



INVESTERING

[MARTS 2007]

TEMA

VERDEN FORANDRER SIG

– gør de økonomiske
spilleregler også?
SIDE 04

Uroen på aktiemarkedet
fortsætter på kort sigt
SIDE 08

Nu skulle det være sikkert:
Boligfesten er slut
SIDE 10

Danske Bank

- 04 VERDEN FORANDRER SIG - GØR DE ØKONOMISKE SPILLEREGLER OGSÅ?
- 07 STIGENDE SOCIAL BEVIDSTHED KAN UNDERSTØTTE GLOBALE VÆKSTTREND
- 08 UROEN PÅ AKTIEMARKEDET FORTSÆTTER PÅ KORT SIGT
- 09 KINA: HØJT AT FLYVE...
- 10 NU SKULLE DET VÆRE SIKKERT: BOLIGFESTEN ER SLUT
- 14 INVESTERING I AT&T MED BEGRÆNSET RISIKO
- 16 VALUTAINVESTERINGER MED KAPITALGARANTI
- 18 INVESTORVEJLEDNING TIL SELVANGIVELSEN 2006
- 18 HØRINGSFORSLAG OM SKATTEÆNDRING
- 20 AKTIEANBEFALINGER - THIELERT, ALFA LAVAL, FLS, AT&T
- 22 KORT NYT
- 24 INTERNETTETS KAPACITETSGRÆNSE ER SNART NÅET
- 25 MODELPORTEFØLJER FOR OBLIGATIONER
- 26 HOTSPOTS I VERDENSØKONOMIEN
- 27 AKTIEOVERSIGT
- 28 DISCLOSURE

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

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

Redaktion: Steen Reeslev (ansvarshavende)
og WEB-redaktør Flemming Østergaard.
Redaktion afsluttet den 6. marts 2007.

Grafisk design og produktion: Datagraf
Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri

TEMA
VERDEN
FORANDRER SIG
SIDE 04

Investering, nyheder og analyser i Netbanken

[Investering] handler om relevante emner inden for investering i værdipapirer, makroøkonomi, pension, bolig, real-kredit, skat m.v. Hensigten med magasinet er at give primært bankens privatkunder et godt overblik over de mest aktuelle investeringsmuligheder og anbefalinger og samtidig skabe den bedst mulige indsigt i andre emner af økonomisk karakter.

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

Af pladshensyn bliver vi i Investering en gang imellem nødt til at skære i en artikel, som for interesserede læsere kan være relevant i en mere detaljeret form. I sådanne tilfælde vil vi

henvise til en mere uddybende version af artiklen på den nyhedsside i Netbanken, som du kommer frem til via fornævnte link.

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

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

Verden forandrer sig – gør vi også?

»En computer vil i fremtiden næppe veje mere end 1,5 ton«

Popular Mechanics 1947

[**Ieder**] Det har alle dage været vanskeligt at spå om fremtiden, ikke mindst at forudsæ den teknologiske udvikling. Der var således næppe mange i sin tid, der forudså opfindelsen af hjulet.

Men det menneskeskabte samfund ændrer sig hele tiden og tilsyneladende med accelererende hastighed på mange områder, som vi gennemgik i forrige nummer af dette magasin. Det gælder også den samfundsmæssige struktur på nationalt og globalt plan. Globaliseringen ændrer under markedskræfternes frie spil verdensøkonomiens sammensætning med rivende hast, arbejdspladser bryder landegrænser og udviklingsøkonomier som Kina og Indien spiller en stadigt større rolle.

Når hver dag byder på nye opfindelser, der kan eller vil påvirke vores hverdag i større eller mindre omfang – og globaliseringen og udviklingen mod videnssamfund gør det stadigt vanskeligere at gennemskue, hvor de afgørende impulser kommer fra – så lyder det umiddelbart logisk, at det må blive sværere at forudsige, hvordan den nationale økonomi og verdensøkonomien udvikler sig.

Danske Banks cheføkonom er imidlertid fortrøstningsfuld. Vi er ikke på vej ind i et uforudsigeligt kaos. Der er nemlig visse holdepunkter, der tilsyneladende er uforanderlige.

Den menneskelige psykologi. Vores adfærd, vores præferen-

cer, vores behov. Det har ikke ændret sig trods den videnskabelige, teknologiske og samfundsmæssige udvikling. Vi opfører os dybest set som vi altid har gjort, og det er i bund og grund det grundlæggende fundament for økonomisk teori.

Vi har med andre ord en adfærd, der i betydeligt omfang er forudsigelig. Det betyder også, at vi har en tendens til at gentage historiens fejl. Vi bliver ved at købe aktier i en grad, så det på et eller andet tidspunkt ender med et brag. Som kineserne og investorerne i Nye Markeder må sande i denne tid. Og vi bliver ved med at købe boliger til stadig højere priser, selv om det ikke skorter på advarsler.

Så det er måske en rin-

ge trøst, at vi gør, som vi altid har gjort. Men dybest set handler det vel bare om, at vi skal lytte til vores sunde fornuft, når vi skal tage de vigtige økonomiske beslutninger. Hvorfor skal det være så svært?

Go' fornøjelse



Der er stadig mange forudsigelige processer i økonomien til trods for, at verden har ændret sig og stadig vil ændre sig markant, mener Danske Banks cheføkonom, Carsten Valgreen.

Verden forandrer sig

– gør de økonomiske spilleregler også?

Set over de seneste 10–15 år har verdensøkonomien ikke opført sig, som den plejer at gøre. Men ifølge Danske Banks cheføkonom, Carsten Valgreen, er de grundlæggende økonomiske sammenhænge intakte – selv om det ikke altid ser sådan ud

I 90'erne begyndte økonomien at arte sig lidt anderledes, end vi var vant til. Informationsteknologien holdt for alvor sit indtog i de udviklede økonomier, og det løftede produktiviteten markant – i en sådan grad, at mange troede, det ville fortsætte, og vi aldrig igen ville få konjunkturcykler. I det 21. århundrede har vi oplevet, at økonomierne er blevet langt mere stabile end tidligere, og selv den største børsnedtur siden Wall Street i 30'erne fik ikke anden betydning end en kort og mild recession. Og så var der lige det med renterne, der ikke ville stige selv om økonomerne sagde, de skulle. På den baggrund kunne man fristes til at spørge, om de økonomiske lærebøger skal skrives om for at tilpasse sig den »moderne« verden.

Men før vi spørger en af eksperterne, så lad os lige introducere makroøkonomien. Makroøkonomi er ikke en eksakt videnskab. Faktisk er det kun matematikken, der kan bære den betegnelse, idet »naturlovene« her med sikkerhed kan udledes og er uforanderlige – uanset hvordan verden ændrer sig. De andre naturvidenskabelige grene er ikke eksakte videnskaber (medmindre man har inside information fra en guddommelig skaberkraft og kender alle hemmeligheder og formler), men man kan dog med erfaring, iagttagelser og empiriske undersøgelser danne sig et ganske godt indtryk af naturlovene med tiden i mange tilfælde. Selv om man ikke får en egentlig facitliste i hånden som i matematikkens verden, får man efterhånden noget, der ligner – om end den næppe nogensinde bliver komplet.

Men en facitliste får man heller ikke, når det handler om økonomi.

»Økonomi er ikke en rigtig videnskab. Det er teorier, der i bund og grund er baseret på iagttagelser af menneskelig adfærd – og som forsøges forklaret af økonomer med brug af naturvidenskabelige metoder. Man kan kalde det en slags videnskab om menneskers valg inden for begrænsede ressourcer,« siger Carsten Valgreen, cheføkonom i Danske Bank.

Økonomien har altid været i forandring, og ser man på de seneste 200 år har verdensøkonomien udviklet sig eksplosivt – og det har budt på udfordringer for økonomerne og deres teorier.

»Økonomisk teori kan sammenlignes med, at man tager et billede af et tog i bevægelse – og ud fra det billede skal man forsøge at fortælle noget om togets hastighed, hvor det er på vej hen, hvad der er drivkraften osv. I sagens natur en vanskelig opgave, idet noget, der forandrer sig i den grad, ikke har faste love. Og så alligevel. Netop fordi det handler om menneskelig adfærd, har vi et godt udgangspunkt. For al økonomi afhænger ret beset af menneskets præferencer – i den forstand er der en slags naturlov, noget uforanderligt, i form af folks behov,« påpeger cheføkonomen.

Verden ændrer sig – hele tiden

I »gamle dage« gik udviklingen langsomt, og der var ikke store teknologiske kvantespring inden for noget som helst. Men så startede industrialiseringen omkring 1750. Maskinernes tidsalder. Dette blev startskuddet til en ny epoke i menneskehedens historie, som ændrede vores liv på mange områder med masseproduktion, nye transportmidler, mas-



ser af opfindelser, der gjorde livet lettere – og masser af nye jobtyper.

Denne udvikling accelererede i det 20. århundrede og samfundet ændrede sig drastisk fra landbrugssamfund til industrisamfund. Siden begyndte serviceøkonomien at fylde meget og i dag er vi på vej ind i et såkaldt videnssamfund, hvor højteknologi, forskning og viden på et højt plan er de bærende kræfter.

Innovation og kreativitet er nøgleord i dette samfund og den slags er vanskeligt, vel ret beset umuligt, at forudsige.

Derfor virker det umiddelbart logisk at sige, at makroøkonomerne – de kloge hoveder, hvis job det er at forudsige den nationaløkonomiske udvikling på bedste vis – har fået en vanskeligere opgave. Carsten Valgreen er dog umiddelbart fortrøstningsfuld.

»Der er stadig mange forudsigelige processer i økonomien. De underliggende dynamikker har ikke forandret sig. De kan ændre karakter, men ikke fundamentalt. Fx er virksomhederne profitmaksimerende, og forbrugerne er nyttemaksimerende,« siger cheføkonomen.

»

Virksomhedernes udfordring

Hvordan man end vender og drejer det, så er det en kendsgerning, at den videnskabelige og teknologiske udvikling i dag går hurtigere end nogensinde – og hastigheden vil være stadigt stigende. Dette stiller store krav til virksomhederne om forandringsvilje, idérigdom og innovation. Virksomheder med en træg forretningsmodel og en traditionelt opbygget, hierarkisk organisation vil ikke klare sig godt i et samfund, hvor innovation og fleksibilitet er nøgleord.

»Mange virksomheder oplever kortere produktcykler – ikke nødvendigvis som følge af den teknologiske udvikling, men også fordi modefænomener spiller en større rolle end tidligere. Forbrugerne sigter højere i behovspyramiden, og virksomhederne må tilpasse sig den ændrede efterspørgsel ved at lave produkter, der signalerer fornyelse. Skiftet fra fabriksgulvet til udviklingsafdelingen stiller andre krav til virksomhedernes ledelse. De er afhængige af den kreative proces, og

skal derfor skabe en kreativ arbejdsplads – og det betyder, at de traditionelle hierarkier ikke duer mere,« siger Carsten Valgreen og peger på, at sådanne arbejdspladser naturligt afføder en række problemer.

Der vil opstå flere konflikter i og med, at de ansatte tildeles mere selvstændighed. Og de løst definerede jobrammer kan også indebære højere stressniveau og vanskeligheder med at skelne mellem arbejde og fritid.

» Kan produktivitetsvæksten løftes permanent?

Det afgørende for den realøkonomiske vækst er i bund og grund produktiviteten. Flere arbejdstimer, kortere ferier og en større arbejdsstyrke vil også øge den realøkonomiske vækst, men ser vi bort fra dette, er det fundamentale kriterium for vækst, at vi med en forbedret effektivitet bliver i stand til at producere mere pr. arbejdstime.

Ser vi tilbage over de seneste 50 år, så har produktivitetsvæksten gennemsnitligt ligget omkring et par procent om året, og vi har derfor oplevet en tilsvarende økonomisk vækst. Skal vi hæve den årlige produktivitetsvækst permanent til en højere procentsats, vil det kræve en årlig teknologisk og effektivitetsfremmende udvikling, som er noget højere, end vi har været vant til, og det tvivler Carsten Valgreen på er muligt.

»Der er en eksponentiel udvikling på mange områder, som gør, at produktiviteten stiger markant inden for mange arbejdsområder. Men det er ikke det samme som at sige, at den økonomiske vækst er eksponentiel. Økonomien som helhed vokser ikke hurtigere, fordi vi oplever eksponentiel vækst på mange delområder. I 90'erne fik de store fremskridt inden for informationsteknologi mange til at tro, at vi gik ind i en periode uden grænser for den økonomiske vækst, men

der er altid grænser,« siger cheføkonomen og peger på, at store dele af serviceerhvervene også lægger en begrænsning på, hvor høj den årlige økonomiske vækst kan blive.

Erhverv, som ikke kan automatiseres – hvor den direkte menneskelige arbejdsindsats spiller den afgørende rolle – vil typisk være præget af lav produktivitetsvækst. Der er en naturlig grænse for, hvor effektiv lægen, frisøren og læreren kan blive.

»Når det er sagt, må vi også erkende, at der er mange elementer i vidensøkonomien, hvor det er svært at måle produktiviteten og værdien af en given ydelse. Hvordan måler man fx værdien af ydelsen fra en udviklingskonsulent? I takt med at vidensøkonomien udvikler sig, vil sådanne elementer komme til at fylde mere, og det er vanskeligt at kvantificere videnskabelig kapital på en måde, så det kan bruges i økonomiske modeller,« siger Valgreen.

