



ER NATIONALBANK-DIREKTØR LARS ROHDE INDBLANDET I SKANDALEN OM UDBYTTESKAT?

ATP erkender i nyt notat til Beskæftigelsesministeriet, at de i perioden 2002 til 2017 tjente op mod 200 mio. kr. på aktieudlån og aktiehandler, der "kan have været relateret til spekulation i udbytteskat," hedder det. I netop denne periode var Nationalbankdirektør Lars Rohde adm. direktør i ATP.

FOTO: RITZAU SCANPIX

TUSINDVIS AF DANSKERE FÅR BESKÅRET PENSIONEN FRA NYTÅR

For første gang i nyere tid vil de månedlige pensionsudbetalinger for tusindvis af pensionister blive beskåret, for eksempel med et par tusinde kroner om måneden ved en god pensionsordning. Beskæringen rammer pensionister med de nyere markedsrenteprodukter. Udviklingen illustrerer en ny virkelighed på det danske pensionsmarked.

NYHEDSANALYSER

- 03** Børsen: Opkøb af egne aktier vokser – eller gør det?
- 04** Tusindvis af danskere får beskåret pensionen fra nytår
- 06** Finanstilsynet leverer misvisende svar på realkreditspørgsmål
- 07** BankNordik flytter alle funktioner til Færøerne
- 08** ATP tjente op mod 200 mio. kr. på udbyttefinte
- 10** Nordea: Hyldahl var eneansvarlig for udbyttetransaktionerne
- 11** Tilsynet på vej med ny bølge af påbud om alternativer

TEMA: DANMARKS BEDSTE INVESTERINGSFORENING 2018

- 12** Kæmpesucces for BLS Invest i både danske og globale aktier

OVERBLIK OG KONJUNKTUR

- 14** Lovforslag, bekendtgørelser og rapporter
- 15** Aktuelle faglige nyhedsbreve og rapporter
- 16** Macrons gave til De Gule Veste har konsekvenser for hele Europa

FORECAST

- 17** Forecast på Udvikling i Kort rente
- 18** Forecast på Udvikling i Lang Rente
- 19** Forecast på Udvikling i Valuta
- 20** Forecast på Udvikling i Boligrenter



Stine Bosse, Bestyrelsesformand i BankNordik

BankNordik vil hente væksten i Nordatlanten:

Markedsandelen skal hæves på de mindre konkurrencepressede markeder på Færøerne og i Grønland. Men de danske kunder er stadig vigtige, fortæller bestyrelsesformand Stine Bosse... **Side 07**

Fejl i ministersvar om udlevering af obligationer: Meget langt fra virkeligheden". Sådan betegner en ekspert de informationer, ministeren har fået fra Finanstilsynet. Jarlov kæmper fortsat imod, at låntagere kan få udleveret obligationer... **Side 06**

Nordea giver Hyldahl eneansvar angående aktieudbytteskat: Christian Hyldahl vendte ikke de dispositioner, der nu har kostet ham topjobbet i ATP, med den daværende koncernledelse hos Nordea. Det oplyser banken til Økonomisk Ugebrev... **Side 10**

Finanstilsynet på vej med røfler til pensions-selskaber: Alternative investeringer vinder frem, men mange pensionskasser er ikke ledelsesmæssigt gearret til at håndtere dem, mener Finanstilsynet, der forbereder en serie påbud... **Side 11**



BØRSEN: OPKØB AF EGNE AKTIER VOKSER – ELLER GØR DET?

MEDIEANMELDELSE

I 2017 købte C20-selskaber egne aktier for 41,3 mia. kroner, hvilket var cirka fire gange så meget som i et almindeligt år i 00'erne. Det fremgår af [et svar](#) fra erhvervsminister Rasmus Jarlov til Peter Hummelgaard Thomsen (S). Det får [Børsen](#) til at konkludere, at virksomhederne "i stigende grad" køber op i egne aktier. Men er det nu tilfældet? Næh, højst en smule, for markedsværdien af aktierne i det ledende indeks er også mellem to og seks gange så høj som dengang, alt efter hvilke præcise år, man sammenligner. Det fremgår af tal, som Økonomisk Ugebrev har fået fra Nasdaq. Udviklingen afspejler dels gode tider på aktiemarkedet, dels at selskaberne i indekset er blevet større, og dels at nye store selskaber er kommet til, og så naturligvis noget inflation. Det relative opkøb af egne aktier varierer noget over tid og vil typisk vokse i svage markeder, mens det falder i stærke markeder, hvor investorerne i højere grad er villige til at give penge for en indtjening, selskaberne ikke har vist endnu, og dermed heller ikke har haft mulighed for at tilbagekøbe aktier for.

Siden 2015 har aktietilbagekøbet ligget nogenlunde fladt i absolutte tal. Det indebærer, lidt overraskende, at det er faldet markant, hvis man måler i forhold til markedsværdi, og formentligt også hvis man måler i forhold til selskabernes overskud (uden at vi dog har regnet på dette sidste). Der er altså ikke dækning for Børsens vinkling. Historien er nærmest omvendt: Aktietilbagekøbet er mindre end tidligere.

Dét burde Børsen have fanget. Peter Hummelgaard Thomsen, der netop har udgivet bogen "Den syge kapitalisme" har naturligvis ikke stillet spørgsmålet af ren nysgerrighed, men fordi han vil bruge svaret politisk. Han kalder det i avisen "kvar-talskapitalisme", når selskaber køber egne aktier i stedet for at foretage investeringer. Han konkluderer, at det tilsyneladende har været forgæves at sænke selskabsskatten. Den slags udmeldinger er man nødt til at tage alvorligt i en tid, hvor staten bestemmer, hvem der må lede banker, og hvor dens gamle topembedsmand bliver indsat som formand for landets største bank. Skal erhvervsliv seminationaliseres, skal det i det mindste være på et sagligt grundlag, og ikke fordi en ellers kompetent erhvervsjournalist har haft en lidt for travl dag.

BERLINGSKE: GLEMMER DU, SÅ HUSKER VI

[Glem finanskrisen – nye job vælter frem til danskerne](#) skriver Berlingske torsdag, men sådan en rubrik fører jo uundgåeligt

til det modsatte at det, den opfordrer til. Læseren bliver mindet om finanskrisen, og i det lys udløser den glade beskrivelse af hvor fremragende det hele går nu, nervøse tics hos enhver, der kan huske begivenhedernes gang for ti år siden. Vi skulle flere uger ind i den internationale krise, før flertallet af økonomer forstod, at den danske økonomi ikke var nær så solid, som de havde antaget. Skal man gætte på, hvilke faktorer, som lige nu trækker op, men som i dårligere tider kan ramme os som en boomerang, kunne det f.eks. være, at arbejdsstyrken er vokset så kraftigt. Det skyldes bl.a. import af arbejdskraft. I en krisetid vil mange af disse nye lønmodtagere rejse hjem, hvilket vil udhule skattegrundlaget, samtidig med at mange af dem vil være berettigede til danske dagpenge. Og skal vi virkelig glemme finanskrisen? Nationalbanken har i hvert fald ikke gjort det: Dens korte renter er fortsat negative, i dag ti år efter kulmination på finanskrisen, og det afspejler, at kriseredskaaberne fortsat bliver benyttet i stor stil.

ECONOMIST: BREXIT OG FOLKETS VREDE

En ny folkeafstemning om brexit bliver stadigt mere sandsynlig, og måske håber mange erhvervsledere på, at det hele på den måde blot vil gå i sig selv igen. Men så enkelt er det ikke, fremgår det af en interessant artikel i [Economist](#). For hvad skal man spørge vælgerne om? Det naturlige ville være den af Theresa May forhandlede løsning, men så skal der også være et alternativ, som kan være både en hård brexit og at forblive i EU. Den forhandlede plan er ifølge en meningsmåling så upopulær, at den vil tabe i begge tilfælde. Men hvis man så giver vælgerne mulighed for at forholde sig til alle tre alternativer og prioritere dem – så vil den upopulære forhandlingsløsning af matematiske grunde vinde. Med andre ord: En folkeafstemning vil naturligvis bringe en konkret løsning, men den vil ikke bringe ro, men snarere endnu mere vrede.

DR: FORSINKET KONSULENTHJÆLP

I anledning af julen har DR på facebook bragt et gammelt klip med Poul Nesgaard, hvor han vejleder i, [hvordan man kan stjæle småkager, uden at det bliver opdaget](#), hvorved man ikke behøver have dårlig samvittighed. En og anden bankmand med ansvar for spekulation i udbytteskatter ville måske gerne have haft den information lidt før. Men bedre sent end aldrig. Glædelig jul!

Sten Thorup Kristensen

TUSINDVIS AF DANSKERE FÅR BESKÅRET PENSIONEN FRA NYTÅR

For første gang i nyere tid vil en god, sund og moderne pensionsordning fra årsskiftet falde godt 20.000 kr. i årlige udbetalinger. Det bliver virkeligheden for de tusinder af danske pensionister, der er skiftet til de nye markedsrenteprodukter. Udviklingen illustrerer en ny virkelighed, der kan få stor betydning for hele samfundets økonomi og ramme pensionisterne voldsomt på pengepungen i fremtiden.

ANALYSE

Pensionsselskaberne forbereder sig i disse dage på at skru ned for de månedlige pensionsudbetalinger til danskere med de nyere markedsrenteprodukter. I 2019 vil tusindvis af danske pensionister få beskåret op mod 4,3 procent af deres pensionsudbetalinger. Kun store stigninger på aktiemarkederne her i slutningen af året kan ændre dette billede, og det er næppe et sandsynligt scenarie.

Konklusionen om de markante fald i pensionsudbetalingerne er baseret på beregninger, som eksperter har foretaget for Økonomisk Ugebrev. Beregningerne er baseret på data fra pensionsbranchen selv.

PROMPTE EFFEKT

En normal, sund privat pensionsordning med udbetalinger på 400.000 kroner årligt vil således i værste tilfælde falde med godt 18.000 kr. i samlet udbetaling, afhængig af hvilket pensionsselskab man er kunde i. Årsagen er de negative afkast på de finansielle markeder, der i de nye markedsrenteprodukter skal bæres direkte af kunderne selv – og effekten kommer altså prompte og allerede ved årsskiftet.

"Det er i grove træk sådan, markedsrenteprodukterne fungerer. Det er derfor meget vigtigt, at folk er opmærksomme på, at de nu selv bærer den finansielle risiko – modsat i de traditionelle pensionsprodukter med garantirente. Som opsparer til pensionsalderen må man overveje, om man kan tåle den risiko i privatøkonomien. Men jeg tvivler på om særlig mange danskere forstår det her," siger aktuar og pensionsrådgiver Søren Andersen, der har gennemset beregningerne, Økonomisk Ugebrev har fået udarbejdet.

"Det her er en ekstremt vigtig problemstilling. Selv om 4,3 procent beskæring af pensionen ikke lyder af meget, kan det nemt være sommerferien, der nu ryger for mange

pensionister. Pensionsbranchen har haft travlt med at få alle danskerne over på de nye markedsrenteprodukter, så mange nok har overset den her slags konsekvenser. Altså at pensionsudbetalingerne kan svinge så voldsomt. Man behøver bare at forestille sig en ny finanskrisen, hvor pensionsordninger med markedsrente faldt 30 procent i værdi. Så vil nogle pensionister givetvis løbe ind i økonomiske udfordringer," siger Nikolaj Holdt Mikkelsen fra Dannebrog Invest.

