerende finanssystem.

Volatiliteten falder tilbage

Bemærk i øvrigt i fig. 1, at under tidligere kriser såsom Asien-krisen i 1997, finanskrisen i 1998, recession og WTC-angrebet i 2001, er volatiliteten steget voldsomt, men er relativt hurtigt faldet tilbage igen, til trods for, at situationen fortsat har været præget af megen usikkerhed.

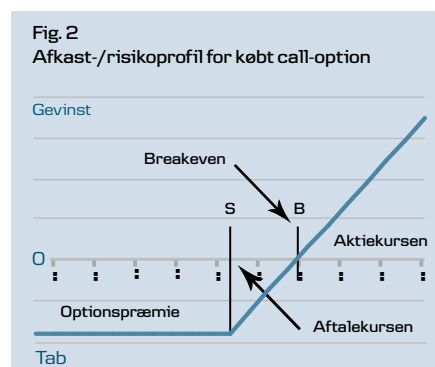
Volatilitetsniveauet, der gælder i

skrivende stund, kan derfor være ændret væsentligt, når du læser disse linjer. Hvilket scenario og hvilken strategi, der derfor er relevant, bør du derfor diskutere med din rådgiver.

Scenario 1: Bunden er nået

Selvom køb af optioner er blevet dyrere (dermed ikke sagt, at de ikke kan blive endnu dyrere), bør kunder, der tror på stigninger, overveje **køb af call-optioner**.

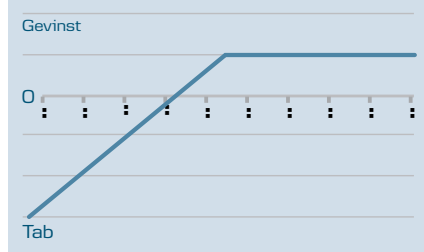
Tabsrisikoen er kendt på forhånd, idet ejeren af call-optionen højest kan tabe den betalte præmie. Holder forventningen stik og aktiemarkedet stiger, har man således ret til at købe til den aftalte kurs (aftalekursen).



Netop fordi optioner er blevet dyrere, så kan kunder, der tror, at bunden er nået eller er tæt på, overveje **salg af put-optioner** – en strategi, der indebærer, at de modtager optionspræmien samtidig forpligter sig til at købe aktier på et endnu lavere niveau.

Især hvis man allerede overvejer at købe udvalgte aktier på et bestemt niveau – så kan man med fordel overveje dette. Hvis man fx allerede har besluttet at købe Vestas, hvis den falder yderligere 5%, så er risikoen ved at forpligte sig til at købe på et endnu lavere niveau og få betaling herfor i form af optionspræmien til at overskue. Men vær opmærksom på, at tabsrisikoen ikke er begrænset, da den aktie man forpligter sig til at købe jo kan være faldet til et kursniveau væsentligt under aftalekursen i put-optionen.

Fig. 3
Afkast-/risikoprofil for solgt put-option



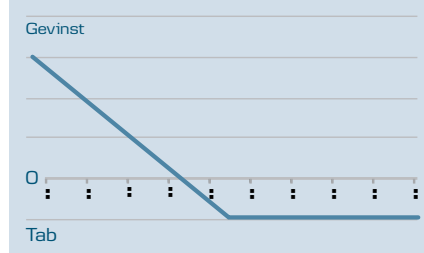
Scenario 2: Bunden er ikke nået endnu

Er man negativt indstillet over for den kommende markedsudvikling, bør **køb af put-optioner** overvejes. Her kender man den fulde risiko, da det største mulige tab er optionspræmien. Med køb af put-optioner kan man altså profitere af *at en aktie eller et marked vil udvikle sig negativt*.

Har man samtidig en aktieportefølje, vil denne nyde godt af kursstigninger, hvis man tager fejl i sin forventning om, at markedet skulle falde. Eller sagt på en anden måde: Med køb af en put-option har man altså mulighed for, at *sikre sin aktuelle aktiebeholdning mod kurstab*, idet put-optionen jo giver ret til at sælge aktier til en på forhånd aftalt kurs (aftalekursen) selv om den aktuelle markedskurs på udnyttelstidspunktet er langt lavere.

Viser forventningen om et faldende marked sig at være forkert, så er den betalte præmie tabt. Man kan sige, at købet af en put-option er at sammenligne med en enhver anden forsikring. Hvis man har tegnet en brandforsikring, og huset aldrig brænder, så har man tabt forsikringspræmien. Men man har reduceret sin økonomiske risiko.

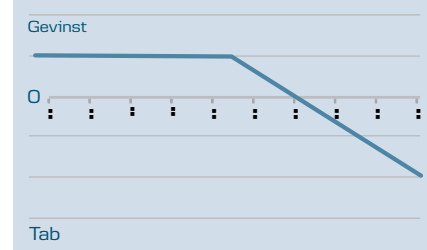
Fig. 4
Afkast-/risikoprofil for købt put-option



Sidst, men ikke mindst, bør kunder, der ikke ønsker at sælge deres aktier, men samtidig ikke tror, at aktiestigninger ligger lige om hjørnet, vælge at **sælge call-optioner på deres eksisterende aktieposter**. Herved vil de få en betaling her og nu.

De vil samtidig stå bedre, hvis markedet fortsætter ned – og vil kunne levere aktien, hvis markedet mod forventning alligevel stiger. Ved salget forpligter de sig til at sælge aktien på en aftalt kurs og de vil dermed miste kursstigninger over dette niveau. Risikoen ved dette er stor, såfremt man ikke ejer den aktie, man forpligter sig til at sælge, men ejer man aktien, er risikoen til at overse.

Fig. 5
Afkast-/risikoprofil for solgt call-option



Som verdens rigeste aktieinvestor, Warren Buffet, udtrykte det allerede i 2003, kan derivater være potentielle »masseødelæggelsesvåben«. Det fik han desværre ret i, da netop misbrug af derivater er en del af forklaringen på, at verdens finansielle system i dag er på randen af et sammenbrud.

Men som det er illustreret i denne artikel kan derivater, her i form af aktieoptioner, naturligvis også anvendes til at reducere risiko og indgå forretninger som ellers ikke ville være mulige. Vælger man at sælge optioner, skal man imidlertid være opmærksom på, at man derved påtager sig en reelt ubegrænset risiko – og man skal gøre sig klart, om man er villig til at påtage sig denne.



Hårdt pres på dansk realkredit

Men det er ufortjent - ikke mindst takket være det verdensberømte danske balanceprincip

Eskaleringen af finanskrisen på globalt plan har ført til den traditionelle kapitalflugt til topratede statsobligationer rundt omkring.

Den øgede usikkerhed har forstærket det salgspres på mange andre aktivtyper, som allerede var i gang, stærkt underbygget af en global nedgearing fra mange hedgefonde, banker m.v., som er tvunget til at sælge aktiver i stor stil for at skaffe likviditet.

Situationen har også lagt pres på de lange danske realkreditobligationer og udvidet det i forvejen høje spænd til de 10-årige statsobligationer. Næret bl.a. af kritiske rapporter om det danske realkreditmarked fra flere ratingbureauer og investeringsbanker i udlandet.

Det er imidlertid en reaktion, der ikke er rimelig. Det danske realkreditmarked har således en række styrker i forhold til det amerikanske marked.

Dansk realkredit er klasser over USA's. Eksempelvis er kreditgivningen i Danmark mere stringent – låntagernes betalingsevne kontrolleres betydeligt grundigere. Subprimeobligationer med lave »lokke-renter« findes ikke i Danmark, og låntagere hæfter med både ejendom og personligt – i modsætning til USA, hvor låntagerne ikke hæfter personligt. Og vi har ikke mortgage brokers som i USA, der løbende sælger lånene videre og derfor ingen risiko har. Mortgage brokers formidler op mod 70 pct. af alle realkreditlån i USA.

Men den helt afgørende styrke ved dansk realkredit er, at realkreditinstitutterne og bankerne i Danmark holder lånene på deres egne balancer, hvilket gør, at der er stor fokus på risikoen. Det verdensberømte danske balanceprincip for realkreditinstitutterne definerer rammer for:

- renterisiko,
- likviditetsrisiko,
- valutarisiko
- optionsrisiko.

Balanceprincippet definerer meget snævre rammer for de markedsrisici, udstederne må eksponeres over for 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.

Generelt kan man sige, at Danmark har en stram realkreditlovgivning, og det forhindrer banker og realkreditinstitutter i at påtage sig samme kredit-

og markedsrisici som fx Freddie Mae og Fannie Mac – USA's to største realkreditinstitutter, der som bekendt blev overtaget af staten for nylig.

Desuden er det danske boligmarked trods den igangværende nedtur væsentligt mere stabilt end det amerikanske. Andelen af låntagere, som ikke kan betale til tiden, er historisk lavt i Danmark og udgør under 0,2% af den samlede låneportefølje. Til sammenligning udgør andelen af nødlidende lån over 3,5% i USA. Andelen af nødlidende lån er langt større for låntagere med variabelt forrentede lån (6,5%) og for sub-prime låntagere (over 10%).

Det danske boligmarked skal faktisk

falde med yderligere 25-30% før det evt. vil medføre solvensproblemer for realkreditsektoren, da belåningsprocenten kun er ca. 60% i forhold til boligmarkedets værdi. Danske Banks analytikere anser sådanne prisfald for helt urealistiske. Dermed ikke sagt, at flere banker i Danmark ikke kan komme i problemer, og dermed medvirke til at forværre udlandets frygt for de danske realer. Men her er det værd at hæfte sig ved den retningsplan, som regeringen forleden fremlagde. Den betyder i praksis, at staten garanterer for alle simple kreditorers indlån i danske banker er sikret ligesom staten også garanterer for pengemarkedslån - for-

hold, som sikrer likviditet til de danske banker og dermed mindsker risikoen for bankkrak dramatisk.

På kort sigt er risikoen for danske realkreditobligationer naturligvis yderligere »flight-to-quality« med kursfald til følge, hvis der kommer nye krak i den internationale eller den danske finansielle sektor – eller hvis redningspakken i USA til 700 mia. USD vurderes af markedet til at være for udvandet og utilstrækkelig.

