

# INVESTERING

[APRIL 2008]

## STEMNINGSSKIFTE - ER DET NU DET VENDER?

Tjen penge på fødevarekrisen og  
energipriserne

Finanskrisen er eskaleret

Udnyt usikkerheden på aktiemarkedet  
med optionssalg

Sådan laver du optimal nedsparing



Danske Bank

|    |                                                                            |
|----|----------------------------------------------------------------------------|
| 04 | FINANSKRISEN ER ESKALERET                                                  |
| 08 | STEMNINGSSKIFTE PÅ AKTIEMARKEDET - ER DET NU DET VENDER?                   |
| 10 | OLIEPRISENS FORUNDERLIGE REJSE                                             |
| 12 | LANDBRUGSPRODUKTER OG METALLER                                             |
| 13 | RÅVARER - ANBEFALINGER                                                     |
| 14 | GRØNNE BYER ER FREMTIDEN I RØDE KINA                                       |
| 18 | AKTIEANBEFALINGER - ALLIANZ, DSV, PETROCHINA, FLS                          |
| 20 | UDNYT USIKKERHEDEN PÅ AKTIEMARKEDET MED SALG AF OPTIONER                   |
| 22 | SÅDAN SPARER DU NED                                                        |
| 26 | KORT NYT - FINANSKRISE I DK, BOLIGBYGGERI, SOLENERGI, BIOBRÆNDSTOF, TIMING |
| 29 | FORÆLDREKØB OG SKATTEN                                                     |
| 29 | STRUKTUREREDE OBLIGATIONER - SELVANGIVELSEN FOR INDKOMSTÅRET 2007          |
| 32 | NY MULIGHED FOR FRADRAG FOR TAB PÅ BØRSNOTEREDE AKTIER FRA 2009            |
| 33 | OVERVEJ KONVERTERING AF 4%-OBLIGATIONSBLÅN                                 |
| 34 | DEKOBLING OG GLOBALISERING                                                 |
| 35 | HØJ ØKONOMISK VÆKST ER IKKE LIG MED HØJE AKTIEAFKAST                       |
| 36 | NATIONALØKONOMI FOR ALLE: BNP                                              |
| 37 | MODELPORTEFØLJER FOR OBLIGATIONER                                          |
| 38 | TEMPERATURER I VERDENSØKONOMIEN                                            |
| 39 | AKTIEOVERSIGT                                                              |

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

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

**Redaktion:** Niels Adelmark (ansvarshavende)  
og redaktør Flemming Østergaard.  
Redaktion afsluttet den 7. april 2008

Grafisk design og produktion: Datagraf  
Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri

Forside: Getty Images

## STEMNINGSSKIFTE – ER DET NU DET VENDER?

# Investering, nyheder og analyser i Netbanken

[Investering] handler om relevante emner inden for investering i værdipapirer, makroøkonomi, pension, bolig, realkredit, skat m.v. Hensigten med magasinet er at give primært bankens 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 førnævnte link.

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

I Netbanken har du også adgang til realtidsheder fra Reuters, analyser af nordiske selskaber fra Danske Equities, kalender over nøgletal, begivenheder og selskabsspecifikke forhold samt Goldman Sachs-portalen. 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.

# Den enes død, den andens brød

I løbet af få år er de mest fremtrædende udviklingsøkonomier via globaliseringens og markedsmekanismernes stærke kræfter kommet til at fylde langt mere i verdensøkonomien.

Men det har sine omkostninger, at væksten går så hurtigt i dele af verden, som samlet tæller tre mia. mennesker. Priserne på råvarer som metaller, kul, olie og gas er i de senere år steget voldsomt – især fordi lavtlønsøkonomierne ikke bare fungerer som de rige landes outsourcede underleverandører, men generelt er præget af en massiv indenlandsk vækst og efterspørgsel. Og det gør ondt, når den samlede efterspørgsel og det globale velstandsniveau stiger, og vi pludselig er mange flere, der skal dele ressourcerne.

Særligt, hvis det er mad. I 2007 steg også en lang række fødevarer lige fra majs, korn og ris til ost, kød og mælk voldsomt i pris, og trenden er fortsat i år. Men det er langt fra slut endnu. Verden er på vej mod en global fødevarekrise af hidtil usete dimensioner. FN's føde- og landbrugsorganisation estimerer, at 36 lande allerede har en decideret fødevarekrise. Og i Kina opfordrede de bankregulerende myndigheder for nylig alle banker og långivere til at begrænse långivningen til kunder og projekter, der ikke er relateret til landbrug.