Et generelt aktiekursfald på 30 procent ville for en pensionsordning med udbetalinger på 400.000 kr. årligt føre til en hurtig nedgang i pensionisternes udbetalinger på over 120.000 kr. Eller i runde tal godt 10.000 kr. mindre i pension om måneden for en pensionist i markedsrente.

FARLIGE PRODUKTER

Netop finanskrisen var årsagen til, at pensionsbranchen i samarbejde med regeringen fik travlt med at flytte danskernes pensioner væk fra det gamle traditionelle pensionsprodukt med en garanti. Løsningen blev så den nye markedsrente, hvor risikoen for udsving i pensionerne nu skulle bæres af kunden selv. Og det fik en flyvende start med rigtig gode afkast på aktiemarkederne i en årrække.

"Markedsrenteprodukter medfører en klarere sammenhæng mellem afkastene på ens opsparing og værdien af ens pensionsdepot, år for år. År med lave afkast, som i år, slår derfor mere direkte igennem, ligesom år med høje afkast, som vi har været vant til siden finanskrisen, har gjort. At flere sparer op i markedsrenteprodukter øger behovet for, at det gøres endnu mere klart, hvad risikoen på ens pensionsopsparing er," forklarer professor Jesper Rangvid fra Copenhagen Business School (CBS).

Det er en enorm del af den samlede danske pensionsopsparing, der i de senere år er havnet i de nye markedsrenteprodukter, der snart udgør en større del af pensionsmarkedet end de gamle, traditionelle produkter. Hvor mange der bliver ramt af faldende pensionsudbetalinger i januar og resten af 2019 er uvist, da forsikringsbranchens fællesorganisation Forsikring & Pension (F&P) ikke opgør, hvor mange pensionister, der i dag har markedsrente. Men samlet set har næsten 3 mio. danskere nu pensionen placeret i mar-

FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

kedsrente og vil derfor stå over for problemstillingen på et tidspunkt i deres pensionsalder, viser F&P's [statistik](#).

Udviklingen fortsætter dermed med uformindsket kraft, da stort set alle pensionsselskaber eller pensionskasser kun indtegner nye kunder i markedsrente. Derfor vil udfordringen med negative afkast på de finansielle markeder og effekten på udbetalingerne af pensioner kun vokse sig endnu større i fremtiden.

Jesper Rangvid har netop udført [en analyse](#) om, hvor meget vi kan regne med at få i afkast på vores pensioner i fremtiden.

"Det faktum, at flere sparer op i markedsrente, har medført et ønske om, at pensionsprognoser i endnu højere grad baseres på afkastforudsætninger, der svarer til konsensusforventninger på de finansielle markeder. De nye samfundsforudsætninger er baseret på sådanne konsensusforventninger," lyder det fra Jesper Rangvid.

Arbejdsgruppens konklusioner var netop at nedskrive forventningerne til afkast i fremtiden.

"Der sker nok ikke det, at afkastene bliver ved med at være negative. Der vil også komme positive afkast. Så udbetalingerne eller prognoserne kommer til at variere. Og i gennemsnit bliver de måske lavere fremover. Det er i det mindste det, F&P har udmeldt. Jeg tror sådan set, at det er sundt, at risikoen bliver synlig for medlemmer og kunder. Og det understreger vigtigheden af at bevare systemet med en solid bund i form af folkepension. Et mindst lige så stort problem er, at levetiden vokser. Det kan være, at det er her, det største problem ligger," forklarer professor Carsten Tanggaard fra Århus Universitet.

ET HÅRDT EFTERÅR

Direkte adspurgte om danskerne er klar over, at de snart må tage en nedgang i deres pensioner, svarer professoren: "Nej, det tror jeg faktisk ikke. Det med risiko er sådan noget, man først opdager, når afkastene falder. Selskaberne har hidtil ikke gjort meget på det punkt. Men det ser ud til at blive bedre fremover."

Ud over de negative afkast i 2018 bliver pensionerne også angrebet fra andre sider i øjeblikket. Professor Rangvid har også arbejdet med de prognoser, som ligger til grund for, hvad alle danskere kan forvente i pensionsalderen. Så når danskerne fra årsskiftet tjekker størrelsen af

SÅ MEGET FALDER KUNDERNES UDBETALINGER I JANUAR

	Afkast 2018 (pct.)*	Forv. afk. primo 2018 (pct.)	Fald i udbetal, primo 2019 (pct.)
SEB Pension	-0,7	0,0	-0,62
AP Pension	1,5	3,0	-1,73
Topdanmark	-0,2	2,5	-2,63
Velliv (tidl. Nordea LP)	0,2	0,0	0,16
PFA	0,1	2,9	-2,82
Danica	-1,0	3,5	-4,33
Skandia	-1,8	2,0	-3,56

Kilde: Afkast fra Dannebrog Invest samt fremskrivningssatser fra selskaberne.
Note: * Afkastet er indtil 30. november 2018. Livscyklus produkt middel risiko med 5 år til pension, der er det tætteste på den pension, som Dannebrog Invest opgør. Tal før skat, men efter omkostninger.

deres pension, vil nogle opleve, at den falder 10 procent.

"De nye samfundsforudsætninger, samt yderligere tiltag fra Forsikring & Pension, har som formål at øge informationsniveauet om usikkerheden i ens pensionsopsparring. Til næste år vil man derfor på sin pensionsprognose kunne se, hvad man sandsynligvis mindst og højest kan regne med at få i pension," forklarer Jesper Rangvid.

Hertil kommer altså, at danskerne lever længere og længere. Dette efterår er de gennemsnitlige levetider blevet skruet endnu et nøk i vejret, og det betyder, at pensionsudbetalinger skal spredes over en længere årrække end tidligere. ATP forventer, at 45-årige i dag kan regne med at blive 86 år for mænd og 89 år for kvinder. Nyfødte i år forventes at blive endnu ældre. Det betyder, at pensionerne skal strækkes længere, og at udbetalingerne derfor også bliver lavere.

Levetiderne, de ændrede prognoser og lavere afkastforventninger er ikke indregnet i Ugebrevets analyse, og de kommer altså bare til yderligere at presse økonomien for danske pensionister i de kommende år.

Samlet set vil markedsrentepensioner altså kunne se frem til markant lavere udbetalinger end tidligere. Og det vil både betyde et lavere privatforbrug for den enkelte, men det kan også ramme hele samfundshusholdningen negativt:

"Der er ikke noget at gøre ved det. Pension handler om at dele samfundskagen. Og hvis kagen ikke er stor nok, bliver stykkerne mindre. Det må man fortælle danskerne. Og lære dem, at de skal være glade for folkepensionen, der hjælper med risikodelingen. Jeg er inderlig modstander af en løsning, hvor selskaberne udvikler nye garanti-produkter. Markedsrenteprodukterne er jo netop dukket op som en løsning på katastrofen med rentegarantier. Da de skulle til at virke, blev de mere eller mindre konfiskeret i et uigennemskueligt spil," vurderer Carsten Tanggaard.

Carsten Vitoft

FINANSTILSYNET LEVERER MISVISENDE SVAR PÅ REALKREDITSPØRGSMÅL

Erhvervsministeren har i et svar til Folketingets Erhvervsudvalg videresendt et svar fra Finanstilsynet, der er stærkt misvisende og giver mistanke om skjult dagsorden fra Finanstilsynet. Det virker som om, Finanstilsynet går bankernes ærinde med låntagerne som tabere, vurderer eksperter.

ANALYSE

Folketingsmedlem Pelle Dragsted fra Enhedslisten har med en byge af spørgsmål til erhvervsministeren forsøgt at få afklaret, hvorfor Erhvervsministeriet indædt modarbejder et forslag fra Konkurrencestyrelsen om at skabe mere konkurrence på realkreditområdet. Det drejer sig om Konkurrencestyrelsens forslag om at sikre realkreditkunder ret til at få udleveret obligationer ved et obligationslån.

Det er en ret, der tidligere var normal praksis, men som de fleste institutter med forskellige tiltag har afskaffet. Kun Totalkredit giver i dag kunderne den mulighed. Forslaget har været omtalt i en stribe artikler i Økonomisk Ugebrev, som har dokumenteret store muligheder for besparelser for realkreditkunder. En besparelse de nu reelt går glip af, fordi branchen i udpræget grad modarbejder reel konkurrence.

LANGT FRA VIRKELIGHEDEN

Et væsentligt argument fra ministeriets side imod konkurrence på området er, at man frygter, at helt almindelige realkreditkunder kan komme i klemme ved selv at vælge, hvem der skal sælge obligationerne. Helt konkret viser en række meldinger fra ministeriet, at opfattelsen her er, at låntager med mere frie regler bare får overført obligationerne til sig selv, hvor man også selv skal stå for salget. Dermed skulle der ifølge ministeriet kunne ske det, at der pludselig ikke kommer penge nok ind fra salget til at indfri det gamle lån, som er et led i omlægning af lån eller skift af institut.

"Men det er meget langt fra virkeligheden. Det nye lån bliver ikke bare udbetalt – heller ikke ved overførsel af obligationer uden en garanti, hvis der er nogen form for lån i ejendommen i forvejen. Og når vi taler om skift af institut, så vil der pr. definition altid være et lån i forvejen," siger realkreditrådgiver Rene Poulsen fra Realråd.

Senest spørger Pelle Dragsted: "Kan ministeren bekræfte, at udbetalingen af et obligationslån kræver en tinglysningsgaranti fra et pengeinstitut, før lånet udbe-

tales, og vil ministeren ikke mene, at en sådan garanti medfører, at obligationerne således vil blive overført til et depot i banken, og at banken herefter enten selv eller i samarbejde med en mægler foretager handlen?"

I svaret henholder ministeren sig til Finanstilsynets svar: "Udbetalingen af et lån kræver ikke en tinglysningsgaranti fra et pengeinstitut. Med indførelsen af den digitale tinglysning tinglyses der i dag i realtid. Det har begrænset anvendelsen af tinglysningsgarantier, og det deraf følgende behov for at et pengeinstitut altid skal involveres. Når tinglysning er sket, kan lånet udbetales til kundens konto. Afregnes lånet i obligationer, vil disse skulle overføres til en konto i VP Securities A/S på kundens navn. Herfra kan de sælges af kunden selv eller af en bank eller værdipapirhandler efter aftale med kunden," skriver Finanstilsynet.

"Svaret er simpelthen forkert, og det er ubegribeligt, at Finanstilsynet fordrejer virkeligheden. Det virker som om, de bevidst går bankernes ærinde, og det er låntagerne, der bliver taberne," siger Rene Poulsen.

SJÆLDEN SITUATION

"Hvis der ikke ligger et anmærkningsfrit pantebrev, så vil et realkreditinstitut aldrig – med streg under aldrig – udbetale lånet uden garanti. Og pantebrevet vil altid have en anmærkning, når det gamle lån ikke er indfriet. Så når Finanstilsynet skriver, at lånet kan udbetales, når tinglysningen er sket, så gælder det altså kun, hvis det er uden anmærkninger. Det er dermed kun for ejendomme, der ikke i forvejen har lån som skal indfries – altså gældsfrie ejendomme, eller hvor der er tale om et tillægslån. I de situationer vil låntager selvfølgelig selv kunne disponere, og eventuelt bare lade obligationerne ligge i et depot, helt som med andre værdipapirhandler," siger Rene Poulsen.