Hertil kommer risikoen for et yderligere frasalgs af realkreditobligationer fra udenlandske investorer, som følger af de kritiske rapporter om det danske boligmarked.

Ny renteprognose

Renteanalytikerne i Danske Bank tror nu, at ECB vil sætte renten ned tre gange i det kommende halve år – første gang allerede til december.

Tidligere ventede økonomerne, at ECB ville sætte renten ned med et kvart procentpoint i marts og juni 2009. Men flere forhold har ændret sig markant den seneste tid, og de forventer nu, at ECB allerede sætter renten ned med 0,25 bp til december og følger op med tilsvarende rentecut i februar og april 2009 – med en vis sandsynlighed for endnu et i juni 2009.

Den præcise timing af sådanne rentenedsættelser er naturligvis yderst vanskelig at ramme rigtigt, særligt i disse turbulente tider, og det kan derfor ikke udelukkes at den første rentenedsættelse kommer inden december.

Årsagen til den ændrede renteprognose har sin baggrund i flere forhold:

En betydelig forværring af vækstudsigterne primært som følge af den uventede eskalering af den finansielle krise, men også en nedjustering af vigtige nøgletal.

En mere favorabel udsigt for inflationen. Markant lavere råvarepriser har i

kombination med de forværrede vækstudsigter gjort et scenario med lavere inflation mere sandsynligt.

En signifikant afdæmpning af markedets inflationsforventninger. I det aktuelle miljø er det stadigt vanskeligere for ECB at hævde at inflationen giver anledning til bekymring.

Aktuelt har markedet priset en rentenedsættelse ind på 90 bp over det kommende år. Det er i den forbindelse værd at gøre opmærksom på, at markedet historisk set har en tendens til at prise flere rentenedsættelser ind, når den første er en realitet. Danske Banks renteanalytikere tror derfor, at der er plads til et lille yderligere fald i obligationsrenterne herfra.

Anbefalinger

På lang sigt ser især lange danske realkreditobligationer billige ud. Når kreditkrisen klinger af, er der derfor mulighed for pæne afkast. Men aktuelt kan det ikke anbefales, at købe lange

realkreditobligationer. Risikoen er ganske enkelt for stor.

Ellers fastholdes de overordnede anbefalinger gennem de senere måneder. Dvs. man bør primært investere i det 2 – 5 årige segment på rentekurven, da renterne ventes at falde mest her i takt med, at de økonomiske udsigter forværrer yderligere.

Traditionelt har obligationer med den laveste kuponrente som udgangspunkt været de mest attraktive for danske private investorer. Årsagen er som bekendt, at jo lavere kuponrenten er, desto lavere er kursen – og da kursgevinster er skattefrie for private, betyder det, at netop lavkuponobligationerne altid er populære. Gennem den senere tid er de imidlertid blevet ofre for deres egen succes. Efterspørgselen har ganske enkelt sendt prisen for højt op, så det nu er mere attraktivt at købe 4%-obligationer, når man skal finde interessante Flex-obligationer i det 2-5 årige segment.

De økonomiske orakler har det svært

Finansielle kriser og børskrak er svære at få øje på selv for eksperterne, viser historien.

Og alt tyder på, det bliver vanskeligere i fremtiden.

Vi befinder os i den værste finanskrisen siden 30'erne, og hverken centralbanker, økonomer, politikere eller investorer så det komme. Men det er ikke første gang, at selv eksperterne, de folk der har den største indsigt i finans og økonomi, tilsyneladende har levet i en anden virkelighed.

Tag fx Irving Fischer, en økonom, hvis bidrag til den økonomiske teori er omgærdet med stor respekt den dag i dag. Men hans indsigt i aktiemarkedet og finansverdenen kneb det med i 1929, hvor han udtalte til pressen:

»Stocks have reached what looks like a permanently high plateau.«

Kort efter krakkede Wall Street, og det blev starten på den værste depression i USA's historie. Siden har mange andre i teorierne særdeles kompetente økonomer og eksperter begået lignende katastrofale fejlbedømmelser, som i bagklogskabens lys virker helt tåbelige. Fx var der ingen, der forudså børskrakket i USA i 1987. Japans ejendoms- og aktiekollaps i 1990, der holdt landet i permanent lavkonjunktur de følgende 15 år. Eller finanskrisen i 1998, hvor især hedgefonde med voldsomt gearede investeringer i usunde Emerging Markets var en væsentlig del af årsagen til chokbølgerne i de finansielle markeder, da aktivmarkederne toppede og tvang de overgearede fonde til salg af aktier og obligationer over hele verden. Starten på en salgsspiral, der endte med Ruslands devaluering og gældsdefault samt kollapset i den enorme hedgefond LTCM.

Som for resten havde to nobelpristagere i økonomi i topledelsen.

Heller ikke IT-krakket i 2000-2002 blev forudset af mange, da der samtidig var en voldsom fascination af informationsteknologiens muligheder. Ligesom ingen havde forudset, at de store udviklingsøkonomier fra årtusindskiftet til i dag ville vokse med så stor hast, og medvirke til at femdobbelte olieprisen og sende alle andre råvarer til himmels. Og så er der selvfølgelig finanskrisen, vi befinder os i. Ingen havde i deres vildeste fantasi forestillet sig, at den trods alt beskedne gruppe af økonomisk svage boligejere i USA skulle sende det globale finansielle system i dyb krise, fordi banker over hele verden havde foretaget voldsomt gearede investeringer i låntageres obligationer.

Hvad skal vi med økonomer?

Her er blot nævnt nogle af økonomernes mange »blinde vinkler«, der udviklede sig til katastrofer i større eller mindre omfang. Men der er mange flere. Med en sådan historik er det vel rimeligt at spørge: Hvad skal vi egentlig med økonomerne? Hvorfor er der aldrig nogen, der ser problemerne på forhånd?

»Hvis man tager udgangspunkt i den aktuelle krise, så var der ganske vist nogle få, der så det. Men de skød til gengæld med spredde hagl, og tog fejl i så meget andet. Kendsgerningen er, at det er yderst sjældent det lykkes for nogen at forudsige de ekstreme begivenheder. Det er vigtigt, at man kender præmissen for finansielle og økonomi-

ske prognoser. Og det er, at man er nødt til at antage nogle eksterne relationer samt at økonomien og markederne arter sig »som de plejer« og bør gøre i henhold til økonomisk teori,« siger Steen Bocian, cheføkonom i Danske Bank.

Men problemet er, at selv om økonomierne og de finansielle markeder arter sig som de plejer i lange perioder, så sker det altså igen og igen, at der opstår nogle ubalancer – og hver gang kommer de i en ny forklædning. I 1987 var det computergenererede salgsordrer, der fik skylden for børskrakket – markedet kom faktisk relativt hurtigt op igen. I 1997-1998 var det betalingsbalancer i Asien finansieret af kortfristede udlandslån samt en ukontrolleret vækst i hedgefondes omfang og gearede investeringer samt Ruslands devaluering og gældsdefault, der var hovedforklaringen.

IT-boblens undskyldning var overvurderingen af den nye æra, som informationsteknologien varslede. Og denne gang er der mange forskellige forhold, der er skyld i, at det er kommet så vidt – lige fra en uansvarlig pengepolitik i USA til lige så uansvarlige investeringer fra mange banker verden over kombineret med fejlvurderede ratings fra verdens førende kreditvurderingsinstitutter. Og det værste af det hele har været indpakningen. De finansielle instrumenter, som de mange og voldsomt gearede kreditinvesteringer har været pakket ind i – og som har været placeret uden for bankernes balancer, så de ikke har belastet kapitalkravene.



» I can calculate the motions of the heavenly bodies but not the madness of people.«

ISAAC NEWTON, I 1721, KORT EFTER AT HAN HAVDE TABT EN FORMUE PÅ AKTIEMARKEDET EFTER KOLLAPSET I »THE SOUTH SEA BUBBLE«.

»Nu må bankverdenen formentlig finde sig i en langt skarpere regulering, så det ikke kan ske igen, at banker over hele kloden påtager sig helt uansvarlige risici. Men problemet er, at du kan regulere det du kender, men ikke det du ikke kender. Skarpere regulering kombineret med øget ansvarlighed i de finansielle institutioners direktioner og bestyrelser vil måske sikre en sund udvikling de næste 4-5 år, men så vil et ubehageligt karaktertræk i menneskets natur, grådigheden, igen begynde at skabe ubalancer i en eller anden form, og det tror jeg aldrig vil ændre sig,« siger cheføkonomen.

De udviklede landes hybridøkonomi

Han mener, at den aktuelle systemkrise er et eksempel på, at markeds kræfterne er kørt for vidt, men peger samtidig på det problematiske i, at man ikke vil tage konsekvensen af det.

»I den såkaldt udviklede verden har vi jo i virkeligheden sat os mellem to stole i og med, at vi har lavet en hybrid mellem den rene markedsmodel og en reguleret økonomi. Fundamentet for den aktuelle krise blev jo reelt lagt af den amerikanske centralbank i 2002-04. Det kan forsvares, at man satte renten drastisk ned for at afbøde en hård landing i økonomien omkring 2001, men man foretog et fejlagtigt indgreb i markeds mekanismerne ved at holde renten så lav i flere år. Herved skabte man grundlaget for en umådeholden kreditgivning og voldsom opblomstring i gearede investeringer,« siger Bocian.

Nu er skaden altså sket, og forhåbentlig har verden lært noget af det. Det har

man forresten sagt hver gang, vi har oplevet finanskriser og børskrak.

Vanskeligere at lave prognoser?

Men så er der også problemet med at forudsige økonomiernes udvikling og gennemskue, hvordan det hele hænger sammen. Vi lever i en stadig mere globaliseret verden, med internationale selskaber spredt over hele verden, gæld og tilgodehavender fordelt på kryds og tværs, krydret af et virvar af finansielle instrumenter og krydsejerskaber, vanskeligt målbare vidensøkonomier og en voldsom magtforskydning fra den udviklede verden til de stærkeste udviklingsøkonomier.