Forklaringerne er dels den store brug af afgrøder til biobrændsel frem for fødevarer. Dels midlertidige faktorer, idet flere lande som Kina og Australien har været ramt af omfattende tørke, snestorme, oversvømmelser, dyresygdomme m.v. Og ikke mindst, at der i de befolkningsrige højvækstøkonomier er hastigt voksende middelklasser, som oplever en meget stærk velstandsfremgang – og det gør dem i stand til at købe en mere varieret kost med flere mælkeprodukter, kød osv.

Pludselig er fødevarer blevet en mere knap ressource, og det giver sig udslag i priserne. Dertil kommer, at de stigende energipriser også har øget omkostningerne ved landbrugspro-

duktionen i form af øgede transportomkostninger, dyrere gødningsmidler og andre kemikalier, der udspringer af den petrokemiske industri.

Vi anbefaler investering i en række selskaber, som nyder godt af prisstigningerne på råvarer, herunder også fødevarepriserne. Hvilket afføder spørgsmålet om, hvorvidt man rent moralsk kan tillade sig at profitere på klodens ulykke – som gør særlig ondt på de fattige lande, hvor madudgifterne vejer langt tungere i budgettet (op mod 50 pct. eller mere mod typisk 10 pct. i de rige lande).

Før vi forsøger at svare, så lad os lige se på investorenes adfærd. Som aktieinvestor går man efter at sikre sig en andel af profitten, som selskaberne formår at generere inden for deres forretningsområde. Og selskaber, der befinder sig i afgørende led af landbrugets værdikæde, har gode kort på hånden lige nu. Alle eksperter er enige om, at fødevarekrisen vil stramme yderligere til i de kommende år, og vi er tvunget til at finde løsninger, som kan øge den globale fødevareproduktion. Blandt disse er opdyrkning og kultivering af marginaljorder og nye områder. Bedre gødningsmetoder. Øget brug af genetisk modificerede afgrøder osv.

Så svaret på det moralske spørgsmål er »ja«. For at imødegå krisen er det ikke blot forsvarligt at investere i de

selskaber, der arbejder med potentielle løsningsmuligheder i en eller anden form – lige fra traktorproducenter til bioteknologiske virksomheder. Det er også nødvendigt.

På tilsvarende vis kan man sige, at investering i alternativ energi også handler om at profitere på klodens ulykke. Men var der ingen, der gjorde det, ville løsninger ikke blive udviklet. Og uanset om man tror på menneskeskabt global opvarmning eller ej, så er der næppe nogen (bortset fra olieselskaberne), der er interesseret i de voldsomme energiprisstigninger, der vil blive resultatet, hvis det ikke lykkes at udvikle alternativer til de fossile brændstoffer. Alene over de næste 22 år ventes en stigning i det globale energibehov på 50 pct.

Moral og etik er til dels noget, der defineres ud fra samfundets værdinormer, men er i høj grad også noget, som den enkelte definerer på sin egen måde.

Under alle omstændigheder er kendsgerningen, at man som investor har en mulighed for at påvirke en bestemt udvikling. Globaliseringen, kapitalens frie bevægelighed, børsmarkederne og de markedsøkonomiske kræfter kan ganske vist skabe problemer – og gør det også – men sandelig også løse dem. Og det på en langt hurtigere og mere effektiv måde end politiske tiltag.





Da en af USA's fem største investeringsbanker var ved at gå ned med flaget, trådte den amerikanske centralbank til med hjælp i et omfang, der aldrig er set før. Forklaringen er enkel: Bear Stearns var for stor til at falde.

# Finanskrisen er eskaleret

Finanskrisen er eskaleret siden sidste nummer af *INVESTERING*. Det der ikke måtte ske, var tæt på at ske. Nemlig, at en af de store banker i USA var ved at kaste håndklædet i ringen. Kort forinden havde man fået et varsel om en øget sandsynlighed for at en af de store ville gå ned, da bl.a. den spekulative investeringsfond *Carlyle Group* måtte bekende, at den ikke kunne overholde sine betalingsforpligtelser.