"Jeg kan simpelthen ikke tro, at man i Finanstilsynet ikke er klar over dette. Når hele emnet handler om at skifte realkreditinstitut og konkurrencen mellem institutter, så er det useriøst at levere et svar, der dækker langt under en procent af de lånesager der er, nemlig belåning af gældsfrie ejendomme," siger Rene Poulsen.

Pelle Dragsted har da tydeligvis også bidt sig fast og sendt et nyt og meget præcist spørgsmål til ministeren, som ministeren endnu ikke har svaret på. Fortsættelse følger.

Ejlif Thomasen

BANKNORDIK FLYTTER ALLE FUNKTIONER TIL FÆRØERNE

BankNordik tager konsekvensen af svag lønsomhed i den danske forretning og har flyttet alle funktioner til hovedsædet på Færøerne. Kun filialerne er tilbage i Danmark, og eksempelvis private banking kunder skal betjenes fra Nordatlanten. I dette interview siger bestyrelsesformand Stine Bosse, at BankNordik ikke er ved at forberede et salg af de danske filialer. Men hun erkender at væksten især kommer til at foregå på Grønland.

INTERVIEW

Regnskaberne fra BankNordik fortæller historien med al tydelighed: Det er langt mere attraktivt og lønsomt at drive bank på Færøerne og i Grønland end i Danmark. Derfor giver det rigtig god strategisk mening, hvis BankNordik bruger kræfterne på Færøerne og i Grønland frem for i Danmark, hvor alt for mange banker kæmper fra hus til hus om markedsandele. Velkendt er det, at banken er ved at neddrogle erhvervsområdet i Danmark. Men meget tyder på, at der også er ved at ske en strategisk drejning på privatkundeområdet

ØU: *I har flyttet hovedsædet til Færøerne, men nu ser det også ud som om, at I flytter alle funktioner med op i Nordatlanten. Hvad er rationalet bag denne "udflytning"?*

SB: "Vi har flyttet hele back office og også investerings-siden til Thorshavn for at samle funktionerne ét sted, for at gøre vores privatforretning mere lønsom. Det betyder, at vi tilbage i Danmark kun har filialerne. Vi har nu samlet al den kunderettede investeringsrådgivning, udvikling af investeringsprodukter og også vores egen investeringsforvaltning på Færøerne. Alle hovedsædefunktioner ligger i dag på Færøerne, med undtagelse af lidt marketing og HR."

Ude fra set virker det som om, at I er ved at trække jer ud af Danmark?

"Det er på ingen måde et udtryk for, at vi er ved at trække os ud af Danmark. Det afspejler, at vi tænker meget i effektivitet. Vi er meget committede til at betjene vores privatkunder i både Danmark, Færøerne og Grønland. Det har også betydning, at vi har et indlån i Danmark, som er vigtigt for vores samlede økonomi. Hvis vi alene var eksponeret mod Nordatlanten, ville vi være meget fiskerifølsomme. Så vi har ikke tænkt os at lave om på, at vi også har en forretning i Danmark for privatkunder."

Men ifølge jeres regnskaber er jeres lønsomhed markant bedre på Færøerne og i Grønland end i Danmark. I de første

tre kvartaler var omkostningsprocenten på Færøerne kun 63 (=37 øre pr. indtægtskrone er overskud), mens omkostningsprocenten i Danmark er 85.

"Ja, og derfor vil vi også gerne geare op i Danmark, for at forbedre lønsomheden. Men vi vil ikke gå på kompromis med kreditkvaliteten. Vi arbejder derfor målrettet på at reducere omkostningerne i den danske forretning, og det sker ved at flytte alle funktioner til Færøerne." (I februar 2018 er alle arbejdspladser i bankens back office flyttet til Færøerne. I september 2018 blev alle danske ansatte i såvel handelsafdelingen som kapitalforvaltningen opsagt, herunder den tidligere CIO Henrik Jensen, som året forinden havde fået ansvaret for disse aktiviteter, red.)

I har tidligere udmeldt, at et strategisk fokusområde var private banking og betjening af danske velhavere. Vurderer I, at I kan klare denne kundebejning online og per telefon?

"Ja, det gør vi. I dag kan vi se, at de kunder, vi har betjent direkte fra handelsbordet, det var ikke særlig lønsomt. Og så har vi givet de resterende private banking-kunder et rigtigt godt tilbud om at servicere deres investeringer via nye strukturerede produkter, som håndteres fra Færøerne. Det er der rigtig mange kunder, der har takket ja til. Der er også nogle, der har takket nej, fordi de fortsat vil have individuel betjening. Vi kan ikke gøre det lønsomt for os selv at opretholde de kompetencer, og så er der kun ét valg for os."

Hvor vigtigt er det for jer at have filialer i Danmark?

"Det er stadig sådan, at vores kunder for nogle typer af rådgivning fortsat godt kan lide at komme i filialen. For private er det jo en stor disposition at købe hus. Så indtil videre har vi de filialer, vi har nu. Men det kan meget vel være, at billedet er anderledes om ti år."

Hvor ser du de bedste muligheder for lønsom vækst for BankNordik? I har jo spillepladen en del mere for jer selv på Færøerne (markedsandel ca. 50 procent) og i Grønland (markedsandel ca. 20 procent). Samtidig er det danske bankmarked jo efterhånden ret konkurrencepræget?

"Vi har ikke et mål om, at vi skal være større i Danmark. Men vi skal skabe en mere lønsom forretning i Danmark via mere kostfokus. Det er klart, at de bedste vækstmuligheder er på Grønland, hvor der er mere at tage af end på Færøerne. Grønland er helt klart vores fremtidige vækstmotor. Ikke mindst på grund af udsigten til store investeringsprojekter og øget turisme. Men også fordi konkur-

ATP TJENTE OP MOD 200 MIO. KR. PÅ UDBYTTEFINTE

I et hidtil upåagtet bilagsnotat fra ATP fremsendt til Beskæftigelsesministeriet og Folketingets Skatteudvalg fremgår det, at ATP hentede ekstra op mod 200 mio. kr. på de omdiskuterede aktieudlån fra 2002 til 2017. ATP ved dog ikke, hvor stor en andel af dette beløb, der stammer fra ekstraordinær høj indtjening fra aktieudlån over udbyttedagen. Altså hvor statskassen indirekte har betalt gildet. Transaktionerne er sket med to tidligere ATP-direktører ved roret, nemlig Nationalbankdirektør Lars Rohde og Carsten Stenevad.

ANALYSE

I redegørelsen fra ATP oplyses om de problematiske aktieudlån over udbyttedage, at "der eksisterer mange investorer, der gerne vil gå kort i specifikke aktier og vil betale for at låne dem (for at kunne sælge dem). Det kan imidlertid ikke udelukkes, at en del af ovenstående indtjening er "ud over normal", og at nogen modparter har anvendt aktierne til spekulation i udbytteskat."

ATP har altså ikke særskilt opgjort de årlige aktieudlån hen over de enkelte børsnoterede selskabers udbyttedage, og i hvor høj grad indtjeningen på op mod 200 mio. kr. kan henføres til overnormale indtjeningsmarginaler på aktieudlånet. Velkendt er det således, at investor, der har udlån aktier hen over udbyttedagen, har fået en større gevinst ud af det, hvorved den forfaldne udbytteskat er blevet delvist betalt via en mulig kreativ transaktion, hvor der kan være hæves skattegodtgørelse for udbytteskatten flere gange på de samme aktier.

MULIG FORTJENESTE

ATP laver dog i notatet (side 15 i bilag til brev 1 i dette [samlenotat](#)) et overslag og konkluderer på baggrund af en gennemgang af de historiske transaktioner både med almindelige aktieudlån og såkaldte CFD-kontrakter, at "ATP's samlede maksimale indtjening, der *kan have været* (ATP's kursivering) relateret til spekulation i udbytteskat i forbindelse med handler under begge strategier i perioden 2002-2017, har således været maksimalt 13,4 mio. kr. per år i gennemsnit (altså 14 år gange 13 mio. kr. red)."

I samlenotatet (side 17) kommer ATP med en "[Uddybende redegørelse om ATP's historiske udlån af aktier](#)", dateret 4. december 2018, efter ønske fra beskæftigelsesministeren, som altså har haft flere spørgsmål i forhold til den første redegørelse. Ministeriet stiller blandt andet

følgende relevante og interessante uddybende spørgsmål til ATP: "*Hvad betyder det at indtjeningen "kan have været" relateret til spekulation i udbytteskat?*"

Hertil svarer ATP: "Det har været ATP's udgangspunkt, at aktiedepoterne blev stillet til rådighed for veletablrede banker, og at tilsynet med disse er en myndighedsopgave. ATP havde ikke information om, hvem aktierne blev lånt ud til og dermed heller ikke, hvilken skattejurisdiktion disse tredjeparter hørte til. Indtjeningen fra aktieudlån består af en præmie. Det er betalingen for at facilitere, at andre kan låne ('shorte') aktierne, hvilket er med til at sikre en velfungerende prisdannelse på aktier."

Videre skriver ATP: "Præmien kan imidlertid også afspejle modparterets betalingsvillighed på baggrund af refusion af udbytteskat. Givet den manglende prisinformation og udlånsdata, er det ikke muligt at dekomponere de to effekter. Når ATP formulerer, at indtjeningen "kan have været" relateret til aktieudlån, skyldes det således, at der dels er usikkerhed om den samlede indtjening relateret til aktieudlån og CFD-instrumenter, dels at der ikke er mulighed for at dekomponere indtjeningen i en præmie fra legitim investoradfærd og en mulig præmie fra uønsket adfærd relateret til spekulation i udbytteskat."

ET OVERKANTSSKØN

ATP skriver at de 200 mio. kr. er et "overkantsskøn": "Det estimerede indtjeningstal (på maksimalt 200 mio. kr. svarende til 0,08% eller 13,4 mio. kr. årligt af investeringsafkastet i perioden) er sat til det højeste niveau for indtjening i aktieudlån og CFD-kontrakter – og indeholder både præmien fra legitim og mulig præmie fra uønsket investoradfærd. Idet der ikke er belæg for, at al handel i markedet har været drevet af den uønskede investoradfærd, er estimeret et overkantsskøn for det konstruerede scenarie, hvor udlånsmarkedet udelukkende var drevet af uønsket investoradfærd i alle årene 2002-Q1 2017."

Ministeriet stiller også dette uddybende spørgsmål: "*Hvornår blev ATP bekendt med dette (at indtjeningen "kan have været" relateret til spekulation i udbytteskat), herunder i hvor lang tid ATP har været bekendt med, at der har været en indtjening "ud over normal" via disse strategier?*"

FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

ATP svarer blandt andet, at man i 2015 blev opmærksom på, at aktieudlånet kunne være "forurennet" af investorer, der udnyttede udbytteskatgodtgørelsen: "Ud fra et ønske om at forstå præmierne på aktieudlån bedre, skiftede ATP i løbet af 2014 til selv at være involveret i depotbankens udlån af ATP's udenlandske aktier. Dette gav ATP større indblik i forhøjet markedsaktivitet omkring udbyttedatoer, et sæsonmønster der kan antyde en forhøjet risiko for, at der har været handler drevet ud fra et motiv om at opnå refusion af udbytteskat. Dette førte i løbet af 2015 til en erkendelse af, at markedet for aktieudlån var blevet "forurennet" af aktører, der havde fokus på udbytteskat, og at det ikke længere var foreneligt med ATP's særlige samfundsansvar at udlåne aktier."