Kan det overhovedet lade sig gøre at lave nogenlunde troværdige økonomiske prognoser i en sådan verden?

»Det er svært og det bliver sværere at finde de rigtige informationer, især i de nye økonomier, i særlig grad Kina. Der er en økonomiske magtforskydning i gang over mod Asien, som det er svært at sige, hvordan vil arte sig. Især de politiske reaktioner bliver interessante at følge. Måske vil vi i de udviklede lande se en tendens til antiglobalistiske modtræk for at dæmpe op for en øget indflydelse fra de kapitalstærke økonomier i Asien. Ændringen af den globale magtbalance er en meget stor usikkerhedsfaktor. Det samme gælder målingen af økonomiernes værdier og ydeevner. Man kan få et vist indtryk af værdiskabelsen i en vidensøkonomi, ved at se på salgspriserne for de ydelser, der produceres. Men det giver ikke noget

klart indtryk af, at den værdiskabelse, der er undervejs. Og desuden kan man jo ikke måle den offentlige sektor på den måde,« siger Bocian.

Hvordan ser verden ud om 10 år?

»God, mild og paradissagtig! Det er uhyre vanskeligt at gætte så langt frem. Men med sikkerhed kan vi sige, at BRIK-landene vil fylde meget mere i verdensøkonomien og sammen med opkøb fra Sovereign Wealth Funds med baggrund i Asien og Mellemøsten og en stadig stærkere global konkurrence og magtforskydning væk fra OECD-landene vil vi opleve stigende politiske spændinger, hvilket vi allerede har set konturerne af i dag med sammenbruddet i DOHA-runden og protektionistiske signaler fra Obama,« siger Steen Bocian.

Men den udviklede verdens eventuelle kamp mod globaliseringsprocessen kan blive lige så absurd som Don Quixotes kamp mod vindmøllerne. Udviklingsøkonomierne har nemlig demografien på deres side. Hvor OECD-landene typisk har en stærkt aldrende befolkning med udsigt til mange pensionister i forhold til arbejdsstyrken i de kommende årtier, så har de fleste udviklingsøkonomier en omvendt befolkningspyramide med en meget stor andel af befolkningen under 30 år i dag.

Verden er i hastig forandring, og den er svært at forudsige. Men en ting er sikker. Vi har ikke set den sidste finanskrisen. Det er i sagens natur vilkårene for de frie markeds kræfter og den kapitalistiske samfundsmodel.

Aker Solutions – førende i olieservice

Aker Solutions er ledende inden for ingeniørydelser og integrerede konstruktioner, såsom borerigge og brønde til udvinding af olie og gas – særligt på svært tilgængelige områder langt under havoverfladen. Selskabets forretninger spænder desuden over konstruktion af raffinaderier og kemikalieproduktion, minedrift og elektricitetsgeneration. Selskabet havde i 2007 en omsætning på NOK 58 mia.

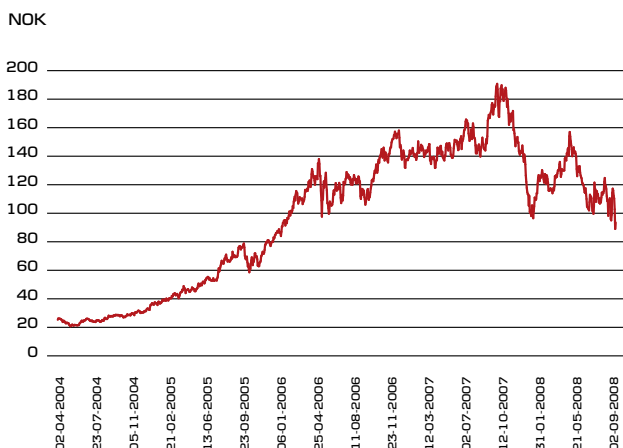
Aker Solutions venter et stærkt marked i alle divisioner, er repræsenteret på stærke vækstmarkeder, og godt med i kapløbet om større ordrer i områder som Kazakhstand (Kashagan-feltet), Nordsøen (den norske del) og Barentshavet.

Danske Markets Equities (DME) fremhæver Aker Solutions som en attraktivt værdiansat investering i det globale boomende olieservicemarked. Vi mener, der er mulighed for en relativ revurdering i løbet af 2008, efterhånden som selskabet viser sin evne til at levere på marginmålene for 2008 og senere.

Aker Solutions har i forhold til konkurrenterne, opnået afkast over gennemsnittet, men handles til multipel- rabatter på omkring 30 pct., når man ser på nøgletal såsom P/E for den forventede indtjening i 2009 og på selskabets fulde værdi i forhold til det ventede bruttoresultat.

Af væsentlige risici ved Aker Solutions kan nævnes en svagere end ventet eksekvering af projekter eller skuffende marginudvikling f.eks. som følge af accelererende omkostningsniveau. Selskabets ordrebog for H1 2008 har været lidt skuffende, men til gengæld blev tredje kvartal et af de bedste i lang tid mht. annoncering af nye ordrer, hvilket børger for et solidt regnskab 23. oktober, og fjerner en del af usikkerheden omkring vækstraterne for 2009/10.

DME har en Køb-anbefaling med et kursmål på NOK 155 per aktie.



A. P. Møller-Mærsk til lavpris

A. P. Møller-Mærsk (APM) er et globalt selskab med aktiviteter indenfor marinetransport, olie og gas produktion, skibsbygning og supermarkedsdrift. Selskabet er delt op i fire hoveddivisioner, *Container and Related Activities*, *Energy*, *Shipping and Off-shore* samt *Retail and Other Business*.

APM er et potentielt godt køb lige nu, idet aktien vurderes at være attraktivt prissat, bl.a. i lyset af, at 2/3 af containerdelen ifølge Danske Markets Equities (DME) ikke er priset ind i aktien.

APM har globale olie- og gasaktiviteter – som i 2007 stod for omkring 61,5 pct. af indtjeningen på driftsindtjeningsniveau – der har gode udsigter på både på kort og længere sigt. Selskabet er positivt eksponeret over for en styrkelse af dollaren, idet både olie- og fragtrater afregnes i dollar, og Mærsk har flere indtægter end udgifter fra olie. I den forbindelse er det værd at nævne, at bankens valutaanalytikere som udgangspunkt forventer en styrkelse i dollaren i løbet af det kommende år.

Den største potentielle kurstrigger er, at selskabet er godt eksponeret over for et opsving i den amerikanske økonomi, som banken venter i løbet af 2009. En anden mulig trigger er en positiv udvikling i den globale økonomi.

I en tid, hvor risici figurerer højt på agendaen, vurderer DME, at risici omkring aktien er: En markant svækkelse af den globale økonomi med efterfølgende pres på fragtrater for containerfragt; en svækkelse af dollaren og fald i oliepriserne; strategiplanen fra Streamline slår fejl; problemer på selskabets oliefelter; som kan forringe eller udskyde produktion; og til sidst politisk ustabilitet.

DME har en Akkumuler-anbefaling på APM med et kursmål på DKK 62.500 per 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.

Beiersdorf AG – mulig opkøbskandidat

Tyske Beiersdorf producerer forbrugervarer. Mest kendt er hudplejemærket NIVEA. Derudover er der læbeplejemærket Labello samt over 300 selvklæbende tapesystemer til industri- og privatkunder. Hovedparten af omsætningen sker i Europa, men selskabet står med gode muligheder for at øge væksten pænt i specielt Asien.

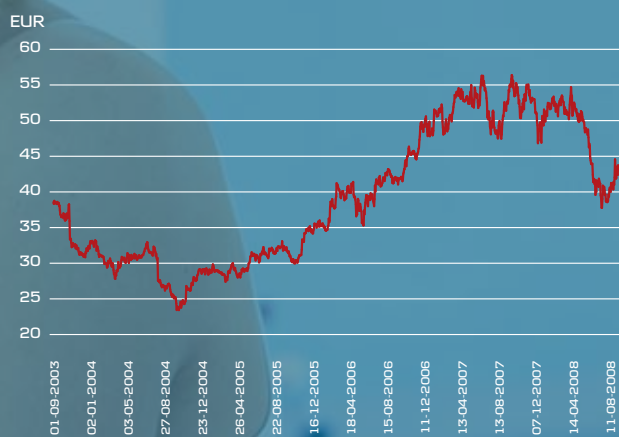
Beiersdorf har for nylig købt et selskab inden for hårplejemidler, hvor der er gode vækstmuligheder. På kort sigt kræver det øgede markedsføringsudgifter for at styrke kundernes opfattelse af produktet. Omvendt er det med til at øge salgs- og indtjeningsvæksten på længere sigt og dermed forretningens langsigtede helbred.

Goldman Sachs (GS) vurderer, at hvis Beiersdorf skuffer indtjeningsmæssigt, vil selskabet blive en attraktiv opkøbsmulighed for enten en konkurrent eller for et selskab, som ønsker at afnotere selskabet. Det vil være med til at lægge en bund under aktiekursen. De seneste virksomhedsopkøb i branchen peger i retning af, at Beiersdorf bør handles til en højere pris end den nuværende aktiekurs.

Med to større produktlanceringer forventes Beiersdorf at fremvise solid salgsvækst i de kommende kvartalsregnskaber,

der vil overstige aktiemarkedets forventninger. Risici for Beiersdorf er aftagende volumenvækst, øgede input omkostninger samt ufavorable bevægelser i valutakurser og manglen på evne til at opnå og fastholde omkostningsbesparelser.

Goldman Sachs har en Køb-anbefaling på aktien og et kursmål på EUR 53 per aktie.



Burger King har internationale muligheder

Burger King (BK) har over 11.500 forskellige restauranter rundt omkring i 72 lande. Til sammenligning har McDonald godt 33.000 restauranter. 2/3 af alle restauranter og godt 80 pct. af selskabets indtjening kommer fra USA og Canada. 9 ud af 10 BK restauranter er ejet og drevet på franchise-basis. Hver franchise-tager betaler et royalty-fee til BK – og det er hovedparten af BKs indtjening.

