



Økonomisk Ugebrev **Finans/CFO**

Nyhedsbrev om finans og corporate finance

C20-topcheferes nye vækstplaner skal bestå i år

Strategi i The New Normal 2.0. Så er det alvor for de nye topchefer i Large Cap indekset. En stribe nye strategiplaner, som store danske virksomheder lancerede i 2015 og 2016, bør i 2017 begynde at give resultater. Endnu mere fokusering, forenkling og integrerede organisationer og skræddersyede kundetilbud bør hæve bundlinjen. Sådan lyder de fremlagte planer i hvert fald.

2017 er for en stribe virksomheder udset til at blive et vendepunkt, hvor der skal komme ny salgsvækst og bedre bundlinjeresultater. Denne gang lyder recepten ikke først og fremmest på yderligere sparerunder, som topcheferne ellers satte deres lid til i årene efter finanskrisen. De mange chef-skifter og nye strategier i de store virksomheder de seneste år gennemgås i de årsrapporter, som fondsbørsens large cap-selskaber har udsendt i de seneste uger.

Billedet er, at en ny generation af topledere har lagt fundamentet for de nye vækststrategier i 2015 og 2016. Nu skal resultaterne komme.

Et typisk eksempel er **TDC**, hvor topchef **Pernille Erenbjerg** vil sikre, at koncernen i 2017 opretholder et "execution focus," der sikrer, at de strategiske mål nås: At give den bedste kundeoplevelse

og at genskabe vækst i pengestrømmen. TDC skal i 2017 begynde at tjene penge på to store initiativer fra 2016, nemlig indførelsen af en gigaspeed infrastruktur og foreningen af de to brands TDC og **YouSee**.

Også **A.P. Møller-Mærsk**, **Carlsberg**, **Lundbeck** og adskillige andre selskaber vil i højere grad gå i offensiven over for kunderne med nye vækstplaner. Planerne er forskellige men de fleste af dem indeholder alligevel en række typiske elementer.

Vækstredskaberne

Fokusering: Adskillige store danske virksomheder har frasolgt perifere aktiviteter i 2016 for at få styrke til at satse som mere rendyrkede virksomheder. **NKT Cables** har for eksempel solgt virksomheder i Kina, i Tyskland og USA, samtidig med at virksomheden har købt op for at skabe et nyt fokus inden for højspændingskabler.

Lundbeck har på sin måde i 2016 introduceret en ny mere fokuseret strategi, der skal samle sig om fire sygdomsområder, egen udvikling af ny medicin og profitabel vækst. TDC har solgt sin virksomhed i Sverige og i år også **TDC Hosting**, mens A.P. Møller-Mærsk vil splitte sig op i mere

FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE »

LÆS I ØKONOMISK UGEBREV FINANS/CFO NR. 10/2017

Nye APC kunder betaler startgebyr på op mod 49.500 kr.: APC kunder er ikke opmærksomme på startudgiften, viser survey. APC adm. direktør og storaktionær Peter Lindblad afviser kritikken... [\[Side 03\]](#)

Minister: Uklarhed om PostNords behov for mia.: Ministeren er ikke overbevist om, at PostNord har behov for milliarder i ny egenkapital. PostNord har overført én milliard til det danske postselskab... [\[Side 07\]](#)

Kortsigtet investeringsfokus undergraver pensioner: Tilsynets formand kritiserer pensionsselskaber for at have et "overdrevent" kort afkastfokus. Carsten Tanggaard mener branchen må løse det selv... [\[Side 05\]](#)

Novo-pengemaskinen biopharma udfordres: Biopharmaceuticals kan tabe mere end 15 procent af omsætningen over de næste tre år. Indtjeningen kommer fra aldrende produkter... [\[Side 08\]](#)

« FORTSAT FRA FORSIDEN

fokuserede virksomheder.

Integration af viden og kompetencer: Mærsk transport- og logistikdivision vil smelte ydelser fra forskellige transportdivisioner, som **Maersk Line**, **APM Terminals** og **Damco** sammen til samlede løsningsplakker til kunderne. Også **DFDS** vil i højere grad integrere shipping og logistik. **GN Store Nord** vil også finde synergier mellem koncernens to divisioner, der begge leverer audio-produkter.

TDC vil være en ledende leverandør af integreret kommunikation og underholdning i hjemmene. **Vestas** vil i endnu højere grad udnytte sin viden om drift af vindmøller og opjusterer målsætningen for sin servicedivision til en omsætning på mindst 14,6 mia. kr. i 2020 mod 9,8 mia. kr. i 2016.

Samlet set skal disse initiativer i højere grad differentiere virksomhederne, sørge for at de udnytter deres særlige kompetencer, og sætte dem i stand til at levere kundefordelen, som konkurrenterne ikke kan matche.

Digitalisering: Maersk Line nævner nu digitalisering som et strategisk vækstredskab helt på linje med organisk ekspansion og opkøb. For **ISS** bliver det i 2017 en "nøgleprioritet" at drage fordel af et partnerskab med **IBM** til planlægning og optimering. Den rigtige it-strategi skal øge gennemsigtigheden i koncernen og derved sætte ISS i stand til at fokusere på cost leadership.

Kundeoplevelse i fokus

Intensiveret produktudvikling er også et af de vigtigste elementer i virksomhedernes nye strategier. Maersk Line satser på forbedring af kun-

deoplevelsen og introduktion af nye løsninger for hele transport- og logistikdivisionen. **FLSmidth** understreger, at de fremtidige økonomiske resultater bliver afhængige af kontinuerlig strøm af nyudviklede produkter og services. Kundernes udfordringer skal gøres til nye muligheder. **GN Hearing** vil lancere sin femte generation af høreapparater, der beskrives som et gennembrud, i 2017 og dermed give kunderne nogle muligheder, som ingen andre tilbyder. Vestas vil fortsætte med at optimere sine teknologier.

Forenkling: Forenkling skal både gøre virksomhederne mere overskuelige og gøre kundeoplevelsen mindre kompliceret. TDC har eksplicit enkelhed som målsætning i sin nye strategi. **Simcorp** vil levere "one system for a complex world," og understreger, at selskabet investerer mere end sine konkurrenter i en fuldt integreret platform, der yderligere skal standardiseres i 2017. Standardiseringen skal blive en "competitive differentiator" for Simcorp.

De store virksomheders mere offensive holdning betyder ikke, at effektiviseringsbestræbelserne er glemt. Alle selskaberne vil fortsat effektivisere og de fleste af dem har sat specifikke rationaliseringsmål, der opgøres i hundreder af millioner eller i milliarder. Men vækstinitiativerne, ikke mindst de organiske, lysten til at angribe markederne på nye måder, prioriteres nu oftere helt op i toppen.

Det vil gøre 2017 til et mere spændende år for dansk erhvervslivs elitevirksomheder.

Morten A. Sørensen

Indholdsfortegnelse

NYHEDSANALYSER

- 01 C20-topcheferes nye vækstplaner skal bestå i år
- 03 Nye APC kunder betaler startgebyr op til 49.500
- 04 Politikere: Nalen og tilsyn skal blande sig udenom
- 05 Kortsigtet investeringsfokus undergraver pensioner
- 07 Minister: Uklarhed om PostNords behov for mia.
- 08 Novo-pengemaskinen biopharma udfordres
- 09 Lovende SMV-succes'er købes af børsen

TEMA: ERHVERVSPOLITISKE UDFORDRINGER 2017

- 10 Vækst i dansk økonomi truet af flaskehalse
- 11 Minister styrker dansk aktiebørs til efteråret
- 12 SMV-forslag i 2025-plan tages op af hatten igen?

OVERBLIK & KONJUNKTUR

- 13 Lovforslag, bekendtgørelser og rapporter
- 14 Aktuelle faglige nyhedsbreve og rapporter
- 15 Ugens stærkeste og svageste erhvervsdækning
- 16 Dansk økonomi kravler forsigtigt frem

MARKEDSOVERVÅGNING

- 17 FED lægger en dæmper på markedet
- 18 Kun langsom rentestigning og først fra efteråret
- 19 Voldsom spekulation i GBP
- 20 Finans & Boligkalender

Nye APC kunder betaler startgebyr op til 49.500

Nye kunder hos pensionsrådgiveren APC starter normalt med at betale en "etableringsomkostning" på knap én procent til APC. For en gennemsnitlig pensionsopsparing på tre mio. kr. svarer det til en startudgift på knap 30.000 kr, der altså trækkes på pensionsopsparingen. Over 60 procent af APC kunder er ikke opmærksomme på startudgiften, viser survey.

ANALYSE

Som ny kunde hos forsikringsrådgiveren **APC** skal man nærlæse alle bilag til den skriftlige aftale for at finde ud af, hvad det egentlig koster af lave en aftale med selskabet, der rådgiver private danskere om deres pensionsopsparing. Og det er ikke billigt. Økonomisk Ugebrev er i besiddelse af et eksemplar af en samarbejdsaftale, som beskriver den normale honorarmodel for kundens betalinger til APC. En honorarmodel, som gælder for langt hovedparten af APC's kunder.

Af aftalens bilag fremgår det, at APC både beregner sig en "etableringsomkostning" på 0,975 procent af pensionssaldoen op til tre mio. kr., som trækkes fra pensionsopsparingskontoen ved aftalens indgåelse. Med en pensionsopsparing på tre mio. kr., som er lidt over gennemsnittet for danske pensionsopsparende, svarer det til, at der bliver trukket 29.250 kr. på pensionsopsparingen, som altså falder med dette beløb i ét hug. Omkostningsprocenten er lavere for den del af opsparingsbeløbet, som overstiger tre mio. kr. jf. [tekstboksen "Her er kundens aftale med APC."](#) Startudgiften kan højst løbe op i 49.500 kr. for større pensioner.

Ifølge aftaleteksten har nye kunder fortrydelsesret i 30 dage fra aftalens indgåelse. Men opsiges aftalen efter eksempelvis 32 dage skal etableringsomkostningen betales alligevel. Ud over denne startomkostning betales til APC for de første tre mio. kr. i pensionsopsparing 0,65 procent i årligt "vederlag" af de første tre mio. kr. For en pensionsopsparende med tre mio. kr. på pensionskontoen svarer det til 19.500 kr. ekstra til APC.

Økonomisk Ugebrev har i et survey spurgt, om kunderne er opmærksomme på, at de hos APC betaler en startomkostning, svarende til 18 måneders vederlag. Hertil svarer 61 procent af respondenterne, at det er de ikke opmærksomme på. Ni procent svarer, at det er de opmærksomme på. Og 30 procent svarer "ved ikke." 145 personer har svaret på spørgsmålet.

Økonomisk Ugebrev har spurgt APC adm. direktør og storaktionær **Peter Lindblad** om han

synes, at det er tilfredsstillende med den store andel, som ikke føler sig godt nok informeret? Hertil siger Peter Lindblad: "APC arbejder med flere forskellige aftaletyper. Der foreligger derfor ikke én standard-samarbejdsaftale for APC's ydelser. Der findes derfor heller ikke en standardaftale på vores hjemmeside, der dækker alle vores kunder, for en sådan findes ikke. Det relevante spørgsmål, som modtagerne af spørgeskemaet modtog, indeholdt en præmis, om, at man som kunde hos APC altid betaler et "etableringsgebyr" til APC. Det er forkert. Det er ikke alle kunder, der har betalt etableringsomkostninger. Disse kunder har haft andre aftaletyper med andre omkostningsformer."