Han erkender derfor, at videnssamfundet byder på nye udfordringer for økonomerne, men er samtidig optimistisk med hensyn til at tage handsken op. Med henvisning til, at de økonomiske grundlæggende sammenhænge og dynamikker er intakte og den menneskelige psykologi, vores præferencer og adfærd – fundamentet for al økonomi – er uforanderlige størrelser.

Hvem trækker hvad?

Globaliseringen har på mange måder knyttet verdens lande tættere sammen, og i en del tilfælde skabt såkaldt vertikal integration mellem landene. Som eksempel kan nævnes visse danskproducerede pølser, hvortil der anvendes fåretarme fra New Zealand, som er rensede i Kina. Mange andre produkter har på samme vis rødder i forskellige lande, og det har gjort den globale varesektor mere synkron. Men verdensøkonomien som helhed er ikke blevet mere synkron af den grund.

»Mange lokale økonomier vil stadig have en betydelig afkobling fra den internationale konjunktur i form af den hjemlige økonomi,« siger cheføkonom Carsten Valgreen.

Globaliseringen har også bevirket, at visse udviklingsøkonomier, især Kina, for alvor har gjort deres entré på den verdensøkonomiske scene. Men selv om Kina allerede er en økonomisk stormagt, er det dog endnu ikke nok til at fravriste USA rollen som den globale økonomis førerhund.

»Men om 15-20 år vil det se anderledes ud, og det vil måske kunne gøre det sværere at gennemskue, hvorfra de afgørende impulser kommer i verdensøkonomien. USA og de udviklede økonomier i Europa er relativt forudsigelige, men det bliver vanskeligere, når lande som Kina, Indien, Brasilien og Rusland begynder at spille en større rolle, idet gennemskueligheden og datadækningen af

disse økonomier er langt mindre,« siger Valgreen.

Globaliseringen har også fået æren for, at den globale inflation og lønpresset generelt er relativt lavt – ikke mindst i betragtning af, at vi har oplevet en tredobling af olieprisen på fire år.

»Produktivitetsvæksten er prisdæmpende – den proces fungerer via globaliseringen. Men man glemmer bare, at det ikke siger noget om den samlede proces. Det er rigtigt, at globaliseringen har en deflationær effekt, men den medvirker også til at skabe vækst andre steder – hvilket eksempelvis har udmøntet sig i, at råvarepriserne er steget meget kraftigt,« påpeger cheføkonomen.

Økonomen og rockstjernen, der vil redde verden.
Den verdensberømte økonom, Jeffrey Sachs (th), der har dedikeret sit liv til en kamp for verdens fattige, har et tæt samarbejde med forsangeren Bono fra rockbandet U2



Stigende social bevidsthed kan understøtte globale væksttrends

Stigende social bevidsthed og ansvarsfølelse i de udviklede lande, den »grønne bølge« og den markant øgede fokus på at sikre planeten en mere bæredygtig udvikling indikerer øgede vækstmuligheder inden for forskellige brancher som miljøteknologi, infrastruktur, alternativ energi, vandindustri osv. – hvis de rige lande baner vejen for de nødvendige investeringer.

En ud af seks beboere på Jorden kæmper stadig en hård kamp for at få dækket kritiske behov. Hver dag dør mere end 20.000 mennesker reelt af fattigdom som følge af mangel på mad, drikkevand, medicin og andre essentielle behov.

Men mulighederne for at hjælpe denne del af Jordens befolkning har aldrig været bedre med den højeste velstand nogensinde i de udviklede lande. Dette »overskud« har også en psykologisk effekt, og de senere års stigende fokus på behovet for bæredygtig udvikling, økologi, global opvarmning og globalt, socialt medansvar indikerer, at de rige landes befolkninger og politiske kræfter har en større vilje til bl.a. at hjælpe udviklingslandene på rette vej.

I erhvervslivet har man også erkendt værdien af, at sende »sunde« signaler i form af bl.a. globale virksomheders garantier for, at børnearbejde er bandlyst og at virksomheden via energibesparelser gør sit for at mindske den globale opvarmning. Decideret velgørenhed er også mere »in« end nogensinde før.

2006 var således et rekordår for

amerikanernes lyst til at markere sig som filantroper, ført an af verdens to rigeste mænd, Bill Gates og Warren Buffet, hvor sidstnævnte donerede 43,5 mia. dollars til værdigt trængende over hele verden.

»For første gang i historien har global økonomisk velstand, skabt af fortsat videnskabelig og teknologisk fremgang samt den selvforstærkende akkumulering af velstand, givet verden mulighed for at eliminere ekstrem fattigdom. Det er perspektiver, som virker fantasifulde for nogen, men den dramatiske økonomiske fremgang, der er opnået i Kina, Indien og andre dele af lavindkomst-regionerne i Asien inden for de seneste 25 år, demonstrerer, at det er realistisk,« påpeger økonomien Jeffrey Sachs.

Han er direktør for The Earth Institute på universitetet i Columbia, USA, der arbejder med mange aspekter inden for global bæredygtig udvikling – og han er samtidig leder af The Millennium Project – FN's ambitiøse plan, der bl.a. sigter mod, at antallet af folk i ekstrem fattigdom i 2015 vil være nedbragt til 0,7 mia. mod 1,1 mia. i dag.

Men selv om økonomisk vækst har vist en bemærkelsesværdig kapacitet til at løfte mange mennesker ud af fattigdommen, så er fremskridt hverken automatiske eller uundgåelige.

»Globalisering har spillet en afgørende rolle for Kina og Indiens høje vækstrater i en årrække. Men de fattigste lande er slet ikke med i globaliseringsprocessen,« siger Jeffrey Sachs.

Videnskaben baner vejen

Jeffrey Sachs mener, at den videnska-

belige udvikling har givet og fremover vil give os et sandt arsenal af teknologiske muligheder at afhjælpe mange strukturelle problemer og dermed kickstarte udviklingen i den rigtige retning. Det gælder alt lige fra billige, enkle løsninger til højteknologiske kapitalkrævende investeringer.

Men pengene er der bare ikke. Her peger Jeffrey Sachs på, at de rige lande som led i tiltrædelsen af The Millennium Project har forpligtet sig til årligt at donere 0,7 pct. af deres respektive bruttonationalprodukter. Det er der ikke mange, der lever op til. Men hvis de gjorde, så ville det faktisk være mere end rigeligt til at bringe de 1,1 mia. mennesker over fattigdomsgrænsen.

Alle vinder

I så fald ville der være kapital til massive investeringer i mange udviklingslande – og mange virksomheder i forskellige brancher ville få mulighed for at nyde godt af denne investeringsbølge. Brancher, som i forvejen står over for en interessant vækstperiode i de udviklede lande. Det gælder bl.a. miljøteknologi, vandindustrien, infrastruktur, alternativ energi og telebranchen. Massivt øgede investeringer i udviklingslande vil give disse brancher et yderligere vækspotentiale. Og virksomheder, der nyder godt af sådanne væksttrends vil med øget indtjening have bedre muligheder for, at udvikle eksisterende teknologier, og dermed i sidste ende gavne både udviklingslandene og det globale samfund som helhed.



Uroen på aktiemarkedet fortsætter på kort sigt

Uroen på den kinesiske børs d. 27. februar blev efterfulgt af kursfald rundt om på aktiemarkedene i udviklingsøkonomierne og de udviklede lande. Aktiestrateg Morten Kongshaug ser ikke det store potentiale i de udviklede markeder på kort sigt, men fastholder en forventning om et afkast på 5–10 pct. på et års sigt.

Den nylige uro på aktiemarkedene blev skudt i gang af styrtdykket på Shanghai-børsen, og straks flød medierne over med forsøg fra diverse eksperter på at forklare, hvad det var, der skete. Nogle mente, at dette var starten på en større nedtur, men flertallet var dog enige om, at der blot var tale om en naturlig korrektion – ikke mindst på de mere eksotiske markeder.

»At markedet i Kina tager et dyk har i sig selv ikke nogen betydning for aktiemarkedene i de udviklede lande. Men det pustede nok til en lurende nervøsitet blandt investorerne omkring den afmatning i konjunkturerne, som ligger forude. Selv om nøgletallene for især USA ikke har været alarmerende, så er der trods alt visse tendenser, som gør investorerne usikre. Likviditeten er gradvist under opstramning, det er generelt blevet dyrere at låne penge og bankerne er begyndt at stramme op over for husholdningerne. Der er en faldende tendens i kapitalgoder og varige forbrugsgoder, afmatning i industrien og nedtur i byggeriet og boligmarkedet,« siger Morten Kongshaug.

Han tilføjer, at den tidligere centralbankdirektør Alan Greenspans kommentarer tidligere på ugen om, at boligmarkedet i USA kan udløse en recession i USA har medvirket til at give næring til investorernes bekymring.

»Jeg tror ikke uroen er overstået endnu, og på kort sigt er

der næppe mærkbare stigninger i vente. Men samtidig er der flere forhold, som lægger en bund under aktiemarkedet. Aktierne i de udviklede markeder kan fx generelt ikke betegnes som dyre. Og slet ikke i forhold til andre aktivklasser som fast ejendom og obligationer. Virksomhederne er generelt sunde, og selv hvis virksomhederne oplevede nulvækst i 2007-indtjeningen, ville aktier stadig være billige i forhold til obligationer. Derfor vil investorerne hurtigt finde tilbage til aktierne igen efter en korrektion. Derimod påvirkes investorernes risikovillighed i det aktuelle miljø. Vi forventer at se en vis rotation over mod de mere defensive sektorer og en mindre lyst til de eksotiske markeder,« siger Kongshaug.

Han påpeger samtidig, at det kan være vanskeligt at finde sektorer og regioner, der er ufølsomme over for markedet, og dermed er sikre steder at placere sine investeringer, hvis markedsuroen fortsætter. Korrelationen mellem sektorer og regioner er p.t. usædvanlig høj. Også valueringsmæssigt er der i dag en større lighed mellem de forskellige sektorer og regioner, end der historisk har været.

»Men som udgangspunkt anbefaler jeg, at man investerer i Stabilt Forbrug, Forsyning og dele af Finans såsom forsikring og retailbanker, mens man bør holde sig fra nyinvesteringer i cykliske aktier, herunder industrien,« siger aktiestrategen, der ikke ser noget potentiale i markedet af betydning på kort sigt. Derimod peger han på, at Danske Analyses makroøkonomer fastholder en forventning om, at USA vækstmæssigt vil komme igen senere på året.

»Hvis denne forventning holder stik, er der basis for et afkast herfra på 5–10 pct. inden årets udgang,« mener Morten Kongshaug.

Eksperterne var enige. Det var kun et spørgsmål om tid, inden markedet i Kina blev udsat for en større korrektion

Kina: Højt at flyve...

Men de færreste lytter, når der kan tjenes penge, og alle håber på at være ude af døren, inden markedet vender. Sidste år steg indekset i Shanghai 130 pct., men i februar gik bunden ud af det lokale kinesiske marked. På blot en enkelt dag blev der barberet 10 pct. af aktierne – det største enkeltfald i det unge aktiemarkeds historie. Vi spurgte den internationale kapitalforvalter Schroders om, hvad der udløste det drastiske kursfald d. 27. februar.

»Først bør man huske på, at der er forskel på aktier i Kina. De aktier, der faldt mest, var de såkaldte A-aktier, der kun handles på børserne i Shanghai og Shenzhen, og som med få undtagelser er forbeholdt lokale investorer. Det brede marked, der også tæller Hongkong, faldt samme dag mindre end 3 pct.« forklarer David Mackenzie fra Schroders, der forvalter mere end 1.000 mia. dollars i kinesiske aktier alene.

Rygter i markedet

Ifølge Schroders, der også passer investeringerne i Danske Invest Kina, var de lokale aktier blevet handlet op i ekstremt høje niveauer i forhold til de kinesiske aktier i Hongkong. A-aktierne er blevet et yndet spekulationsobjekt blandt de menige kinesere, der, i håb om at score den helt store gevinst på aktiemarkederne, tager lån i deres ejendomme. Ifølge David Mackenzie skyldes nedturen dog også, at der pludselig opstod en række rygter i markedet.

»Der blev talt om, at regeringen skulle være på vej mod et indgreb for at dæmpe aktiespekulation, og at chæfen for det kinesiske børstilsyn ville træde tilbage. Jeg vil dog gerne understrege, at der på nuværende tidspunkt er tale om rygter. Men vi følger selvføl-

gelig udviklingen tæt. Vi har kinesiske A-aktier i porteføljen i Danske Invest afdeling Kina, hvor vi er eksponeret inden for forbrug og infrastruktur,« påpeger David Mackenzie.

Hvordan ser du markedet fremadrettet?

»Jeg forventer, at der fortsat vil være en vis volatilitet i markedet, men Schroders betragter stadig Kina som en god langsigtet case.«

Det seneste fem år har Schroders slået deres benchmark. Også sidste år blev det til et betydeligt merafkast i forhold til indekset MSCI Golden Dragon, der omfatter aktiemarkederne i Hongkong, Taiwan og Singapore. Danske Invest Kina gav i 2006 et afkast på 32,5 pct. mod en stigning i benchmark på 24,3 pct.

Nye Markeder under pres

Selv om det kinesiske kollaps ret beset hænger sammen med, at kineserne selv kun må investere i A-aktierne, så har uroen spredt sig hurtigt til de øvrige Nye Markeder. Og sandsynligheden taler faktisk for, at det næppe er noget, der er hurtigt overstået, for i store dele af de eksotiske regioner er det ikke lovmæssige begrænsninger for de lokale investorer, der har medvirket til at sende aktierne op på uholdbare niveauer.