MWL

PRØV ØKONOMISK UGEBREV LEDELSE

Lige nu kan du gratis og uforpligtende prøve Økonomisk Ugebrev Ledelse.

Vi giver dig mulighed for at modtage de næste 2 udgivelser af Ledelse helt gratis.

TILMELD HER

Økonomisk Ugebrev Ledelse
Om bestyrelsesarbejde, strategi og samfundsansvar

ATP: Vi troede Macquaries var gode nok

Notaterne fra ATP til Beskæftigelsesministeriet omfatter også en beskrivelse af ATP's samarbejde med Macquaries. Dette konkrete notat er dateret 7. december og altså modtaget af Beskæftigelsesministeriet for kort tid siden. Ifølge samlenotatet ([side 21](#)) stiller ministeriet indledningsvist følgende spørgsmål til ATP: "Hvorfor indgik man samarbejdet med Macquarie om købet af TDC i betragtning af at banken allerede på det tidspunkt var kendt for at placere udbytte i skattely, og i betragtning af at det allerede på det tidspunkt var kendt, at SKAT har et krav overfor Macquarie på 700 mio. kr. begrundet i at banken har trukket udbytte ud af Københavns Lufthavn og placeret pengene i skattely i Luxembourg?"

ATP's svar lyder blandt andet: "ATP vurderede på baggrund af kendskabet til den verserende skattesag for Københavns Lufthavne A/S fra MIRA's tid som ejer, at det var særligt vigtigt, at der i TDC-investeringen blev udarbejdet en aftale, hvor konsortiet sikrede, at alle ejerne betaler den skat, som de er forpligtet til i Danmark. For at mindske den identificerede risiko vedrørende skattebetalinger blev der derfor i konsortiet etableret en struktur i Danmark, hvor udlodning af udbytte, betaling af renter eller andre udlodninger til en investor uden indeholdelse eller med nedsættelse af kildeskat kræver dokumentation fra de danske skattemyndigheder for, at investoren er berettiget til en reduceret skat i Danmark i henhold til danske skatteregler."

Videre skriver ATP: "ATP var ikke ved tidspunktet for overvejelserne om TDC-transaktionen bekendt med Macquaries involvering i CumEx-transaktioner (udnyttelse af statslige skattegodtgørelser, red) og ej heller bekendt med den nuværende topledelses angivelige viden og godkendelse heraf. Havde ATP været bekendt med de pågældende forhold, havde ATP ikke foretaget investeringen i TDC med MIRA."

Omkring det fremtidige samarbejde med Macquaries skriver ATP: "ATP har indledt en kritisk dialog med Macquarie, og ATP foretager ikke nye investeringer med MIRACo eller andre selskaber i Macquarie Group, før denne kritiske dialog og "self-cleaning" proces er afsluttet tilfredsstillende. Det kommer til at tage tid at afdække alle detaljer, og denne proces kan ikke afsluttes foreløbig som følge af Macquaries verserende sag i Tyskland, der må forventes at tage adskillige år."

NORDEA: HYLDAHL VAR ENEANSVARLIG FOR UDBYTTETRANSAKTIONERNE

Højest overraskende afviser Nordea, at Nordeas topledelse på daværende tidspunkt havde godkendt eller viden om de transaktioner omkring de omdiskuterede aktielån, der endte med at føre til Christian Hyldahls afgang som ATP-chef. Meget tyder dermed på, at Hyldahl var eneansvarlig – eller også var det blot almindelig forretningspraksis i Nordea.

ANALYSE

Den massive offentlige fokus på de kontroversielle dispositioner med aktieudlån omkring selskabers udbyttebetalinger tilbage i 2006-08 endte som bekendt med at koste Christian Hyldahl jobbet som topchef for ATP. Handlerne blev foretaget, mens Christian Hyldahl var chef for Nordea Markets. Selvom der var tale om handler for store tocifrede milliardbeløb, afviser Nordea i en mail over for Økonomisk Ugebrev, at transaktionerne skete efter godkendelse af Nordeas topledelse – hverken direktionen med Christian Clausen i spidsen eller bestyrelsen.

OVERNORMAL IND TJENING

Dermed lægger topledelsen hele ansvaret for dispositionerne på Christian Hyldahl. Forløbet strider mod oplysninger, Økonomisk Ugebrev har fået fra flere kilder om, at den type dispositioner var inde over topledelsens bord, fordi aktieudlån omkring udbyttetidspunktet gav overnormal indtjening.

Netop derfor valgte flere store finansielle aktører aktivt at sige nej til aktiehandler/udlån omkring udbyttetidspunktet. Som tidligere omtalt valgte f.eks. PKA at sige nej til den type transaktioner. Ifølge Økonomisk Ugebrevs oplysninger var Hyldahl i sin tid i kontakt med flere andre store aktører, som også deltog i denne type transaktioner.

Økonomisk Ugebrev har konkret spurgt Nordea om beslutningsvejen, da Hyldahl var chef for Nordea Markets. Ugebrevet spurgte Nordea, om henholdsvis bestyrelse og topdirektion var vidende om dispositionerne og den type forretninger, og om de havde godkendt dispositionerne.

Nordeas presseafdeling har, efter halvanden uges undersøgelser, sendt følgende svar: "Nordea har i dag en anden organisationsstruktur og personsammensætning end i 2008. Ser vi tilbage på organisationsstrukturen og processerne på daværende tidspunkt, er der intet, der tyder på, at hverken bestyrelsen eller ledelsen skulle have haft kendskab til eller godkendt den type transaktioner,

som Nordea foretog med fx schweiziske aktier."

Nordeas nuværende ledelse placerer dermed hele ansvaret for dispositionerne på Christian Hyldahl. Nordea skriver videre: "Medarbejdere havde mandat til at udføre transaktioner inden for nøje specificerede risikorammer i det pågældende forretningsområde. De pågældende aktiviteter blev gennemført ved hjælp af kendte produkter – her køb og salg af aktier, dog i dette tilfælde i et setup med en mulig skattemæssig fordel. Brugen af disse produkter krævede i hovedreglen ikke særskilt godkendelse fra hverken bestyrelsen eller ledelsen."

Dermed tegnes et billede af, at det var et helt normalt forløb. Ifølge Økonomisk Ugebrevs kilder har der i perioden været en ganske omfattende praksis med skatteoptimering omkring aktieudbytter, hvor flere af de helt store danske aktører har medvirket. Eksempelvis skulle ATP angiveligt have tjent et trecifret millionbeløb årligt ekstra på den type transaktioner, blandt andet med nuværende Nationalbankdirektør Lars Rohde som chef.

KULTUREL FORANDRING

Nordea gør i sine svar til Ugebrevet meget ud af at sondre mellem forholdene dengang og situationen i dag. "I de senere år har vi som sektor og formentlig i endnu højere grad i Nordea været gennem en omfattende kulturel forandring. Set i bakspejlet synes der tidligere at have været en betydelig større risikovillighed, og vi var måske også lidt for innovative, når det handlede om at udvikle nye aktiviteter, når de blot var inden for lovgivningens rammer. Med ændring i ledelsen har fokus ændret sig, og i dag spørger vi os selv, om vi bør foretage en bestemt transaktion, og ikke om vi kan gøre det."

"For at sikre at denne holdningsændring er udbredt i hele organisationen, har vi gennemført omfattende kurser fx inden for vores etiske retningslinjer. Gennem det seneste år har medarbejderne gennemført mere end 15.000 timers træning alene inden for vores etiske retningslinjer og afsluttet det med en test. I dag burde der ikke være nogen medarbejdere, der er i tvivl om vores etiske standarder og moralske kompas eller om, hvor vigtigt det er at træffe de rigtige beslutninger hver dag," skriver Nordea til Ugebrevet.

Daværende Nordea-topchef Christian Clausen har afvist at kommentere spørgsmålet og henvist til Nordeas nuværende ledelse.

MWL

TILSYNET PÅ VEJ MED NY BØLGE AF PÅBUD OM ALTERNATIVER

Finanstilsynet har flere gange tidligere givet en stribe påbud til pensionskasserne om at få mere styr på deres alternative investeringer. Ifølge Økonomisk Ugebrevs oplysninger er tilsynet nu på vej med en ny bølge af påbud. Denne gang handler det om, at bestyrelserne skal have mere kontrol og indsigt med omfang og risici i infrastrukturinvesteringer.

ANALYSE

Ifølge Økonomisk Ugebrevs oplysninger er Finanstilsynet på vej med påbud til otte pensionskasser i starten af det nye år. Den nye stribe af påbud har efter det oplyste fokus på pensionskassernes risikotagning i infrastrukturinvesteringer. Herunder om de har de nødvendige kompetencer i både bestyrelsen og daglig ledelse, når det gælder om at forstå og fastsætte risici for de alternative investeringer, der i dag udgør ca. 12 procent af den samlede pensionsformue, eller 300 mia. kr.

Netop infrastrukturinvesteringer er den aktivklasse inden for alternativer, som er vokset mest de seneste år. Og infrastruktur udgør næsten en tredjedel af de samlede investeringer, som det fremgår af [figuren](#) fra Finanstilsynet.

SVÆR RISIKOSTYRING

Pensionskasserne har efter det oplyste udfordringer med at udarbejde egen, selvstændig værdiopgørelse og risikostyring, ikke mindst fordi denne del af opgaven ikke må outsources til samarbejdspartnere. "Det virker som om, at mange i branchen stadig har et stykke vej til at kunne lave en overvågning af risikokomponenterne i de alternative investeringer og en selvstændig værdiopgørelse, som angivet i tilsynets vejledning," siger Henning Skov Jensen, manager hos Capital Market Partners.

Han påpeger, at de forventede påbud til pensionskasserne bunder i tre forhold: For det første er det ikke helt klart, hvad tilsynet forventer, når man kommer ned i detaljen. For det andet har nogle investorer ikke gjort sig helt klart, hvilke risikofaktorer der er i den enkelte investering. Dette er primært gældende for outsourcete investeringer i forskellige indpakninger. For det tredje er der ikke et operationelt set up i pensionskassen og tilhørende processer i forhold til de krav, Finanstilsynet stiller.

Ifølge Finanstilsynets [nye vejledning](#) fra juni 2018 om

alternative investeringer har "alternative investeringers karakteristika (...) typisk en højere kompleksitet end traditionelle investeringer, da de ikke er standardiserede, ikke er børsretlig regulerede og ikke bliver handlet på aktive markeder, dvs. de er unoterede og illikvide." Videre hedder det herom, at "derfor kræver det en mere detaljeret udformning og afgrænsning af risici i investeringspolitik og retningslinjer. Investeringsstrategien skal som udgangspunkt modsvares af de relevante kompetencer, som pensionskassen råder over, og bestyrelsen skal på tilsvarende vis besidde tilsvarende kompetencer til at kunne vurdere og udfordre investeringsindstillinger, rapporter m.v."