Videre siger han: "Det angivne resultat om, at 61 procent af de adspurgte kunder "ikke er opmærksomme på, at de betaler etableringsomkostninger" beror således på en grundlæggende forkert præmis og er dermed ikke validt eller brugbart i en saglig sammenhæng".

Ifølge Økonomisk Ugebrevs oplysninger har langt den overvejende del af APC's kunder betalt etableringsomkostning eller lignende. Denne del af APC's honorarmodel for pension fraviges normalt kun i særlige tilfælde, eksempelvis ved aftaler med to ægtefæller og ved flere aftaler for én person.

ØU: Giver kundernes svar anledning til, at I fremover vil informere dem bedre om jeres "etableringsomkostning"?

PL: "Vi har i APC altid haft som ambition at være "nr. 1 i klassen", når det gjaldt information til kunden om omkostninger ved et samarbejde. For at tydeliggøre omkostningerne – for vi har intet at skjule – anmoder vi også alle vores kunder om særskilt at underskrive selve omkostningsbilaget, så vi kan være sikre på, at de er vel informerede. Vi må naturligvis kunne lægge til grund, at vores kunder har sat sig ind i de aftaler, de skriver under på. Vi kan altid blive bedre til at informere vores kunder, men vi synes faktisk at vi gør et godt arbejde."

Meget tyder altså på, at der ikke er stor opmærksomhed om startomkostningen. Hovedparten af de adspurgte APC kunder vurderer i Økonomisk Ugebrevs survey, at de er "neutrale" over at være kunde i APC. 17 procent svarer, at de enten er "meget utilfredse" eller "utilfredse". Modsat svarer 11 procent, at de er "tilfredse" eller meget tilfredse."

[Læs her](#) tekstboks om "Her er kundens aftale med APC".

Morten W. Langer

Politikere: Nalen og tilsyn skal blande sig udenom

Gennemføres børsnoteringen af Nykredit fordi Nationalbanken og Finanstilsynet uformelt presser på? Formand for Foreningen Nykredit Nina Smith har udtalt, at de har "skrevet til os" med ønsket om en børsnotering. Erhvervsordførere fra flere af Folketingets partier fastslår, at hverken Nationalbanken eller Finanstilsynet skal blande sig i, om Nykredit skal børsnoteres.

ANALYSE

Foreningen Nykredits bestyrelsesformand **Nina Smith** har som tidligere beskrevet i Økonomisk Ugebrev udtalt, at **Nationalbanken** og **Finanstilsynet** har lagt pres på Nykredit for at gennemføre en børsnotering, af hensyn til "den finansielle stabilitet". Fra Christiansborg lyder den klare melding, at de to finansielle vagthunde skal lade være med at blande sig, selvom de har det overordnede ansvar for den finansielle stabilitet i Danmark. Det må være op til Nykredit selv at afgøre, lyder meldingen.

"I min optik skal de ikke blande sig i om Nykredit skal børsnoteres eller ej," siger erhvervsordfører **Hans Kristian Skibby** fra **Dansk Folkeparti**. Han får opbakning fra flere sider. Både erhvervsordfører **Joachim B. Olsen** fra **Liberal Alliance** og erhvervsordfører **Pelle Dragsted** fra **Enhedslisten** slår helt fast, at hverken Nationalbanken eller Finanstilsynet skal blande sig i, om Nykredit skal børsnoteres. Til spørgsmålet om det er i orden, hvis de to institutioner uformelt har lagt pres på Nykredit siger Pelle Dragsted: "På ingen måde. Finanstilsynet og Nationalbanken skal ikke blande sig i, hvilken ejerform Nykredit har."

Erhvervsordfører **Torsten Schack Pedersen** fra **Venstre** vil ikke forholde sig til det han kalder en "hypotetisk situation". Men han slår fast, at det alene er Nykredit selv, der hæfter for en eventuel beslutning om børsnotering. Erhvervsordfører **Anders Johansson** fra **Konservative** siger til Økonomisk Ugebrev, at Finanstilsynet skal føre det tilsyn, der er reguleret i loven, og at det ikke omfatter ejerforhold af Nykredit.

Erhvervsordfører **Martin Lidegaard** fra **Radikale** fastslår, at Nationalbanken og Finanstilsynet må mene, hvad de vil, men at det i sidste ende er Nykredit selv, der må stå på mål for deres beslutninger. Endelig forholder erhvervsordfører **René Gade** fra **Alternativet** sig ikke til spørgsmålet om indblanding, men beklager stærkt den udvikling, der gennem årtier har fjernet sektorens aktører mere og mere fra foreningsejet.

Flere erhvervsordførere er bekymrede over mulige negative effekter af en eventuel børsnotering af Nykredit, men ingen af dem lægger op til, at man politisk vil blande sig i en eventuel børsnotering. Pelle Dragsted peger dog på, at en eventuel beslutning om børsnotering burde sendes til urafstemning blandt alle låntagere i Nykredit/Totalkredit.

Må ikke føre til en prisspiral

Udsigten til, at de samlede årlige bidragsopkrævninger i Danmark kan stige med otte mia. kr. efter en børsnotering af Nykredit, som **Barclays** forudser, får flere erhvervsordførere til at reagere. "Det skal ikke være sådan, at en børsnotering fører til en større regning til realkreditkunderne," siger Hans Kristian Skibby. Men ifølge en Barclays analyse, der tidligere er omtalt i Økonomisk Ugebrev, er det lige præcis det, der er udsigt til. "Hvis vi kommer til at se flere bidragsstigninger, så mener jeg at der er anledning til, at vi tager det op politisk," siger Hans Kristian Skibby. Han vurderer, at der stadig er behov for langt mere transparens på området, og afventer de kommende redegørelser, og de anbefalinger den måtte indeholde. Ikke mindst **Konkurrencerådets** undersøgelse af konkurrenceforholdene i realkreditte afventes med spænding af alle aktører, da det står klart for de fleste, at de seneste mange års næsten parallelle prisstigninger kun har kunnet lade sig gøre på grund af mangelfuld priskonkurrence.

Også Martin Lidegaard er klar til en politisk reaktion. "Det er min klare forventning – og krav – til Nykredit, at vi over de kommende år vil se faldende bidragssatser og en hel eller delvis tilbagebetaling af de mange penge," siger han. I første omgang vil han afvente at se, hvad der sker. "Men jeg har en klar forventning om, at Nykredit lever op til deres ansvar, ellers må vi overveje politisk handling," siger Martin Lidegaard.

Anders Johansson fra Konservative fæster lid til, at de seneste lovændringer, hvor bidragsforhøjelser skal begrundes vil være et værn mod forhøjelser og gerne skulle øge konkurrencen. "Men det er klart, at det er noget vi løbende skal evaluere," siger han.

Pelle Dragsted fra Enhedslisten frygter alvorligt, at Barclays har ret i at priserne vil stige efter en børsnotering. "Kunderne får ikke mere konkurrencedygtige priser, hvis man børsnoterer sig, tværtimod bliver det langt dyrere. Det er uacceptabelt, at det politiske flertal vil lade stå til," siger Pelle Dragsted.

Ejlif Thomasen

Kortsigtet investeringsfokus undergraver pensioner

Finanstilsynets formand kritiserer pensions-selskaber for at have et "overdrevent" fokus på kortsigtede afkast i takt med de nye markedsrente produkter bliver mere udbredte. I sidste ende betyder det lavere pensioner. Professor Carsten Tanggaard mener, det er et stort problem.

ANALYSE

En række pensionseksperter advarer nu om et alt for stort fokus på kortsigtede investeringsafkast til ugunst for landets pensionsopsparere. Overgangen til nye markedsrente produkter har nemlig medført en slags "kvartalskapitalisme", hvor pensions-selskaberne i forsøget på at tiltrække nye kunder fokuserer alt for meget på kortsigtede afkast fra kvartal til kvartal. Det var **Finanstilsynets** formand **Henrik Ramlau-Hansen**, der på tilsynets nylige konference om markedsrente satte fokus på problemet: Markedsrente fører til et overdrevent fokus på kortsigtede afkast, sagde han.

Væsentligt med langsigtet adfærd

"For pensionsopsparerne er det vigtigste, hvilken ydelse de kan forvente, når de går på pension. Derfor er det væsentligt, at selskaberne har en langsigtet investeringsadfærd og fokuserer på en veldiversificeret portefølje, som er robust over for udsving på de finansielle markeder - frem for at tænke i kortsigtede afkast for at positionere sig i forhold til konkurrenterne.

Et eksempel på det er køb af renteaftdækning, som i år med faldende rente giver større formueafkast, men som ikke betyder noget for forbrugers ydelse som pensionist," siger Henrik Ramlau-Hansen til Økonomisk Ugebrev.

Pres på kortsigtet performance

Med markedsrente produkternes indtog er der sket en langt større bevægelighed på pensionsmarkedet. Men samtidig er der også en langt større åbenhed om de enkelte selskabers afkast. Og det øger presset for kortsigtet performance, selv om pensionsopsparing er langsigtet.

"Fokus på kortsigtede afkast er et meget stort problem. Man kan ikke konkurrere på investeringsafkast. Sammenligningerne drukner i støj. Det er en hård erkendelse, men ikke desto mindre korrekt. Det medfører, at forbrugerne foretager meningsløse omkostningsfyldte valg, der leder til skuffede forventninger og ulighed i pensionslivet,"

siger professor **Carsten Tanggaard** fra Århus Universitet til Økonomisk Ugebrev.

Resultatet er, at investeringsdirektører begynder at løbe efter aktiver, der performer nu og her for at ligge godt i de sammenligninger som både foretages af medier og af pensionsmæglerne, når de hjælper firmakunder med at vælge pensions-selskab til deres medarbejdere.

"Jeg er helt enig i, at der fokuseres alt for meget på kvartals afkast og årsafkast, som helt fejlagtigt tilskrives dygtighed og kendskab til de underliggende forhold, der skaber afkast. Man bør se på afkastet over en periode, og også gerne, hvad der har skabt afkastet," siger partner **Gert Nielsen** fra **BEDSTpension**.

Lavere afkast - højere omkostninger

Problemet erkendes også i pensionsbranchen. Her forsøger man at investere langsigtet, men samtidig er det også svært ikke at udnytte, hvis man ligger godt i kortsigtede afkastsammenligninger. "Jeg kan i virkeligheden ikke sige, jeg er langsigtet investor, da der er så meget fokus på det kortsigtede afkast. Problemet er, at utroligt mange kunder ser afkastet på daglig basis på apps, og falder aktiemarkedet i en periode, får vi utroligt mange henvendelser fra folk, der bliver nervøse for deres pensioner. Der ligger en underlig forventning om, at man på kvartalsvis basis skal være den bedste," siger investeringsdirektør **Anders Svennesen** fra **Danica**.

Hans kollega **Ralf Magnussen** fra **AP Pension** er enig: "Der er ingen tvivl om, at der er et meget kortsigtet fokus på afkast, og det gør det endnu mere vigtigt, at man har bestyrelsens opbakning til alligevel at turde investere langsigtet. Men det er klart, at performer man dårligt på kort sigt, er det da noget, der bliver diskuteret i bestyrelsen," siger han.

Skift i produkter

Ligger man som selskab dårligt i sammenligningerne kan det være fristende at pille lidt ved sammenligningerne. Det er set i flere selskaber, at når et produkt klarer sig for dårligt i en periode. Så lukker selskaberne simpelthen produktet. **PFA** har således været gennem to forskellige markedsrente produkter, før PFA Plus blev lanceret. Det første produkt klarede sig ikke godt. AP Pension har netop lukket deres billige Basic produkt og lanceret et

FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE »

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

nyt. Og Danica ændrede for få år siden også deres markedsrente produkt.