BK har udviklet forretningen positivt de senere år med nye menuer, og udvidede åbningstider og dermed også basis for at servere morgenmåltider og sen aftensmad. En ny prisstrategi er også startet, hvilket er positivt, da BK netop har »pricing power«, dvs. efterspørgslen ikke mærkbart påvirkes af prisændringer.

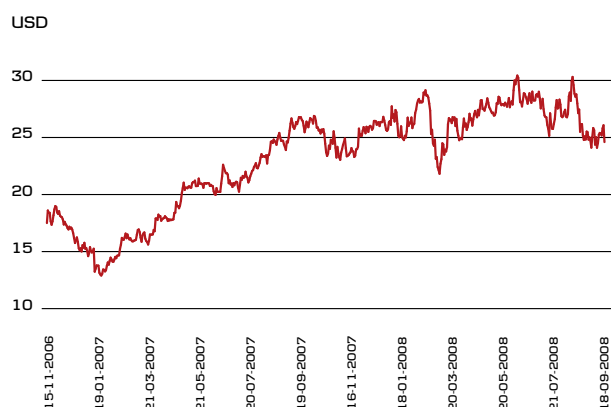
Fremadrettet forventer BK at kunne ekspandere markant uden for Nordamerika, og det vil skabe et solidt fundament for en god salgs- og indtjeningsvækst.

BK har et solidt brohoved i Latinamerika, hvor det er større end McDonald, hvorimod BK pt. ikke er særlig synlig i Asien. Det ændres de kommende år.

Med lancering af nye menuer, der vil understøtte væksten i specielt USA, forventes BK at fremvise salgsvækst i de kommende kvartalsregnskaber, der vil overstige aktiemarkedets forventninger.

Risici forbundet med aktien er råvarepriser på f.eks. oksekød og mælkeprodukter, som kan presse selskabets indtjening.

Goldman Sachs har Køb på aktien med et kursmål på USD 31 per aktie.





"Alt, hvad der kan
opfindes, er opfundet"

CHARLES H. DUELL
US OFFICE OF PATENTS 1899

Headbanging giver strøm til mobilen

I takt med at beviserne for menneskets bidrag til klimaændringerne tager til, skærpes også kapløbet om at frembringe teknologier og løsninger, der vil bremse den globale opvarmning. Og det skorter ikke på kreativitet.

Trådløse headsets til mobiltelefonen giver brugeren frihed til at slentre omkring og plapre løs eller køre i bil og gøre det samme. Men det giver dog ikke den fuldstændige frihed – batterierne skal jo lades op en gang imellem, og så er man bundet til en oplader og et stik. Men Plantronics i Californien har en løsning. Selskabet har opfundet et lille apparat, som består af et lille svinghjul i et magnetfelt, som roterer og dermed genererer strøm, når personen bevæger hovedet.

Ifølge selskabet vil apparatet tillade mere eller mindre uafbrudt snak i mobilen uden at man skal lade op på normal vis. Om det indebærer, at man skal nikke eller ryste på hovedet konstant mens man snakker fremgår ikke af selskabets pressemeddelelse. / *New Scientist*

Finanskrisen sender råvarer ned

Finanskrisen hærger alle finansielle markeder for tiden, og råvaremarkedet er ikke stedet, hvor man skal flygte hen. Den aktuelle tumult har en sikker taber, og det er væksten. Banker, der kolliderer eller kæmper for at holde sig i live hæmmer lysten og muligheden for at låne penge ud og det påvirker investeringer negativt.

Som en konsekvens af de svagere vækstudsigter har Danske Analyse nedjusteret prognosen for råvarepriser i fjerde kvartal 2008 samt for helåret 2009. Heriblandt olieprisen, der nu forventes at handle til en pris på godt 100 dollars pr. tønde i gennemsnit i det kommende halve år. En permanent pris under 100 anses for usandsynlig, ikke mindst fordi OPEC synes at have trukket en streg i ørkensandet ved netop denne grænse.

Den globale økonomi på randen af recession

Den globale økonomi ligger underdrejet efter at være blevet ramt af to alvorlige negative stød det seneste år – den finansielle krise og råvarepriserne himmelflugt. Krisen i den finansielle sektor er gået hårdt ud over de globale boligmarkeder, mens stigningen i råvarepriserne har presset forbruget ned.

I de kommende kvartaler vil de udviklede økonomier balancere på randen af recession med meget lav vækst i USA, Euroland, Storbritannien og Japan. Danske Analyse venter et gradvist – om end skrøbeligt – opsving i USA i 1. halvår 2009, som breder sig til resten af de udviklede økonomier i løbet af 2009. Det fremgår af Globale Scenarier, Danske Analyses netop udsendte kvartalsoversigt, der vurderer temperaturen i den globale økonomi.

Vækstprognosen for USA er stort set uændret siden sidst. Der ventes fortsat et fald i amerikansk vækst her i 2. halvår 2008, når virkningerne af skattelettelserne falder ud, samtidig med at boligmarkedet fortsat trækker ned. Vækstbidraget fra eksporten falder også, i takt med at den globale økonomi går ned i omdrejninger. Der ventes dog en gradvis bedring i 1. halvår 2009, hvor forbrugsvæksten understøttes af lavere inflation, og situationen på boligmarkedet letter. De lave lagre i virksomhederne betyder, at der er udsigt til øget produktion, når der igen kommer gang i efterspørgslen.

Økonomerne har nedrevideret vækstprognosen for Euroland og venter yderligere fald i aktiviteten i år og et stykke ind i 1. halvår 2009. Afmatningen i Euroland skyldes lav forbrugsvækst, en kraftig svækkelse af eksporten og lavkonjunktoren på boligmarkedet. Der ventes et forsigtigt opsving i 2. halvår 2009 på baggrund af øget vækst i USA og større realindkomststigninger, efterhånden som inflationen falder.

Opbremningen har bredt sig til de fleste Emerging Markets-lande, og væksten og industriaktiviteten er på vej ned i Asien, Central- & Østeuropa og Latinamerika. Mellemøsten er nu den eneste større vækstlomme. Den store stigning i inflationen, der er drevet af olie- og fødevarerpriserne, har ramt EM-landene i Asien særlig hårdt, og de asiatiske centralbanker har nødtvungent måttet stramme pengepolitikken.



Statsstøtte til solenergi i USA

Begge kamre i Kongressen vedtog for nylig, at forlænge statsstøtten til fremme af solenergi. Ordningen, der vil gælde frem til 2016, giver virksomheder og boligejere mulighed for at trække en betydelig af omkostningerne til installation af solenergianlæg fra i skat. Lovpakken indebærer også en forlængelse af støtte til vindenergi et år endnu samt en to års forlængelse af anlæg baseret på geotermisk energi og biomasse. Der er desuden rabatordninger på køb af plug-in elektriske biler og støtte til fremme af øget brug af smart meters, der forbedrer energieffektiviteten.

Vækst i solenergien

I 2013 vil markedet for solenergisystemer – bestående af moduler, systemkomponenter m.v. – omsætte for over 100 mia. dollars årligt, lyder estimatet fra analysebureauet Lux Research, der samtidig påpeger, at konkurrencen i branchen bliver hård efter 2009.

Er redningspakker i bankkriser altid en god idé?

Den Internationale Valutafond, IMF, har for nylig offentliggjort et arbejdsrapport om systemiske bankkriser. Økonomerne bag analysen undersøgte 124 systemiske bankkriser. En systemisk bankkrise defineres som en situation, hvor et lands erhvervs- og finanssektor oplever et stort antal betalingsstandsninger, og finansielle institutioner og virksomheder står over for alvorlige problemer med at betale kontrakter i tide. Som et resultat heraf vil omfanget af dårlige lån stige markant og hele eller det meste af bankssektorens kapital udtømmes. Situationen kan være sammenfaldende med svækkede/faldende aktivpriser (som aktier og ejendomspriser), kraftige stigninger i den reale rente og en nedgang i kapitalstrømme. Det lyder som en meget god beskrivelse af den aktuelle krise..

Ud af disse 124 krise udgjorde misligholdte lån på bunden gennemsnitligt 33 pct. af bankernes låneportefølje. IMF påpeger også, at de finanspolitiske omkostninger samt nedgangen i BNP typisk er store i de første fire år af krisen.

IMF fremhæver, at eksisterende empiriske undersøgelser har vist, at bistand til bankerne og deres låntagere kan have den stik modsatte effekt, og resultere i stigende tab til bankerne, som ofte misbruger hjælpen ved at tage uproduktive risici på regeringens regning. Det typiske resultat af den overbærenhed fra samfundets side, som ligger i en redningsaktion, er et dybere hul i bankernes nettoværdi, stigende skattebyrder til finansieringen og en strammere kreditgivning og økonomisk nedgang end det ville have været tilfældet uden en redningsaktion. Analyser på tværs af landegrænser til dato viser videre, at akkommoderende politiske tiltag i en bankkrise (såsom likviditetsstøtte og eksplicitte regeringsgarantier på finansielle institutioners passiver) har en tendens til at være finanspolitisk dyrt, og at disse særlige politikker ikke nødvendigvis accelererer hastigheden af et økonomisk opsving.





Indiens flaskehalse på vejen mod velstand

Indien og Kina, verdens to folkerigeste nationer med hhv. 1,1 og 1,3 mia. indbyggere, ligger i samme del af verden og kan bryste sig af, at være verdens førende udviklingsøkonomier. Men der er stor forskel i de to landes udvikling. I Kina er verdens største folkevandring i fuld gang, idet det vælter ind med folk fra landbruget til industrien i byområderne. 600 millioner mennesker, næsten halvdelen af Kinas befolkning lever allerede i byerne, hvoraf mindst 100 er steget til et indbyggertal over 1 mio. Ifølge konsulenthuset McKinsey får Kina desuden et nyt Chicago (3 mio. indb.) hvert år.