Netop bestyrelsens kompetencer sætter tilsynet altså nu ekstra fokus på. Baggrunden er, at ansvaret for investeringsrammer og retningslinjer er blevet flyttet fra direktion og op i bestyrelserne. Mange af bestyrelserne er domineret af personer uden finansiell og risikostyringsmæssig indsigt, og de vil næppe leve op til de nye krav fra tilsynet om, at der i bestyrelsen skal være fagkompetencer tilstede, som forstår risikostyring på operationelt niveau.

MANGLER KOMPETENCER

Eksempelvis kom tidligere PFA-direktør Anne Broeng dette forår ind i bestyrelsen for Velliv (tidligere Nordea Liv & Pension). Tidligere Danske Capital-direktør Niels-Ulrik Moustén sidder i PFA Pensions bestyrelse. Og tidligere Nykredit-direktør Peter Engberg Jensen sidder i PensionDanmarks bestyrelse. Alle har de en vis finansiell kompetence. Men spørgsmålet er, om Finanstilsynet også vurderer, at de har den tilstrækkelige indsigt i komplicerede risikomodeller. En lang række andre pensionskasser mangler disse fagkompetencer helt og holdent.

I september 2017 offentliggjorde tilsynet resultatet af en temaundersøgelse af pensionsselskabernes direkte udlån, og her blev der rettet hård kritik mod pensionskasserne, da seks ud af seks undersøgte pensionskasser ikke havde et betryggende setup omkring udlån. I efteråret 2017 etablerede tilsynet en speciel enhed med fokus på alternative investeringer. Enheden står for temaundersøgelser, inspektioner, overvågning og risikovurdering af alternative investeringer.

MWL

KÆMPESUCCESS FOR BLS INVEST I BÅDE DANSKE OG GLOBALE AKTIER

Ti år efter de to tidligere ansatte porteføljemanagere Peter Bundgaard og Anders Lund startede deres eget firma, BLS Capital Fondsmæglerselskab, er de for alvor slået igennem som dem, der forvalter landets mest succesfulde investeringsforeninger.

TEMA

Tomandshæren kom fra henholdsvis Nordea og hos Alfred Berg, hvor de også var succesfulde, men hvor finanskrisen bombede deres fine afkastresultater sønder og sammen.

Meget tyder dog på, at de har lært rigtig meget af den forhistorie. For det seneste år ligger deres investeringsforeninger, både med danske aktier og med globale aktier, helt i top, viser Morningstars afkastopgørelser. Se også tabeller. Deres stockpick-tankegang, kombineret med jagt på god value og selvstændig analyse, har betydet, at de er gået deres egne veje. Og de har ingen måde jagtet et tilnærmet benchmark, for ikke at afvige for meget fra "de andre".

I årets rating af den bedste investeringsforening baseret på danske aktier vinder de suverænt med et afkast på over 12 procent i år, hvor eneste anden forening med plusafkast på 3 procent er Danske Bank Small Cap, hvis formue dog er meget begrænset. Resten af afdelingerne med danske aktier ligger i minus, men lidt mere end en håndfuld af de 35 afdelinger ligger dog pænt bedre end Copenhagen Benchmark Indeks.

BLS Invest Danske Aktier har en formue på ca. 800 mio. kr., hvilket er mere end 10 procent højere end ved årsskiftet, korrigeret for det positive afkast. Det betyder, at afde-

lingen har haft tilgang af investorer, hvilket er usædvanligt i det aktuelle marked, hvor langt de fleste aktieafdelinger har haft afgang af kunder, der har trukket følehornene til sig på grund af svage markeder de seneste måneder.

BLS' afdeling med danske aktier har præsteret langt bedre end de øvrige afdelinger, især ved at gå efter defensive, store danske C25-aktier. Blandt andet Novo nordisk, Carlsberg, Coloplast, William Demant, Jeudan og Copenhagen Airports (jf. seneste oplysninger fra ultimo 2017). Der kan altså være sket større rokader i porteføljen siden da.

Ifølge det seneste [årsregnskab fra BLS Invest](#) har forvalteren sat en grænse for, hvor meget kapital man ønsker under forvaltning. I årsrapporten oplyses det, at "BLS Capital har en grænse på aktivmængden inden for såvel Danske som Globale Aktier, idet der er sat loft på henholdsvis tre milliarder kroner i Danske Aktier og tre milliarder amerikanske dollars inden for Globale Aktier."

Videre oplyses det, at "formålet med dette er at holde den forvaltede formue på et niveau, hvor der ikke skal gås på kompromis med investeringsmulighederne. Jo større en forvaltet formue, jo mindre råderum vil en forvalter have til optimalt at kunne udnytte kortsigtede, uforklarlige kursudsving uden at handelen bliver kurspåvirkende."

FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »

FORMUE I DETAILFONDE PÅ INVESTERINGSOMRÅDE

Kursværdi - mia. kroner	2013	2015	2017	Sept.	Okt.	17'-Okt18
Aktier Danmark	23	38	30	29	27	-11%
Aktier Emerging markets	27	21	30	32	30	3%
Aktier Europa	24	28	31	28	26	-17%
Aktier Fjernøsten	8	9	12	10	9	-24%
Aktier Globale	103	166	205	209	200	-2%
Aktier Nordamerika	22	28	24	25	24	-1%
Aktier i alt	229	310	354	356	337	-5%
Obli. Korte danske	57	35	47	49	50	8%
Obli. Lange danske	22	35	45	48	47	4%
Obli. Øvrige danske	69	86	108	103	102	-6%
Obligationer indeks danske	0	0	0	0	0	-1%
Danske obligationer i alt	149	156	200	199	200	0%
Obli., Investment Grade	36	30	23	28	27	17%
Obli., Non-Investment Grade	65	52	43	36	36	-16%
Obli., Emerging Markets	47	46	52	55	55	6%
Obli., Øvrige	15	63	64	61	60	-5%
Obli., udenlandske indeksobl.	8	6	7	6	6	-7%
Kap.oreninger, Obl. udenlandske	0	2	4	3	3	-41%
Udenlandske obli. i alt	171	200	193	188	187	-3%

Kilde: Finans Danmark

BRANCHENS SAMLEDE FORMUE PÅ STØRSTE FORENINGER

Detail - Mia. DKK.	2013	2015	2017	Sept.	Okt.	17'-Okt18
Danske Invest	188	221	230	231	224	-3%
Nordea Invest	105	142	166	168	163	-2%
Nykredit Portefølje	40	55	87	100	101	16%
BankInvest	52	66	75	75	72	-3%
Jyske Invest	45	54	75	74	72	-4%
Sparinvest	39	39	49	50	48	-2%
Sydinvest	39	38	47	44	43	-7%
Formuepleje Invest	15	20	28	31	30	6%
Lægernes Invest	18	23	31	27	27	-13%
Maj Invest	8	15	22	23	22	0%
PFA Asset	0	4	11	13	13	16%
Handelsinvest	7	10	13	14	13	0%
Investin	1	7	11	12	11	4%
SEBinvest	12	13	9	10	9	-2%
I alt detail	608	751	914	928	904	-1%
Instit. - Mia. DKK						
Nykredit Portefølje	508	464	527	525	509	-3%
PFA Asset	0	315	319	298	289	-9%
Danske Invest	147	188	204	180	170	-16%
BankInvest	26	37	55	28	25	-55%
Nordea Invest	29	25	22	21	20	-8%
SEBinvest	25	17	18	18	18	0%
I alt institutionel	755	1.060	1.161	1.087	1.032	-11%

Kilde: Finans Danmark

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

For begge afdelinger er der dog et stykke vej til loftet, idet den danske afdeling har ca. 800 mio. kr. under forvaltning, og afdelingen med globale aktier ca. 4,4 mia. kr.

I ratingen af de bedste foreninger med danske aktier bliver sidste års vinder, Danske Invest Danmark Small Cap, væltet af pinden af BLS. Men afdelingen, der kun har et par hundrede millioner under forvaltning, ligger altså i år næstbedst, og afdelingen er stadig en spids bedre end BLS på tre år sigt. Det gennemsnitlige årlige afkast er for de to afdelinger henholdsvis 9 og 8 procent, og det er markant bedre end forfølgergruppen med gennemsnitlige årlige afkast på 3-4 procent.

Sidste års nummer to, nemlig Maj Invest Danske Aktier, er rykket helt ud af dette års topscorertabel, og Nykredits og BankInvests bedste afdelinger med danske aktier er rykket frem med relativt bedre afkast i 2018.

For afdelinger med globale aktier ligger BLS som nævnt også bedst i år, og det er blot en gentagelse af sidste års førertrøje. Afkastet er 7,9 procent for det seneste år, og det er mere end 2 procentpoint bedre end nummer to på ranglisten, nemlig Sparinvest index globale aktier. På tre års sigt har BLS præsteret et årligt gennemsnitligt afkast på over 12 procent, og det er betydeligt bedre end Sparindex.

Alle afdelinger under Morningstar-kategorien Global Growth er røget ud af dette års rangliste, fordi den er baseret på ét års afkast. Men på tre års sigt blander flere af afdelingerne med Growth-aktier sig i opløbet, blandt andet Nordea Invest Global Stars med et gennemsnitligt årligt afkast på 12,8 procent, altså en spids bedre end BLS. Kun to ud af 17 afdelinger i denne kategori har plusafkast for det seneste år, nemlig Nordea Invest Global Stars og C Worldwide Globale Aktier Etik, med henholdsvis 5 og 3 procent i plus.

På erhvervsobligationer har det seneste år heller ikke været en dans på roser. Alle afdelinger har givet minusafkast. Handelsinvest har klarer sig bedst, men formuen her er kun 80 mio. kr. De øvrige afdelinger baseret på erhvervsobligationer har afkast på mellem minus halvdelen og minus 3 procent, med laveste minusafkast til Nykredit og Danske Invest.

Udviklingen i de samlede formuer for de enkelte investeringsforeninger viser, at det generelt har været op ad bakke med at tiltrække flere investeringskroner fra danskerne. Korrigeres for moderate minusafkast på aktiemarkedet, har der været mindre fremgang i flere afdelinger, men mest i Formuepleje Invest og investin. Samlet set er den samlede formue under forvaltning ved udgangen af oktober 2018 1 procent lavere end ved årets indgang.

For afdelinger rettet mod institutionelle investorer er formuefaldet betydeligt større end 11 procent, svarende til 130 mia. kr. Alene med en nedgang på 50 mia. kr. fra september til oktober, hvilket gik mest ud over Nykredit, PFA Asset management og Danske Invest.