Der er sikkert helt valide årsager til sådanne skift af produkter. Men det betyder også, at det bliver endnu sværere at sammenligne den langsigtede performance mellem selskaberne, som altså er den vigtigste for kunderne. Produkternes historiske afkast enten slettes eller kan ikke sammenlignes. "Enten må branchen selv løse det her, eller også må der lovgives. Enten beslutter branchen sig for at konkurrere på alle andre aspekter end afkast – eksempelvis forsikringsdækninger og individuelt

tilpassede pensioner. Eller også beslutter branchen at lave nogle ordentlige pensionsprognoser, der drives af stramme investeringspolitikker," siger Carsten Tanggaard.

Han mener en anden mulighed er regulering: "Pensionskassernes investeringspolitik skal bastes og bindes. Maksimal fokus på indekseret investering i børspapirer. En vis frihed på en mindre del til alternative og OTC investeringer. Men med stor forsigtighed. Kan de ikke selv finde ud af det må der regulering til," slutter professoren.

Carsten Vitoft

DOWNLOAD VORES GRATIS APP OG TAG ØKONOMISK UGEBREV MED PÅ FARTEN

Det er blevet nemt at have Økonomisk Ugebrev med overalt. Download vores gratis app og læs Økonomisk Ugebrev på alle dine enheder.



Minister: Uklarhed om PostNords behov for mia.

Transportministeren oplyser til Økonomisk Ugebrev, at det endnu er uklart om PostNord overhovedet har behov for milliarder i ny egenkapital. PostNord oplyser, at man netop har indskudt én milliard kroner i datterselskabet PostDanmark.

ARTIKEL

I dag står det krystalklart, at medier og politikere har været alt for hurtigt ude med at fastlåse sig på en historie om, at det er uundgåeligt, at den danske stat skal skyde flere milliarder i **PostNord** for at redde den danske postforretning fra konkurs. Hele den politiske tumult om, at transportministeren informerede postordførerne for sent, om de "meget alvorlige problemer" i posten, er dermed også baseret på et særdeles tvivlsomt grundlag.

For det første er den egentlige analyse af økonomien i datterselskabet **Post Danmark** kun lige gået i gang, oplyser trafikministeren til Økonomisk Ugebrev. For det andet har det svenske moderselskab PostNord for ganske nylig indskudt frisk egenkapital på én milliard kroner i det danske datterselskab, oplyser PostNord til Økonomisk Ugebrev - på baggrund af spørgsmål til selskabets bestyrelsesformand, **Jens Moberg**. Hertil kommer, at det detaljerede regnskab for Post Danmark endnu ikke foreligger, og det kan endnu ikke afvises, at PostNord selv kan løse de store udfordringer, især i Danmark, hvor digitalisering får behovet for postomdeling til at svinde ind.

Økonomisk Ugebrev har spurgt transportminister **Ole Birk Olesen**, om han vurderer, at der er tilstrækkeligt grundlag til at træffe en politisk beslutning om nye statsmilliarder til PostNord. Hertil svarer han:

"Nej, det har vi ikke på nuværende tidspunkt. Transport-, Bygnings- og Boligministeriet har engageret eksterne rådgivere til at gennemføre en grundig efterprøvning af PostNords økonomi, samt økonomien i den foreslåede omlægning af produktionen. Denne analyse, som snart ventes færdig, vil udgøre et væsentligt grundlag for en vurdering af behovet for et eventuelt kapitalindskud."

Transportministeren er altså ikke sikker på, om der overhovedet skal friske skattemilliard ind, som foreslået af bestyrelsesformand **Jens Moberg**.

Skræmmebillede af udviklingen

Stadig mere tyder på, at PostNords ledelse har forsøgt at tegne et skræmmebillede af udviklingen i den danske postforretning. Altså at pengene

fossede ud af kassen, og at der var risiko for en konkurs. I dag ligner det mere et forsøg på at få hurtige penge ud af den danske statskasse. I en planche fra Transportministeriet fra 22. februar 2017, der var stemplet fortroligt, fik forligskredsen om PostNord at vide, at der var risiko for, at posten i Danmark ville synke i havet. Og det ville udløse en milliardregning til statskassen.

I planchen hedder det: "Der er en risiko for, at Post Danmark A/S går konkurs. Egenkapitalen (108 mio. kr.) er nu lavere end den tegnede kapital. Virksomheden har udsigt til fortsat tab. I henhold til selskabslovens § 119 skal ledelsen derfor sikre, at der afholdes generalforsamling indenfor 6 måneder... Konkurs udløser forpligtigelse for staten på ca. 5,4 mia. kr."

Som om, det ikke var noget af en mundfuld for de politikere, der deltog blev det også oplyst, at der skulle milliarder på bordet: "PostNord ønsker bidrag fra ejerne til at finansiere omkostningerne forbundet med selve omlægningen (ca. 2,4 mia. kr.)."

Medier i det røde felt

Tilsyneladende virkede det på politikerne – og på de fleste medier, der gik op i det røde felt – med udsigten til et kollaps i det danske postvæsen. Virkeligheden forholder sig meget anderledes:

For det første oplyste PostNord torsdag til Økonomisk Ugebrev, at der i februar måned blev skudt en mia. kr. i egenkapital ind i den danske del af koncernen: "PostNord-koncernen är en samlad koncern och har därför tillfört det danska bolaget ett aktieägartillskott om 1 miljard för att återställa bolagets egna kapital, vilket påverkats negativt av 2016 års resultat.", skriver kommunikationsdirektør **Per Mossberg** i en mail. Med andre ord indtil videre klarer PostNord skærene selv.

For det andet viser en regnskabsanalyse, at der er meget stor forskel på det formelle underskud i den danske postforretning og cash flow fra driften (altså effekten på kassebeholdningen), som næppe har været negativ overhovedet. Som det fremgår af denne **gennemgang** var driftsunderskuddet før af- og nedskrivninger (EBITDA) sidste år på omkring 100 mio. kr.

For det tredje fremgår det af PostNords **regnskab**, udsendt fredag, at der er hensat to milliarder kroner til fremtidige omstruktureringsomkostninger i postkoncernen. Det er altså hensættelser, som er allerede er udgiftsført i regnskabet og som har belastet bundlinjen, men som endnu ikke er anvendt til at foretage omstruktureringer. **Lars Abild**

Novo-pengemaskinen biopharma udfordres

Biopharmaceuticals kan tabe mere end 15 procent af omsætningen over de næste tre år. Indtjeningen kommer fra aldrende produkter, der møder stadig hårdere konkurrence. Er pipelinen og køb af udviklingsprojekter nok til at stabilisere på længere sigt?

ANALYSE

Novo Nordisks "lille" division, Biopharmaceuticals, fremstår tilbageholdende og lukrativ. Normalt løber den store division, "Diabetes and Obesity Care", med omtalen, mens Biopharmaceuticals i al diskretion leverer mere end en fjerdedel af koncernens samlede driftsindtjening.

Det vil imidlertid ændre sig. I de kommende år vil Biopharmaceuticals, for den nye koncernchef **Lars Fruergaard Jørgensen**, blive en af de store udfordringer. Og spørgsmålet om, hvad den ellers så fokuserede Novo Nordisk-koncern skal med denne division, vil blive mere påtrængende. Der er nemlig udsigt til et historisk tilbageslag for Biopharmaceuticals, der allerede i 2019 kan have mistet over 15 procent af den omsætning og indtjening, der i de seneste år har været solidt for opadgående. Den stabilisering på et lavere niveau, der kan bevise divisionens langsigtede levedygtighed, kommer måske først om tre år.

Omsætningen viger

2017 bliver sandsynligvis vendepunktet, hvor mange års vækst i biopharma afløses af vigende salg. Divisionen er i dag, med en omsætning i 2016 på 22,8 mia. kr., i sig selv Danmarks næststørste pharma-virksomhed, og divisionens driftsresultat er med 12,3 mia. kr. (omtrent svarende til **Leggo-gruppens** 12,4 mia. kr.) mere end fem gange så stor som **Lundbeck** og mere end 17 gange så stor som **Leo Pharma** (i 2015).

Divisionen har vokset sig stærk ved hjælp af NovoSeven, et middel mod blødersyge (hæmofili), Andreder, der er introduceret i 1996 og væksthormonet Norditropin, der blev introduceret i 1988. Novo Nordisk har i årenes løb arbejdet på at udvikle nye præparater uden for diabetesvirksomheden, men den store satsning på "et tredje ben" i form af midler mod inflammatoriske sygdomme. Det blev opgivet i 2014 med et tab på 700 mio. kr. til følge.

Aktuelt mangler Biopharmaceuticals nye midler, der fuldt ud kan opveje det omsætningstab, som prispress og øget konkurrence vil udsætte de aldrende succesprodukter for i de kommende år. Ikke mindst ventes et [nyt middel fra Roche](#) at blive en alvorlig udfordrer for NovoSeven, selv om der også

kan stilles [spørgsmål](#) ved det nye middel.

Novo Nordisk advarer selv i årsrapporten for 2016 om, at der i 2017 vil være begrænset vækst i Biopharmaceuticals på grund af forstærket konkurrence til blødermedicinen, men koncernen ser muligheder for, at bolt-on-opkøb kan styrke væksten. Desuden mener selskabet at have en lovende pipeline inden for både blødermedicin og væksthormoner.

Den øgede konkurrence er hovedårsagen til, at aktieanalytikeren **Søren Løntoft Hansen** fra **Sydbank** skønner, at divisionens omsætning i 2017 kan falde til 20,7 mia. kr., for så at falde videre til 19,3 mia. kr. i 2018 og 19 mia. kr. i 2019, og at driftsindtjeningen kan falde i samme takt. Derefter kan omsætningen stabilisere sig på niveauet 19 mia. kr., forudsat at Novo Nordisk får rimelig succes med nye midler til blødersygdomme, der potentielt kan blive godkendt i 2017, vurderer Sydbank-analytikeren.

Brug for ny vækst

Om Novo Nordisk satser tilstrækkeligt på at forsvare pengemaskinen Biopharmaceuticals mod konkurrence er et åbent spørgsmål. Mens udgiften til forskning og udvikling i de seneste år har ligget nogenlunde konstant i diabetes-forretningen på omkring 13 procent af omsætningen, er den tilsvarende andel i Biopharma faldet fra over 20 procent i årene 2011 til 2014 til 13-14 procent i 2015-2016.

At der er satset mest stabilt i diabetes- og fedme-hovedforretningen har forekommet rimeligt i betragtning af, at denne forretning også har udvist langt den største vækst i årene 2009-2015. Men i en situation, hvor væksten i hovedforretningen bremser kraftigt op, kunne Novo Nordisk godt bruge mere pres på pipelinen i biopharma.

Lars Fruergaard Jørgensen vil på den baggrund nu gerne købe flere udviklingsprojekter udefra. Han har netop i forbindelse med årsregnskabet [varslet](#), at Novo Nordisk kan skruer ned for årets aktietilbagekøbsprogram. Biopharma er en dominerende global udbyder af både blødermedicin og væksthormon og vil kunne optimere interessante projekter gennem sin store organisation og markdstilstedeværelse verden over.

Opkøb vil formentlig først få indflydelse på noget længere sigt, men i 2020 skulle det være klart, om det er lykkedes at stabilisere Novo Nordisk Biopharmaceuticals. Og hvis ikke? Så kunne man ifølge Søren Løntoft Hansen spørge "Hvad skal man så med Biopharma?" i Novo Nordisk.