»Uroen minder om krisen i maj-juni sidste år, men adskiller sig ved, at globale obligationsrenter faktisk har været faldende i en periode og dermed



støttet Nye Markeder. Der er heller ikke tale om en pengepolitisk ændring eller forventning om en sådan fra fx den amerikanske centralbank. Vi tolker kursfaldene som udtryk for en valueringsmæssig krise – for mange aktiver er ganske enkelt blevet for dyre,« siger Lars Christensen, Danske Analyseres ekspert på udviklingsøkonomierne.

Risikoaversionen stiger

Han har i adskillige måneder advaret mod, at aktiver i Nye Markeder generelt er blevet for dyre, og derfor vil reagere kraftigt på en stigning i risikoaversionen, som vi oplever nu.

Han advarer især imod de central- og østeuropæiske markeder, som generelt ser overvurderede ud på både valuta, obligationer og aktier.

Men også det tyrkiske og brasilianske marked fraråder han, idet disse er steget stærkt siden sidste sommer – efter hans mening for stærkt til, at de kan bære det i et marked, hvor risikovilligheden er faldende.



Nu skulle det være sikkert:

Boligfesten er slut



Alt tyder på, at prisfesten på boligmarkedet er slut, og det store spørgsmål er nu, om markedet falder til ro omkring det nuværende niveau, eller om vi står over for en periode med betydelige prisfald. Danskernes forventninger til prisudviklingen på markedet spiller en væsentlig rolle, og det skifte, der har været i forventningerne siden sidste sommer taler faktisk for, at boligpriserne kan falde med op til 25 pct.

Det er næppe gået nogen forbi, at det danske boligmarked gennem de senere år har oplevet prisstigninger uden historisk sidestykke. For mange har almindelig sund fornuft i flere år sagt, at nu måtte toppen være nået. Og det har heller ikke skortet på profetier og debatter om boligmarkedets snarlige død i medierne. Ikke desto mindre er prisstigningerne fortsat uanfægtet, hinsides de prognoser som økonomernes boligprismodeller har leveret.

Men nu synes det langt om længe at være slut. Salget af boliger er stagneret kraftigt på landsplan, omsætningshastigheden er faldet markant, og det svirrer med rygter om, at vi nu er i købers marked med mulighed for store nedslag i de udbudte salgspriser. Er markedet langt om længe ved at finde en ligevægt – og ligger denne i givet fald betydeligt under det nuværende niveau? Vi har spurgt Danske Banks analytiker Christian Heinig.

»Ser vi tilbage på historien, så er det ret beset ikke rene markeds kræfter, der har drevet det danske boligmarked. Det har derimod ændringer i den økonomiske politik, som har været anset for nødvendige på forskellige tidspunkter. Det er ikke sket denne gang, da det nuværende opsving ikke har ført balanceproblemer med sig. Det betyder, at boligmarkedet for første gang i mere end 25 år får lov til at tilpasse sig en form for ligevægt. Men hvor denne ligevægt ligger, kan vi ikke sige noget præcist om, netop fordi boligmarkedet aldrig i længere pe-



» rioder har været overladt til markeds kræfterne alene,« siger Christian Heinig.

Ingen kender ligevægten

Det er yderst vanskeligt at gætte på, hvor denne ligevægt egentlig ligger, da der er så mange forhold, der spiller ind og løbende ændrer sig. F.eks. har vi fået permanent lavere renteniveauer som følge af overgangen fra 70'ernes og 80'ernes højinflationsregimer til et velforankret lavinflationsregime i dag, hvilket i høj grad har trukket huspriserne op. Mangel på ledige byggegrunde i specielt hovedstadsområdet har også påvirket priserne på eksisterende huse opad og forstyrret den sammenhæng, der ellers normalt er mellem prisen på eksisterende huse og nybyggeri.

Udbygningen af lånepaletten har også haft en positiv effekt på prisdannelsen. FlexLån, der blev introduceret i 1997, muliggjorde en noget lavere nettoydelse for boligejerne, og det samme gjorde ikke mindst de afdragsfrie lån, der blev lanceret i 2003. Danske Analyses boligmarkedsmodel tager også højde for effekten af de afdragsfrie lån, og modellen angiver herefter, at eksempelvis det danske parcelhusmarked kan være overvurderet med 20 pct.

»De 20 pct. skal ikke tages alt for bogstaveligt, da økonomiske modeller desværre ikke er perfekte, men det understreger dog, at der er en vis risiko for, at huspriserne er kommet op på et for højt niveau. Men boligmarkedet er et marked, hvor uligevægte kan opstå – det er bare svært at bestemme, hvori den består, hvilket hænger sammen med, at den fundamentale værdi af et hus er svær at bestemme. For det første fordi der ikke er sammenlignelige »produkter« på hylderne, og for det andet fordi det er svært at sætte kroner og ører på den nytteværdi, man får ved at bo i en given bolig,« siger Steen Bocian, afdelingsdirektør i Danske Analyse med speciale i dansk økonomi.

Han påpeger samtidig, at udviklingen i den disponible indkomst måske i virkeligheden er den bedste rettesnor for den langsigtede prisudvikling. Sammenligner man således huspriserne med udviklingen i indkomsten i stedet for pri-

sen på nybyggeri, så er uligevægten betydeligt mindre – og faktisk ikke længere historisk høj. Så på den anden side...

Forventninger kan vælte markedet

Men hvis læseren på dette tidspunkt er forvirret, så lad os lige bringe et andet vigtigt element på banen – nemlig danskernes egne forventninger til priser på boligmarkedet. Økonomi- og Erhvervsministeriet har for nylig udsendt en analyse, hvor de ser nærmere på danskernes boligprisforventninger. Og den viser, at danskernes tro på prisstigninger er faldet markant siden sommeren 2006. Indføjes dette skifte i forventningsdannelsen i Danske Analyses prismo- del, så tilsiger det, at boligpriserne vil kunne blive presset ned med omkring 25 pct.

»At forventningsdannelsen potentielt spiller en vigtig rolle på det danske boligmarked tydeliggøres, hvis man ændrer i forventningsdannelsen i vores boligmodel. I vores model opereres der normalt med, at alle boligkøberne forventer, at huspriserne på sigt stiger med 2 pct. om året, svarende til inflationen i økonomien. Antager vi i stedet, at blot 10 pct. af de potentielle boligkøbere tager prisudviklingen inden for det seneste år og regner med, at sådan kommer det også ud til at se ud de næste år, så ændres billedet markant. Med en sådan beskrivelse af boligkøbernes prisforventninger, så har vores boligmarkedsmodel ingen problemer med at forklare de seneste års ekstreme prisudvikling. Boligmarkedsmodellen forklarer prisdynamikken nærmest perfekt siden 1998, og det er endda uden at tage højde for eventuelle priseffekter af introduktionen af de afdragsfrie lån i 2003,« siger Steen Bocian.

Eksemplet illustrerer, at den største risikofaktor for boligmarkedet i de kommende år kan være en tilpasning fra en periode med overoptimistiske prisforventninger til en periode med noget lavere prisforventninger.

»Det kan slå ud i en periode med noget nær nulvækst i boligpriserne, men det kan også vise sig gennem direkte prisfald. Vi vurderer, at der er en sandsynlighed på 25 pct. for et prisfald på omkring 25 pct. på det danske boligmar-



Storkøbenhavn er dyrest

Det er blevet rekorddyrt at være boligejer i Danmark og i særdeleshed i Storkøbenhavn. I Storkøbenhavn skal en familie med to børn og bil og ingen opsparing i bagagen hive en års løn hjem på cirka 1 mio. kroner for at kunne købe et gennemsnitligt parcelhus. Den samme familie kan i princippet flytte til eksempelvis Esbjerg og spare mere end 25.000 kroner om måneden – vel at mærke med samme levestandard til følge.

Økonomiske indgreb har styret boligmarkedet – ikke markedskræfterne

I slutningen af 1970'erne satte den anden oliekrise sit tydelige præg på dansk økonomi. I forsøget på at få gang i dansk økonomi forsøgte man sig med fortsatte devalueringer af den danske valuta. Det førte til stigende renter og faldende boligpriser. Regeringsskiftet i 1982 medførte et skift i den økonomiske politik. Fastkurspolitikken blev indført med kraftige rentefald til følge, og da belåningsgrænserne i realkreditlen samt tid blev sat op fra 40% til 80% udeblev effekten ikke.

I 1986/1987 fik vi såvel en kartoffelkur og skattereform som modtræk til de ubalancer som dansk økonomi var plaget af. Den høje vækst i midtfirserne førte således til et stort underskud på betalingsbalancen. De politiske indgreb betød en mindre ren-

tefradragsret og en indførelse af såkaldte mixlån, som førte til en ydelsesstigning for boligejerne. Timingen var uheldig, da der var sammenfald med stigende renter. Det var hård kost, og det var ikke overraskende, at priserne på huse efterfølgende faldt. Igen var det ikke markedskræfterne som sådan, som fik markedet til at vende.

Der gik syv år med prisfald inden markedet vendte rundt. Atter var der politiske ændringer indblandet, som drev vendingen. I starten af 1990'erne blev realkreditgivning atter liberaliseret, kravet om mixlån blev fjernet, og der blev mulighed for 30-årige lån mod før 20 år.

Siden har der op gennem 1990'erne både været stramninger og lempelser af den økonomiske politik, men huspriserne

er fortsat op, drevet af et historisk kraftigt rentefald. Den mest markante stramning kom med Pinsepakken i 1998. Pinsepakken betød øget boligbeskatning og en mindsket rentefradragsret. Hermed kom værdien af rentefradraget ned på dagens niveau på ca. 33% mod mere end 70% tilbage i 1986. At Pinsepakken ikke fik nogen større negativ effekt på boligpriserne skal ses i lyset af, at boligejerne i stigende grad søgte over i variabelt forrentede lån og dermed fik en modgående ydelsesbesparelse.

Af politiske lempelser, der har været med til at trække boligpriserne op, kan nævnes skattestoppet og introduktionen af de afdragsfrie lån i oktober 2003.

ked – og sker det er det særligt ejerlejlighederne og sommerhusene, der står forrest i risikokøen. Men overordnet set tror vi mest på stabile til svagt faldende boligpriser med hovedstadsregionen, som den mest udsatte,« konkluderer Steen Bocian.

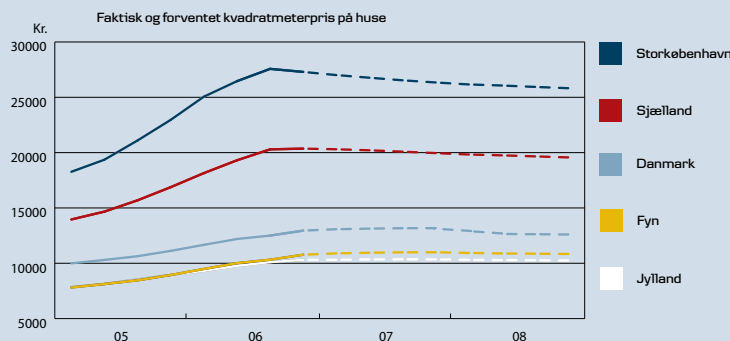
Han tilføjer, at selv hvis en overvurdering på i omegnen af 20 pct. holder stik, forekommer større nominelle prisfald på boligmarkedet faktisk meget sjældent. I midtfirserne skulle der en cocktail af rentestigninger og politiske indgreb til, før boligpriserne faldt med små 20 pct. i løbet af 7 år. Omsat til dagens termer svarer det ydelseschok hus-ejerne fik dengang til, at renten skal stige med 5%-point fra den ene dag til den anden. Boligpriserne, særligt huspriserne, opfører sig med andre ord lidt ligesom lønningerne.

Der skal meget til, før de giver sig nedadtil. I USA har man til sammenligning aldrig oplevet prisfald på boligmarkedet, hvis man fokuserer på årsvækstraterne.

»Da der ikke denne gang er udsigt til hverken højere boligskat eller en mere restriktiv realkreditlov, så er det meget sandsynligt, at slutningen på prisfesten på boligmarkedet kommer til at adskille sig fra, hvad vi tidligere har set. Dette understøttes af, at økonomien er stærk, ledigheden vil forblive på rekordlave niveauer og dermed sikres et fortsat generelt stærkt indkomstniveau. Og hvad renterne angår, tror vi på stort set uændrede lange renter i år, og kun svage stigninger i de korte renter. Det taler altså for en stabilisering af priserne – ikke et kollaps,« slutter Steen Bocian.

Pres på boligpriserne – især øst for Storebælt

På Fyn og i Jylland er der generelt udsigt til stabile priser omkring dagens niveau. Husprisfaldet på landsplan er altså drevet af prisfald øst for Storebælt, hvor størstedelen kan tilskrives prisudviklingen i hovedstadsregionen. Heller ikke her bliver der dog tale om større dramatik, mener Dansk Banks analytikere. I Storkøbenhavn er der udsigt til, at priserne kan falde med godt 5 pct. frem til slutningen af 2008.