Den næste i rækken var så investeringsbanken *Bear Stearns*, en af USA's fem største, der også måtte bekende, at den var ude på så dybt vand, at den ikke kunne redde sig selv i land. Det skabte en voldsom uro på finansmarkederne, og den amerikanske centralbank trådte hurtigt i karakter. En nødvendig erkendelse af, at Bear Stearns var for stor til at falde.

Banken kom allerede sidste år i mediernes søgelys da to af dens hedgefonde bukkede under som følge af subprimekrisen. Siden har krisen ramt en masse andre obligationstyper og renter, og det gør særlig ondt på Bear Stearns. Banken har nemlig via derivater – især renteswaps og Credit Default Swaps, hvor den påtager sig risikoen for at en låntager ikke kan betale sine gældsforpligtelser – en eksponering på over 10.000 mia. dollars i obligations-

og rentemarkedet. Og hvis banken ikke kunne leve op til sine forpligtelser ville det skabe en lavineeffekt, der kunne få finansverdenen til at kollapse. Derfor gik centralbanken, Federal Reserve (Fed) ind med pengepolitiske hjælpemidler i et hidtil uset omfang.

## JP Morgans redningsaktion

Første skridt var at finde en køber til banken, og det blev investeringsbanken JP Morgan, USA's tredjestørste. Banken accepterede at overtage Bear Stearns forpligtelser, dog på den betingelse at Fed garanterede for de mindst likvide aktiver. Fed har således stillet en garanti svarende til 150 mia. kr. mod til gengæld at have en vis form for sikkerhed i de subprimeobligationer, der er udstedt af Bear Stearns. Hvilket i øvrigt har affødt en heftig debat i offentligheden, da disse obligationer meget vel kan ende med tab, og dermed er skatteyderne reelt med til at betale yderligere for bankens oprindelige tåbelige dispositioner.

For JP Morgan var det ikke ren næstekærlighed, der fik banken til at agere redningsmand. Det var i høj grad også i egen interesse, da JP Morgan er USA's største dealer inden for kreditderivater, og dermed er den i høj grad eksponeret over for Bear Stearns.

Bortset fra det så lugtede JP Morgan nok også muligheden for en god forretning. I vished om at ingen ville stå i kø for at overtrumfe lød JP Morgans første bud på to dollars pr. aktie – et lidt fedtet bud i betragtning af, at aktiekursen for kort tid siden lå omkring 55 (og 170 sidste år før subprimekrisen startede).

JP Morgan femdobledde dog senere budet, men markedet vurderer stadig, at banken har gjort en god forretning – hvis alt går godt. Og det skal det, for ellers ligger en finansiell nedsmeltning lige om hjørnet. Og Lehman Brothers, den største af USA's investeringsbanker, kunne blive den næste.

Lehman Brothers er langt større end Bear Stearns, men har en forretningsmodel og -sammensætning, der minder meget om Bear Stearns på flere punkter. Det er markedet helt klar over, og derfor var der i dagene med usikkerhed om redningsaktionen stor fokus på Lehman Brothers, hvis aktiekurs blev mere end halveret. Siden har den dog rettet sig igen, men ligger stadig 30 pct. lavere end i slutningen af januar. Men også Citigroup, verdens største bank, er kommet i søgelyset, da meget tyder på, at banken kan vente endnu større tab på subprimerelaterede papirer.



James Dimon står i spidsen for investeringsbanken JP Morgan, der har reddet kollegaen Bear Stearns fra kollaps.

Redningsaktionen er også af afgørende betydning for stabiliseringen af det amerikanske finanssystem.

Det er i øvrigt ikke første gang JP Morgan er med til at redde finansverdenen i USA. I 1907 var det JP Morgans ophavsmand, rigmanden J. Pierpont Morgan, der med egne penge stod i spidsen for en storstilet redningsaktion af den hårdt trængte finanssektor i en krise med mange paralleller til den aktuelle finanskrisen. Dengang var der ikke nogen centralbank som »lender of last resort«, og det var i realiteten denne hændelse, der førte til etableringen af Federal Reserve i 1914.