Morten A. Sørensen

Lovende SMV-succes'er købes af børsen

Med den kommende afnotering af **Expedit** fjernes endnu en solid turnaround-succes fra børsen. Det er i stigende grad mindre og mellemstore virksomheder, med meget lovende udsigter, der opkøbes og bliver afnoteret, viser gennemgang af de seneste afnoteringer og opkøb af børsnoterede selskaber.

ANALYSE

En række af fondsbørsens mest lovende turnaround-succeser er i de seneste år blevet taget af børsen. 10 ud af de 13 selskaber, der siden begyndelsen af 2016 er blevet købt af fondsbørsen i København, udviste i de to år før afnoteringen klar resultatfremgang, ofte efter en længere svaghedsperiode, viser en opgørelse foretaget af Økonomisk Ugebrev (se skema).

Netop i disse uger er børsnoterede **Expedit**, der fremstiller butiksinventar, ved at blive opkøbt og taget af børsen. Det sker efter, at virksomheden i de seneste par år har præsteret en turnaround, der har løftet resultat og aktiekurs betydeligt.

Siden begyndelsen af 2016 er to andre af fondsbørsens mest udprægede turnaround-succeser, **Mols-Linien** og **BoConcept**, blevet købt af børsen. Mols-Linien har gennemført en imponerende turnaround og er, netop som selskabet indleder en perspektivrig ekspansionsfase, købt af en kapitalfond. Møbelkæden BoConcept vil også efter en turnaround-proces sætte gang i den internationale ekspansion og udnytte tidens interesse for skandinavisk design. Tidligere blev også **Auriga**, der i perioden 2009 til 2013 præsterede en kraftig resultatforbedring, blevet opkøbt og taget af børsen. Også den fremstormende tøjvirksomhed **DK Company** er afnoteret.

De mest lovende forsvinder

Investorer på den danske børs mister således ikke alene et betragteligt antal investeringsmuligheder. De virksomheder, der forsvinder, er nogle af mest lovende investeringsmuligheder. De udviser bedst fremgang og har særligt gode fremtidsperspektiver. Kapitalfonde og industrielle opkøbere får dermed mulighed for at udnytte måske lave aktiekurser, der endnu ikke fuldt ud afspejler selskabernes nye muligheder, måske på grund af manglende markedsinformation og asymmetri i viden om virksomheden.

Der er naturligvis særlige undtagelser: To af afnoteringerne, **Dansk Industri Invest** (tidligere **Dantherm**) og **NunaMinerals**, skyldes ligefrem konkurser. Men blandt de resterende 11 har de ti haft solide resultatfremgang i de to år frem til afnoteringen. Tre af denne gruppe på 11 virksomheder udviste underskud i det senest offentliggjorte regnskab før afnoteringen. Blot to år før var det hele syv af dem, der havde underskud. Nettoresultatet for disse 11 er øget fra minus 277 mio. kr. til plus 290 mio. kr. over de to år før afnoteringen.

Bemærkelsesværdigt er de fleste af disse afnoteringer ikke sket på grund af kapitalfondes eller større konkurrenters opkøb og konsolideringsbestræbelser. Mindst fem af de afnoterede er således købt af tidligere storaktionærer, der i forvejen har haft et grundigt kendskab til virksomhederne og har formået at vurdere deres fremtidsmuligheder (det gælder egentlig også for Expedit, hvis kommende eneejer hidtil har været storaktionær men som også er i samme branche). Læs om de næste opkøb og afnoteringer [her](#).

Morten A. Sørensen

FREM GANG FØR AFNOTERING

Selskab	Afnotering	Omsætning		Nettoresultat		Årsag til afnotering
		seneste*	to år før**	seneste*	to år før**	
Expedit	Snart	482	433	11	5	Købes af større virksomhed
Asgaard Group	12-jan-17	127	30	-5	-19	Købt af hovedaktionær
Mols-Linien	11-okt-16	671	536	74	-35	Købt af kapitalfond
Dansk Industri Invest****	07-sep-16	0	481	-109	-28	Konkurs
BoConcept	11-aug-16	1052	904	92	-43	Købt af kapitalfond
Exiqon	03-aug-16	162	124	7	-11	Købt af større virksomhed
NunaMinerals	08-jul-16	i.o.	i.o.	-87	-15	Konkurs
Victor International	18-maj-16	3	3	0,3	-0,1	Købt af hovedaktionær
Stylepit	13-apr-16	i.o.	i.o.	-35	-127	Købt af hovedaktionær
DK Company	17-mar-16	2430	1432	69	42	Købt af hovedaktionær
Deltaq	15-mar-16	i.o.	i.o.	-3	-109	Købt af kreds af aktionærer
Berlin IV	18-feb-16	15	14	19	20	Købt af større virksomhed
Auriga/Cheminova***	29-jan-16	6598	5723	290	19	Købt af større virksomhed

Kilde: Selskabers årsregnskaber

* Seneste regnskabsår før afnotering, typisk 2015

** Typisk 2013

*** Seneste regnskabsår er her 2013

**** Tidligere Dantherm

Vækst i dansk økonomi truet af flaskehalse

Beskæftigelsen øges fortsat især i lavproduktive sektorer, og der ses nu flaskehalse på arbejdsmarkedet. En forudsætning for øget økonomisk vækst er derfor flere erhvervsinvesteringer, ikke mindst i digital transformation, robotter og IoT, samt tilhørende kompetencer.

TEMA

Beskæftigelsen er de seneste fire år især øget i lavproduktive erhverv i servicesektoren. Det betyder, at værdiskabelsen i samfundet kun er vokset meget begrænset og med aftagende styrke på det seneste, på trods af betydeligt flere på arbejdsmarkedet. Økonomisk Ugebrev har analyseret udviklingen i antallet af fuldtidsansatte lønmodtagere fra 1. kvartal 2012 til 4. kvartal 2016. Af de ekstra 126.256 fuldtidsansatte har langt over halvdelen fundet arbejdet inden for klassiske servicesektorer, blandt andet rejsebureauer, rengøring, hoteller, restauranter og undervisning, samt byggeri og anlæg.

Topscoren er **Danmarks Statistiks** kategori "Rejsebureauer, rengøring og anden operationel service" med ekstra 24.381 fuldtidsansatte lønmodtagere. På andenpladsen kommer byggeri og anlæg med ekstra 23.813 fuldtidsstillinger. På fem år er der kun kommet ekstra 9.693 fuldtidsstillinger i industrien, svarende til en fremgang på knap fire procent. Inden for kategorien handel er der kommet 12.811 ekstra fuldtidsansatte. I kategorien "vidensservice", dvs. advokater, revisorer og konsulenter, er der kommet 16.303 flere fuldtidsansatte.

Nationalbanken skriver i den seneste **genemgang** om dansk økonomi, at "hele stigningen i beskæftigelsen siden 2013 har fundet sted i den private sektor. Fremgangen har været bredt fordelt på erhverv, men har været særlig tydelig inden for handel og transport, erhvervsservice samt byggeriet. Arbejdsstyrken er blevet udvidet under opsvinget, og stigningen i beskæftigelsen har været større end faldet i ledigheden. Uden tilgang af arbejdskraft til at dække den stigende efterspørgsel ville væksten i økonomien allerede være gået ned i tempo." Videre skriver Nationalbanken, at "væksten i beskæftigelsen ventes at fortsætte, men i et mere afdæmpet tempo. Frem mod 2019 ventes beskæftigelsen af stige med yderligere 60.000 personer med afsæt i øget udbud af arbejdskraft som følge af allerede vedtagne reformer. Der er aktuelt kun få ledige ressourcer på arbejdsmarkedet. Arbejdsmarkedsgabet, der er et mål for, hvor meget beskæftigelsen kan stige, uden at der opstår pres i økonomien, er stort set lukket."

Med andre ord er der nu et påtrængende behov for, at erhvervslivet begynder at investere mere i udstyr og processer, eksempelvis digital transformation, robotter, kunstig intelligens og IoT, som kan skabe forøget værditilvækst i erhvervslivet uden at det kører mange flere ansatte. Økonomisk Ugebrev bragte for nylig en artikel om, at der fortsat er investeringstørke i dansk erhvervsliv, hvilket eksempelvis også afspejles meget godt i tal fra Danmarks Statistik omkring byggeriet. Nybyggeriet af nye fabriksbygninger og kontorejendomme er nærmest på et historisk lavpunkt.

Vismændene skriver i den seneste **opdatering** om dansk økonomi, at "på baggrund af det mindskede beskæftigelsesgap i hoveder vurderes risikoen for pres på arbejdsmarkedet at være øget. En konsekvens heraf kan være, at det bliver sværere for virksomhederne at rekruttere kvalificeret arbejdskraft, hvilket der i 2016 har været en stigende tendens til i bygge- og anlægserhvervene samt industrien."

Økonomisk Ugebrev har i artikler og analyser tidligere påpeget tre vigtige indsatsområder i erhvervspolitikken, hvor en målrettet indsats er hårdt tiltrængt, og hvor der kan skabes grundlag for fornyet og stærkere økonomisk vækst i samfundøkonomien de kommende år.

For det første, at der skabes langt bedre vilkår for at børsnotere mindre virksomheder på det danske aktiemarked, hvor der står masser af risikovillig investeringskapital parat til at blive investeret i nye højteknologiske arbejdspladser. Læs artikel herom i dette tema.

For det andet er der fortsat et akut behov for at SMV universet af mindre virksomheder og iværksættere til nye finansieringskanaler, idet bankerne ikke løser denne opgave på grund af de forøgede risici.

For det tredje er der brug for målrettet fokus på fremme af digital transformation, robotter og nye forretningsmodeller i erhvervslivets underskov.

Morten W. Langer

HOVEDPARTEN AF MERBESKÆFTIGELSEN KOMMER FRA SERVICE

Fuldtidsansatte lønmodtagere (tusind)	2009 K1	2016 K4	Ændr. 2012 K1-2016 K4	Ændr. %
Rejser, rengøring & service	98	118	24	26%
Bygge og anlæg	132	141	24	20%
Hoteller & rest.	44	62	17	38%
Vidensservice	115	128	16	15%
Handel	320	314	13	4%
Industri	308	274	10	4%
Land, skov & fiskeri	29	35	7	23%
Information og komm.	87	90	6	8%
Erhverv i alt	2214	2236	126	6%

Kilde: Danmarks Statistik

Minister styrker dansk aktiebørs til efteråret

Erhvervsminister Brian Mikkelsen varslar nu, at vækstpakken, som regeringen fremlægger til efteråret, kommer til at indeholde elementer, som skal sparke gang i det danske marked for SMV noteringer. Siden den fejlslagne notering af Nets, er der ikke børsført selskaber. I Sverige er syv selskaber børsnoteret i samme periode.

TEMA

Som bekendt har den danske fondsbørs efterhånden i mange år været død, når det gælder funktionen som formidler af risikovillig egenkapital til mindre vækstvirksomheder i erhvervslivets underskov. Fondsbørsen har fået flere store nye virksomheder, eksempelvis **Nets**, **Scandinavian Tobacco** og **OW Bunker** (som jo er væk igen).

Men ingen af de IPO cases har haft til formål at skaffe risikovillig kapital til mindre vækstvirksomheder, med henblik på at investere i nyt udstyr og flere arbejdspladser. Bundlinjen er, at det danske samfund går glip af en betydelig samfundsmæssig værditilvækst og mange tusinde nye arbejdspladser, måske i nye vidensvirksomheder, som politikerne ellers er så optaget af, at Danmark skal leve af i fremtiden.