Men i Indien ser der anderledes ud. Af arbejdsstyrken på godt 400 mio. lever de 78 pct. heraf i landområder. Den strukturelle transformation fra lavproduktivitets landbrug til højere produktivitet i industrien har været mærkbart langsom. I dag beskæftiger landbruget

omkring 60 pct. af arbejdsstyrken, men genererer til gengæld kun 20 pct. af BNP. Ifølge en undersøgelse var der i 2004 knap 7 mio. mennesker beskæftiget i den indiske fremstillingssektor mod 61 mio. i Kina. Selv om tallet muligvis undervurderer det faktiske, er billedet ikke til at tage fejl af: Der er en gigantisk forskel i forhold til Kina, når det handler om udvikling af fremstillingssektoren. Uanset hvor dynamisk Indiens informationsteknologi- og servicesektor er, er den ganske enkelt ikke tilstrækkelig til at absorbere tilstrækkelig arbejdskraft og dermed løfte flere ud af fattigdommen. Indien har brug for at skabe mange millioner arbejdspladser i fremstillingssektoren. Hvorfor har landet ikke skabt dem?, spørger Financial Times.

Det er der mange forklaringer på og de omfatter dårlig infrastruktur, utilstrækkelig elforsyning, arbejdsregler,

der gør det vanskeligt at fyre folk, et tungt bureaukrati og vanskeligheder med at skaffe tilstrækkelige landområder til etablering af industri. Men den største forhindring er ifølge professor Amartya Sen, Indiens nobelprisvinder i økonomi, at landet i mange år har forsømt basal uddannelse og forbedring af sundhedsstandarden, hvilket berøver Indien den sunde, raske og veluddannede arbejdsstyrke, som enhver konkurrencedygtig industri har brug for.

Hvor megen rædsel og ulykke Mao Tse Tung end formåede at påtvinge Kina i sit diktatur, så formåede han trods alt at etablere skoler og rudimentær sundhedspleje til bønderne, påpeger han.

»Kinas industrialiseringstog kører på det sikre fundament af maoistiske skinner,« siger Amartya Sen til Financial Times.

Skal du refinansiere til december? Overvej kurssikring

Finanskrisen er ikke overstået på få måneder. Til december skal 300.000 danskere refinansiere realkreditlån med variabel rente til en ny rente ved en auktion, der omfatter obligationer fra forskellige realkreditinstitutter for 300 mia. kr.

Finanskrisen betyder, at der er ekstraordinært stor usikkerhed om renteutviklingen. Realkreditrenterne arter sig ikke som de plejer, da der er pres på det danske realkreditmarked for tiden. Samtidig er likviditeten knap i finanssektoren, hvilket også kan påvirke auktionen negativt til december.

De store udsving, vi oplever på rentemarkederne i denne tid stemmer næppe overens med en almindelig låntagers risikoprofil. Det anbefales derfor, at man overvejer kurssikring af sit FlexLån, dvs. man kan vælge at fastlåse renten på sit lån allerede nu.

Det kan ikke udelukkes, at renteutviklingen arter sig således, at pengene til kurssikring er spildt. Til gengæld kan du sove roligt om natten. Tag en snak med en rådgiver og få lavet et beregningseksempel på, hvad en kurssikring betyder for dig.

Mellemskatten der blev væk

Eller var det nu også det der skete?

I efteråret 2007 vedtog regeringen og Dansk Folkeparti en skattepakke indeholdende lavere skat på arbejde.

Den største del af pakken udmøntes først i 2009, hvor du vil opleve følgende ændringer:

- Beskæftigelsesfradraget forhøjes til 4,25 pct. I 2008 udgør det 4,0 pct. Det maksimale beskæftigelsesfradrag udgør i 2008 12.300 kr. og stiger med 1.300 kr. til 13.600 kr. i 2009.
- Personfradraget forhøjes med 500 kr. udover den almindelige regulering.
- Mellemskattegrænsen forhøjes således, at den svarer til grænsen for topskat. Grænsen for top- og mellemskat er i 2009 fastsat til 347.200 kr.

De to første punkter medfører en maksimal skattebesparelse på 1.800 kr. x 39 pct., svarende til 702 kr.

Særligt det sidste punkt omkring mellemskatten har givet anledning til en del forvirring, da mange har fået opfattelsen af, at mellemskatten forsvandt eller, at topskatten nu var 21 pct.

Dette er ingenlunde tilfældet. Der er blot tale om at mellemskattegrænsen forhøjes.

På din forskudsopgørelse vil du derfor som hidtil opleve særskilte beregninger af top- og mellemskat. Årsagen hertil er, at der stadig er forskelle i beregningerne af top- og mellemskat.

Ved beregning af mellemskat er der mulighed for at overføre eventuelt uudnyttet bundfradrag mellem ægtefæller. Denne mulighed eksisterer ikke ved beregningen af topskat.

Endvidere fragår indbetalinger til kapitalpension kun ved beregningen af mellemskatten. Fradragsværdien udgør således kun 45 pct.

Hvad betyder den forhøjede mellemskattegrænse for dig?

Tjener du over 347.200 kr. efter arbejdsmarkedsbidrag og eventuelt SP-bidrag skal du stadig betale både top- og mellemskat. Forhøjelsen af mellemskattegrænsen har derfor ikke betydning for den skat, som du skal betale af den sidst tjente krone, men du vil som det fremgår af skemaet opnå en skattebesparelse på ca. 4.700 kr.

Tjener du under 347.200 kr. efter arbejdsmarkedsbidrag og evt. SP-bidrag bliver din løn derimod maksimalt beskattet med ca. 39 pct.

Dette betyder så modsat, at f.eks. dine indbetalinger til pensionsordninger kan have en lavere fradragsværdi end i 2008.

I nedenstående skema kan du se din skattebesparelse, som følge af forhøjelsen af mellemskattegrænsen, beskæftigelsesfradraget samt personfradraget:

Lønindkomst efter arbejdsmarkedsbidrag og eventuelt SP-bidrag	Besparelse i forhold til 2008*
400.000 kr.	4.746 kr.
347.200 kr.	4.746 kr.
320.000 kr.	3.114 kr.
300.000 kr.	1.914 kr.
279.800 kr.	820 kr.

* FORUDSÆTNING: UGIFT PERSON.

Det er endnu uvist om SP-bidraget også bliver suspenderet i 2009.

Er du gift?

Som nævnt kan mellemskattegrænsen stadig overføres mellem ægtefæller. Er du gift vil du derfor opleve, at I tilsammen kan tjene 134.800 kr. mere efter arbejdsmarkedsbidrag og eventuelt SP-bidrag i 2009 uden, at I skal betale mellemskat.

Tjener en af jer mere end 347.200 kr. efter arbejdsmarkedsbidrag og eventuelt SP-bidrag skal der stadig betales topskat, men ikke nødvendigvis mellemskat.

Hvis I begge tjener mere end 347.200 kr. efter arbejdsmarkedsbidrag og eventuelt SP-bidrag vil den samlede skattebesparelse udgøre ca. 9.500 kr. I vil dog stadig opleve, at skatten af den sidst tjente krone vil udgøre ca. 63 pct.

Har du spørgsmål til den nye mellemskattegrænses betydning for fradragsværdien af dine pensionsindbetalinger, er du velkommen til at kontakte din rådgiver.



Udsigt til fortsatte prisfald på boligmarkedet

Boligmarkedet toppede i 2006, men nedturen er langt fra slut endnu.

For nogle er nedturen på boligmarkedet naturligvis en fordel. Unge familier, der endnu ikke har investeret i en ejerbolig kan glæde sig over, at der er udsigt til at kunne købe en bolig langt billigere end hidtil.

Mens aktuelle boligejere har udsigt til faldende friværdier. Og hvis de har FlexLån®, der står over for en refinansiering til december, er der også risiko for en højere månedlig ydelse, hvis krisen i den finansielle sektor fortsætter, hvilket der trods redningspakkerne i USA og mange andre lande er stor risiko for.

Selv om det er en ringe trøst, særligt for de boligejere, der har købt bolig inden for de seneste år, kan boligejere dog glæde sig over, at markedet vender igen på et tidspunkt. I takt med at

den finansielle uro ebber ud, og Den Europæiske Centralbank (ECB) lempet pengepolitikken, vil boligejerne komme til at opleve større sikkerhed omkring den månedlige ydelse. Og efter et par år med faldende boligpriser, vil boligpriserne højst sandsynligt igen begynde at stige. Ser man tilbage på historien, så er de to seneste længere perioder med faldende boligpriser blevet efterfulgt af perioder med betydelige stigninger i boligpriserne.

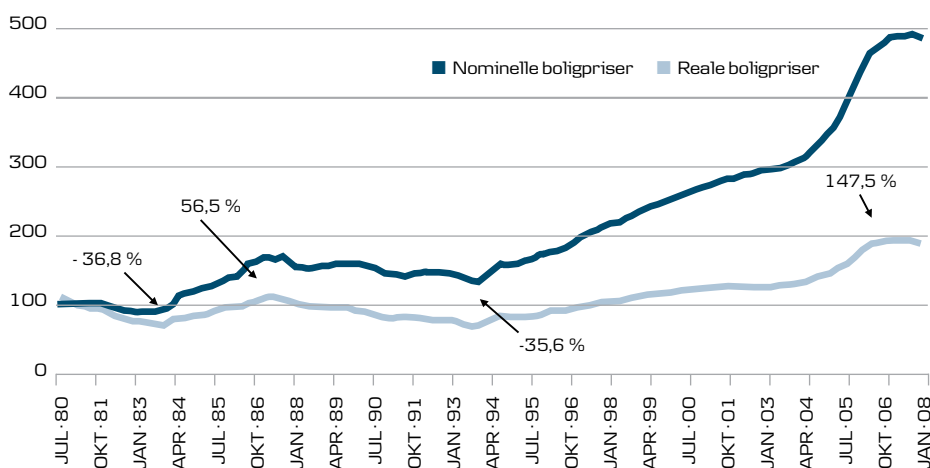
På trods af udsvingene på boligmarkedet, så stiger boligpriserne på længere sigt lidt mere end de falder. Boligpriserne er i gennemsnit steget et par procent mere end inflationen, fordi boligejere skal have forrentet deres boligkapital, og indkomsterne løbende stiger. Interessant i den forbindelse er

det at nævne, at der ikke har været en 10-års periode på det danske boligmarked, hvor priserne ikke har ligget højere efter 10 år. Dette gælder også perioden fra 1986-1995, hvorunder boligmarkedet blev sendt til tælling af kartoffelkuren i 1986.