#### Optimismen var kortvarig

Udover at være medhjælper og delvis garant ved redningen af Bear Stearns markerede Fed sig også for nylig med endnu en rentenedsættelse - denne gang 0,75 procentpoint. Og rentenedsættelsen blev siden fulgt op af nye likviditetsfaciliteter fra centralbanken. Herunder fx, at fremover kan alle obligationshandelsfunktioner låne penge til diskontorenten, hvilket ellers normalt er forbeholdt kommercielle banker.

Derudover har de to førende realkreditinstitutter Freddie Mac og Fannie Mae fået lempet deres krav til overkudskapital fra 30 pct. til 20 pct. og dermed fået øget grænsen betydeligt for hvor store boliglån, de må købe. Med de nye regler har de fået mulighed for at købe for op mod 200 mia. USD i nye realkreditlån, hvilket vil understøtte det amerikanske realkreditmarked.

Umiddelbart skabte alt dette en vis optimisme på obligationsmarkedet, og en forøget tro på, at vi langsomt er på vej ud af krisen i det amerikanske finansielle system. Men ak, optimismen var kortvarig, og markedet er igen præget af meget stor usikkerhed og særdeles volatile finansmarkeder. Ingen ved, hvor markedet skal hen, og



## Den islandske smitte spredde sig

I 2000 svarede de islandske bankers samlede aktiver til 96 pct. af landets BNP. Ved udgangen af 2006 var tallet vokset til otte gange BNP – hvilket er verdensrekord. Tallet fortæller, at de islandske banker med etableringen af en meget høj gæld har skabt fundamentet for det islandske erhvervseventyr. Det skete under gunstige betingelser under *easy money*-æraen, hvor investorerne var risikovillige og konstant på jagt efter høje renter – som de bl.a. kunne få på islandske obligationer.

I dag er lysten til risiko lav, og investorerne vil ikke finansiere de islandske vikingers erobringstogter længere. Valutaen er under hårdt pres, og centralbanken har hævet renten til 15 pct., men har i øvrigt ikke meget at gøre godt med – valutareserven er på 2 mia. dollars. Investorerne flygter fra Island, der har et stærkt behov for udenlandske investorer til at finansiere landets underskud på betalingsbalancen på 16 pct. af BNP.

Det bliver næppe let at finde risikovillig kapital i det aktuelle marked, og den islandske krise kan meget vel sprede sig til andre lande med lignende finansieringsproblemer. Finanskrisen i 1997-98 var i høj grad et udtryk for en mistillid til lande med store betalingsbalanceunderskud, men ingen af disse lande nåede over 10 pct. I dag er underskuddet på betalingsbalancen i pct. af BNP således for en række lande:

Letland 25 pct., Bulgarien 19 pct., Georgien 18 pct., Estland 16 pct., Litauen 14 pct., Rumænien 14 pct. og Serbien 13 pct. Disse lande samt Tyrkiet og Sydafrika (hvh. 8 og 6,5 pct.) kommer formentlig under stort pres i den kommende tid. Dels på valutaen, dels i form af vanskeligheder med at skaffe tilstrækkelig kapital.



»

hvad morgendagen bringer af nye ubehagelige overraskelser.

Denne usikkerhed kan også tydeligt aflæses i bankernes adfærd. Al den likviditet, som Fed har pumpet ud i systemet synes ikke at gøre nogen nytte, idet bankernes tillid til hinanden stadig er på et lavpunkt. Derfor er der stadig høje pengemarkedsrenter, høje priser på *Credit Default Swaps*, høje kreditobligationsrenter m.v. – og en tendens til generel opstramning af lånebetingelser og renter til både virksomheder og forbrugere.

### Krisen forværres, når risikoen nedbringes

Den forværring af krisen, som vi har oplevet den forgangne måned, og som var medvirkende til Bear Stearns flirt med kollaps, hænger sammen med en generel nedlukning af risici i markedet.

Mange hedgefonde og andre investorer har i stort omfang via futures m.v. ligget i gearede positioner på obligationer. Spreadet mellem kreditobligationer, realkreditobligationer m.v. i for-

hold til statsobligationer, der før krisen var historisk lavt – ikke mindst som følge af *easy money*-æraen – blev gearret typisk op mod 30-35 gange af de spekulative investorer især i hedgefonde, bl.a. også som følge af den lave volatilitet, som har præget dette marked i flere år. Med finanskrisens komme har sådanne positioner kostet store tab, og mange hedgefonde er derfor tvunget til at sælge ud af aktiverne over en bred kam.