I stedet for at købe aktier i AT&T (se s. 21) er det muligt at købe en ret (call-option), der giver mulighed for fuldt gevinstpotentiale samtidig med, at risikoen er begrænset til den betalte optionspræmie

Fakta om en købt call-option, der giver ret, men ikke pligt til at købe en given aktie

Den aktie, som call-optionen vedrører	(det underliggende aktiv)
Det tidspunkt, hvor call-optionen udløber	(udløbstidspunktet)
Den kurs, som call-optionen kan udnyttes til	(aftalekursen)
Den aktuelle aktiekurs på den aktie, som call-optionen vedrører	(spotkursen)
Prisen pr. kontrakt	(præmie pr. kontrakt)
Det antal aktier, som en enkelt kontrakt giver ret til at købe	(kontraktstørrelsen)

Investering i AT&T med begrænset risiko

En call-option giver en ret, men ikke en pligt til at købe det underliggende aktiv med en fremtidig levering (udløbstidspunktet).

Hvis man ikke ønsker at vente til udløbstidspunktet, kan man allerede udnytte retten dagen efter købet, eller sælge retten i markedet. Fx kan man – hvis AT&T stiger, og præmien pr. kontrakt stiger til kurs USD 1,90 – sælge kontrakterne og dermed hjemtage sin gevinst.

Alternativt kan man udøve sin ret ved henvendelse til banken, og få AT&T leveret i sit depot på aftale-

kursen, hvilket kan være en fornuftig disposition, hvis AT&T-aktien ligger over aftalekursen. Dette betyder dog, at man først skal betale de ca. DKK 500.000 som er værdien af de underliggende AT&T-aktier (2.300 aktier a USD 37,50 i eksempel 1). Derfor betales ingen kurtage, men et gebyr på DKK 300.

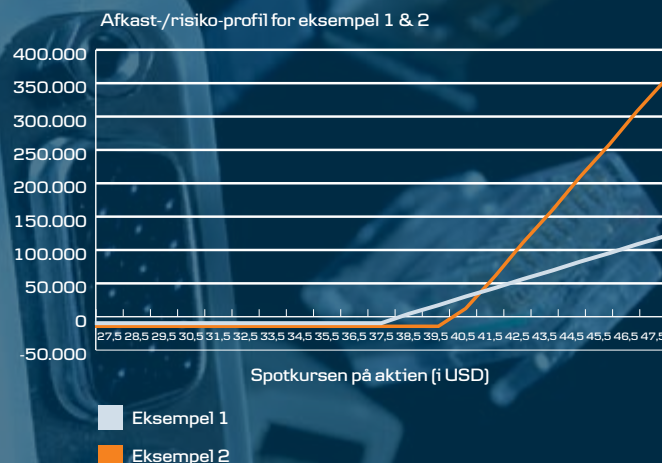
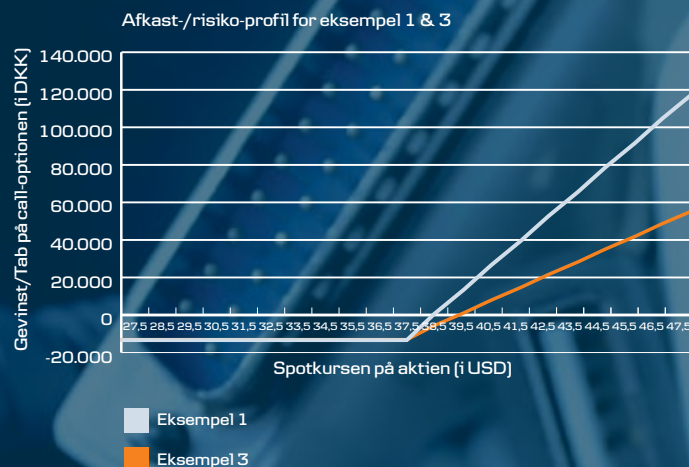
Vælger man samtidig, at sælge aktierne samme dag som man udnytter sin ret til at købe aktierne – vil både køb samt salg ske med samme valør. Således behøver man i praksis ikke at have penge op af lommen.

Man skal dog være opmærksom på, at der er skattemæssig forskel på, om optionen udnyttes eller kontrakterne sælges (se skatteboks).

Prisfastsættelsen af optionen afhænger primært af:

1) Aftalekursen – jo længere væk aftalekursen er fra spotkursen, jo mindre er sandsynligheden for at den nås. Sammenholdes eksempel 1 med eksempel 2 ses det, at en højere aftalekurs (i eksempel 2) medfører en lavere præmie pr. kontrakt, og der kan dermed købes flere kontrakter for den

Eksempel 1		Eksempel 2		Eksempel 3	
Den underliggende aktie	AT&T	Den underliggende aktie	AT&T	Den underliggende aktie	AT&T
Udløbstidspunkt	21. april 2007	Udløbstidspunkt	21. april 2007	Udløbstidspunkt	21. juli 2007
Aftalekurs	37,50	Aftalekurs	40,00	Aftalekurs	37,50
Spotkursen	36,90	Spotkursen	36,90	Spotkursen	36,90
Præmie pr. kontrakt	0,80	Præmie pr. kontrakt	0,30	Præmie pr. kontrakt	1,55
Kontraktstørrelsen	100	Kontraktstørrelsen	100	Kontraktstørrelsen	100
Underliggende værdi	500.000	Underliggende værdi	500.000	Underliggende værdi	500.000
Samlet præmie inkl. omk.	11.500 DKK	Samlet præmie inkl. omk.	11.500 DKK	Samlet præmie inkl. omk.	11.500 DKK
Antal kontrakter kan beregnes til	23	Antal kontrakter kan beregnes til	83	Antal kontrakter kan beregnes til	12



samlede præmie på DKK 11.500.

2) Restløbetiden – kunden betaler mere for call-optionen, jo længere den løber, da der dermed er større sandsynlighed for at den opnår værdi. Sammenholdes eksempel 1 med eksempel 3, ses det, at præmien pr. kontrakt er højere i eksempel 3, hvilket skyldes, at løbetiden i eksempel 3 er 3 måneder længere end i eksempel 1. Der kan dermed købes færre kontrakter i eksempel 3 for den samlede præmie på DKK 11.500.

3) Aktiens volatilitet – det vil sige, at i perioder med stor usikkerhed om-

kring en given aktie (eksempelvis frem mod en vigtig begivenhed ell. regnskab) er det ofte dyrere at købe call-optionen. Baggrunden er, at jo større udsving, der forventes i den underliggende aktie, jo større sandsynlighed er der for, at call-optionen når aftalekursen.

Hvis nu forventningerne ikke holder stik, hvad så...

Skulle AT&T's spotkurs mod forventning ligge under aftalekursen ved udløb, er call-optionen værdiløs. Det giver naturligvis ikke mening, at påbe-

råbe sig retten til at købe AT&T-aktier til aftalekursen, hvis aktien kan købes på en lavere kurs i markedet. Tabet på call-optionen kan dog aldrig beløbe sig til mere end den betalte optionspræmie, da man har ret, men ikke pligt til at udnytte optionen.

Køb af call-optioner giver dermed mulighed for at få del i en positiv kursudvikling, samtidig med at det maksimale tab kendes på forhånd.

Handel med optioner kræver en aftale med banken, så er du interesseret, kan du henvende dig til din investeringsrådgiver.

Skatteregler

Skattereglerne for aktiederivater er tidligere blevet beskrevet i de forudgående numre af Investering. Den skattemæssige behandling af en købt call-option afhænger af, om optionen udnyttes eller ej:

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

- Optionsejeren skal tillægge den betalte præmie til den faktiske anskaffelsessum (udnyttelseskursen) ved et senere salg af aktien.

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

Udnyttes optionen ikke, kan tabet (den betalte optionspræmie) hverken fratrækkes eller modregnes, medmindre der indgås en modgående kontrakt, eller kontrakten afstås inden udløb.

Sælges kontrakten med gevinst inden udløb, gælder der særlige regler for opgørelse og beskatning af gevinsten på kontrakten



Valutainvesteringer med kapitalgaranti

Danske Bank introducerer nu tre valutaindekserede obligationer, der giver mulighed for at nyde godt af høje renter og valutastyrkelse samtidig med, at investor er garanteret at få størstedelen af sin investering retur ved udløb



Generelt om de tre produkter:

Fælles for alle tre obligationer er, at værdiskabelsen afhænger af valutaudsving, som historisk set kan være store i begge retninger. Derfor bør investeringer i disse produkter kun udgøre en mindre del af porteføljen – dette gælder i særlig grad EUR/TRY- og EUR/RUB-obligationerne, som er baseret på de mere risikable udviklingsøkonomier.

Sælger man før udløb, er man ikke garanteret en minimumkurs.

Tegningsperioden er fra 12. marts til 27. marts 2007.

De nævnte renter og garantikurser er foreløbige og fastlægges først endeligt 27. marts 2007.

Danske Bank har efterhånden lanceret en række såkaldt strukturerede produkter inden for råvarer, valuta og aktier. Nu bringer vi tre nye 1-årige valutaindekserede obligationer til torvs inden for tre valutakryds: EUR/RUB (russiske rubler), EUR/CAD (canadiske dollars) og EUR/TRY (tyrskiske lira).

Grundidéen i valutaindekserede obligationer er, at man udnytter en kombination af høj rente, muligheden for valutastyrkelse samt en begrænset tabsrisiko, som opnås med brug af optioner.

Kommuninvest EUR/RUB Digital 2008

Russisk økonomi vokser stabilt med 6–7 pct. årligt og er i høj grad drevet frem af de gunstige eksportforhold, hvor både priser og efterspørgsel på Ruslands vigtigste eksportvarer – olie og gas – er steget kraftigt i de senere år. Denne fremgang har bredt sig til store dele af økonomien, og de russiske forbrugere oplever store indkomstfremgange og faldende ledighed. Dette har medført en høj indenlandsk efterspørgsel og et kraftigt løn- og prispres, der i de kommende år vil presse inflationen opad.

Pengepolitikken i Rusland tilsigter en stabil udvikling i inflationen og en begrænset styrkelse af den reale effektive valutakurs. I praksis styrer centralbanken efter en valutakurv bestående af 55 procent USD og 45 procent EUR, og rublen styrkes/svækkes kun mod valutakurven, såfremt centralbanken tillader dette. De seneste års stigninger i energipriserne har ført til en kraftig stigning i nettoeksporten. Dette har medført et stort pres for, at valutaen skulle styrkes. Centralbanken forsøger at imødegå presset ved at øge udbuddet af rubler. Dette fører dog til øget pengemængde og pres på inflationen, og det illustrerer centralbankens konstante dilemma ved at skulle bekæmpe inflationen via valutakursen.

Centralbanken har i 2006 ladet rublen styrke med kun 4 procent mod valutakurven, og rublen er i vores øjne undervurderet med 10–15 procent. Vores olieprognose peger på en gennemsnitlig oliepris på 60,5 dollars pr. tønde i 2007, og dermed et fortsat pres for en styrkelse af den re-



ale valutakurs. Centralbankens udfordring bliver, om den reale effektive valutakurs skal styrkes enten via højere inflation eller via en nominel styrkelse af rublen mod valutakurven.

De pengepolitiske målsætninger for 2007 sigter mod, at inflationen skal ned omkring en årstigningstakt på 6,5–8,0 pct. fra det nuværende niveau på 9 pct., samt at den reale effektive styrkelse af valutaen højst må være 10 pct. Skal inflationsmålsætningen opfyldes, vil det betyde, at centralbanken kan tillade en styrkelse af rublen. Med forventning om en oliepris igen over 60 dollars pr. tønde og en styrkelse af USD over for EUR forventer vi, at rublen skal styrkes mod EUR.

Afkast og risiko

Obligationen giver en beskeden rente på 0,25 pct. årligt, og indfrielseskursen ved udløb kan ikke blive lavere end 94,75. Inklusiv renten på 0,25 pct. betyder det, at indfrielseskursen er minimum 95 – dvs. at investor ikke kan tabe mere end 5 pct. af det investerede beløb.

Styrkes rublen til og med 3 pct. indfries obligationen til kurs 100. Er styrkelsen mere end 3 pct. til og med 16 pct. vil obligationen blive indfriet til kurs 116. Er rubelstyrkelsen over 16 pct. indfries obligationen til kurs 100 + valutastyrkelsen i pct.

Kommuninvest EUR/CAD 2008

Den canadiske økonomi har været i solid fremgang i en længere årrække med BNP-vækst i både 2005 og 2006 tæt på 3 procent, men læner sig nu op ad kapacitetsgrænsen med den laveste ledighedsprocent i 30 år. Samtidig er økonomien kendetegnet ved meget sunde balancer med solide overskud på betalingsbalancen og de offentlige finanser.

Centralbanken stoppede stramningen af pengepolitikken i maj 2006, men beskriver fortsat økonomien som værende »tæt på«, eller »lige over« kapacitetsgrænsen. Centralbanken forventer dog, at væksten vil aftage nok

i det kommende år til, at det ikke bliver nødvendigt at stramme pengepolitikken yderligere. Markederne har i en længere periode indpriset rentenedsættelser fra centralbanken, bl.a. pga. den afsmittende effekt fra USA, landets største handelspartner, hvor markedet også har forventet rentenedsættelser.

Vores grundlæggende holdning er, at markedet tager fejl i relation til udsigterne for centralbanken. Efter et lidt blødt 4. kvartal tror vi, at væksten atter vil tage fart i 2007, ikke mindst drevet af bedre udsigter syd for grænsen. Med en centralbank, der håber på at lavere vækst kan håndtere kapacitetsproblemerne i økonomien, skal der ikke mange overraskelser til, før yderligere stramninger af pengepolitikken bliver nødvendige. Og en positiv vækstoverraskelse i USA, som vi venter, vil netop være en sådan overraskelse.