Erhvervsminister **Brian Mikkelsen** står altså med fuldstændig samme problemstilling, som da han sidst var erhvervsminister i 2010-2011: Stort set ingen børsnoteringer fra erhvervslivets underskov af mindre vækstvirksomheder, som har brug for risikovillig egenkapital til at skabe vækst, nye investeringer, markedseksponering og flere arbejdspladser.

I dag siger Brian Mikkelsen om kommende initiativer til at stimulere det danske børsmarked: "Hvis Danmark skal blive bedre til at skabe højproduktiv vækst, er vi nødt til at se fordomsfrit på de forretningsvilkår, vi tilbyder både vores vækstvirksomheder og de investorer, der skal finansiere deres vækstplaner."

Videre siger erhvervsminister Brian Mikkelsen: "Det handler blandt andet om, at vi har brug for et mere velfungerende aktiemarked, ikke kun for de helt store virksomheder, men også for mindre og mellemstore, der mangler risikovillig kapital for at kunne realisere deres vækstpotentiale. Derfor er tiltag som lavere skat på aktieindkomst og ting som den svenske aktiesparekonto spændende at se nærmere på. Disse og andre forslag vil regeringen se nærmere på i forbindelse med den vækstplan, som regeringen vil komme med senere i 2017."

Men kan den nuværende mindretalsregering så komme igennem med den slags initiativer. Umid-

delbart ser det ud til, at de politiske vinde er ved at vende omkring gavnigheden af en mere frugtbar børsmarked. Og der har været positive signaler fra flere andre partier både til højre og venstre, om behovet for at skabe bedre rammer for at anvende børsmarkedet som redskab til at finansiere vækst i underskoven i dansk erhvervsliv.

At der er rigtig gode muligheder fremgår tydeligt af aktiviteten på den svenske børs. Alene i 2017 er der nysat to nye selskaber på hovedmarkedet og fem nye virksomheder på **First North** markedet for mindre selskaber. Det gunstige børs miljø skyldes flere forhold: For det første er der stor pengeinteresse hos de private investorer og pensionskasser, og risikovilligheden er også høj på grund af høje værdiansættelser i de fleste børsnoterede selskaber. For det andet er det attraktivt for mange virksomheder at hente risikovillig kapital på den måde, dels fordi den er billig, dels fordi den netop er risikovillig, og dels for ejerne med en spredt ejerkreds kan bevare kontrollen, modsat hvis der kommer krævende venturefondsejere ind i ejerkredsen.

Hvem kan man så klandre for den aktuelle markeddefekt? Vigtigt er det, at et mindre vækstselskab går forrest og viser vejen for de andre: Altså viser, at det godt kan lade sig gøre. Det kan måske udløse en ketchup-effekt, hvor flere selskaber følger efter. Grundlæggende er de vigtigste forudsætninger nemlig opfyldt: På den ene side skal der være små vækstvirksomheder, som er interesseret i en børsnotering. Det synes at være tilfældet i rigt mål. På den anden side skal der være risikovillige investorer, som får mulighed for at købe aktier til en fair pris. Økonomisk Ugebrev har tidligere gennemført en rundspørge blandt 8.000 privatinvestorer, og der var overvældende interesse for at investere i lidt mere risikofulde vækstvirksomheder.

Skærer man ind til benet, viser det sig, at de danske corporate finance-rådgivere er det alt overskyggende problem. Groft sagt vil de ikke børsføre en virksomhed med en børsværdi på 30 mio. kr. for et samlet honorar på 1 mio. kroner, som det ofte sker i Sverige. For det første vil de ikke sætte deres omdømme på spil for et så lille honorar. For det andet ser de, modsat de svenske rådgivere, på den enkelte transaktion, og ikke på de kommercielle muligheder i at blive "livsrådgiver" for den lille virksomhed, der måske vokser sig større med øget interesse fra et professionelt publikum.

Morten W. Langer

SMV-forslag i 2025-plan tages op af hatten igen?

Endnu er det uvist, hvilke elementer fra efterårets 2025-plan, der overlever. Men man kan håbe på, at elementerne i det varslede vækstudspil, som regeringen fremlægger senere på året, vil bibeholde flere af forslagene til at stimulere underskoven i dansk erhvervsliv.

TEMA

Efter regeringsseminaret i januar 2017 på Tøstrup Gods sagde statsminister **Lars Løkke Rasmussen**, at regeringen vil fremlægge en opdateret 2025-plan, som giver et skøn over, hvad der kan gøres godt med. Regnestykket skal danne grundlag for en stribe nye initiativer til efteråret, hvor regeringen blandt andet vil fremlægge et vækstudspil, hvor indholdet endnu er ukendt.

"Vi har også kigget frem mod efteråret, hvor vi blandt andet vil fremlægge en jobreform fase to, som letter skatten på arbejde både i toppen og i bunden, og et vækstudspil, som skal skabe bedre vilkår for vores virksomheder," sagde Lars Løkke Rasmussen ved den lejlighed.

Økonomisk Ugebrev har i en tidligere anmeldelse af 2025-planen kaldt forslagene til bedre finansieringsforhold for SMV underskoven, som det mest perspektivrige og nytænkende stykke erhvervspolitik i ti år. Vi gennemgår her nogle af de tidligere forslag.

Indførelse af investorfradrag: "For at lette mulighederne for at skaffe risikovillig kapital til små og nystartede virksomheder ønsker regeringen at indføre et investorfradrag. Sverige og Storbritannien har indført et sådant investorfradrag for at understøtte adgangen til risikovillig kapital (...). Det foreslås, at der indføres et investorfradrag fra 2017. Forslaget indebærer, at personer, der investerer i små unoterede virksomheder får mulighed for årligt at fradrage halvdelen af investeringer for op til 650.000 kr. Dermed vil skattebesparelsen kunne udgøre op til ca. 90.000 kr. i 2017."

Forslaget vil uden tvivl kunne blive en meget stærk dynamo for investeringer i små virksomheder de kommende år.

Lavere grænser for investering af pensionsopsparing i unoterede aktier: I følge planen øges muligheden for, at danskere med pensionsopsparing investerer penge i unoterede selskaber. Blandt andet kan der fremover investeres 50.000 kr. i unoterede aktier, når opsparingen overstiger 200.000 kr. I dag er grænsen 500.000 kr. Desuden nedsættes grænsen for enkeltinvesteringer fra 100.000 kr. til 50.000 kr. Forslaget er et skridt i den rigtige retning.

Skattefrihed i de første tre leveår: I planen hedder det, at "det foreslås, at iværksætterselskaber over en tre årig periode får skattefrihed for et skattepligtigt overskud på op til 7 mio. kr. Ordningen foreslås at gælde i virksomhedens tre første leveår. Nye iværksætterselskaber vil dermed i de første tre leveår spare selskabsskatten på 22 pct. af de første 7 mio. kr. i skattepligtigt overskud. Det svarer til en skattelempelse på op til ca. 1,5 mio. kr. i treårs perioden."

Problemet er, at mange iværksættervirksomheder sjældent præsterer overskud de første tre år. Hvis de overhovedet har penge til overs, så investeres de i løbende udvikling af virksomheden. Så forslaget i denne udformning er fejltænkt. Bedste mulighed for at udnytte skattefriheden vil være etablerede større virksomheder, som lægger en ny forretningsaktivitet, som der giver overskud fra dag ét, i et iværksætterselskab.

Bonusfradrag ved investering i F&U: "Virksomheder har efter gældende regler mulighed for at "straks afskrive" udgifter til forskning og udvikling (FoU) svarende til 100 pct. af udgifterne. Der indføres fra 2017 og frem til 2025 et bonusfradrag på 50 pct. for SMV'er og 25 pct. for store virksomheder for merinvesteringer i FoU ift. niveauet i 2016. Det samlede fradrag for de berørte investeringer vil da udgøre 150 pct. for SMV'er og 125 pct. for store virksomheder." For overskudsgivende virksomheder vil det ekstra fradrag give et ekstra stort incitament til at udvikle. Et element, som må vurderes at få god effekt især for mindre virksomheder.

Fradrag for alternative afkast: Der er tale om et såkaldt egenkapitalfradrag, der friholder normalforrentningen af egenkapitalen (alternativomkostningen ved egenkapitalfinansiering) for skat. Fradraget gælder nye indskud af egenkapital. Selvom det lanceres som et initiativ til fremme af iværksættere, vil langt den største del af "besparelsen" i kroner tilfalde store kapitalstærke virksomheder. Selskaber med underskud, herunder opstartsvirksomheder som i de første år kan have underskud, kan fremføre uudnyttet ACE-fradrag til udnyttelse i senere års overskud." Det betyder altså, at nye virksomheder med underskud i lang opstartsfase ikke hjælpes af dette fradrag nu og her.

Morten W. Langer

Lovforslag, bekendtgørelser og rapporter

MYNDIGHEDSNYT**Efter skandalen med Gable og Husejernes Forsikring:**

Erhvervsministeren har ikke i ny lov om Garantifonden for Skadesforsikring indsat oplysningskrav for Finanstilsynet og Garantifonden om at offentliggøre en oversigt om, hvem der er medlem og ikke medlem af garantifonden. I [lovforslaget](#) hedder det, at "det foreslås, at lov om forsikringsformidling ændres, så forsikringsagentvirksomheder, administrationsselskaber, underagentvirksomheder og forsikringsdistributionsvirksomheder i forbindelse med markedsføring af en skadesforsikringsaftale skal oplyse, i hvilket forsikrings-selskab forsikringen tegnes, om forsikrings-selskabet er omfattet af en garantiordning, der dækker kundens krav i tilfælde af forsikrings-selskabets konkurs, og navnet på denne garantiordning. Oplysningerne skal gives til kunden senest samtidig med indgåelsen af en konkret forsikringsaftale. Disse virksomheder skal endelig på deres hjemmeside oplyse om omfanget af en garantiordning (...). På trods af at Finanstilsynet ikke fører tilsyn med skadesforsikrings-selskaber med hjemsted i andre lande inden for Den Europæiske Union og lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område, vurderes det hensigtsmæssigt at give selskaberne mulighed for at tilslutte sig Fonden for så vidt angår de forbrugerforsikringer, som selskaberne tegner på det danske marked. Dette kan bidrage til at afbøde virkningen ved fremtidige situationer som den, der er opstået ved Gable Insurance AG's konkurs."

Lovløse tilstande for sletning af børsnoterede selskaber? Ifølge [høringsnotat](#) lægges der i en ændring om lov for markedspladser op til, at eksempelvis NasdaqOMX i København selv skal fastsætte regler for sletning af selskaber fra notering. Efter sagen med Mols-Liniens afnotering kan det give nærmest retsløse tilstande, hvor små aktionærer igen bliver de store tabere. I regeringens vurdering hedder det: "Der vurderes ikke at være et særligt behov for offentligretlig regulering på området. Tværtimod vurderes det hensigtsmæssigt, at de enkelte markedspladser selv kan fastsætte regler om sletning. Der ses ikke at være behov for, at alle regulerede markeder har samme regler om sletning. Ved at fjerne den offentligretlige regulering af spørgsmålet gives markedspladserne mulighed for at fastsætte de regler, som de mener giver størst klarhed over,

hvornår finansielle instrumenter kan slettes fra handel. Det stemmer ligeledes overens med regeringens fem principper for god implementering, at regler fastsættes gennem alternativer til regulering. Markedspladsen, herunder fx Nasdaq Copenhagen, kan dermed fastsætte regler om sletning i sit eget regelsæt, der er klare, og som forhindrer uhensigtsmæssig adfærd, herunder at et selskab går på børsen, rejser ny nødvendig kapital og derefter går af børsen igen, hvilket vil efterlade de nye aktionærer i en uhensigtsmæssig situation. Markedspladsen kan således fastsætte regler, der sikrer, at sletning ikke vil være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion."