En tendens, der næppe er overstået endnu, da det er en negativ spiral. Flere kursfald fører til flere tabsgivende positioner, som fører til yderligere tvungent salg af aktiver. Og det gælder ikke blot de dårlige aktiver. For at skaffe de nødvendige penge må også ellers mere solide aktiver, stå for skud, og det har således betydet, at renten på statsobligationer i flere ØMU-lande som Italien, Frankrig, Spanien m.fl. er udvidet markant i forhold til tyske statsobligationer.

Denne pludselige krise på europæiske statsobligationer har haft en afsmitende effekt på de ellers ligeledes sikre





Jorden er ved at blive varm under Islands forgældede erhvervsimperium.

danske fastforrentede realkreditobligationer, som også har udvist stigende renter – i øvrigt uden, at det betyder det danske realkreditmarked er ved at bryde sammen, som nogle medier fejlagtigt giver indtryk af.

Og så er der erhvervsobligationerne, også kaldet kreditobligationer, udstedt af virksomheder, der er under særlig hårdt pres for tiden. Store rentespænd (spreads) i forhold til statsobligationer og et højt forventet antal af låntagere, der ikke formår at overholde deres betalinger, afspejler umiddelbart et meget pessimistisk kreditobligationsmarked.

#### Island – en finansiell vulkan

Det gør ikke situationen bedre, at store investorer som Carlyle Group går ned. Endnu værre er det, når en storbank som Bear Stearns *bites the dust*. Men helt galt er det, hvis et helt land er på randen af kollaps!

I skrivende stund er det ikke kun undergrunden på Island, der er gloende hed. Det er i høj grad størstedelen af vidtforvorne internationale er-

hvervsimperium og landets finanssektor, der kan mærke jorden brænde under sig som følge af den stigende internationale kreditkrise og investorernes nedlukning af risikable positioner (se boks).

Noget, der ligner et kollaps i den islandske banksektor og lignende problemer i andre lande afhængige af udenlandsk finansiering, vil uvægerligt gøre ondt på de involverede europæiske banker og medvirke til at forværre finanskrisen i Europa.

#### Anbefalinger

I et marked som dette er det svært at pege på interessante investeringsanbefalinger. Kreditobligationernes nedtur er næppe overstået endnu. Statsobligationer og eurobonds (obligationer udstedt i højrente valutaen men med kreditrisiko hos en højtrated vestlig udsteder) i Emerging Markets bør man også holde sig fra. Det gælder både via enkeltpapirer og investeringsforeninger. Danske investeringsforeninger er som bekendt af skattemæssige årsager tvunget til at ligge næsten fuldt investeret hele tiden.

Hvad angår statsobligationer i Europa, så kan det umiddelbart synes attraktivt at gå ind i fx 10-årige italienske statsobligationer, der p.t. handles med en rente omkring 60 bp over tyske – og begge lande er som bekendt med i ØMU'en og har derfor fælles valuta. I det aktuelle marked er der imidlertid stor fokus på de fundamentale forhold, og her kommer man ikke udenom, at Tyskland står langt bedre end Italien. Desuden kan finanskrisen sagtens forværres herfra, hvilket kan lægge yderligere pres på de italienske statspapirer – mens de tyske sammen med de amerikanske nyder godt af en status som »sikker havn«.

Med andre ord kan vi kun tilråde til forsigtighed. Krisen er ikke overstået

endnu. Vi anbefaler, at man som udgangspunkt holder sig til danske obligationer med særlig vægt på det 2-5 årige segment. Bankens renteprognose peger på rentefald over det kommende år, og her ventes effekten at blive størst på papirer med disse løbetider.

For de mere risikovillige investorer er det også mulighed at investere i norske såkaldte »floatere«. Det er variabelt forrentede papirer baseret på kvartalsmæssig fastsættelse af renten med baggrund i 3 mdr. norske pengemarkedsrenter (Nibor), der som de danske (Cibor) også ligger højt pga. kreditkrisen. Samtidig forventer vores analytikere en styrkelse af NOK på 3,5 pct. over de næste 3-12 mdr. Analysen forventer også, at den norske centralbank vil forhøje renten med 25bp til 5,50pct. inden for de kommende 3 måneder, hvilket formentlig delvist er priset ind, men alt andet lige er med til at holde 3 mdr. Nibor-renter på et højt niveau.