Men det er notorisk vanskeligt at *time* et boligkøb, så man opnå det højest mulige afkast af sin boligkapital. Derfor bør man fokusere mindre på boligkøb som en investering, og i stedet lade familiens boligbehov være udgangspunktet for ethvert boligkøb. Hvis man bliver boende i en ejerbolig i lang tid, fx 30 år, så vil det have en relativt beskeden betydning for den samlede gevinst, om man har købt sin bolig i begyndelsen eller ved slutningen af en boligkrise.



Boligprisindeks, 1980=100



Under boligkrisen i 1979-1982 var faldet i de faktiske, nominelle boligpriser beskedent. Men da inflationen samtidig var meget høj, så var der tale om et fald i de forbrugskorrigerede boligpriser på 36,6 pct. Under krisen 1986-1993 var inflationen langt lavere og tilpasningen af boligpriserne skete derfor især gennem fald i de nominelle boligpriser. Bemærk, at der efter begge kriseperioder har været kraftige stigninger i boligpriserne.

KILDE: REALKREDIT DANMARK

De seneste to boligkriser

Den seneste nedgangsperiode på boligmarkedet var fra 1986 til 1993 og varede lidt over 7 år; mens krisen fra 1979 til 1982 var betydelig kortere med blot 3½ år – hvilket illustrerer vanskeligheden i at time boligkøbet ud fra et investeringsmæssigt synspunkt.

Hvis man kigger tilbage til slutningen af 1970'erne, så begyndte udviklingen på boligmarkedet at vende efter næsten 10 år med uafbrudte stigninger i boligpriserne. De nominelle boligpriser faldt med 7,0 procent i 1979-1982. Men da samtidig inflationen, udtrykt ved forbrugerpriserne rensset for energi og fødevarer, steg voldsomt i denne periode, så var faldet i de forbrugskorrigerede boligpriser faktisk på hele 36,6 procent i perioden.

Det var et fald af nogenlunde samme størrelse som boligejerne var vidner til under den sidste store boligmarkeds-krise fra 1986 til 1993. Dog var faldet i boligpriserne meget anderledes sammensat. Inflationen var nemlig markant lavere end i 1970'erne. Tilpasningen af boligpriserne skete derfor ikke i lige så høj grad gennem stigende forbrugerpriser, men gennem fald i de faktiske boligpriser.

Særlige forhold gør sig gældende

Det er vigtigt at understrege, at der er mange særlige forhold, der gennem tiden har gjort sig gældende på boligmarkedet. I 1980'erne spillede løbende ændringer af rentefradraget en rolle for den månedlige boligydelse efter skat for boligejerne. Især var sænkningen af

rentefradraget fra 1986 til 1987 en nøglefaktor for intensiteten af boligprisfaldet fra 1986 til 1993.

Ligeledes er der nogle specifikke forhold, der gør sig gældende under den nuværende afkølingsperiode. I modsætning til tidligere har en masse boligejere finansieret deres boliger med variabelt forrentede lån, hvilket betyder en større følsomhed over for renteændringer.

Dertil kommer, at halvdelen af alle boligejere har afdragsfrie lån. Den større følsomhed betyder, at man kan forvente en forsinket effekt fra de stigende renter, der betyder, at priserne på parcel- og rækkehuse på landsplan vil falde med 4,5 procent i år og omkring 5 procent til næste år. I 2010 forventer Danske Analyse, at faldene aftager i styrke til 1,2 procent.



Skatteregler for generationsskifte lempes

Vidste du, at folketinget har vedtaget nye regler, der forbedrer mulighederne for skattefri overdragelse af aktier fra forældre til børn?

Hvis ikke, kan du læse mere om de nye regler her:

Skattefri overdragelse af aktier i dag

Ved skattefri overdragelse forstås, at der ikke udløses aktieavancebeskatning af gevinsten på aktierne hos overdrageren af aktierne. Samtidig indtræder, den der erhverver aktierne, i overdragerens skattemæssige stilling og

overtager dermed en skattebyrde. I daglig tale kaldes dette, at aktierne overdrages med »succession«.

Som reglerne er i dag, er det normalt kun muligt i levende live at overdrage aktier skattefrit med succession til børn m.fl., hvis

- overdrageren er hovedaktionær, og
- den enkelte overdragelse af aktier udgør mindst 15 pct. af stemmевærdien i selskabet.

Acontoskat for selskaber

Selvom aktierne overdrages skattefrit med succession kan der blive tale om, at der skal betales gaveafgift. Betaler barnet ikke for de overdragne aktier eller overdrages aktierne til favørpris, skal der betales gaveafgift af gaveelementet efter de almindelige regler.

Eksempel 2008

Er værdien af aktierne i et hovedaktionærsselskab med én aktieklassse 2 mio. kr., skal der overdrages aktier for 300.000 kr., svarende til 15 % af stemmевærdien for, at overdragelsen kan ske med succession.

Lempelse fra 2009!

De nye regler gør det muligt fra og med 1. januar 2009 i levende live at overdrage aktier skattefrit, når blot overdragelsen udgør mindst 1 pct. af aktiekapitalen. Der stilles ikke længere krav om, at overdrageren skal være hovedaktionær.

Området for skattefri overdragelse med succession i levende live udvides dermed betydeligt. Efter ændringen svarer reglerne for overdragelse af aktier i levende live herefter til reglerne for overdragelse af aktier med succession i et dødsbo.

Endvidere forbedres mulighederne for et generationsskifte, idet de nye regler giver mulighed for, at aktierne kan overdrages successivt i mindre poster.

Eksempel 2009

Er værdien af aktierne 2 mio. kr., skal der overdrages aktier for 20.000 kr., svarende til 1 % af aktiekapitalen for, at overdragelsen kan ske med succession.

De nye regler gælder fortsat også aktier i børsnoterede selskaber. Der kan dog fortsat ikke overdrages aktier skattefrit i selskaber, som er »pengetanke.«

Den 20. november er en vigtig dato for selskaber, det er nemlig sidste chance for frivillig indbetaling af acontoskat.

Acontoskat er den indkomstskat som aktie- og anpartsselskaber betaler i løbet af indkomståret.

Skal man spare op eller låne penge via skatten.

Når det overvejes om selskabet skal indbetale frivillig acontoskat for at spare restskattetillægget eller tjene godtgørelsen ved overskydende skat, så bør det naturligvis indgå i overvejelserne, hvad omkostninger er herved. I den forbindelse skal det huskes, at hverken tillæg eller godtgørelse indgår i selskabets skattepligtige indkomst.

Ved frivillig indbetaling af acontoskat i perioden fra 21. marts til 20. november pålægges selskabet et tillæg på 0,7 % af det indbetalte beløb.

Eksempel

Årets indkomstskat	0
Frivillig indbetaling 20. november	100.000
Tillæg 0,7 %	-700
Overskydende skat til udbetaling	99.300

Skal selskabet betale restskat, beregnes et restskattetillæg på 6,3 % af restskatten for indkomståret 2008. Restskat og restskattetillæg forfalder til betaling den 1. november i kalenderåret efter indkomståret. For selskaber, der forventer restskat for indkomståret 2008, er det en fordel at indbetale frivillig acontoskat, hvis selskabet kan finansiere indbetalingen til en omkostning, der er mindre end 6,3 % p.a. efter skat.

Har selskabet overskydende skat modtages en godtgørelse på 2,8 % af den overskydende skat for indkomståret 2008. Tilbagebetalingen af overskydende skat sker i videst muligt omfang ved modregning i den ordinære acontoskat vedrørende indkomståret 2009, der forfalder til betaling den 20. november 2009. Eventuel resterende overskydende skat udbetales senest to bankdage efter den 20. november 2009.

For selskaber kan det være en fordel at indbetale yderligere frivillig acontoskat, såfremt de har likviditet til rådighed og den bliver forrentet med under 2,8 % p.a. efter skat. Det er naturligvis også en betingelse, at selskabet kan undvære likviditeten indtil november 2009.

Tilbagebetaling af acontoskat før tiden

Kan selskabet sandsynliggøre, at den indbetalte acontoskat vil overstige årets indkomstskat, kan det overskydende beløb under særlige omstændigheder tilbagebetales, før skatteansættelsen er foretaget. Ved tilbagebetaling før tid ydes der ikke godtgørelse eller nogen anden form for rente af det tilbagebetalte beløb.



Bankkrise – hvad betyder det for mig?

For de fleste mennesker er den direkte dagligdags betydning af den globale kreditkrise ikke særlig stor. Men det betyder ikke, at den er ligegyldig.

Den kreditkrise, der begyndte for over et år siden, har udviklet sig så højdramatisk, at det næsten ikke er til at fatte. Hele den amerikanske investeringsbank-branchen, som er selve indbegrebet af højfinans og Wall Street, er udraderet, verdens vel nok største forsikringsselskab og verdens største realkreditinstitutter er i praksis blevet nationaliserede, og over hele verden er den finansielle infrastruktur truet af sammenbrud. Stribevis af lande lancerer storstilede hjælpepakker med svimlende milliardbeløb. Der er ikke noget at sige til, at medierne dækker begivenhederne væg til væg, for meget større end det her bliver det altså ikke.

Kreditkrisen er da også en af de begivenheder, der faktisk berører os alle, direkte og kontant. Den er nemlig hovedansvarlig for den store tilbagegang i aktiekurserne, der har stået på, siden krisen begyndte. Globalt set har aktier i perioden givet et tab på 25-30 procent, målt i danske kroner.