Afrapportering om HSBC sagen til Folketingets Skatteudvalg:

I en [orientering](#) hedder det, at "Hovedkonklusioner HSBC-dataene har haft direkte betydning for, at SKAT har fundet frem til danskere, der har anvendt skattely via HSBC i Schweiz. I behandlingen af sagerne har det givet ekstra information om skatteyderne, at SKAT har kunnet sammenholde oplysningerne fra HSBC med data fra Money Transfer-projektet og Rente-Kontrol-ordningen. Flere af sagerne har der ikke været grundlag for at gå videre med – blandt andet pga. ringe datakvalitet. De sager, som SKAT har kunnet gennemføre, har dog medført væsentlige resultater: I 49 sager har SKAT foretaget ændringer af den skattepligtige indkomst. Der er samlet set foretaget reguleringer (brutto) for godt 154 mio. kr., hvilket har resulteret i et potentielt provenu på ca. 96 mio. kr. Notat 9. marts 2017 J.nr. 2017 - 582 Skatteudvalget 2016-17 (Omtryk - 09-03-2017 - Opdateret udgave) SAU Alm.del Bilag 142 Offentligt Side 2 af 3 HSBC-sagerne er forskellige i opbygning, men det er et fællestræk for de sager, der omhandler skatteunddragelse, at skatteyderne har haft udenlandske indtægter, som er udeholdt fra beskatning i Danmark. Den udenlandske indtægt kan stamme fra salg af virksomhed, udbytter, konsulenthonorar eller lignende. Alle sagerne er oversendt til ansvarsvurdering."

Morten W. Langer

Aktuelle faglige nyhedsbreve og rapporter

RAPPORTINDEKS

Titel og link	Tema	Udgiver	Type	Udgivet
Ny revisionspåtegning (ny)	Revision	Beierholm	Publikation	mar-17
Nyt register over reelle ejere – nu kommer det (ny)	Registrering	Beierholm	Nyhedsbrev	mar-17
European Data Protection Supervisor har offentliggjort deres prioriteringer for 2017 (ny)	Data	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	mar-17
SKAT udsender udkast til styresignal om holdingselskabers ret til momsfradrag ved køb af kapitalandele i datterselskaber (ny)	Skat og moms	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	mar-17
EU-retten: Europa Kommissionen skal overholde det kontradiktoriske princip i fusionssager (ny)	Konkurrence	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	mar-17
Den fælles patentdomstol - overvej fravalgsordningen (ny)	Patent	Plesner	Artikel	mar-17
Yderligere afklaring af danske regler om provisionsbetalinger	Provision	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	mar-17
Generaladvokaten stiller spørgsmålstegn ved momsfrigivelse for selvstændige grupper	Skat og moms	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	mar-17
Skatteministeren: det skal være sværere for medejere af transparente arbejdsgiverselskaber at blive anset som selvstændigt erhvervsdrivende	Skatteret	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	mar-17
Status på igangværende overenskomstforhandlinger i finanssektoren og industrien	Overenskomst	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	mar-17
Medarbejder havde ikke krav på aftalt fratrædelsesgodtgørelse, da denne kunne konkursreguleres	Konkurslov	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	mar-17
Ny markedsrapport om ejendomsmarkedet	Fast ejendom	Nybolig Erhverv	Nyhedsbrev	mar-17
Ekstraarbejde med årsrapporten for 2016	Regnskabslov	Beierholm	Publikation	feb-17
Etablerings- og Iværksætterkontoordningen 2017	Iværksætteri	Beierholm	Publikation	mar-17
Online hotelbookingplatformene vil fortsat blive holdt under tæt opsyn	Konkurrence	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	feb-17
International Chamber of Commerce indfører en ny kortere proces i mindre voldgiftssager	Volgifsret	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	mar-17
Hollandsk dom bekræfter: Investeringsselskaber kan holdes ansvarlige for porteføljeselskabers konkurrencebegrænsende adfærd	Konkurrence	Gorrissen Federspiel	Nyhedsbrev	feb-17
Tvivl om anvendelsesområdet for skattebegunstigede medarbejderaktieordninger	Skat	Plesner	Artikel	feb-17
Copenhagen Property Market Report 2017	Fast ejendom	Sadolin & Albæk	Nyhedsbrev	feb-17
Ny betalingslov på vej	Lovgivning	Plesner	Artikel	feb-17

Denne side er sponsoreret af:

KROMANN
REUMERT

PLESNER

BECH-BRUUN

BEIERHOLM
VI SKABER BALANCE

Sadolin|ALBÆK



Gorrissen Federspiel

Moalem Weitemeyer Bendtsen

Advokatpartnerselskab

Klik på logo og få adgang til flere ressourcer...

Ugens stærkeste og svageste erhvervsdækning

MEDIEANMELDELSE

Når journalister støder ind i virkeligheden. Det er både nedslående og opløftende at læse Børsen-redaktør **Nils Lundes** lille **beretning** om hans forsøg på, at komme i kontakt med **Nordea**. Nedslående fordi det afslører, hvordan erhvervsgiganterne stadig ikke magter at behandle kunderne ordentligt, men opløftende fordi beretningen er underholdende. Flere af den slags beretninger, især fra ikke-journalister, burde egentlig kunne bringe medierne videre og tættere på mediebrugerne. De store virksomheders kunder har nemlig stadig, trods alle friserede tilfredshedsmålninger, titusinder af den slags oplevelser hver eneste dag. Store medier med en bred berøringsflade har derfor i dag enestående mulighed for at få en nærkontakt med mediebrugerne. De kunne med lidt original, systematisk tænkning og udnyttelse af internettet og sociale medier afsløre langt mere om, hvordan det reelt er at være kunde eller ansat i en virksomhed og dermed blive virkelig relevante, også for virksomhedernes ledelser. Så må de tage med, at de også selv vil blive kritiseret, blandt andet når kunder og ansatte, der vil deltage i den slags menings- og erfaringsudveksling, må stå i kø for at komme til.

Boligpriser, boligpriser, boligpriser. Hvad læser vi? Et blik over listerne med de mest læste artikler i den forgangne uge viser igen en umættelig interesse for artikler om boligpriser, som når **Nationalbanken** **advarer** om risikoen for en boligboble, eller når ejendomsmæglere rituelt **svarer igen** med, at prisudviklingen sandelig er aldeles sund. Der må da være oplagt interesse for mere grundige analyser, der går dybere, og som ser på, hvad der sker, når renten igen stiger med en, to, tre eller fem procentpoint.

Klap i. Sprogtone i medierne og selvfedme i København: Børsen **belærer** Københavns overborgmester **Frank Jensen** om, at han skal "klappe i," når han (som det vel også er hans opgave) fremhæver hovedstadens fortræffeligheder. Man kan måske godt følge Børsen i irritationen over tendensen til københavnsk selvfedme. Men (og vi ved, at vi gentager os selv her) de etablerede medier forsvare næppe deres troværdighed ved at lade sig inspirere af debatformen på mere primitive internet-fora.

Berlingske Business lægger op til Nets generalforsamling: Det vil være en skandale, hvis nogle af de store aktionærer ikke rejser sig på

generalforsamlingen om, hvad der gik galt på ved børsnoteringen, citerer avisen investeringsøkonom **Per Hansen** for. Interessant betragtning, da det beviseligt ikke er gået godt for Nets-aktien, der gik på børsen til kurs 150 mod den aktuelle kurs på ca. 107. Vi vil faktisk blive overrasket, hvis der bare er én professionel investor, der stiller sig op på generalforsamlingen. Hvem har dog lyst til at udstille sin egen dumhed, ved at have købt en aktie alt for dyrt. Umiddelbart kan man bemærke to ting til den negative kursudvikling: For det første blev aktien allerede på noteringen solgt alt for dyrt. **AktieUgebrevet** sagde fair kurs på 120 og holdt sig væk. Med grådighed for at tjene hurtige kroner trækker jo den anden vej. For det andet er Nets ved at blive disruptet langt hurtigere end forventet, blandt andet af **MobilePay**. Var det derfor, at de have så travlt med at blive børsnoteret? Sikkert. Og så kan man tilføje, at **ATP** som den mest aktive deltager på de store selskabers generalforsamlinger, næppe vil stille op med kritik på Nets generalforsamling. Som bekendt var ATP storaktionær op til noteringen af Nets, og fonden tjente gode penge på børsnoteringen.

Finans.dk med jordbunden realisme og et veludviklet spillergen: I disse tider med eufori på aktiemarkederne, hvor bankerne skovler penge ind fra investeringskunderne, og som derfor ikke vil ødelægge den gode stemning med lidt realisme omkring udviklingen på aktiemarkederne, er det rart med lidt jordbunden realisme. JP Finans har taget en snak med **Laila Mortensen** fra **Industriens pension**, der blandt andet siger i fredagens udgave: "Jeg kan ikke lide det her med, at aktiekurserne stiger og stiger og stiger. På den anden side er det naturligt nok, for hvor skal man ellers placere sine penge? Hvis man placerer dem i de lave renter og der kommer lidt inflation, så bliver værdien udhulet. Spørgsmålet er, hvor længe det varer ved," siger hun. Ja, lige netop. Det svarer lidt til et pyramidespil i en verden, hvor der ikke er andre muligheder for at få afløb for sit spillergen. Man vil være med på en upside, men man ved godt, at det ender galt på et eller andet tidspunkt. Man kan blot håbe, at der er endnu en idiot, som vil købe ens aktier til en endnu højere pris, end man selv har købt den til. Og sådan fortsætter det, indtil det ikke fortsætter mere. Spændende.

Morten W. Langer

Dansk økonomi kravler forsigtigt frem

Efter at aktiviteten i serviceindustrien den sidste del af 2016 lå underdrejet, ser det ud til at starten af 2017 har været meget positiv. Serviceindustrien har trukket hovedparten af den øgede beskæftigelse. Men flaskehalse på arbejdsmarkedet kan nu skabe vækstproblemer. Dansk økonomi bevæger sig stille fremad.

DK KONJUNKTUR

I hvert fald viser **Danmarks Statistiks** konjunkturbarometer for serviceindustrien ny fremgang i januar og februar. DS **skriver**, at "Servicesektoren angiver i februar 2017, at udviklingen i den faktiske omsætning gennem de seneste tre måneder (november-januar) er positiv med nettotallet 5 (...). Udviklingen i den faktiske forretningssituation (november-januar) vurderes også positivt med nettotallet 5, mod 9 i januar og 4 i februar 2016. Forventningerne til omsætningen de kommende tre måneder (februar-april) er på nettotallet 10 og er steget fra 9 i december. Tallene er sæsonkorrigerede."

Som det fremgår af artiklen på side 10 i temaet om "Erhvervspolitiske udfordringer 2017" er hovedparten af den øgede beskæftigelsesvækst de seneste fem år trukket af serviceerhverv med relativ lav produktivitet. Det ses som hovedforklaringen på gabet mellem den positive beskæftigelsesudvikling og den fortsat meget moderate økonomiske vækst. Fortsat fremgang i beskæftigelsen inden for beskæftigelsestung service, kan forstærke flaskehalsene og udløse øgede lønninger.