Hidtidige udstedelser af papirerne har været foretaget af solide navne som HSBC, DnBNor, Danske Bank og ABN Amro. Dette indikerer en ret beset teoretisk kreditrisiko, som dog alligevel belønnes med et rentetillæg på typisk 30-40 bp. Derudover er der valutarisikoen, samt risikoen for, at kreditkrisen bedres og at pengemarkedsrenterne (Nibor) dermed falder lidt. Men som situationen ser ud lige nu understøttes disse papirer af fundamentale forhold.

Norge er en fundamentalt stærk og sund økonomi med stort overskud på betalingsbalancen – et land, som skiller sig positivt ud i det aktuelle marked. Desuden er der ikke noget, der tyder på, at kreditkrisen bedres i de nærmeste måneder – tværtimod. Ulempen ved en evt. forretning er minimumkravet til en stykstørrelse på NOK 500.000.

# Stemningsskifte i aktiemarkedet

Den amerikanske centralbanks initiativer for at sikre likviditet i det finansielle system har været med til at skabe en mere positiv stemning i markedet. Men aktiestrateg Morten Kongshaug tør endnu ikke tro på en holdbar vending.

Federal Reserve (Fed), den amerikanske centralbank, gør alt, hvad den kan for at holde USA kørende. Der pumpes store mængder af likviditet ind i den trængte bankverden på forskellig vis, og renten er sat drastisk ned siden subprimekrisen begyndte at tone frem sidste sommer.

Det er naturligt, at en centralbank forsøger at pumpe liv i økonomien med de pengepolitiske instrumenter. Og normalt ville aktiemarkedet reagere positivt på den slags. Lavere renter er nemlig godt for aktierne, da en aktiekurs beregnes ud fra den forventede indtjening i en årrække, tilbagediskonteret til i dag. Og jo lavere renter, desto større bliver denne nutidsværdi og dermed højere aktiekurser.

## Unormal situation

Sådan er det normalt. Men vi er ikke i en normal situation lige nu. Omfanget af de mange tab på ikke blot de famøse subprimelån men også voldsomt gearede positioner i mange andre obligatontyper, valutaer m.v. har nemlig skabt en tillidskrise i finanssektoren i først og fremmest USA, så bankerne er generelt ikke meget for at låne ud til hverken hinanden eller kunderne. Der er strammet op på kreditgivningen, og Fed's ihærdige anstrengelser for at bløde situationen op har ikke hjulpet i det omfang, man havde håbet.

De pengepolitiske initiativer især i

forbindelse med redningen af Bear Stearns (se s. 4-7) har med andre ord ikke slået tilstrækkeligt igennem i finanssektoren til, at tillidskrisen er løst, og lysten til at låne penge ud er genoprettet.

Men det har dog haft en positiv effekt. Stemningen på aktiemarkedet er blevet mere positiv, og aktiekurserne steg umiddelbart efter over en bred kam. Faktisk så hurtigt, at det mål på 1400 for S&P 500, som Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug, havde sat på 3 mdr. sigt blev nået på kort tid. Men hvad så nu – er dette starten på et nyt bullmarked?

»Nej, det er endnu alt for tidligt at sige. Når stigningen i markedet kom så hurtigt, tror jeg det afspejler en frygt for at ligge for undervægtet i aktier. For kendsgerningen er, at aktierne i historisk perspektiv ikke er dyre, selskaberne uden for finanssektoren er generelt ikke forgældede eller overinvesterede. Hvis finanssektoren ellers var sund og rask, så ville grundlaget egentlig være til stede for en stabil udvikling på aktiemarkedet, da de pengepolitiske og finanspolitiske tiltag ville stimulere økonomien til snart at rejse sig igen,« siger Morten Kongshaug.

## Boligmarkedet er afgørende

Men finanssektoren er sygdomsramt, forbrugertilliden er i bund, og en holdbar ændring af situationen kræver, at



Aktiestrateg Morten Kongshaug

en enkelt faktor i det store økonomiske billede stabiliseres: Boligmarkedet i USA.