MWL

BEDST AFKAST 2018: AFDELINGER GLOBALE AKTIER

Fondsnavn	3 år std. afv.	ÅTD %	1 år %	3 år %	Formue (mio)
BLS Invest Globale Aktier KL	10,0	6,1	7,9	12,3	2887
Sparinvest INDEX Globale Aktier	6,7	6,5	5,6	7,4	3000
Jyske Invest Aktier Lav Volatilitet KL	7,6	5,8	4,5	5,4	1146
C WorldWide Stabile Aktier KL	7,5	3,6	4,2	4,4	164
Wealth Invest AKL SEB Globale Aktier	-	3,9	3,9	-	643
SEB Kontoførende Globale Aktier	9,5	3,1	3,7	6,3	*
Investin K Inv. Low Carb. Global Equity	-	4,4	3,6	-	370
Danske Invest Global StockPicking	9,0	2,6	3,3	5,0	7
Danske Invest Engros Aktier KL	10,2	3,2	3,2	4,5	20
Formuepleje Globale Aktier	9,1	2,7	2,9	6,4	703

Kilde: Morningstar

Note: SEB Kontoførende oplyser ikke Formue

BEDST AFKAST 2018: AFDELINGER EUROPÆISKE ERHVERVSobligationer

Fondsnavn	3 år std. afv.	ÅTD %	1 år %	3 år %	Formue (mio)
Handelsinvest Virk. obligationer Engros AK	1,3	-0,2	-0,8	-	80
Nykredit Invest Engros Eurokredit SRI	-	-0,1	-1,5	-	758
Danske Invest Nordiske Virk. obligationer	2,2	-1,4	-1,6	1,1	489
Nykredit Inv. Europæiske Virk. obligationer	2,3	-1,2	-1,8	1,7	186
Danske Inv. Engros Eu. Invest. Grade Corp..	2,2	-1,1	-1,8	1,7	199
Bankinvest Virksomhedsobligationer IG W	2,2	-1,7	-2,2	1,2	2298
Nordea Invest Engros Corporate Bonds	2,2	-1,7	-2,3	1,7	1112
SEBinvest AKL Kreditobligationer (euro) I	2,2	-1,9	-2,3	1,5	66
Nordea Invest Virksomhedsobligationer	2,3	-2,2	-2,8	1,2	423
Jyske Inv. Højt Ratede Virk. obligationer	2,4	-2,2	-2,9	1,8	565

Kilde: Morningstar

BEDST AFKAST 2018: AFDELINGER DANSKE AKTIER

Fondsnavn	3 år std. afv.	ÅTD %	1 år %	3 år %	Formue (mio)
BLS Invest Danske Aktier KL	10,7	11,1	12,6	7,9	787
Danske Inv. Danmark Indeks Small Cap	12,5	0,4	3,0	8,8	109
Nykredit Inv. Engros Danske Fokusaktier	13,4	-4,4	-2,4	3,9	1353
Bankinvest Danske Aktier W	11,5	-6,0	-2,9	3,0	2454
Danske Invest Danmark Indeks KL	11,8	-5,8	-3,3	3,9	189
Jyske Invest Danske Aktier Inc KL	11,8	-6,2	-3,5	2,8	344
SEBinvest AKL Danske Aktier I	12,1	-6,6	-3,7	2,4	241
Falcon Danske Aktier Momentum	-	-6,7	-4,0	-	50
PFA Invest Danske Aktier	11,9	-7,3	-4,2	3,4	703
Handelsinvest Private Banking DK	12,9	-7,4	-4,3	3,4	92

Kilde: Morningstar

LOVFORSLAG, BEKENDTGØRELSER OG RAPPORTER

MYNDIGHEDSNYT

EBA får myndighedsbeføjelser

ad bagvejen: EU-kommissionens forslag om at styrke den fælles tilsynsmyndighed EBA angående hvidvask indebærer ikke, at den overtager egentlige myndighedsbeføjelser fra f.eks. Finanstilsynet, forsikrer erhvervsministeren ifølge [et talepapir](#) fra et samråd i erhvervsudvalget. Men så alligevel: "Når det gælder konkrete tilfælde, hvor EBA finder indikationer på væsentlige overtrædelse af EU's hvidvasklovgivning eller den nationale implementering heraf, kan EBA anmode de nationale myndigheder (som i Danmark er Finanstilsynet) om at efterforske mulige tegn på overtrædelser og at overveje at pålægge den pågældende finansielle aktør sanktioner. Desuden skal EBA kunne anmode den nationale myndighed om at overveje at vedtage en afgørelse rettet mod den pågældende finansielle aktør, der pålægger aktøren at træffe alle nødvendige foranstaltninger for at opfylde aktørens forpligtelser. (...) Såfremt den nationale myndighed afslår at efterkomme en anmodning fra EBA, kan EBA selv foretage en undersøgelse, som i sidste ende kan ende med vedtagelse en afgørelse rettet mod den pågældende finansielle aktør."

Udenlandske banker får konkurrencefordel i Danmark:

Finanstilsynet kan stramme kapitalkravene for danske banker – men banker fra andre EU-lande kan de ikke gøre noget ved i den henseende. Det fremgår af [et svar](#) fra erhvervsministeren til Pelle Dragsted (EL): "Kapitalkrav fastsat i Danmark gælder som udgangspunkt for alle kreditinstitutter, som er etableret i Danmark, dvs. hvor moder- eller datterselskabet er et dansk selskab. Modsat er filialer af kreditinstitutter fra andre EU-medlemsstater i Danmark i udgangspunktet reguleret efter regler i det hjemland, hvor de er etableret, herunder for så vidt angår kapitalkravsregler."

Jyske Bank nedskriver for lidt: Det [vurderer Finanstilsynet](#) efter at have gennemset et udvalg af lånesager vedrørende svage erhvervskunder: "Finanstilsynet vurderer, at bankens nedskrivningsmetode førte til nedskrivninger på de udvalgte sager, der samlet set var indenfor regnskabsreglerne. Banken tildeler svage kunder en risikokode efter graden af svagheder. Risikokoderne er bestemmende for, hvilket stadie kunden placeres i, og stadiet har betydning for nedskrivningens størrelse. I fire tilfælde, svarende til godt 9

pct. af de udvalgte sager, var kunderne placeret i et forkert stadie. I alle tilfælde var kunden placeret i et stadie, der var for positivt. I sager, hvor banken beregnede nedskrivningen manuelt, vurderede Finanstilsynet, at der var grundlag for at forbedre begrundelser for valg af scenarier, sandsynligheder for scenarierne og for betalingsrækkerne."

Højere skatter og faldende skattetryk – hvis vi glemmer usikkerheden om BNP:

Indtægterne fra skatter og afgifter rundede i 2017 for første gang 1000 mia. kroner, efter en stigning på 40 mia. kroner siden 2015. Alligevel er skattetrykket faldet. Det [oplyser Skatteministeriet](#) – som i sin forklaring desværre glemmer at nævne, at det sidste havde set noget anderledes ud uden de drastiske revisioner af BNP-tallene: "På trods af de voksende skatteindtægter er skattetrykket faldet på det seneste. I 2017 var skattetrykket på 46,1 pct. af BNP, hvilket er 0,3 procentpoint lavere end i 2016. Det er blandt andet regeringens politik, der har været med til at lægge en dæmper på skattetrykket. Det gælder også på den lidt længere bane, hvor en lang række aftaler på det skattepolitiske område siden juni 2015 bidrager til, at danskerne skal betale ca. 25½ mia. kr. mindre i skatter og afgifter i 2025, end de ellers skulle have gjort."

Danmarks Erhvervsfremmebestyrelse er nedsat:

Med en ny lov vedtaget er det nye erhvervsfremmesystem parat fra 1. januar. Bestyrelsen begynder sit arbejde med det samme, [oplyser](#) Erhvervsministeriet: "Danmarks Erhvervsfremmebestyrelse overtager den indsats, der før lovens vedtagelse blev varetaget af de 147 medlemmer af de seks regionale vækstfora og Danmarks Vækstråd, som alle nedlægges. Danmarks Erhvervsfremmebestyrelse får derfor til opgave at udfærdige en sammenhængende strategi for den decentrale erhvervsfremmeindsats og for at sætte gang i og finansiere tiltag, der understøtter strategien. Der er udpeget 17 medlemmer til Danmarks Erhvervsfremmebestyrelse. Jakob Riis, adm. direktør for Falck, er udpeget som formand. (...) Med lovens vedtagelse etableres desuden seks tværkommunale erhvervshuse i København, Sorø, Odense, Haderslev, Aarhus og Aalborg med seks filialer i henholdsvis Rønne, Hillerød, Vordingborg, Horsens, Herning og Nykøbing Mors."

STK

AKTUELLE FAGLIGE NYHEDSBREVE OG RAPPORTER

RAPPORTINDEKS				
Titel og link	Tema	Udgiver	Type	Udgivet
Bogholder eller revisor? (Ny)	Revision & Regnskab	Beierholm	Artikel	13-12-2018
International top talents prefer Denmark (Ny)	Arbejdsmarked	Kromann Reumert	Artikel	13-12-2018
Nyt fra Finanstilsynet – udsættelse, lækage og kategorisering af meddelelser (Ny)	Finanstilsynet	Gorrissen Federspiel	Artikel	13-12-2018
Ændringer i Aktieoptionsloven vedtaget (Ny)	Aktieoptionsloven	Moalem Weitemeyer Bendtsen	Artikel	13-12-2018
TDC gennemfører repricing af lånefacilitet på EUR 1,9 mia. (Ny)	Virksomheder	Plesner	Artikel	07-12-2018
Nye regler for aktieoptioner giver større aftalefrihed	Ansættelses- og arbejdsret	Plesner	Artikel	06-12-2018
Nu kommer der større aftalefrihed i aktieoptionsordninger	Ansættelses- og arbejdsret	Kromann Reumert	Artikel	06-12-2018
Lovforslag: Nye regler for forbrugslånsvirksomheder	Forbrugslån	Plesner	Artikel	03-12-2018
Finansloven 2019	Skat & Afgifter	Beierholm	Artikel	03-12-2018
Datatilsynet har offentliggjort udkast til konsekvensanalyse-liste	Datatilsynet	Kromann Reumert	Artikel	30-11-2018
E-handel: Er din virksomhed forberedt på de nye regler om geoblokering?	E-handel	Kromann Reumert	Artikel	29-11-2018
Online distribution og markedspladser – Konkurrenceretlige muligheder og udfordringer	E-handel	Gorrissen Federspiel	Artikel	29-11-2018
TP-dokumentationsregler skal tages alvorligt	Skat Rådgivning	Beierholm	Artikel	28-11-2018
Aktionærrettighedsdirektivet - ny gennemførelsesforordning	Aktionærrettigheder	Moalem Weitemeyer Bendtsen	Artike	24-11-2018
Brexit-aftalens betydning for finanssektoren	Brexit	Plesner	artikel	23-11-2018
Kapitalplaner, kapitalmålsætninger og udbyttepolitik	Finanstilsynet	Gorrissen Federspiel	Artikel	20-11-2018
Grønland vedtager igangsættelse af landets største infrastrukturinvestering nogensinde	Investering	Plesner	Artikel	20-11-2018
Sanistål sælger stålaktiviteter til Tibnor	Salg	Plesner	Artikel	14-11-2018
Forslag til ændring af udbudsloven: Evalueringsprocessen skærpes	Lovgivning	Kromann Reumert	Artikel	14-11-2018

DENNE SIDE ER SPONSORERET AF:

(Klik på logo og få adgang til flere ressourcer)

PLESNER

BEIERHOLM
VI SKABER BALANCEKROMANN
REUMERT

Gorrissen Federspiel

Moalem Weitemeyer Bendtsen

Advokatpartnerselskab

MACRONS GAVE TIL DE GULE VESTE HAR KONSEKVENSER FOR HELE EUROPA

Revolutionære republikker har alle en grundlæggende myte, hvis udlevelse er snævert forbundet med national identitet. I Frankrig er dette stormen af Bastillen, som gennem historien har betydet, at deltagelse i store folkelige gadedemonstrationer i Frankrig vel nærmest er et udtryk for en særlig utæmmelig art fransk patriotisme. Sådan er det givet også med de gule veste i dag, og præsident Macron har gjort klogt i at komme deres krav i møde for at undgå, at hans præsidentskab helt undermineres. Hans seneste politiske valg vil dog få konsekvenser for hele Europa i de kommende år, skriver Jacob Kirkegaard fra The Peterson Institute for International Economics i denne analyse.