Udover støtte fra centralbanken, forventer vi også, at olieprisen igen vil understøtte CAD det kommende år. Canada har verdens næststørste oliereserver, kun overgået af Saudi Arabien, og en relativ høj oliepris er således positivt for både økonomien og valutaen.

Afkast og risiko

Også denne obligation har en rente på 0,25 pct. Styrkes CAD over for EUR i løbetiden, indfries obligationen med et kurstillæg, der svarer til 170 pct. af valutastyrkelsen. Er CAD således styrket med 15 pct. over for EUR ved udløb, indfries obligationen til kurs 125,50. Dertil kommer renten på 0,25 pct., så det samlede afkast før skat bliver på 25,75 pct.

Går kursudviklingen den gale vej, kan indfrielseskursen ikke blive mindre end 94,75 + renten på 0,25 pct. – dvs. en minimum kurs på 95 og dermed et maksimalt tab på 5 pct. af det investerede beløb.

Kommuninvest EUR/TRY 2008

Under finanskrisen i maj-juni 2006 kom Nye Markeder under pres, og

det gik især ud over lande som Tyrkiet med store underskud på betalingsbalancen. Valutaen blev svækket med over 20 pct., men har dog rettet sig betydeligt siden, understøttet af markante renteforhøjelser fra centralbanken.

Tyrkiet har på lang sigt et vigtigt pejlemærke i form af et muligt EU-medlemskab, hvilket er befordrende for udenlandske investorers interesse for landet. Men skal vi se realistisk på perspektiverne for lira et år frem, så er det oplagt, at der bør ventes en vis svækkelse af lira – primært set i lyset af udsigten til et højere globalt renteniveau og det relativt store underskud på betalingsbalancen.

Dertil kommer risikoen for et vist pres på valutaen i forbindelse med de to valg, landet står over for i år – præsidentvalg i april/maj og parlamentsvalget til efteråret.

Afkast og risiko

Kursen på obligationerne indekseres med 100 pct. af ændringen i EUR/TRY. Stiger TRY med fx 10 pct. over for EUR, vil obligationens kurs stige til 110. Dertil skal lægges obligationens rente på 11 pct., så det samlede afkast før skat bliver på 21 pct.

Svækkes lira derimod mod euro, træder kapitalgarantien i kraft som følge af de tilknyttede optioner. Investor er således garanteret en indfrielseskurs på 95, svarende til summen af en garanti-kurs på 84 og renten. Det betyder, at investor højst kan tabe 5 pct. af investeringen.



Investorvejledning til selvangivelsen 2006

I det følgende beskrives, hvordan private investorer for indkomståret 2006 selvangiver beviser i akkumulerende investeringsforeninger og strukturerede obligationer.

Beviser i akkumulerende investeringsforeninger

Beviser i akkumulerende investeringsforeninger beskattes efter lagerprincippet. Det betyder, at der ultimo hvert år skal opgøres urealiseret gevinst og tab. Gevinst og tab medregnes i kapitalindkomsten

Urealiseret gevinst og tab medregnes hos investor dagen efter udløbet af foreningens regnskabsår. Da danske investeringsforeninger har kalenderårsregnskab betyder det, at beskatningen udskydes til det følgende indkomstår.

På selvangivelsen for 2006 skal derfor påføres gevinst og tab, der er urealiseret ved udløbet af indkomståret 2005.

Eksempel:

En privat investor har i oktober 2005 tegnet 100 beviser i Danske Invest Mix til kurs 102 eller for 10.200 kr. i alt. Pr. 31. december 2005 var kursen på beviserne 106 svarende til en samlet værdi på 10.600 kr. På selvangivelsen for 2006 skal der således medregnes 400 kr. i kapitalindkomsten (10.600 kr. – 10.200 kr.).

Beløbet skal skrives i selvangivelsens rubrik 38: »Renter af pantebreve, der ikke er i depot. Gevinst/tab på blandet obligationsinvestering i investeringsforening og investeringsselskab. Tab angives med minus.«

Hvis beviserne er solgt i løbet af indkomståret 2006, skal gevinst og tab, som er realiseret i forhold til værdien pr. 31.

december 2005 også medregnes på selvangivelsen for 2006. Husk at fratrække handelsomkostninger i form af kurtage ved opgørelse af gevinst og tab.

I Danske Invest og BG Invest er følgende investeringsforeninger akkumulerende og dermed omfattet af skattereglerne beskrevet ovenfor:

Danske Invest	BG Invest
Mix	Blandet
Mix med Sikring	Blandet med Sikring
Nye Markeder Akkumulerende	Pension Verden Valutasikret
Pension - Europa Vautasikret	
Pension - USA Valutasikret	
Pension - Ultralange Europæiske Obligationer	
Pension - Verden	

Strukturerede obligationer

Valutaindekserede obligationer

Valutaindekserede obligationer behandles skattemæssigt som en obligation i fremmed valuta. Gevinst og tab beskattes efter realisationsprincippet, dvs. ved salg eller indfrielse. Handelsomkostninger i form af kurtage mv. indregnes ved opgørelse af gevinst og tab.

For private investorer medregnes gevinst og tab i kapitalindkomsten. Gevinst og tab skal alene medregnes, hvis gevinst og tab på fordringer og gæld i fremmed valuta samlet set overstiger en bagatelgrænse på 1.000 kr. Hvis beløbs-

Høringsforslag om skatteændring

Et nyt høringsforslag om skat lægger bl.a. op til en øget beskatning af aktieindkomst for private investorer.

Skatteministeren har offentliggjort et høringsforslag om grundlæggende ændringer i beskatningen af selskaber og aktionærer (indgreb mod kapitalfonde m.v.) Reaktionen har ifølge pressen været kritiske, og derfor kan det ikke vurderes, i hvilken form forslaget kan gennemføres. Resultatet afventes med stor spænding og vil blive fulgt op her i bladet.

I debatten har der navnlig været fokuseret på forslagens betydning for erhvervslivet. I det følgende er der fokuseret på betydningen for den private investor, som eksempelvis investerer i børsnoterede aktier i privat regi eller alternativt foretager investeringer gennem sit eget selskab.

Efter de gældende regler beskattes aktiegevinster og udbytter som aktieindkomst med 28 pct. af de første 45.500 kr. og 43 pct. af et overskydende beløb. Forslaget lægger op til, at skal betales 47,5 pct. i skat af aktieindkomst

over 100.000 kr. Efter forslaget vil der fortsat være en dobbelt bundgrænse for ægtefæller.

Den samlede beskatning for selskab og person set under ét påvirkes ikke umiddelbart ved forslaget, idet selskabsskatten samtidig foreslås nedsat fra 28 til 22 pct. Set fra investors synspunkt er der tale om både betydelige stramninger og lempelser, fx:

- Forslaget medfører en stramning for indkomst som allerede er optjent i selskabet til beskatning på

grænsen er overskredet, så skal hele beløbet medregnes.

Gevinst og tab skrives i selvangivelsen rubrik 39: »Anden kapitalindkomst. Fradragsberettiget tab angives med minus.«

Råvare- og aktieindekserede obligationer

Råvare- og aktieindekserede obligationer udstedt den 4. maj 2005 eller senere beskattes efter reglerne for finansielle kontrakter, det vil sige efter lagerprincippet. Det betyder, at urealiserede gevinster og tab skal opgøres ved indkomståret udløb.

Eksempel:

Den 18. december 2006 har en privat investor tegnet for nominelt 50.000 kr. Kommuninvest 3 i 1 med udløb i 2009 til en tegningskurs på 103 svarende til en pris på i alt 51.500 kr. Pr. 31. december 2006 var kursen 104 svarende til en værdi på 52.000 kr. På selvangivelsen for 2006 skal investor medregne en urealiseret gevinst på 500 kr. i kapitalindkomsten (52.000 kr. – 51.500 kr.)

Gevinster er skattepligtige i kapitalindkomsten, mens et tab som udgangspunkt kun kan modregnes i gevinster på andre finansielle kontrakter, herunder råvare- og aktieindekserede obligationer beskattet efter lagerprincippet. Et uudnyttet tab kan overføres til fradrag i ægtefællens nettogevinster på finansielle kontrakter mv. i indkomståret eller fremføres til modregning først i investors egne og dernæst i ægtefællens nettogevinster uden tidsbegrænsning.

Et tab i 2006 kan dog altid fradrages ved opgørelsen af kapitalindkomst i det omfang den pågældende person i ind-

komståret 2001 og senere samlet set er blevet beskattet af en nettogevinst på finansielle kontrakter, herunder strukturerede obligationer beskattet efter lagerprincippet.

Gevinster og fradragsberettiget tab skrives i selvangivelsens rubrik 39: »Anden kapitalindkomst. Fradragsberettigede tab angives med minus.«

Fremførselsberettiget tab skrives på blanket 04.055 »Bilag til selvangivelsen vedrørende tab på aktier mv.«, rubrik 85: »Samlet fradragsberettiget tab vedrørende indkomstårene 2002-2006 til fremførsel til senere indkomstår vedrørende finansielle kontrakter og aftaler mv.«.

Er de råvare- og aktieindekserede obligationer solgt eller udløbet i 2006, skal den realiserede gevinst og tab selvangives.

Gamle tab

Hvis der i indkomståret 2006 samlet set er en nettogevinst på råvare- eller aktieindekserede obligationer, og der foreligger et fremførselsberettiget tab på finansielle kontrakter mv., fra indkomståret 2001 og senere, kan det gamle fremførselsberettigede tab anvendes til modregning i gevinsten. Et resterende fremførselsberettiget tab selvangives på blanket 04.055.

Det bemærkes, at tab realiseret i 2001 senest skal udnyttes i 2006. Tab realiseret i 2002 og senere kan fremføres til modregning uden tidsbegrænsning. Husk at et tab i 2006 altid skal anvendes til modregning i årets gevinster før et fremførselsberettiget tab kan anvendes. Tab fra 2001 skal anvendes før tab fra indkomståret 2002 og fremefter.



28 pct., og som fremover udbetales som udbytte eller realiseres i form af aktieavance ved den høje aktieindkomstskat på 47,5 pct.

- Forslaget medfører en stramning for den investor, der ejer aktier i udlandet, hvor selskabsskatten ikke bliver nedsat
- Forslaget medfører en stramning for den private investor, som via eget selskab investerer i eksempelvis børsnoterede aktier, idet en avance på sådanne aktier er skatte-

fri efter 3 års ejertid. Hvis avance eller udbytte fra aktierne i eget selskab beskattes med den høje sats på 47,5 pct. er det en stramning, idet der i dette tilfælde ikke opnås nogen fordel ved, at selskabsskatten nedsættes.

Omvendt medfører forslaget, at det fremover bliver mere fordelagtigt for den private investor at akkumulere skattepligtig indkomst, f.eks. renter, i et selskab til en lav beskatning på 22 pct. Det gælder også, selv om aktieudbytte eller en avance ved salg af aktier-

ne i selskabet beskattes med den høje sats på 47,5 pct. for aktieindkomst. Det skyldes, at den lave løbende beskatning af indkomster i selskabet på 22 pct. på sigt mere end opvejer den højere aktieindkomstskat.

Du kan læse en mere uddybende artikel om høringsforslaget i Netbanken, hvor vi også ser på lovforslagets betydning for selskaber.

Thielert flyver højt på diesel

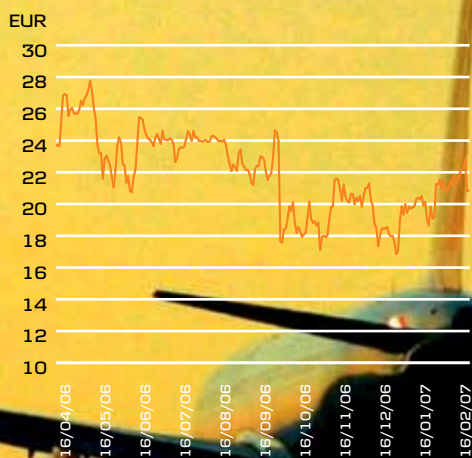
Thielert, som blev grundlagt i 1989, er i dag den førende producent af dieselmotorer til fly, efter at det lykkedes selskabet at anvende dieselteknologien i biler til udviklingen af jetbrændstofsmotorer til fly. Disse motorer tilbyder betydelige fordele i forhold til øget flyvestrækning, omkostningsbesparelser på brændstoffer og længere garantier.

Det generelle flymarked er vokset med 20 pct. i det seneste par år. Denne vækstacceleration var primært udløst af netop Thielerts lancering af motorer med dieselteknologi og andre nye teknologier.

Og der er tegn på det fortsætter. Gennemsnitsalderen for USA's flyflåde er 31 år, hvilket indikerer en stærk udskiftning i de nærmeste år. Goldman Sachs (GS) mener, at den generelle flyindustri vil vokse med 13-20 pct. i det næste par år.

Desuden er det værd at nævne, at både USA's militær og NATO har besluttet, at deres fly fra 2008 kun skal bruge motorer med dieselteknologi, hvilket stiller Thielert i en gunstig position som markedsleder.

GS venter, at resultatet per aktie stiger med mere end 38 pct. årligt indtil 2009. Aktien er på GS' Conviction List - favoritlisten over særligt attraktive aktier. Fair value vurderes til EUR 28 per aktie.



Stærk ordreindgang i Alfa Laval

Alfa Laval er en af de globalt førende udbydere af specialfremstillede produkter og ingeniørløsninger inden for bl.a. varme-, køle-, separerings- og transportprodukter. Selskabet har mere end 9.500 ansatte i tæt ved 100 lande.