Udviklingen i fremstillingsindustrien er betydeligt mere afdæmpet, viser DS **konjunkturbarometer**. Men de faktiske tal for industriens omsætning og produktion fra DS viser over de seneste tre måneder et klart niveauskifte i forhold til tidligere. Og selvom der har været meget store udsving fra

måned til måned, synes der at være klare tegn på, at der er ved at komme langt mere gang i industriaktiviteten. Bekræftelse af det positive billede vil vi eventuelt få de kommende måneder.

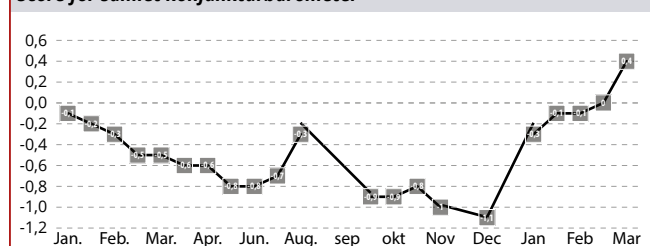
Også udviklingen i danskernes privatforbrug er meget mudret. Dankortomsætningen indikerer en flad udvikling. Seneste data fra DS viser, at detailhandelsomsætningen i realiteten har ligget flad de seneste tre år, og seneste data for januar 2017 er på ingen måde opmuntrende. DS **skriver**, at "detailsalget var i januar 0,2 pct. højere end i december. Stigningen kom efter en nedgang i december på 1,1 pct. Detailsalget var i perioden november 2016 til januar 2017 0,3 pct. lavere end salget i august-oktober 2016, og salget i januar 2017 var på samme niveau som januar 2016, der var det højeste niveau for januar måned i fire år."

Overordnet viser Økonomisk Ugebrevs KonjunkturBarometer for Dansk Økonomi dog fortsat stile og rolig fremgang. I denne opdatering stiger den samlede score til 0,4 point i det samlede udfaldsrum mellem plus to og minus to. Mens de fleste signaler nu står på neutrale nul, er det særligt de fortsatte husprisstigninger, som trækker op. Også ny fremgang i serviceindustri og i beskæftigelsen bidrager positivt.

Morten W. Langer

UDVIKLING I DANSK KONJUNKTURBAROMETER

Score for samlet konjunkturbarometer



Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

DANSK KONJUNKTUR BAROMETER: DE VIGTIGSTE DANSKE KONJUNKTURINDIKATORER

	Senest	Forrige	Data for	Score	Ændring	Kilde
OECDs Ledende indikator for Danmark	100,4	100,3	jan	1	0	OECD leading indicator
Estimeret privatforbrug 2mdr.17/2mdr.16 (korr. %-vækst)	0	0	jan	-1	0	PBS Dankortomsætning
DS Konjunkturbarometer Byggeri	-3	-5	feb	0	1	Danmarks Statistik - økonomisk indikator
DS Konjunkturbarometer Industri	-2	-3	feb	0	0	Danmarks Statistik - økonomisk indikator
Udvikl. i lønmodtagere (virksomh.)(Ændr. 1000)	3	6	dec	1	0	DS, Antal Lønmodtagere
DS Konjunkturbarometer service	7	9	feb	1	1	Danmarks Statistik - økonomisk indikator
Annonceoms., alle medier(% ændring ift. samme måned 2015)	12	-8	dec	0	0	K&K Mediaindex- samlet
Huspriser (% -ænd. Seneste 12 mdr)	8,3	8,1	feb	2	0	Ejerbolgpriser fra Home/DS
Ledige kontorer i Hovedstaden (mio. kvm)	1,07	1,11	4. kvartal	0	0	Oline Lokalebørs-stat. for hovedstadsomr.
Bankers udlån til erhvervsliv	344	345	jan	0	0	Nationalbankens Balancestatistik
Samlet konjunkturbarometer				0,4	0,2	

Note: Forrige data er seneste offentliggørelse eller for 2 uger siden for markedsdata.

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

FED lægger en dæmper på markedet

Forventningerne til kommende amerikanske renteforhøjelser er efter den forløbne uge dæmpet en smule, selvom der kom præcis den amerikanske renteforhøjelse på et kvart procentpoint, som markedet allerede havde indregnet.

KORT RENTE

Nykredit peger i en kommentar til den amerikanske renteforhøjelse på, at centralbankchef **Janet Yellen** havde god succes med at få dæmpet markedets forventninger til kommende renteforhøjelser. Det har i første omgang ført til, at obligationsrenterne faldt noget tilbage, selvom der som bekendt blev gennemført en renteforhøjelse.

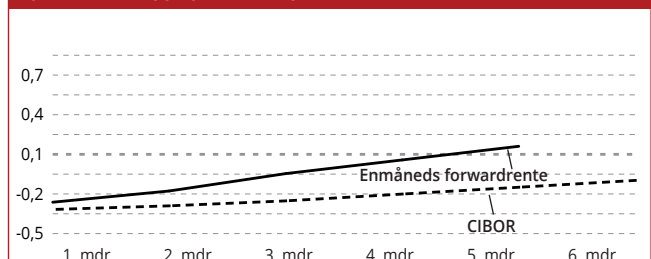
Det, der nu ligger i kortene til senere i år er yderligere to renteforhøjelser på hver et kvart procentpoint. Dermed er de markedsdeltagere, der måske havde sat næsen op efter et mere aggressivt forløb blevet skuffet. Centralbankchefen betegner selv den nuværende rente som tæt på neutralt niveau, og derfor, ifølge **Nykredits** vurdering en rente, der hverken stimulerer eller dæmper økonomien. Ifølge chefstrateg **Frederik Engholm** fra Nykredit, så er centralbankchefens kommentarer om nogenlunde neutral rente en overraskelse for markedet, og altså noget, der lægger en dæmper på de fremadrettede renteforventninger.

Helt konkret siger centralbankchefen, at den neutrale realrente aktuelt er omkring nul, og at den på længere sigt ventes under 1,00 procent. I forhold til hvad man tidligere betragtede som normale forløb, så udtrykker det, ifølge Frederik Engholm, at der fremadrettet er tale om en økonomi der strukturelt har et lavt væksth niveau, og dermed vil der være udsigt til at renteniveauet på længere sigt ikke vil komme op på de niveauer vi tidligere har kendt.

Men andre ord skal man altså vænne sig til at en normalrente er lavere end det vi historisk kender. En anden ny melding fra centralbankchefen var i øvrigt, at selve inflationsmålsætningen nu betragtes symmetrisk. Det betyder, at pengepolitikken vil være ekspansiv indtil man har en inflation der svarer til målsætning, og altså ikke at man stopper op før man når målsætningen. På et område er der dog stadig stor usikkerhed, og det gælder de finanspolitiske initiativer fra præsident Trump.

Ejlif Thomasen

KORTE RENTER OG FORVENTNINGER



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

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

FRA-SATSER

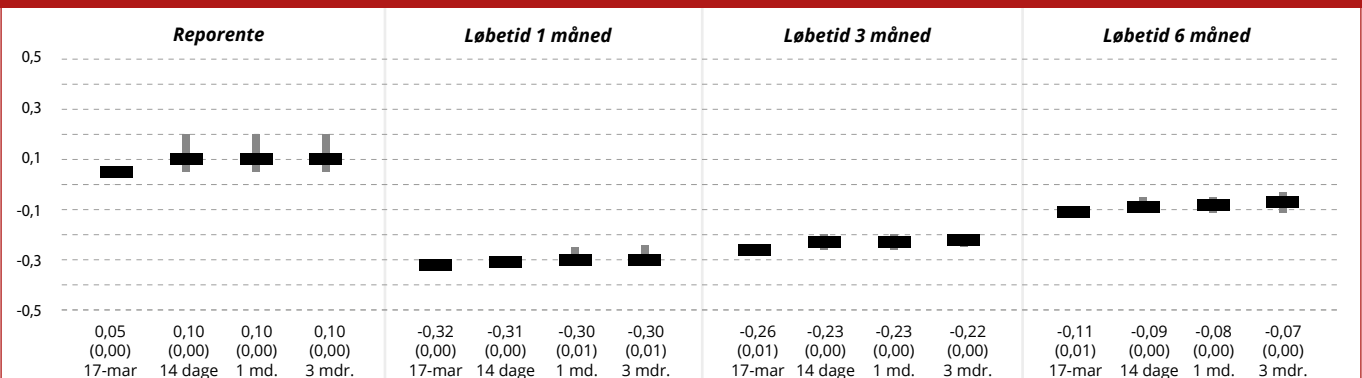
Rentesats i procent

Start	3 mdr. frem	6 mdr. frem
mar-17	-0,25/22	-0,07/05
jun-17	-0,19/17	-0,01/01
sep-17	-0,13/12	0,04/06
dec-17	-0,07/07	0,11/13

Ud for mar-17 3 mdr. står -0,25/22. Det betyder, at man i dag kan aftale at placere indskud svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,25 pct. fra mar. 17 til jun. 17. Tilsvarende kan man i dag aftale at låne svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,22 pct. fra mar. 17 til jun. 17.

Kilde: Spar Nord

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

Kun langsom rentestigning og først fra efteråret

Selvom investorerne nu begynder at se mere optimistisk på både økonomi og politisk usikkerhed, så er det fortsat begrænsede rentestigninger der er udsigt til. Vi skal formentlig ind i andet halvår før der kommer yderligere stigning i renterne.

LANG RENTE

Der er kun udsigt til en stigning på mellem et kvart og et halvt procentpoint, målt på den tiårige danske statsrente i løbet af de kommende 12 måneder. Det vurderer cheføkonom **Signe Roed-Frederiksen** fra **Arbejdernes Landsbank**. Hun forventer således, at den tiårige rente ligger i intervallet 1,00-1,25 procent om et år.

"Jeg ser to hovedforklaringer på at renten skal fortsætte lidt opad, men stille og roligt," siger Signe Roed-Frederiksen. "For det første er FED nu i gang med en cyklus med stigende renter, og vi forventer at tonen godt kan blive lidt mere høgeagtig, når vi kommer længere hen på året. Det vil i givet fald komme til at ske i takt med, at både inflation og vækst ser mere holdbar ud," siger hun. Det andet element hun peger på som argument for højere renter vedrører ECB. "De bliver nødt til i løbet af

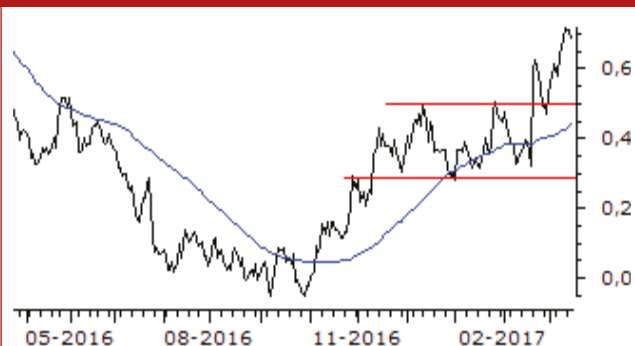
efteråret at guide omkring deres opkøb og udfasningen, og når det bliver en del af retorikken, så forventer vi at det kan give lidt pres opad på renterne. Timingmæssigt forventer hun, at ECB vil begynde at komme med udmeldinger om udfasningen til september. På det politiske område har der efter det hollandske valg været en stemning af, at der måske er faldet lidt ro over den voldsomme EU-kritik. Geert Wilders fra Frihedspartiet gik ganske vist frem ved valget, men mindre end meningsmålingerne havde forudsagt, og det har i EU-systemet ført til nogen lettelse. Næste store usikkerhed er det franske præsidentvalg. På det økonomiske område peger Signe Roed-Frederiksen på, at en af de faktorer der spejdes efter er udviklingen i kerneinflationen.