MAKROKOMMENTAR

Den franske regering har bebudet en række nye tiltag, fokuseret på at sænke skatteniveauet og derved hæve købekraften for specielt de lavest lønnede franskmænd. I et land med meget høje skatter på arbejde er det faktisk en ganske god ide, og f.eks. den bebudede stigning i den negative beskatning (Det vil sige offentlige løntilskud) af indkomster på den franske mindsteløn vil øge gevinsten ved at tage et arbejde frem for at leve på overførsler. Overordnet set går Macrons nye politik derfor ganske godt i spænd med hans bredere økonomiske reformprogram og forsøg på at øge beskæftigelsen i Frankrig.

HØJ PRIS

Alt i alt skønnes denne gestus til de gule veste at koste omkring 10 mia. euro, eller omkring 0,5 pct. af Frankrigs BNP i 2019 – dog noget mindre i årene derefter. Da Frankrig allerede inden forventedes at få et statsligt underskud på 2,8 pct. af BNP i 2019, vil den finanspolitiske lempelse være et brud på EU's finanspolitiske regel for underskud på maksimalt 3 pct. Dette udfald vil helt sikkert blive hilst velkommen i Italien, hvor regeringen kæmper for at undgå sanktioner fra Kommissionen for sit 2019-budget, og derfor nu vil være mindre politisk isoleret i eurozonen end tidligere og formentligt kunne nyde godt af lidt mere kompromisvilje i Bruxelles.

Det er dog vigtigt at forstå, at Frankrig, i modsætning til Italien, ingen problemer vil have med at finansiere sine nye større underskud i de finansielle markeder, ligesom Macrons hidtidige reformkurs formentligt vil betyde, at Kom-

missionen kun vil give Frankrig et politisk gult kort for det nye større underskud, men ikke direkte sanktionere Paris.

Samtidigt er det klart, at Macrons nye finanspolitiske lempelse bebuder en i hvert fald midlertidig politisk nedkøling af det frank-tyske forhold, hvorfor yderligere institutionelle reformer i EU end de få, der er blevet offentliggjort på det seneste EU-rådsmøde, nu har lange udsigter.

Ihukommende hvordan Macron umiddelbart efter sin tiltræden i 2017 førte en finanspolitisk relativ stram politik i Frankrig, med det direkte politiske formål at vinde politisk troværdighed i Berlin, og derved støtte til sit europæiske reformprogram, er det i dag, hvor det er blevet klart, at Angela Merkels vilje til EU-reformer alligevel har været meget svag, ikke overraskende, at den franske præsident nu nedprioriterer de politiske hensyn til Tyskland. Som tidligere med Donald Trump har han ikke fået ret meget ud af sit politiske kurmageri overfor Angela Merkel.

POLITISKE POSITIONER FLYTTES

I et EU, som står foran valget til Europa-parlamentet i maj 2019, vil en mere konfrontatorisk fransk-tysk politisk situation have en række konsekvenser. For det første kan man ikke afvise, at Macrons nye indenrigspolitiske linje vil give ham og hans parti fornyet opbakning blandt de franske vælgere, som jo traditionelt godt kan lide større statslige udgifter. Større statslige underskud vil dog næppe indynde Macron yderligere hos en række af de finanspolitiske høge i ALDE-gruppen, heriblandt Holland og Danmark, hvorfor den bebudede alliance mellem Macrons LREM-parti og ALDE i Europa-parlamentet vil blive vanskeligere at udmønte i en konkret politisk platform.

På den anden side vil Macrons nye og mere solidarisk orienterede og ekspansive finanspolitik i Frankrig gøre det nemmere for Macron at bygge politiske broer til centrum/venstre-regeringer i EU og til S&ED-gruppen i Europa-parlamentet. Det kan i et eventuelt politisk opgør med Angela Merkels EPP om fordelingen af de europæiske topposter efter Europa-parlamentsvalget gøre en taktisk liberal-socialdemokratisk politisk alliance imod Tyskland og EPP mere sandsynlig.

Ironisk nok vil Macrons brud på de europæiske finanspolitiske regler derfor potentielt kunne give ham større politisk indflydelse på, hvem der efter maj 2019 skal håndhæve dem.

FORECAST PÅ UDVIKLING I KORT RENTE

Som det fremgår af de forecast, Økonomisk Ugebrev har indhentet fra en stribe danske banker, ventes den korte rente kun at ændre sig marginalt de næste tre måneder (Grafik 1).

KORT RENTE

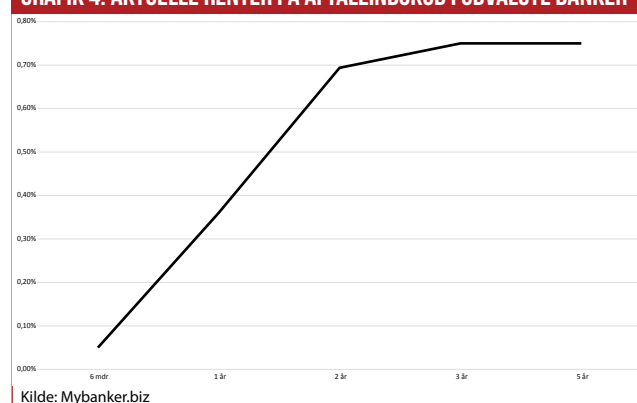
Ifølge markedsforventningerne til udviklingen i den korte danske enmånedsrente vil minusrenten dog nærme sig nul på seks måneders sigt (Grafik 2). Også på den lidt længere bane forventer markedet negative korte renter, men tættere på nul omkring medio 2019, fremgår af de såkaldte FRA-renter (Forward Rate Agreement) (Grafik 3). Udviklingen i den amerikanske 3 måneders short term yield kan følges [her](#). Ofte giver den en god indikation af, hvad investorerne forventer af udviklingen i den korte rente på det amerikanske marked.

I Økonomisk Ugebrevs [analysearkiv](#) findes en linksamling til danske og udenlandske bankers vurderinger af de korte renter, samt Centralbank Watch, herunder de implicitte sandsynligheder for renteforhøjelser fra FED. Læs eksempelvis [her](#) løbende analyser af udviklingen i de kor-

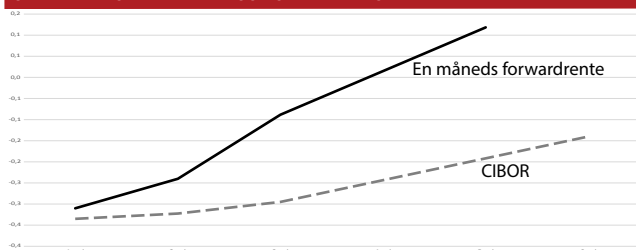
te renter fra [ABN Amro](#) og fra [RBC](#). Negative korte renter for bankerne ved indskud af overskudslikviditet hos den danske og europæiske centralbank har generelt også medført minusrenter for erhvervsvirksomheders indlån i bankerne. I gennemsnit betaler virksomhederne negative indlånsrenter på knap 0,3 procent. Ifølge [Mybanker.biz](#) er det dog muligt hos udvalgte banker, som har brug for kortsigtet likviditet, at opnå ganske gode indlånsrenter.

MWL

GRAFIK 4: AKTUELLE RENTER PÅ AFTALEINDSKUD I UDVALGTE BANKER



GRAFIK 2: KORTE RENTER OG FORVENTNINGER



Note: CIBOR er den faktiske rente, mens forwardrenterne er de indbyggede markedsforventninger til enmånedsrenten.

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

GRAFIK 3: FRA-SATSER

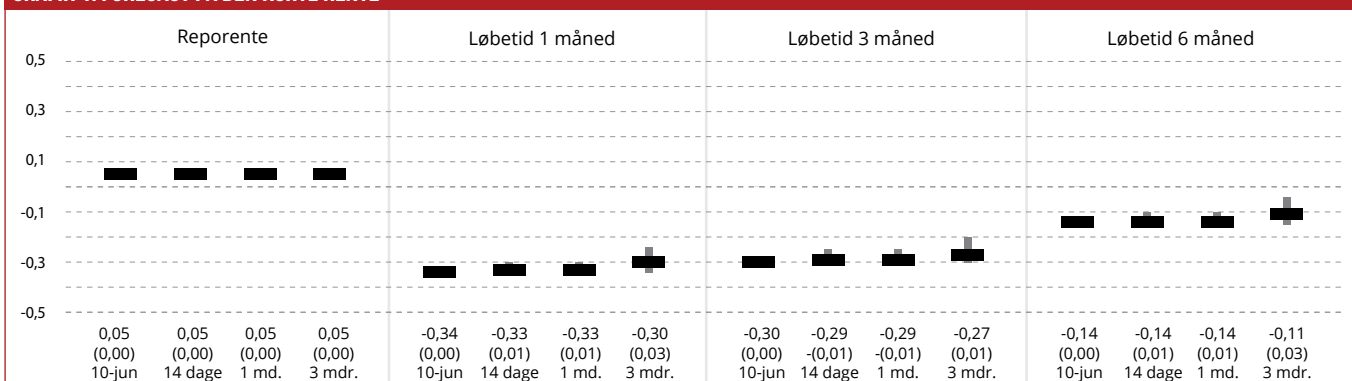
Rentesats i procent

Start	3 mdr. frem	6 mdr. frem
dec-18	-0,31/28	-0,15/13
mar-19	-0,28/24	-0,13/11
jun-19	-0,26/25	-0,09/07
sep-19	-0,22/2	-0,04/02

Ud for dec-18 3 mdr. står -0,31/28. Det betyder, at man i dag kan aftale at placere indskud svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,31 pct. fra dec. 18 til mar. 19. Tilsvarende kan man i dag aftale at låne svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,28 pct. fra dec. 18 til mar. 19.

Kilde: Spar Nord

GRAFIK 1: FORECAST PÅ DEN KORTE RENTE



Forklaring: Forventninger til Nationalbankens repo-rente og til renten på interbank pengemarkedet. Rentesatsen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed og parenteser angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

Panelet består af: Alm. Brand Markets, Danske Markets, Handelsbanken Markets, Nordea Markets, Nykredit Markets og Sydbank

FORECAST PÅ UDVIKLING I LANG RENTE

Økonomisk Ugebrev giver på denne side overblik over udviklingen i de lange danske og internationale obligationsrenter.