Det svarer i grove træk til, at hver dansker har tabt godt 20.000 kroner på egne aktier og på aktier, de ejer via investeringsforeninger. Dertil kommer et mere teoretisk tab i samme størrelsesorden i form af tabene i de pensionskasser, de fleste af os er med i på den ene eller anden måde. Pensionskassernes tab vil i længden mindske deres mulighed for at give en høj kontorente på opsparingen, og derfor bliver det også til et tab for husholdningerne.

Det er jo ganske betydelige beløb, og mange er naturligvis meget hårdere

ramt end gennemsnittet – for eksempel dem, der har investeret kun i aktier fra en enkelt bank. Men det er værd at huske på, at for de fleste kommer tabene efter en periode med ganske betydelige gevinster. Og så er tabene også opgjort før skat. Specielt for pensionsopsparingen betyder det, at det reelle tab er under halvt så stort, målt i kroner og øre. Desuden kommer tabene i pensionskasserne til at blive udjævnet over mange år. Dem, der står umiddelbart foran pensionen, kommer ikke til at mærke det.

Og så er den direkte betydning for privatøkonomien alligevel heller ikke større. Den næstmest-direkte effekt af krisen er på renten, men her er det allerede svært at sige, hvilken vej, den alt i alt trækker. Kreditkrisen har betydet en kraftig stigning i renten på lån med risiko, målt i forhold til sikre lån. Det vil blandt andet sige forskellen mellem Nationalbankens toneangivende rente og den rente, man faktisk kan låne til i banken. Eller mellem den effektive rente på statsobligationer og realkreditobligationer. Men krisen har også betydet, at renteniveauet på de sikre lån er lavere, end det ellers ville være. Havde det ikke været for krisen, havde vi givetvis set en stribet renteforhøjelse. Alt i alt har krisen måske nok gjort renten en smule højere for den typiske dansker, der skal låne til hus eller bil, men effekten er temmelig marginal.

Så den typiske dansker kan trods alt tage de dramatiske nyheder med en vis ro. Men kun en vis, for mens de di-

rette effekter er til at have med at gøre, truer krisen indirekte de fleste på brødet. Det skyldes, at en løbsk kreditkrise kan have ganske uoverskuelige konsekvenser for den »rigtige« økonomi uden for bankerne – altså for produktion, handel og arbejdspladser.

Allerede nu har krisen været medvirkende til at forstærke afmatningen i verdensøkonomien, og det mærker vi også herhjemme. Væksten i dansk økonomi er på det laveste niveau i fem år. Heldigvis har det ramt os på et tidspunkt, hvor arbejdsløsheden er ekstremt lav, og der på mange områder er mangel på arbejdskraft. Derfor kommer vi formentlig rimeligt helskindet gennem lavkonjunkturen, selv om den tegner til at blive langvarig.

Formentlig – men truslen er, at krisen vil få det finansielle system til at bryde sammen. Allerede nu oplever mange virksomheder, at det er blevet markant vanskeligere og dyrere for dem at skaffe kapital til investeringer. Ejendomsudviklere er et markant eksempel, men hvis krisen får lov til at udvikle sig, kan det sprede sig langt bredere. I så fald siger erfaringen, at vi står over for en periode med markant højere arbejdsløshed og med yderligere nedtur på aktie- og ejendomsmarkedet. Det er for at undgå den situation, at myndigheder og virksomheder arbejder så hårdt på at afbøde krisen. Men truslen betyder, at krisen faktisk fortjener den store opmærksomhed – også selv om den ikke betyder alverden her og nu for de fleste menneskers dagligdag.

Modelporteføljer for obligationer

OPDATERET 3. SEPTEMBER 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	Skat		DB pr.	Uænd.
			45%	59%	Var.	12 md.	12 md.
15	DK0009271041	2 D.10DS09	3,76%	3,48%	0,24	5,01%	4,89%
10	DK0009276198	4RD SDRO 10	2,99%	2,43%	1,23	2,41%	2,23%
50	DK0009276271	4RD SDRO 11	3,09%	2,52%	2,15	2,61%	2,33%
25	DK0009364051	BRF 3.001/01/2012	2,96%	2,53%	3,01	3,36%	2,67%
100		5)	3,15%	2,66%	1,98	3,13%	2,79%

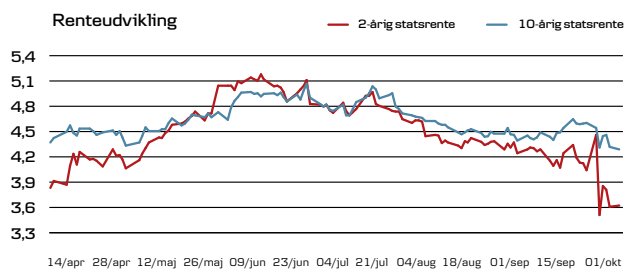
Pensionsbeskattede med tidshorisont 0-3 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat		
			Skat	DB		DB pr.	Uænd.
			0%	Var.		12 md.	12 md.
15	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,56%	5,52		8,04%	6,92%
35	DK0009274656	RD FRN 07/01/2010	-0,63%	0,24		5,32%	5,57%
15	DK0009921785	DGB 4.000 11/15/2010	3,64%	2,08		3,71%	3,45%
25	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	4,91%	2,15		4,99%	4,72%
10	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	5,12%	3,81		6,40%	5,13%
100				2,11		5,48%	5,18%

Personbeskattede med tidshorisont 3-7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 59% skat		
			Skat	Skat		DB pr.	Uænd.
			45%	59%	Var.	12 md.	12 md.
40	DK0009276198	RD 4.0 01/01/2010	2,99%	2,43%	1,23	2,41%	2,23%
35	DK0009364051	BRF 3.001/01/2012	2,96%	2,53%	3,01	3,36%	2,67%
25	DK0009273179	RD 4.0 Aio 01/01/2038	3,32%	2,69%	8,21	2,78%	2,92%
100			3,05%	2,52%	3,38	2,83%	2,54%

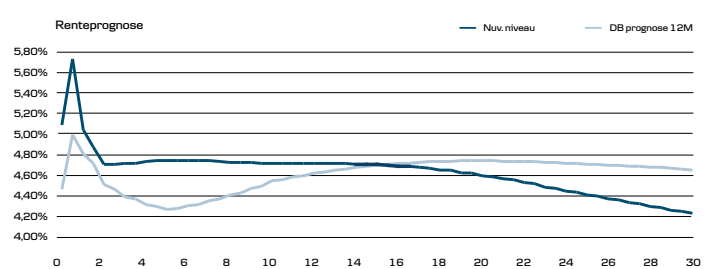
Pensionsbeskattede med tidshorisont 3-7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat		
			Skat	DB		DB pr.	Uænd.
			0%	Var.		12 md.	12 md.
30	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	6,13%	7,23		6,87%	6,36%
20	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,56%	5,52		8,04%	6,92%
15	DK0009766446	NYK FRN 01/01/2038	5,90%	0,03		5,58%	5,95%
10	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	4,91%	2,15		4,99%	4,72%
15	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	5,12%	3,81		6,40%	5,13%
10	DK0009920894	DGB 5.000 11/15/2013	4,00%	4,85		5,75%	3,99%
100				4,48		6,51%	5,78%

Personbeskattede med tidshorisont over 7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 59% skat		
			Skat	Skat		DB pr.	Uænd.
			45%	59%	Var.	12 md.	12 md.
10	DK0009276198	4RD SDRO 10	2,99%	2,43%	1,23	2,41%	2,23%
40	DK0009364051	3BRF321BRT	2,96%	2,53%	3,01	3,36%	2,67%
50	DK0009273179	4 D.43D 38	3,32%	2,69%	8,21	2,78%	2,92%
100			3,13%	2,59%	5,18	2,99%	2,74%

Pensionsbeskattede med tidshorisont over 7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat		
			Skat	DB		DB pr.	Uænd.
			0%	Var.		12 md.	12 md.
20	DK0009273179	RD 4.0 Aio 01/01/2038	5,87%	8,21		5,64%	5,80%
40	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	6,13%	7,23		6,87%	6,36%
10	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,56%	5,52		8,04%	6,92%
10	DK0009766446	NYK FRN 01/01/2038	5,90%	0,03		5,58%	5,95%
10	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	5,12%	3,81		6,40%	5,13%
10	DK0009920894	DGB 5.000 11/15/2013	4,00%	4,85		5,75%	3,99%
100				5,83		6,45%	5,87%



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.

- 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 konverteringstruede 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. Prognosen er ikke en pålidelig indikator for fremtidig udvikling
- Her kan du se de nævnte nøgletal beregnet på den samlede portefølje.

Euro: Afmatning i Euroland

Den finansielle krise har gjort sit indtog i Euroland. Sammen med de seneste nøgletal har det bekræftet, at europæisk vækst er hastigt på vej ned i tempo. Eksportvirksomhederne er ramt af nedgangen i global vækst og en ganske stærk euro. I sig selv vil det betyde, at de europæiske virksomheder gearer ned, og den tendens forstærkes af, at det private forbrug lider under, at beskæftigelsesvæksten aftager yderligere i de kommende måneder. Samtidig er inflationen klart på vej ned, og dermed er der "plads til", at ECB sætter renterne ned.

Kreditkrise rammer russisk vækst

Udsigterne for den russiske økonomi er i den senere tid blevet markant mere dystre. Faktorer som stigende geopolitisk usikkerhed udspringende fra krisen i Kaukasus, drastisk faldende olie- og råvarepriser samt den globale kreditkrise trækker ned i vækstforventningerne for de kommende år. Den private efterspørgsel ventes at aftage grundet den vedvarende høje inflation samt strammere kreditvilkår – som især vil ramme byggesektoren. Vi venter derfor, at væksten i Rusland falder under 6 % å/å i 2009 og endnu lavere i 2010 efter at have ligget mellem 7 % - 8 % å/å i de senere år.