Selskabet rapporterede i februar stærke resultater for 4. kvartal 2006, hvor ordreindgangen samlet set steg 40 pct. - heraf 90 pct. alene for det nordamerikanske marked, hvor en væsentlig drivkraft var det amerikanske marked for bioethanol.

Danske Equities (DE) forventer stadig stor ordreindgang i forbindelse med nyopførelse, vedligeholdelse og produktion af eksempelvis olie- og gasraffinaderier, bioethanolproduktion, tankskibe mv. Alfa Laval har senest udtalt, at de underliggende markedsforhold for Alfa Laval stadig ser stærke ud, og at man ikke venter nogen nedgang i den meget stærke ordreindgang.

Udover stærk efterspørgsel, så har Alfa Laval en meget effektiv omkostningsstruktur. Selskabet forventes i løbet af 2007 at forbedre deres marginer ikke mindst pga. forbedret produktmiks i retning af det energirelaterede område. Det er ikke usandsynligt, at Alfa Laval inden for en overskuelig fremtid offentliggør nye finansielle målsætninger. Den nuværende omsætningsmålsætning er af ældre dato og efter DE's vurdering konservativ.

DE venter, at Alfa Lavals vækstsucces forsætter i det næste par år, og anbefaler Køb med en fair value på SEK 415 per aktie og et Bull case-scenario på SEK 492 per aktie (aktuel kurs 350).

Optimistisk ledelse i FLS

FLSmidth (FLS) producerer udstyr samt systemer til cement- og mineralindustrien og beskæftiger omkring 5.900 medarbejdere i 19 lande. Selskabet har for nylig præsenteret regnskabet for 4. kvartal 2006, og det var i overensstemmelse med forventningerne både med hen-

syn til salget og indtjeningen før renter og skat.

Det interessante i forbindelse med præsentationen var imidlertid ledelsens udmeldinger mht. forventningerne til 2007 – som analytikerne i Dan-



Goldman Sachs:

AT&T blandt de stærkeste teleaktier i 2007

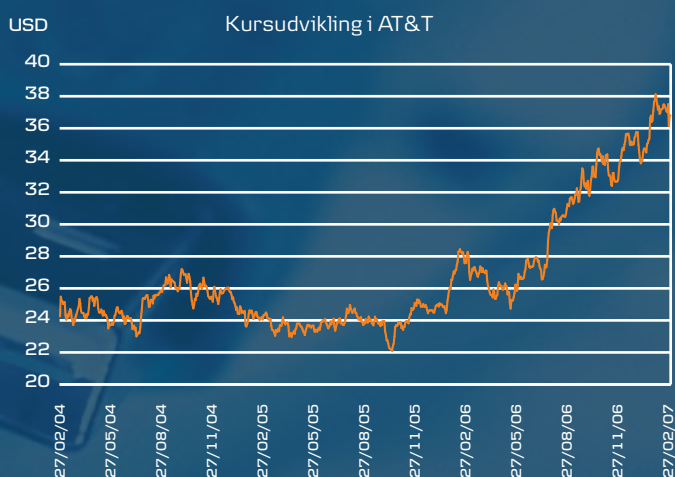
AT&T, hvis historie daterer helt tilbage til 1876 med Graham Bells opfindelse af telefonen, er i dag den største leverandør af telekommunikationsløsninger til private og erhverv på det nordamerikanske marked. Selskabet beskæftiger globalt tæt på 300.000 mennesker i 149 lande, og i USA har AT&T millioner af kunder spredt over 22 stater. I 2006 blev selskabet hædret med prisen som Company of the Year af tidsskriftet Fortune Magazine med baggrund i selskabets succes i løbet af de seneste år.

Det amerikanske telemarked har gennem den seneste tid set en del konsolidering, hvilket AT&T også har taget del i, heriblandt den foreliggende fusion med BellSouth som det seneste strategiske træk. Selskabet selv forventer, at fusionen vil føre til teknologiske fremskridt samt nye løsninger. Dog har de amerikanske konkurrencemyndigheder varslet om yderligere revidering af fusio-

nen, hvilket ifølge Goldman Sachs (GS) afspejler Demokraternes fremkomst i Washington, og dermed en risiko for den kommende periode.

AT&T vurderes af GS at være blandt de stærkeste teleaktier for 2007, hvilket blandt andet skyldes de kommende strategiske synergier samt lavere omkostninger fra fusionen med BellSouth. Derudover anses aktien som værende billig i forhold til konkurrenterne, idet der stadig er plads til yderligere vækst samt et solidt udbytte. Lanceringen af Apple's iPhone i anden halvdel af 2007 forventes at være en yderligere kursudløser til AT&T's dataservices, Cingular Wireless. Derfor har GS en Køb-anbefaling på aktien med et kursmål på USD 42 per aktie.

I stedet for at købe AT&T-aktien direkte kan du vælge, at købe den via en call-option. Læs mere s. 14.



ske Equities (DE) anser for at være ret konservative. Og det mest bemærkelsesværdige i den forbindelse var ifølge DE, at ledelsen indtager en mere optimistisk holdning til profitabiliteten i perioder med lav aktivitet – som vil præge netop dette år, hvor en generel økonomisk afmatning ligger i kortene.

Ledelsens tiltro til indtjeningsmulighederne her i slutfasen af konjunk-

turcyklen indikerer, at risikoen for faldende indtjeningsmarginaler er begrænset. DE finder det derfor realistisk, at ledelsen i FLS senere på året vil komme med opjusteringer til den øvre ende af de finansielle mål, efterhånden som gennemsigtigheden bliver bedre.

FLS forventes at modtage betydelige ordrer fra Indien og Rusland i den kommende regnskabsperiode. Yder-

mere kan man se frem til øget fokus på effektivisering af selskabets produktion samt miljømæssige hensyn. DE fortsætter med en Køb-anbefaling og en fair værdi på DKK 390–410 per aktie grundet det stærke internationale marked (aktuel kurs 364). Det påpeges samtidig, at sammenlignet med konkurrenter handles FLS p.t. med en ufortjent rabat tæt på 10 pct.

EF-domstolen underkender danske pensionsregler

Ved dom af 30. januar 2007 fastslog EF-domstolen, at de danske pensionsregler, der kun giver fradrags- eller bortseelsesret for pensionsindbetalinger til nationale pensionsinstitutter, ikke er i overensstemmelse med EU-retten. Domstolen fandt, at de danske pensionsregler er i strid med EF-Traktatens bestemmelser om fri udveksling af tjenesteydelser (artikel 49), fri bevægelighed for arbejdstagere og fri etableringsret (artikel 39 og 43).

Dommen betyder, at Danmark må ændre reglerne om fradrags- og bortseelsesret for pensionsbidrag, således at disse bringes i overensstemmelse med EU-retten. Hvordan denne tilpasning vil blive gennemført er imidlertid ikke klar. Mulighederne er principielt mange, og banken følger naturligvis situationen nøje.

Skatteminister Kristian Jensen vil fremsætte lovforslag hurtigst muligt. Ifølge skatteministeren vil det, indtil den nye lovgivning er på plads, fortsat være en betingelse for skattemyndighedernes godkendelse af fradrag for indskud på en pensionsordning, at denne er oprettet i et dansk pensionsinstitut.

Dommen sætter også den danske kapitalafkastbeskatning under pres. De danske regler om pensionsafkastskat (PAL) vil fx næppe kunne opretholdes i den nuværende form.

Når evt. lovforslag fremsættes, vil vi orientere herom.



Pas på klimabobler

I løbet af 2006 fik alternativ energi markant øget international politisk interesse efterhånden, som der bredte sig en erkendelse af, at global opvarmning er en realitet, der kræver handling. Det helt afgørende politiske vendepunkt kom, da den britiske økonom, Sir Nicholas Stern, tidligere cheføkonom i Verdensbanken, præsenterede sin rapport om global opvarmning og alternativ energi i efteråret 2006. Rapporten var den første gennemgribende analyse af de økonomiske omkostninger ved for alvor at gøre noget ved udledningen af CO₂ og andre drivhusgasser – og ikke mindst omkostningerne ved at lade være. Dette gav politikerne noget konkret at forholde sig til, og Stern-rapportens konklusi-



Øget usikkerhed i obligationsmarkedet

Det store kursfald på det kinesiske aktiemarked var i sig selv ikke en faktor, der burde påvirke de finansielle markeder i de udviklede lande. Men som altid i forbindelse med større uro skal der på et tidspunkt blot et enkelt strå til at knække kamelens ryg, idet en lang række andre faktorer også spiller ind.

I dette tilfælde er det især markedets bekymring over størrelsen af afmatningen i amerikansk økonomi og dermed også verdensøkonomien, der har været afgørende –

en bekymring, som har fået næring af flere dårlige nøgletal for USA på det seneste, bl.a. da BNP-væksten i 4. kvartal blev nedjusteret fra en forventet årstigningstakt på 3,5 pct. til faktiske 2,2 pct.

De efterfølgende reaktioner i markedet har været klassiske i den forstand, at volatiliteten som følge af investorernes stigende ulyst til risiko stiger i såvel aktie-, valuta- og rentemarkederne. Realkreditobligationer taber i forhold til statsobligationer – og især de korte renter falder, idet in-

oner vil utvivlsomt blive et afgørende fundament for den energi- og miljømæssige debat i mange lovgivende forsamlinger rundt om på kloden i de kommende år.

På de finansielle markeder har denne politiske »blåstempling« af alternativ energi forstærket den stærke væksttrend, som vi pegede på første gang i dette blad for et år siden. En del aktier inden for vedvarende energi er imidlertid skudt i vejret med en sådan hastighed, at advarselsslamperne bør begynde at blinke.

Der er ingen tvivl om, at væksttrenden i alternativ energi er kommet for at blive og vil tage voldsomt til i styrke i de kommende år. Men som investor skal man også være opmærksom på, at teknologien bag de fleste alternative energikilder endnu ikke er tilstrækkeligt veludviklet til, at den indtjeningsvækst, der realistisk set ligger i kortene inden for de nærmeste år, kan retfærdiggøre for kraftige kursstigninger på nuværende tidspunkt.

Det er naturligvis, som altid i forbindelse med aktieinvesteringer, et spørgsmål om timing, når man skal justere sin portefølje. Hvis man står af, risikerer man også at blive sejlet agterud. Der forskes som aldrig før i alternativ energi, netop fordi selskaberne er klar over, at de befinder sig på kanten af en guldgrube, og afgørende teknologiske fremskridt kan betyde, at netop deres selskab får en stor del af udvindingsrettighederne. Vi taler her inden for en overskuelig tidshorisont bl.a. om et afgørende ryk i solcellers effektivitet og 2. generation af konversionsprocessen til fremstilling af ethanol. Men også inden for de mindre udviklede områder såsom brintenergi, kan der ske afgørende kvantespring i forskningsresultaterne rundt om på laboratorierne, som ville kunne retfærdiggøre store kursstigninger i visse selskaber, selv om udsigten til en storstilet kommerciel udnyttelse af de nye opdagelser ligger flere år frem i tiden.

Vi befinder os med andre ord i en

fase, som var kendetegnende for informationsteknologiens eksplosion i slutningen af 90'erne. Der er masser af lovende muligheder, men det er yderst vanskeligt at sige på forhånd at sige, hvem der løber med guldet. I første omgang vil vi nøjes med at advare mod de tyske solenergiselskaber, hvor begyndende bobleeffekter synes størst – og i øvrigt anbefale, at man tager sig en snak med sin investeringsrådgiver om eksisterende positioner inden for alternativ energi.

Hold i øvrigt øje med EU-topmødet i marts, hvor energipolitikken er i fokus. Her skal stats- og regeringscheferne tage den endelige beslutning om, hvorvidt man skal følge EU-Kommissionens forslag om, at 20 pct. af energiforbruget i EU i 2020 skal komme fra vedvarende energi – noget EU's energiministre ikke kunne blive enige om for nylig.



vestorerne sælger ud af de mere risikobetonede obligationer og typisk går i den korte ende.

Danske Banks renteanalytikere forventer ved redaktionens slutning, at rentefaldet vil fortsætte de kommende dage, volatiliteten vil stige og realer vil tabe relativt lidt mere til stater. På længere sigt tror analytikerne dog fortsat, at realer og rentegarantiobligationer vil klare sig bedst, hvorfor disse papirer kan blive attraktive igen i løbet af kort tid.



Vi ser i denne artikel på eksplosionen i det globale marked for datatrafik, hvilke selskaber der nyder godt af væksten – og hvad der kræves for, at væksten kan fortsætte

Internettets kapacitetsgrænse er snart nået



Udviklingen på Internettet fortsætter med rivende hast. Over 1 million millioner bits per sekund – også kaldet en terabit – er den gennemsnitlige Internet-trafik, der døgnet rundt drøner af sted på nettets globale motorveje, de såkaldte backbone-forbindelser. Og det vokser stadig. Ifølge det globale konsulenthus TeleGeography Research vil trafikken nå op på 2–3 terabit per sekund allerede i 2008.

Konkurrencen er stor blandt de selskaber, der tilbyder tjenester af den ene eller anden art i forbindelse med nettet, og der er kamp om at købe kapacitet på nettet i forventning om, at forbrugernes efterspørgsel vil være hastigt voksende i de kommende år.

Triple Play

Triple Play er nøgleord i den forbindelse. Det dækker over højhastigheds internetforbindelser, TV/Video og telefoni. Og der hvor den helt store vækst ventes i den kommende tid er TV – Video On Demand og TV-udsendelser via nettet.