LANG RENTE

Overblikket består for det første af grafikker over, hvad en stribe danske banker forventer af renteudviklingen. For det andet vises grafer med teknisk analyse over renteudviklingen. For det tredje giver vi adgang til [en stribe analyser](#) af Fixed Income fra danske og internationale banker

Som det fremgår af de forecast, Økonomisk Ugebrev har indhentet fra en stribe danske banker, ventes den 10-årige danske statsobligationsrente at stige på tolv måneders sigt (Grafik 1). Teknisk analyse af renteudviklingen viser dog, at obligationsrenten over det seneste halve år er faldet en del (Grafik 2 og Grafik 3). Den styrende amerikanske statsobligation har det seneste år dog vist en klar stigende tendens (grafik 4). Ofte følger den euro-

pæiske obligationsrente i kølvandet på den amerikanske obligationsrente med en vis forsinkelse.

I Økonomisk Ugebrevs [analysearkiv](#) findes en linksamling til danske og udenlandske bankers vurderinger af Fixed Income.

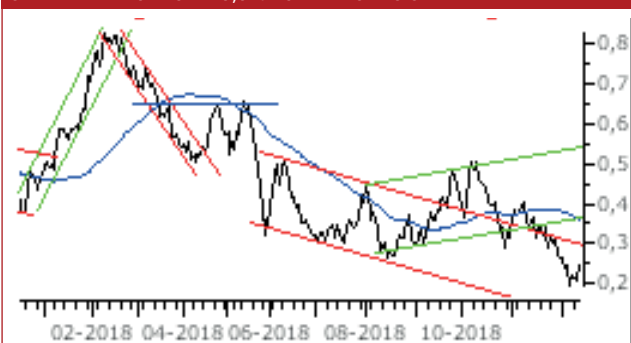
MWL

GRAFIK 4: AMERIKANSK 10-ÅRIG STATSobligation



Kilde: BCVIEW

GRAFIK 2: DANSKE STAT 0,5% 2027 – KORT SIGT



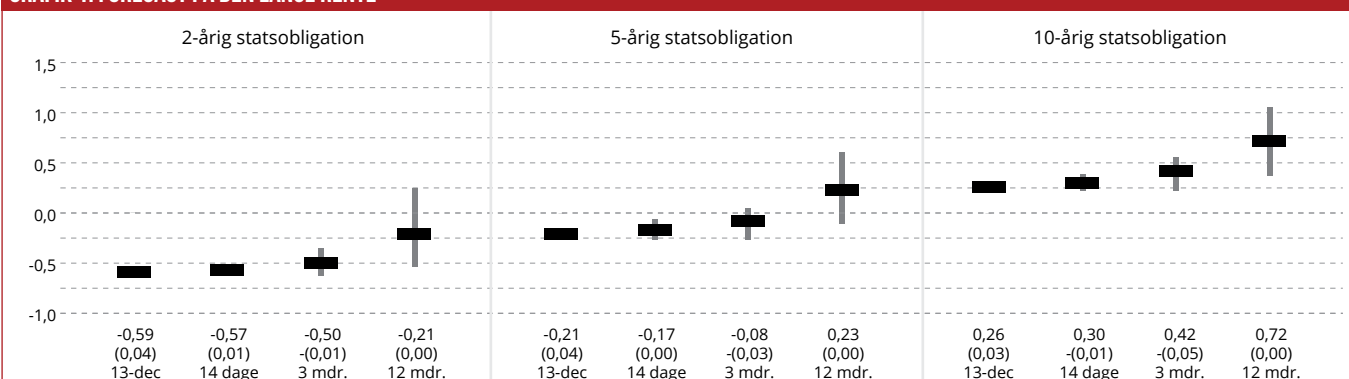
Kilde: BCVIEW

GRAFIK 3: DANSKE STAT 0,5% 2027 – LANG SIGT



Kilde: BCVIEW

GRAFIK 1: FORECAST PÅ DEN LANGE RENTE



Forklaring: Obligationerne er henholdsvis 0,25 pct. 2020, 0,25% 2023 og 0,5% pct. 2027. Rentesatsen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed, og parentes angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

Panelet består af: Alm. Brand Markets, Danske Markets, Handelsbanken Markets, Nordea Markets, Nykredit Markets og Sydbank

FORECAST PÅ UDVIKLING I VALUTA

Økonomisk Ugebrev giver på denne side overblik over udviklingen i række centrale valutakryds, med hovedvægt på EUR/ USD.

VALUTA

Euro/USD er rykket markant under 1,15. Bankerne, som rapporterer valuta-forecast til Økonomisk Ugebrev, forventer i gennemsnit en EUR/USD omkring 1,13-1,15 de næste seks måneder. Aktuelle analyser af udviklingen i centrale valutakryds findes i Økonomisk Ugebrevs [analyseoversigt](#). Eksempler på aktuelle analyse af valutamarkedene indes hos [Citibank](#) og [ING](#).

I Økonomisk Ugebrevs analysearkiv har vi åbnet vores interne linkoversigt, som giver adgang til knap 100 danske og internationale bankers, organisationers og myndigheders analyser, nøgletal og forecast. Oversigten til vores analysearkiv findes [her](#). Analysearkivet er opdelt i en stribe forskellige kategorier, blandt andet makroanalyser, Fixed Income, centrale nøgletal og en kaldenderoversigt.

MWL

EUR/USD – KORT SIGT



Kilde: BCVIEW

EUR/USD – LANG SIGT



Kilde: BCVIEW

FORECAST PÅ DE VIGTIGSTE VALUTAER

		Aktuelle kurs 13-12-2018	Forventninger til valutakurser om:			Pris inkl. 6 mdr. Inkl. termin
			1 måned	3 måneder	6 måneder	
EUR		7,46	7,46 (7,46-7,47)	7,46 (7,45-7,46)	7,46 (7,46-7,46)	7,46
GBP	!!	8,28	8,46 (8,23-8,88)	8,54 (8,17-8,98)	8,55 (8,11-8,98)	8,23
SEK	!!	0,72	0,73 (0,72-0,75)	0,74 (0,73-0,77)	0,74 (0,72-0,78)	0,72
NOK	!!	0,77	0,78 (0,77-0,81)	0,79 (0,77-0,81)	0,79 (0,76-0,82)	0,76
CHF	!	6,61	6,55 (6,38-6,66)	6,51 (6,38-6,6)	6,47 (6,27-6,79)	6,62
PLN		1,74	1,74 (1,74-1,74)	1,75 (1,75-1,75)	1,76 (1,74-1,78)	1,74
USD	!	6,56	6,56 (6,49-6,6)	6,56 (6,49-6,67)	6,44 (6,27-6,79)	6,45
JPY	!!!	5,78	5,89 (5,7-6,24)	5,90 (5,7-6,24)	5,81 (5,5-6,21)	5,77
(X100)						
EUR/USD	!	1,14	1,14 (1,13-1,15)	1,14 (1,12-1,15)	1,16 (1,1-1,19)	1,16

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

Note: Udråbstegnene angiver graden af usikkerhed. !!! udtrykker største usikkerhed. Øverste kurs ved hver valuta er gennemsnittet af panelets forventninger

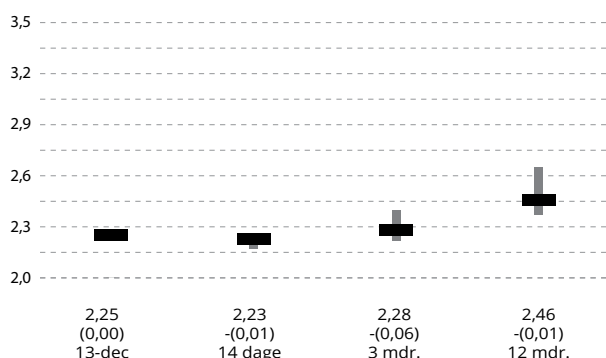
Tallene i parentes angiver laveste og højeste forecast. Terminstillægget i sidste kolonne er gennemsnit for køb og salg.

Panelet består af:

- Alm. Brand Markets
- Danske Markets
- Handelsbanken Markets
- Nordea Markets
- Nykredit Markets
- Saxo Bank
- Sydbank

FORECAST PÅ UDVIKLING I BOLIGRENTER

30-ÅRIG REALKREDITOBLIGATION

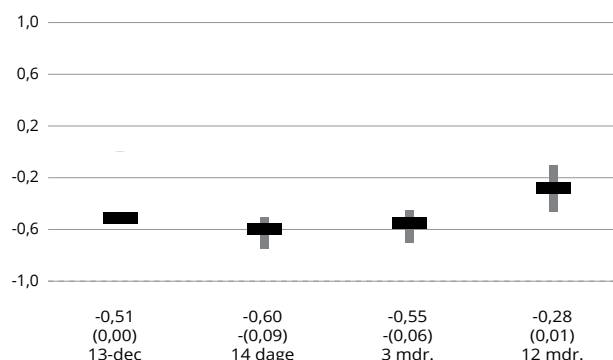


Forklaring: Obligationerne er henholdsvis 1 pct. RD april 2019 og 2,5 pct. RD 2047. Rentesatsen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed og parenteser angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

Panelet består af: Alm. Brand Markets, Danske Markets, Handelsbanken Markets, Nordea Markets, Nykredit Markets og Sydbank.

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

ETÅRIG FLEXLÅN®



Forklaring: Obligationerne er henholdsvis 1 pct. RD april 2019 og 2,5 pct. RD 2047. Rentesatsen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed og parenteser angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

Panelet består af: Alm. Brand Markets, Danske Markets, Handelsbanken Markets, Nordea Markets, Nykredit Markets og Sydbank.

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

Økonomisk Ugebrev giver overblik på udvikling i boligrenterne på to måder: For det første har vi indsamlet forecast på, hvordan banker ser udviklingen i realkreditrenterne, dels den 30 årige realkreditobligation, og dels etårige flexlån. For det andet findes der links i Økonomisk Ugebrevs [analyseoversigt](#) til både korte renter og lange statsrenter. De er ofte styrende for udviklingen i realkreditrenterne.

Økonomisk Ugebrevs kalenderoversigt

I Økonomisk Ugebrevs Analyseoversigt har vi etableret en omfattende kalenderbase, som giver direkte adgang til alt fra danske økonomiske nøgletal fra Nationalbanken og Danmarks og vigtige internationale nøgletal, samt regnskaber og konsensus estimer fra analytikerne. Kalenderfunktionen kan findes på dette [link](#).

KOLOFON

Økonomisk Ugebrev Finans/CFO udgives af:

Økonomisk Ugebrev A/S
Pilestræde 34, 4. sal, 1147 København K
CVR-nr.: 31760623

Redaktionens tlf. nr.: 70 23 40 10
Hjemmeside: www.ugebrev.dk
Email: kontakt@ugebrev.dk

Bogholderi

Linda Hardø, lh@ugebrev.dk

Abonnement

Helår 5.995 kr. eks. moms
Halvår 3.600 kr. eks. moms

DOWNLOAD PDF
TIL PRINT



Ansvh. chefredaktør

Morten W. Langer

Adm. direktør

Steffen Damborg

Redaktion

Ejlif Thomasen
Peder Bjerger,
Carsten Vitoft
Sten Thorup Kristensen
Lars Abild
Joachim Katstrup
Bruno Japp
Hugo Gaarden
Henrik Denta

Redigering og layout

Henrik Skovgaard Lauritsen
Maria Nørgaard Langer

Grafik og research

Reno Puvanendran
Niels Bendix
Casper Wulff

ISSN 1903 - 8666

Annoncesalg



NICHEHUSET
MEDIESALG

KOPIERING ELLER VIDERESENDELSE IKKE TILLADT