Statsrenter:

Renten leverer stigende toppe og bunde, og det er definitionen på en uptrend. Vi fastholder derfor forventningen om en fortsat stigning op mod et renteniveau på 1 procent.

Ejlif Thomasen

DANSKE STAT 3% 2021 – KORT SIGT



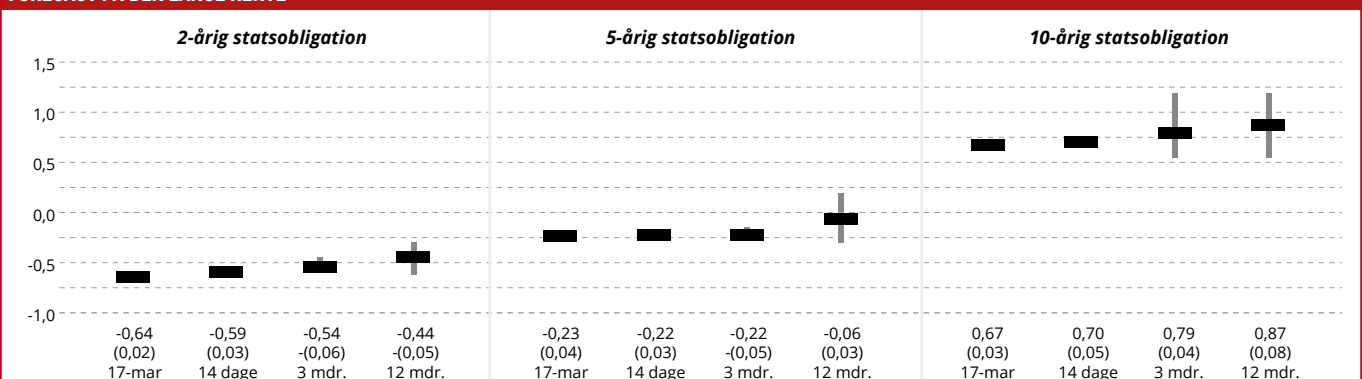
Kilde: BCVIEW

DANSKE STAT 3% 2021 – LANG SIGT



Kilde: BCVIEW

FORECAST PÅ DEN LANGE RENTE



Forklaring: Obligationerne er henholdsvis 0,25 pct. 2018, 3% 2021 og 0,5 pct. 2027. Rentesaften 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

Voldsom spekulation i GBP

Det britiske pund har siden årsskiftet holdt sig inden for et interval fra 8,40 -8,80 GBP/DKK og på det seneste igen i bunden af dette interval.

VALUTA

Jyske Bank har flere gange peget på, at det ud fra økonomiske betragtninger er en voldsom undervurdering. **Jyske Bank** forventer således, at der efter aktivering af artikel 50 i slutningen af marts, som sætter gang i den britiske skilsmisse fra EU, vil komme fokus på økonomi, og så vil GBP stige markant. Jyske Bank forventer en kursstigning på 10-15 procent over det næste år.

Ser man på en opgørelse **Danske Bank** har foretaget over spekulative positioner i valutamarkedet, så viser det sig at der spekuleres ganske voldsomt i en faldende GBP-kurs. Således er der i løbet af den første uge i marts sket en markant stigning i omfan-

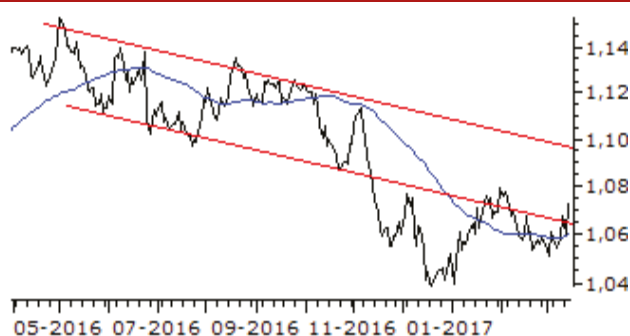
get af spekulative "short-positioner" i GBP, og selve niveauet betegnes som "stretched short". Jyske Bank fremhæver i deres positive vurdering, at de økonomiske nøgletal, forbrugertillid og erhvervstillid i Storbritannien har vist sig langt mere positive end forventet af økonomer efter afstemningen.

EUR/USD igen i det store sidelæns interval

EUR/USD er vendt tilbage til intervallet 1,05-1,15 EUR/USD, og hvis den seneste top i 1,08 EUR/USD passeres, vil den naturlige fortsættelse være en stigning til 1,15 EUR/USD. En sådan stigning skal dog fortsætte forbi 1,15 EUR/USD, før den kan fortolkes som en ændring af styrkeforholdet mellem EUR og USD.

Ejlif Thomasen

EUR/USD – KORT SIGT



Kilde: BCVIEW

EUR/USD – LANG SIGT



Kilde: BCVIEW

FORECAST PÅ DE VIGTIGSTE VALUTAER

		Aktuelle kurs 17-03-2017	Forventninger til valutakurser om:			Pris inkl. 6 mdr. Inkl. termin
			1 måned	3 måneder	6 måneder	
EUR		7,43	7,44 (7,43-7,44)	7,44 (7,44-7,45)	7,44 (7,43-7,45)	7,43
GBP	!	8,51	8,55 (8,45-8,61)	8,59 (8,51-8,65)	8,63 (8,45-8,85)	8,48
SEK	!	0,78	0,78 (0,77-0,79)	0,79 (0,77-0,79)	0,79 (0,78-0,81)	0,78
NOK	!!	0,81	0,82 (0,81-0,84)	0,83 (0,82-0,86)	0,84 (0,81-0,88)	0,81
CHF	!	6,93	6,98 (6,93-7,08)	6,98 (6,89-7,15)	6,93 (6,76-7,23)	6,94
PLN		1,73	1,72 (1,72-1,73)	1,71 (1,69-1,73)	1,74 (1,73-1,77)	1,73
USD	!!	6,90	7,09 (6,9-7,29)	7,09 (6,98-7,22)	6,99 (6,77-7,2)	6,84
JPY	!!	6,09	6,26 (6,1-6,57)	6,22 (6-6,57)	6,18 (5,8-6,44)	0,06
EUR/USD	!!	1,08	1,05 (1,02-1,08)	1,05 (1,03-1,07)	1,07 (1,04-1,1)	1,09

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

FINANSKALENDER

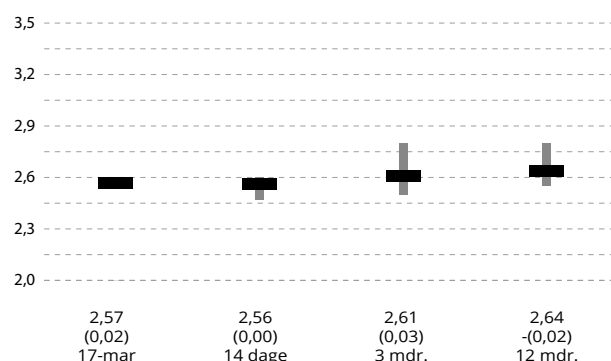
Vigtige begivenheder på finansmarkedet -20. marts - 26. marts

USA	Chicago Fed aktivitetsindeks	- (-0,05)	20. marts
UK	Forbrugerpriser	- (-0,5 pct.)	21. marts
Japan	Aktivitetsindeks	-0,1 pct. (-0,3 pct.)	22. marts
USA	MBA låneansøgninger	- (3,1 pct.)	22. marts
USA	Salg af eksisterende boliger	5,58 mio. (5,69 mio.)	22. marts
New Zealand	Rentemøde, RBNZ	1,75 pct. (1,75 pct.)	22. marts
Tyskland	GfK forbrugertillid	- (10)	23. marts
USA	Førstegangsansøgere til ledighedsstøtte	- (-)	23. marts
USA	Salg af nye boliger	560000 (555.000)	23. marts
Eurozonen	Forbrugertillid	- (-6,2)	23. marts
Japan	PMI, Nikkei fremstilling	- (52,3)	24. marts
Frankrig	PMI, fremstilling	- (52,2)	24. marts
Frankrig	PMI, service	- (56,4)	24. marts
Tyskland	PMI, fremstilling	- (56,8)	24. marts
Tyskland	PMI, service	- (54,1)	24. marts
Eurozonen	PMI, fremstilling	- (55,4)	24. marts
Eurozonen	PMI, service	- (55,5)	24. marts
Canada	Forbrugerpriser	- (0,9 pct.)	24. marts
USA	Ordre, varige goder	1 pct. (2 pct.)	24. marts
USA	PMI, fremstilling	- (54,2)	24. marts

Note: Alle ændringer i procent er, medmindre andet er angivet, på årsbasis samt sæsonkorrigerede.

Kilde: Alm. Brand

30-ÅRIG REALKREDITOBLIGATION

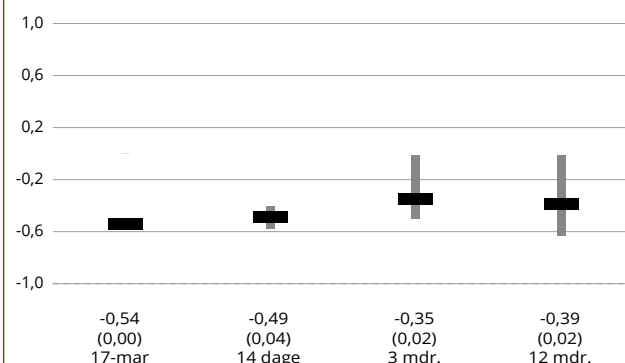


Forklaring: Obligationerne er henholdsvis 1 pct. jan. 2018 og 2,5 pct. RD 2047. Rentesaften er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed og parentes angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

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

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

ETÅRIG FLEXLÅN®



Forklaring: Obligationerne er henholdsvis 1 pct. jan. 2018 og 2,5 pct. RD 2047. Rentesaften 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.

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

Økonomisk Ugebrev Finans/CFO Udgives af:

Økonomisk Ugebrev A/S

Pilestræde 34, 4. sal, 1147 København K

CVR-nr: 31760623

Redaktionens tlf. 70 23 40 10

Hjemmeside: www.ugebrev.dk

E-mail: kontakt@ugebrev.dk

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

kontakt@ugebrev.dk, 70 23 40 10

Annoncesalg

NICHEHUSET

Bredgade 23

1260 København K

T 35 35 10 10

hej@nichehuset.dk

www.nichehuset.dk/ugebrev

DOWNLOAD PDF
TIL PRINT



Ansvarsh. chefredaktør: Morten W. Langer

Adm. direktør: Steffen Damborg

Redaktion: Ejlf Thomasen, Peder Bjerger, Carsten Vitoft, Morten Sørensen, Sten Thorup Kristensen, Lars Abild, Joachim Kattrup, Bruno Japp, Hugo Gaarden, Peter Aabo, Henrik Denta

Redigering og layout: Christine Louise Johansen

Grafik og Research: Birk Løfqvist, Eva Busck Fensvig, Haris Nogo, Maria Nørgaard Langer, Villads Michelsen

ISSN 1903-8666

Bogholderi: Jørgen Olsen, jol@mm.dk

Kopiering eller videresendelse ikke tilladt