Der ventes en eksplosion i TV på nettet i de kommende år, og det vil betyde, at nettets kapacitetsgrænse snart er nået, idet 1 minuts video kræver en båndbredde 10 gange større end telefonsamtaler. Skal denne kapacitet udvides, kræver det store investeringer i netværket.

Fibermotorvejene, hvor størstedelen af trafikken på Internettet fremføres over store afstande, er imidlertid ekstremt kapitalkrævende, og derfor er det ikke overraskende, at det kun er et mindre antal globale netværksselska-

ber, der kontrollerer store dele af infrastrukturen.

Ifølge en FN-rapport er der globalt omkring 300 selskaber, der tilbyder kommercielle såkaldte backbone-tjenester. Heraf har de 50 største operatører en andel på 95 procent af trafikken. Blandt de helt store er der en overvældende dominans af amerikanske selskaber – 9 ud af de 10 største backbone-netværk har således base i USA, mens det tiende er Japanske NTT.

Og tendensen går mod fortsat større koncentration, hvilket kan aflæses i en omfattende konsolidering i industrien. En række megafusioner i USA har skabt to store spillere – *AT&T* (Goldman Sachs, Buy, se s. 21) og *Verizon* (GS, Neutral) – der i dag kontrollerer en meget stor del af det amerikanske backbone.

Mange selskaber vinder på væksten

Der er mange led i værdikæden som nyder godt af den hastige vækst på Internettet. Over de seneste måneder har underleverandører til det amerikanske netværk, således været en af de hotteste sektorer i USA.

Sektorens fortsatte succes er afhængig af, at de store netværksoperatører øger investeringerne i nettets kapacitet. Og alt tyder da også på, at de store teleselskaber griber til lommerne i år. Finanshuset Merrill Lynch forventer, at de amerikanske teleselskaber vil hæve deres investeringer markant i år, hvilket bl.a. også er nødvendigt for at holde kabelselskaberne fra at løbe med Triple Play-kunder.

I øjeblikket kan amerikanske kabel-

selskaber dække hele paletten, mens teleselskaber pt. indgår aftaler med satellitselskaber for at kunne dække det samme, indtil de har rullet fibernetværk ud.

Fremtidsforventninger

At Triple Play og især TV på nettet er den helt store vækstdriver blev illustreret, da *Ericsson* (Danske Equities, Køb) d. 26. februar bød 1,6 mia. USD på norske Tandberg TV, verdens største producent af video-encoding systems til brug for Internettet og high-definition TV. Ericssons topchef Carl-Henric Svanberg sagde i den forbindelse, at en fusion med Tandberg TV vil sikre Ericsson en global førerposition inden for IPTV – dvs. TV på Internettet. Ericsson er mest kendt for mobiltelefoner, men baserer i høj grad også indtjeningen på netværk.

Af andre interessante aktier kan nævnes *Ciena* og *Cisco*, som begge er godt med i kampen om at sikre sig en betydelig del af globale netværk. Begge har købsanbefalinger fra Goldman Sachs (GS).

Ciena og *Cisco* er i hård konkurrence med *Alcatel-Lucent* (også anbefalet af GS), der også er i fuld gang med at tilkæmpe sig en væsentlig del af det globale infrastrukturmarked, især inden for Edge-Routing, den dyreste del af et netværk. Alcatel-Lucent's styrke er bl.a. en teknologiplatform, der letter netværksoperatørernes administration af ressourcerne og giver mulighed for at udbyde de krævede Triple Play-tjenester.

Modelporteføljer for obligationer

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

Personbeskattede med tidshorisont 0-3 år							Pensionsbeskattede med tidshorisont 0-3 år					
	DB eff. rt. 2]		Varighed 3]		Hpr. 59% skat 4]			DB-eff.rt.	Varighed	Hpr. ved 0% skat		
% andel Fondskode Papir	Skat	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	% andel Fondskode Papir	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.
1]	45%	59%	Var.	Var.	12 md.	12 md.		0%	Var.	Var.	12 md.	12 md.
20 927090 RD 2.0 01/01/2008	2,85%	2,56%	0,82	0,82	2,92%	2,85%	5 927295 RD 5.0 Aio 10/01/2038	5,28%	11,26	6,24	4,16%	5,19%
50 927104 RD 2.0 01/01/2009	2,99%	2,71%	1,80	1,75	2,46%	2,74%	20 926507 RD 6.0 A 10/01/2032	5,70%	9,65	2,43	4,36%	4,71%
20 927112 RD 2.0 01/01/2010	2,90%	2,61%	2,77	2,65	2,14%	2,61%	35 927465 4.04Cibor6	-	-	0,31	4,45%	4,25%
10 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	2,80%	2,35%	6,75	5,81	1,49%	2,46%	20 976113 4.27NYKcf5io16	-	-	2,47	4,64%	4,75%
							10 927376 4.26RDcf638	-	-	3,11	4,58%	4,77%
							10 927384 4.26RDcf6io38	-	-	3,43	4,60%	4,83%
100	5]	2,93%	2,62%	2,27	2,13	2,40%	2,71%	100		2,06	4,48%	4,60%

Personbeskattede med tidshorisont 3–7 år							Personbeskattede med tidshorisont 3–7 år					
	DB eff. rt.		Varighed		Hpr. 59% skat			DB-eff.rt.	Varighed	Hpr. ved 0% skat		
% andel Fondskode Papir	Skat	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	% andel Fondskode Papir	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.
	45%	59%	Var.	Var.	12 md.	12 md.		0%	Var.	Var.	12 md.	12 md.
30 927104 RD 2.0 01/01/2009	2,99%	2,71%	1,80	1,75	2,46%	2,74%	15 927317 RD 4.0 Aio 10/01/2038	4,90%	11,51	8,95	3,32%	4,76%
20 927112 RD 2.0 01/01/2010	2,90%	2,61%	2,77	2,65	2,14%	2,61%	20 927295 RD 5.0 Aio 10/01/2038	5,28%	11,26	6,24	4,16%	5,19%
25 927406 RD 3.0 A 10/01/2018	2,83%	2,38%	4,73	4,28	1,78%	2,51%	10 926507 RD 6.0 A 10/01/2032	5,70%	9,65	2,43	4,36%	4,71%
25 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	2,80%	2,35%	6,75	5,81	1,49%	2,46%	15 927465 4.04Cibor6	-	-	0,31	4,45%	4,25%
							20 976113 4.27NYKcf5io16	-	-	2,47	4,64%	4,75%
							10 927341 4.51RDcf538	-	-	6,19	4,25%	5,22%
							10 927384 4.26RDcf6io38	-	-	3,43	4,60%	4,83%
100	2,89%	2,52%	3,93	3,55	1,99%	2,59%	100			4,25	4,26%	4,81%

Personbeskattede med tidshorisont 7 år							Personbeskattede med tidshorisont 7 år						
	DB eff. rt.		Varighed		Hpr. 59% skat			DB-eff.rt.	Varighed		Hpr. ved 0% skat		
% andel Fondskode Papir	Skat	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	% andel Fondskode Papir	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	
	45%	59%	Var.	Var.	12 md.	12 md.		0%	Var.	Var.	12 md.	12 md.	
10 927104 RD 2.0 01/01/2009	2,99%	2,71%	1,80	1,75	2,46%	2,74%	35 927317 RD 4.0 Aio 10/01/2038	4,90%	11,51	8,95	3,32%	4,76%	
15 927112 RD 2.0 01/01/2010	2,90%	2,61%	2,77	2,65	2,14%	2,61%	20 927295 RD 5.0 Aio 10/01/2038	5,28%	11,26	6,24	4,16%	5,19%	
15 927406 RD 3.0 A 10/01/2018	2,83%	2,38%	4,73	4,28	1,78%	2,51%	10 926507 RD 6.0 A 10/01/2032	5,70%	9,65	2,34	4,36%	4,71%	
35 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	2,80%	2,35%	6,75	5,81	1,49%	2,46%	10 976113 4.27NYKcf5io16	-	-	2,47	4,64%	4,75%	
25 927430 RD 4.0 A 10/01/2038	2,55%	1,97%	11,61	8,08	0,90%	2,21%	10 927341 4.51RDcf538	-	-	6,19	4,25%	5,22%	
							15 927384 4.26RDcf6io38	-	-	3,43	4,60%	4,83%	
100	2,78%	2,34%	6,52	5,23	1,59%	2,46%	100			5,89	4,03%	4,90%	

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

- 1) Angiver hvor stor en andel, der anbefales af den enkelte fondskode i porteføljen.
- 2) DB eff. rt. (Danske Bank effektiv rente) er korrigeret for skat samt evt. ekstraordinære udtrækninger. Anvendes kun til at sammenligne 2 obligationer med samme udløb og ydelsesprofil på investeringstidspunktet.
- 3) Officiel varighed angiver den procentvise ændring i en obligations værdi ved en renteændring på 1%. DB-varighed udtrykker det samme, men korrigeret for evt. ekstraordinære udtrækninger på konverteringstruede obligationer.
- 4) Hpr. (horisontafkastet) udtrykker det forventede afkast på 12 mdr. sigt. Viser, hvilket afkast du kan forvente ud fra givne forudsætninger til renteniveau og evt. forventning til ekstraordinære udtrækninger på konverterbare realkreditobligationer. DB er Hpr. med baggrund i vores officielle 12 mdr. prognose. Uændr. er Hpr. beregnet ved en uændret rentekurve om 12 mdr. Afkastet udtrykker således kuponrente samt løbetidsforkortelsen på obligationerne.
- 5) Her kan du se de nævnte nøgletal beregnet på den samlede portefølje.

Europa

Euroland har overrasket i slutningen af 2006. Spørgsmålet er, om overraskelserne fortsætter i år. Vi tror det ikke. Tværtimod er der udsigt til et mere gennemsnitligt år for europæisk økonomi. Én af grundene til at især tysk økonomi overraskede positivt sidste år, var således momsforhøjelsen fra 1. januar 2007. Den førte til, at forbrugerne fremrykkede efterspørgselen til før nytår, og det skabte mere optimisme, end den underliggende udvikling egentlig lagde op til. Selvom tysk økonomi er i fremgang vil momsforhøjelsen sammen med den strammere pengepolitik og stærkere euro skabe lidt modvind i første halvår 2007. Tysk og europæisk økonomi er på vej tilbage i normalt leje.

Østeuropa

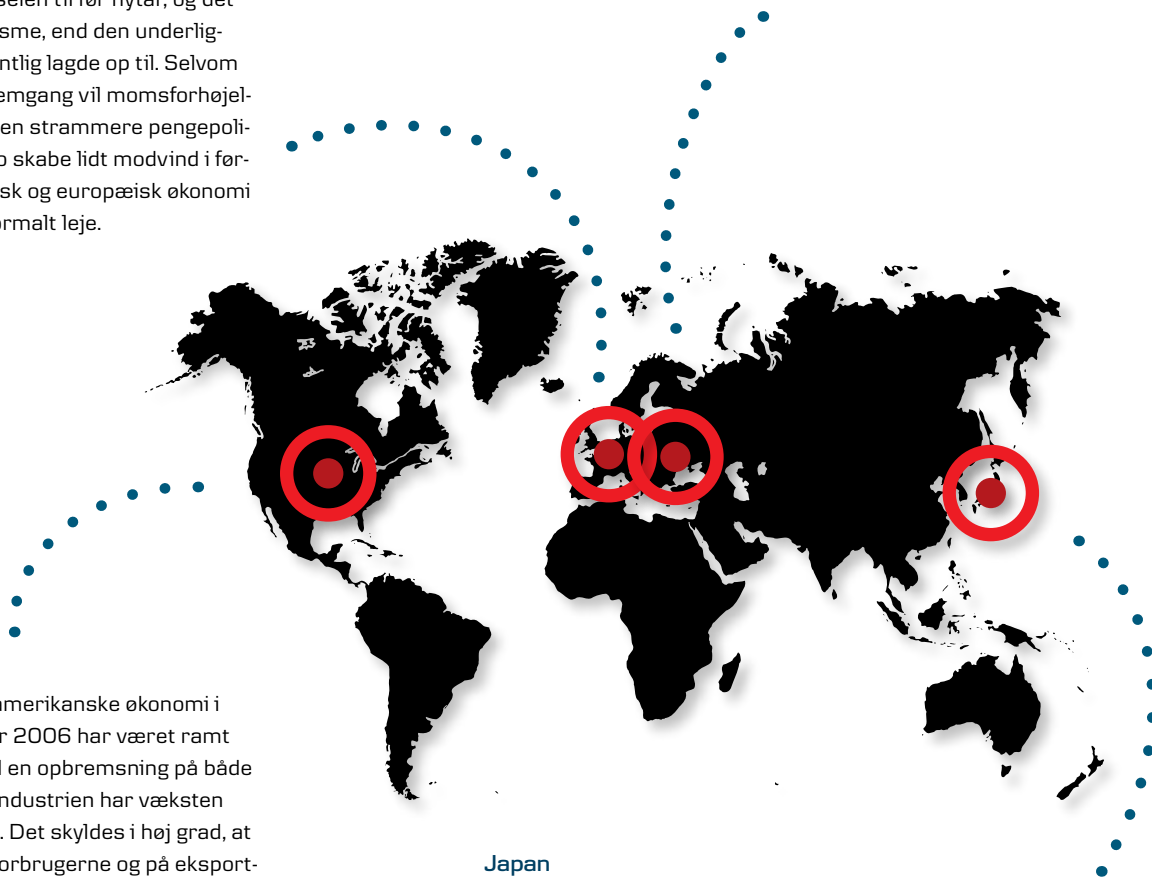
De Central- og Østeuropæiske EU-lande oplever i disse år et meget stærkt opsving. Landene har generelt høje vækstrater og faldende ledighed. Derfor oplever de almindelige borgere stærke indkomstfremgange. Dette kombineret med generel lempelig pengepolitik har ført til markante stigninger i udlånsvækststrategierne samt i import af udenlandske varer. Det nuværende »boom« er i visse af landene uholdbart, og der er derfor grund til stadig mere bekymring for at især de baltiske lande, samt de to nye EU-lande – Rumænien og Bulgarien – er på vej mod en økonomisk overophedning.