US: Recessionsfrygten tager til igen

Efter en kort genoplivning midt på året er amerikansk vækst hastigt på vej ned i gear igen. Først og fremmest er den finansielle krise blusset kraftigt op henover de seneste uger. Det betyder, at situationen på kreditmarkederne er forværret og långivningen i USA kommet under yderligere pres. Samtidig rammes væksten af afmatning på eksportmarkederne, faldende huspriser og aktiekurser og en aftagende positiv effekt fra skattelettelserne. Selv om vedtagelsen af hjælpepakken er en positiv begivenhed, peger den seneste udvikling i retning af, at økonomien kommer tæt på recession i slutningen af året. Ydermere kan de tiltagende problemer for de finansielle markeder føre til en langsommere vending i økonomien til næste år. Den dårlige stemning på de finansielle markeder samt de forværrede udsigter for økonomien har øget muligheden for, at den amerikanske centralbank kan blive nødsaget til at genoptage rentenedsættelserne.

Er den asiatiske vækstmotor gået i stå?

I Asien har stigende inflation og lavere vækst i eksporten til USA og Europa for alvor betydet en voldsom opbremsning i den normalt høje asiatiske vækst. Det er specielt stigende olie- og fødevarerpriser, som har gjort et voldsomt indhug i den asiatiske forbrugers købekraft. Den stigende inflation har desuden tvunget mange asiatiske centralbanker til at sætte renten op for igen at få kontrol over inflationen. Det har lagt yderligere en dæmper på efterspørgslen i Asien. Oveni er der kommet stigende politisk usikkerhed i en lang række lande, hvor inflationen har været med til at øge den siddende regerings upopularitet. Det har f.eks. været tilfældet i lande som Thailand og Malaysia. Med det seneste fald i olie- og råvarepriserne ser det dog ud til, at inflationen i Asien allerede har toppet og vil falde betydeligt i de kommende måneder. De asiatiske lande vil derfor i stigende grad kunne rette fokus fra inflationsbekæmpelse til vækststimulering og begynde at sætte de styrende renter ned i 2009. Det har allerede været tilfældet i Kina, hvor man er gået i gang med at lempe pengepolitikken og muligvis vil lempe finanspolitikken i 2009. Samtidig er det et plus for Asien, at regionen i langt mindre omfang er ramt direkte af den globale finansielle krise. 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 en større nedtur i USA og Europa.

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Energi			
Olie- og gastjenester			
Acergy	NO	K	47,0
Aker Solutions	NO	K	70,0
Awilco Offshore ASA	NO	H	82,0
BW Offshore	NO	K	7,5
Fred Olsen Energy	NO	A	196,0
Prosafte SE	NO	K	24,5
Prosafte Production	NO	K	13,8
Seadrill	NO	A	86,5
Sevan Marine	NO	K	13,5
Subsea 7	NO	A	60,6
Olie og gas			
Broström	SE	H	57,0
Norsk Hydro	NO	A	32,3
StatoilHydro	NO	K	125,8
Materialer			
Kemikalier			
Auriga Industries	DK	K	110,5
Exel	FI	R	6,5
KEMIRA	FI	H	6,7
Novozymes	DK	H	410,0
Emballage			
Brodrene Hartmann	DK	H	90,0
Huhtamäki	FI	A	4,7
Metaller & Minedrift			
Outotec	FI	K	14,4
Outokumpu	FI	A	9,6
Rautaruukki	FI	H	13,0
Talvivaara Mining Co LTD	FI	K	224,0
Industri			
Fly & forsvar			
SAAB	S	K	101,5
Byggeprodukter			
Assa Abloy	SE	H	79,5
Dantherm	DK	A	82,0
Flugger	DK	A	425,0
H+H International	DK	H	589,0
Rockwool International	DK	S	397,0
Anlæg og Maskinteknik			
FLSmidth & Co	DK	K	215,5
Højgaard Holding	DK	A	126,0
Monberg & Thorsen	DK	A	240,0
NCC	SE	R	63,3
Peab	SE	H	34,2
Per Aarsleff	DK	K	430,0
Skanska	SE	A	75,5
Elektrisk udstyr			
NKT Holding	DK	R	200,0
Renewable Energy Corporation	NO	K	94,9
Schouw & Co	DK	H	113,0
Vestas Wind Systems	DK	K	393,5
Maskinindustri			
Atlas Copco	SE	R	65,8
Cargotec Corp	FI	H	12,9
Kone	FI	K	16,2
Konecranes	FI	H	14,2
Metso	FI	K	14,1
Morphic Technologies	SE	H	3,0
Opcon	SE	K	25,1
Scania	SE	H	79,5
SKF	SE	A	77,5
Volvo	SE	H	56,3
Värtsilä	FI	K	24,5
Handel og distribution			
Brdr A & O Johansen	DK	R	640,0
DLH	DK	H	40,3
Solar	DK	K	310,0
Sanistaal	DK	R	280,0
Erhvervsservice & -produkter			
Securitas	SE	K	74,0
Lassila & Tikanoja	FI	K	13,6
Niscayah	SE	A	8,3
Günnebo	SE	S	28,4
Tomra Systems	NO	H	30,2
Luftfart			
SAS Group	SE	A	44,1

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Industri, fortsat			
Shipping			
A. P. Møller - Maersk	DK	A	37.500
Broström	SE	H	57,0
DFDS	DK	R	333,5
D/S Norden	DK	K	193,0
Mols-Linien	DK	S	90,0
D/S Torm	DK	H	98,0
Transport			
DSV	DK	K	71,0
Forbrugsvarer			
Reservelede			
Autoliv	SE	K	28,5
Nokian Tyres	FI	K	14,0
Varige forbrugsvarer			
Bang & Olufsen	DK	H	160,5
BoConcept	DK	K	220,0
Ekornes	NO	R	72,0
Electrolux	SE	S	73,3
Husqvarna	SE	A	47,3
Fritidsudstyr			
Amer Sports	FI	A	8,5
Tekstiler & Beklædning			
IC Companys	DK	H	86,0
Bjørn Borg	SE	K	30,5
New Wave Group	SE	R	15,2
Hoteller, Restauranter & Underholdning			
PARKEN Sport & Entertainment	DK	H	900,0
Skistar AB	SE	H	70,0
Medier			
Alma Media	FI	S	8,0
Sanoma Wsoy	FI	A	12,4
Detailhandel			
Clas Ohlson	SE	K	88,5
Hennes & Mauritz	SE	K	267,0
Nobis	SE	K	19,2
Stormagasiner			
Stockmann	FI	K	16,0
Næring & Nydelse			
Supermarkeder			
Axfood	SE	K	189,0
Hakon Invest	SE	R	85,5
Kesko	FI	A	17,5
Drikkevarer			
Carlsberg	DK	K	302,0
Harboe	DK	K	105,0
Royal Unibrew	DK	R	283,0
Fødevarer			
AAK	SE	A	113,8
Atria	FI	R	11,7
Cermaq	NO	A	32,5
Danisco	DK	A	273,5
EAC	DK	S	190,0
Grieg Seafood	NO		9,3
HKScan	FI	A	5,7
Leroy Seafood Group	NO	K	40,0
Marine Harvest	NO	H	2,5
Orkla	NO	A	48,3
Salmar	NO		29,5
Tobak			
Swedish Match	SE	K	113,5
Sundhed			
Medicinalinstrumenter & -udstyr			
Coloplast	DK	H	368,0
Elekta	SE	H	109,5
Getinge	SE	A	124,8
William Demant Holding	DK	H	204,0
Bioteknologi			
ALK-Abello	DK	A	500,0
Bavarian Nordic	DK	A	113,0
Curalogic	DK	AS	3,7
Genmab	DK	K	270,5
Exiqon	DK	K	24,0
Karo Bio	SE	K	6,9
LifeCycle Pharma	DK	K	18,2
Neurosearch	DK	K	202,5
Q-Med	SE	H	26,7
TopoTarget	DK	H	7,7

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Sundhed, fortsat			
Farmaci			
Astrazeneca	UK	K	2432,0
Lundbeck	DK	H	100,0
Meda	SE	K	62,5
Novo Nordisk	DK	K	270,0
Orion Corporation	FI	R	11,2
Finans			
Banker			
Amagerbanken	DK	K	79,5
Danske Bank	DK	IA	112,0
DNB Nor	NO	H	40,5
Fionia Bank	DK	S	59,0
Forstædernes Bank	DK	S	100,0
Jyske Bank	DK	H	253,0
NORDEA	SE	R	79,9
Ringkjøbing Landbobank	DK	K	530,0
SEB	SE	A	108,0
Spar Nord	DK	R	60,0
Svenska Handelsbanken	SE	R	152,5
Swedbank	SE	H	92,0
Sydbank	DK	A	141,5
Vestjysk Bank	DK	H	149,0
Forsikring			
Alm Brand	DK	H	96,5
Sampo	FI	A	14,4
TrygVesta	DK	A	312,0
Fast ejendom			
Sjælsø Gruppen	DK	A	47,2
Boligudvikling			
JM	SE	R	48,0
E-Services			
Tradedoubler	SE	K	54,3
Informationsteknologi			
Columbus IT Partner	DK	K	4,3
IT-konsulenter			
EDB Business Partner	NO	H	13,3
EMENTOR	NO	K	21,5
HiQ International	SE	K	25,1
Semcon	SE	K	31,2
Teleca	SE	K	3,8
TietoEnator	FI	K	9,5
Software			
Cision AB	SE	H	8,3
Netop Solutions	DK	H	50,0
IBS	SE	H	5,8
Maconomy	DK	H	8,9
Orc Software	SE	S	78,8
Opera Software	NO	K	12,6
Simcorp	DK	K	491,0
Kommunikationsudstyr			
Eltek	NO	A	12,7
Ericsson	SE	R	53,5
GN Store Nord	DK	K	17,9
Nokia	FI	S	12,2
Tandberg	NO	K	65,6
RTX Telecom	DK	R	24,0
Thrane & Thrane	DK	A	217,5
Telekommunikation			
Telekommunikationsydelse			
ELISA	FI	K	12,7
Tele2	SE	H	74,8
Telenor	NO	K	69,0
TeliaSonera	SE	H	38,1
Forsyningselskaber			
Elværker			

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
Reducer (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 Research, som er en afdeling i 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 medarbejdere 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.