USA

På trods af, at den amerikanske økonomi i løbet af andet halvår 2006 har været ramt på flere fronter med en opbremsning på både boligmarkedet og i industrien har væksten holdt sig pænt oppe. Det skyldes i høj grad, at efterspørgslen fra forbrugerne og på eksportmarkederne har været solid. En fortsat solid indkomst og forbrugsudvikling vil betyde, at boligmarkedet vil gradvist bedres, og industrien vil se en vending i de kommende måneder. Det vil give anledning til et mere positivt syn på amerikansk økonomi i første halvår. I takt hermed venter vi, at markederne vil skrue ned for forventningerne om rentenedsættelser fra den amerikanske centralbank.

Japan

Japansk økonomi og pengepolitik er inde i en meget spændende fase. Den 21. februar forhøjede centralbanken, Bank of Japan, renten til trods for at inflationen ligger meget tæt på nul, og privatforbruget stadig ser skrøbeligt ud. Fremadrettet vil centralbanken dog få svært ved at forhøje renten i løbet af foråret. Dertil vil inflationsudviklingen og privatforbruget være for svag. Bank of Japan vil først få mulighed for at forhøje renten igen på den anden side af sommeren. Finansielt betyder det, at yennen kan blive svækket yderligere i år, især overfor dollaren. Bank of Japan bevæger sig simpelthen ikke hurtigt nok til at kunne indsnævre renteforskellen til USA og Europa i væsentlig grad. Samtidig vil den kraftige kapitaludstrømning fra Japan fortsætte i 2007.



Sektor/selskab	Land	Anbefaling	Kurs 28.02.07	Kursændring i pct. Senest. md.	År til dato
Energi					
Olje- og gastjenester					
BW Offshore	NO	Køb	26,3	-6,7	0,4
Prosafé	NO	Hold	87,0	-10,9	-1,7
Acergy	NO	Køb	115,8	-4,3	-3,5
Seadrill	NO	Køb	94,8	-7,7	-9,9
Olje og gas					
DNO	NO	Hold	10,9	-12,4	-5,4
Fred. Olsen Energy	NO	Hold	286,5	3,4	-1,9
Statoil	NO	Hold	160,0	-3,5	-3,2
Materialer					
Kemikalier					
Auriga Industries A/S	DK	Køb	147,0	0,0	-7,3
Novozymes	DK	Hold	486,0	-1,6	0,0
Konstruktionsmaterialer					
H+H International	DK	Køb	1.889,0	-4,1	2,7
Containere					
Brdr Hartmann	DK	Sælg	209,0	-10,3	-7,9
Papir & skovprodukter					
Holmen	SE	Køb	286,0	-5,5	-4,0
M-real	FI	Hold	5,1	-1,5	7,3
Norske Skog	NO	Sælg	107,3	-6,5	-0,2
SCA	SE	Køb	363,0	-2,3	1,5
Stora Enso	FI	Hold	12,6	1,7	5,2
UPM-Kymmene	FI	Hold	19,9	3,3	4,1
Industri					
Fly & forsvar					
SAAB	SE	Køb	188,5	-8,7	-10,2
Byggeprodukter					
ASSA ABLOY	SE	Køb	151,5	-0,3	1,7
Dantherm Holding	DK	Hold	97,0	-7,6	-7,2
Flügger	DK	Hold	680,0	-11,1	-6,9
Rockwool International	DK	Køb	1.004,0	-4,4	14,9
Entreprenører					
FLSmidth & Co	DK	Køb	364,0	-2,9	1,4
Højgaard Holding	DK	Hold	240,0	-2,2	4,4
Monberg & Thorsen	DK	Hold	485,0	-4,0	0,0
Per Aarsleff	DK	Køb	520,0	-2,8	3,0
Elektronik					
NKT Holding	DK	Køb	458,0	-9,0	-8,3
Schouw & Co	DK	Hold	379,0	2,6	5,1
Vestas Wind Systems	DK	Køb	266,0	6,4	11,4
Maskinindustri					
Alfa Laval	SE	Køb	350,0	7,4	13,3
Atlas Copco	SE	Hold	220,5	-7,2	-4,1
Cardo	SE	Hold	262,0	-1,9	0,8
Kone	FI	Hold	43,3	-4,4	0,8
Metso	FI	Hold	37,5	-7,7	-1,9
Munters	SE	Hold	292,0	-9,2	-7,9
Scania	SE	Sælg	517,0	3,8	7,5
SKF	SE	Hold	130,5	-4,7	3,2
Tomra Systems	NO	Hold	48,0	12,9	11,6
Trelleborg	SE	Køb	183,0	8,3	11,6
Volvo	SE	Køb	555,0	11,7	17,7
Handel og distributører					
Brdr A&O Johansen	DK	Hold	1.820,0	5,6	9,6
DLH	DK	Køb	116,0	1,3	9,4
Solar A/S	DK	Køb	750,0	2,0	5,6
Sanistål	DK	Køb	1.030,0	3,0	19,8
Serviceselskaber					
Gunnebo	Sverige	Hold	76,0	1,0	-3,8
Securitas	Sverige	Køb	104,8	1,7	-1,4
Securitas Systems	Sverige	Køb	23,2	-13,4	-16,3
Transport					
A. P. Møller - Maersk	DK	Køb		0,7	9,2
Broström	SE	Køb	134,8	-7,1	-10,2
DFDS	DK	Hold	765,0	-6,4	12,5
DSV	DK	Køb	973,0	-1,2	-5,7
Mols-Linien	DK	Køb	475,5	-4,9	-4,9
SAS	DK	Hold	124,8	-4,2	-4,2
Torm	DK	Køb	368,0	-1,3	-1,3
Forbrugsgoder					
Bilkomponenter					
Varige forbrugsvarer					
Bang & Olufsen	DK	Køb	680,0	-7,4	-7,4
BoConcept	DK	Hold	385,0	-7,0	-7,0
Ekornes	NO	Hold	144,0	-3,7	-3,7
Electrolux	SE	Hold	157,0	19,4	19,4
Husqvarna	SE	Køb	108,5	1,2	1,2
Fritid					
PARKEN Sport & Entertainment A/S	DK	Sælg	1.450,0	-6,5	-6,5
Royal Caribbean Cruises	NO	Køb	246,0	-12,5	-12,5
Tekstil & Beklædning					
IC Companys	DK	Køb	325,0	-12,0	-12,0
Medie					
Eniro	SE	Hold	82,5	-10,1	-10,1
Metro International					
Metro International	SE	Køb	9,3	-11,1	-11,1
MTG	SE	Hold	387,5	-11,8	-11,8
Observer	SE	Sælg	29,0	-11,3	-11,3
Schibsted	NO	Køb	249,5	-4,0	-4,0
Detailhandel					
Hennes & Mauritz	SE	Køb	365,5	-2,8	-2,8
Fødevarer					
Carlsberg	DK	Sælg	582,0	0,3	0,3
Cermaq	NO	Køb	115,0	13,9	13,9
Danisco	DK	Køb	450,0	-3,5	-3,5
EAC	DK	Hold	248,0	-11,1	-11,1
Harboe	DK	Hold	227,0	2,5	2,5
Orkla	NO	Køb	399,0	6,7	6,7
Marine Harvest	NO	Køb	6,9	21,0	21,0
Royal Unibrew	DK	Hold	690,0	-12,8	-12,8
Sundhed					
Medico					
Coloplast	DK	Køb	471,0	-4,6	-4,6
Getinge	SE	Køb	145,0	-4,0	-4,0
William Demant	DK	Køb	470,5	-0,7	-0,7
Bioteknologi					
ALK-Abelló	DK	Sælg	1.078,0	-18,8	-18,8
Bavarian Nordic	DK	Køb	543,0	0,7	0,7
Genmab	DK	Køb	334,0	-7,9	-7,9
Curalogic	DK	Køb	16,0	-7,0	-7,0
LifeCycle Pharma	DK	Køb	55,5	0,0	0,0
NeuroSearch	DK	Køb	313,0	-4,3	-4,3
Pharmexa	DK	Hold	16,1	-12,0	-12,0
Topotarget	DK	Hold	34,5	-7,8	-7,8
Medicin					
Lundbeck	DK	Køb	151,0	-7,5	-7,5
Novo Nordisk	DK	Køb	485,0	-1,6	-1,6
Finansielle selskaber					
Banker					
Amagerbanken	DK	Hold	380,0	-10,4	-10,4
Danske Bank	DK	n.a.	260,5	-1,1	-1,1
DnB NOR	NO	Hold	83,0	-11,4	-11,4
Fionia Bank	DK	Hold	1.635,0	-2,4	-2,4
Forstædernes Bank	DK	Køb	846,0	-2,0	-2,0
Jyske Bank	DK	Sælg	434,0	-2,0	-2,0
Nordea	SE	Køb	106,4	-2,0	-2,0
Ringkjøbing Landbobank	DK	Hold	1.180,0	0,0	0,0
Roskilde Bank	DK	Sælg	645,0	-0,8	-0,8
Sampo	FI	Køb	21,1	0,8	0,8
SEB	SE	Køb	214,5	-7,5	-7,5
Spar Nord	DK	Sælg	135,0	-5,9	-5,9
Svenska Handelsbanken	SE	Hold	209,0	-2,6	-2,6
Sydbank	DK	Køb	298,0	3,1	3,1
Vestjysk Bank	DK	Hold	324,0	-3,4	-3,4
Forsikring					
Alm. Brand	DK	Køb	400,0	-7,0	0,0
Codan	DK	Hold	468,0	-7,5	-7,5
Topdanmark A/S	DK	Køb	1.018,0	0,7	0,7
TrygVesta A/S	DK	Køb	455,0	-1,1	-1,1
Ejendomsselskaber					
Sjælsø Gruppen	DK	Køb	1.952,0	1,1	1,1
TK Development	DK	n.a.	100,0	22,0	22,0
Informationsteknologi					
EDB Business Partner	NO	Hold	54,0	-5,7	-5,7
Ementor	NO	Køb	47,3	11,0	11,0
HiQ	SE	Sælg	36,0	-8,9	-8,9
Semcon	SE	Køb	56,5	-14,1	-14,1
Teleca	SE	Køb	28,9	2,1	2,1
TietoEnator	FI	Hold	21,1	3,0	3,0
Software					
ORC Software	SE	Køb	128,8	-11,7	-11,7
Fast Search & Transfer	NO	Sælg	14,6	-13,6	-13,6
IBS	SE	Stærk Køb	24,8	-0,4	-0,4
ORC Software	SE	Køb	128,8	-11,7	-11,7
SimCorp	DK	Køb	1.190,0	-5,1	-5,1
Telelogic	SE	Køb	13,5	-13,5	-13,5
Kommunikationsudstyr					
Eltek	NO	Køb	70,0	-0,7	-0,7
Ericsson	SE	Køb	25,0	-9,3	-9,3
GN Store Nord	DK	Hold	81,5	-3,3	-3,3
Nokia	FI	Køb	16,5	-1,8	-1,8
Tandberg ASA	NO	Hold	112,3	6,9	6,9
Tandberg Television	NO	Sælg	110,0	12,2	12,2
Thrane & Thrane	FI	Køb	328,0	3,1	3,1
Teleoperatører					
Elisa	FI	Sælg	22,3	-1,2	-1,2
Tele2	SE	Hold	107,8	4,1	4,1
Telenor	NO	Hold	111,0	-12,9	-12,9
TeliaSonera	SE	Sælg	59,0	6,3	6,3
Forsyningsselskaber					
Elværker					
Fortum	FI	Køb	20,9	-1,2	-1,2

Stærk Køb: Kursen ventes at stige med over 20 pct. **Køb:** Kursen ventes at stige med mellem 5 pct. og 20 pct. **Hold:** Kursen ventes at udvikle sig i intervallet -5 pct. til +5 pct. **Sælg:** Kursen ventes at falde med mere end 5 pct. n.a.: Selskabet er ikke analyseret p.t. **Anbefalingerne** er absolutte og på 12 måneders sigt. Derudover to kortsigtede anbefalinger: **Trading Sælg:** Kursen ventes at falde mindst 10 pct. på 3 måneders sigt. **Trading Køb:** Kursen ventes at stige med mindst 15 pct. på 3 måneders sigt. **DK:** Danmark, **NO:** Norge, **SE:** Sverige, **FI:** Finland.

Disclosure

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

Danske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer fremgår af Danske Banks Research Policy. Alle ansatte i Danske Banks analyseafdelinger er bekendt med, at enhver henvendelse, der kan kompromittere analysens objektivitet og uafhængighed, skal overgives til analyseledelsen og til bankens Compliance-afdeling. Danske Banks analyseafdelinger er organiseret uafhængigt af og rapporterer ikke til Danske Banks øvrige forretningsområder.

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

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

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

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

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

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

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