»Boligmarkedet i USA er kimen til alt ondt. Når først vi har en stabilisering af boligmarkedet, så har vi et solidt udgangspunkt for stabilisering af hele situationen og en genopretning af tilliden på alle fronter,« mener aktiestrategen.

Men der er vi ikke endnu. Usikkerheden lige nu er stor, næret af frygt for afsløringen af nye store tab hos nogle af finanssektorens storspillere. Og vi



vil nok først om et par måneder vide, om det er slut med de ubehagelige overraskelser.

Historien viser, at i økonomiske nedgangstider bunder aktiemarkedet typisk et halvt år, før bunden er nået i den økonomiske cyklus. Skal vi tage den lærdom for pålydende, så blev bunden i aktiemarkedet måske nået i januar, og i løbet af efteråret vil vi opleve, at de økonomiske nøgletal viser bedring. Men man skal passe på med at overfortolke fortidens erfaringer. Især i denne situation, hvor selve økonomiens rygmarv – banksektoren – er i krise. Uden en velfungerende finanssektor kan økonomien ikke rejse sig, og det er ikke normalt – selv i en recession – at finanssektoren er sådan ude af balance, som tilfældet er lige nu. Derfor er det også vanskeligt for aktiemarkedets aktører at gå ind med brask og bram og samle aktier op på det rigtige tidspunkt.

Tålmodighed er en dyd i dette marked. Men hvis man gerne vil være aktivt med, hvor skal man så sætte pengene?

»Man bør gå efter selskaber med lav gæld og relativt stabil indtjening i denne situation, hvor der er tendens

til kreditopstramning. Det gælder ikke blot i det amerikanske marked, men også i det europæiske og de skandinaviske, der ikke er indblandet i finanskrisen i samme omfang, men ikke desto mindre er påvirket i denne globaliserede finansverden,« siger Morten Kongshaug, der har lavet en såkaldt screening af de fire nordiske markeder for at finde frem til de selskaber, der opfylder kriterierne.

Morten Kongshaug advarer i øvrigt mod at tro, at Emerging Markets er en garanti for høje afkast til trods for deres hastige økonomiske udvikling, drevet af høj indenlandsk vækst og langt sundere økonomier og forretningsmiljøer end for få år siden.

»Der er stor tillid til Emerging Markets, hvor de sundeste økonomiers aktiemarkeder har klaret sig overraskende godt igennem krisen. Men man skal være opmærksom på, at der ikke er nogen rabat at hente på aktierne dér mere, og det betyder, at man ikke altid belønnes i tilstrækkeligt omfang for den risiko, man påtager sig ved investering i disse regioner,« siger Kongshaug.

#### Anbefalede selskaber med lav gæld i forhold til egenkapital

| Aktieanbefalinger | Land    | Sektor               |
|-------------------|---------|----------------------|
| Novo Nordisk      | Danmark | Pharma               |
| Genmab            | Danmark | Bioteknologi         |
| Neurosearch       | Danmark | Bioteknologi         |
| Alk-Abello        | Danmark | Bioteknologi         |
| TrygVesta         | Danmark | Forsikring           |
| Karo Bio          | Sverige | Bioteknologi         |
| Hennes & Mauritz  | Sverige | Detailhandel         |
| Clas Ohlson       | Sverige | Detailhandel         |
| Subsea 7          | Norge   | Olieservice          |
| Aker Kvaerner     | Norge   | Olieservice          |
| Telenor           | Norge   | Telekommunikation    |
| Neste Oil         | Finland | Olie og gas          |
| Tietoanator       | Finland | IT-konsulenttydelser |

ALLE DE VISTE SELSKABER HAR ANBEFALINGEN »KØB« AF DANSKE MARKETS EQUITIES



Modellen er klædt i tøj fra Hennes & Mouritz, der p.t. anbefales af DME. Det svenske tøjfirma med lav gæld i forhold til egenkapital er i stadig vækst og har historisk set har klaret sig imponerende også i nedgangstider.

# Olieprisens forunderlige rejse

Med en aktuel nedtur i verdensøkonomien, som ikke er overstået lige med det samme, kan det være svært at se, hvorfor olieprisen jævnligt sætter nye rekorder. Hvad er forklaringen?

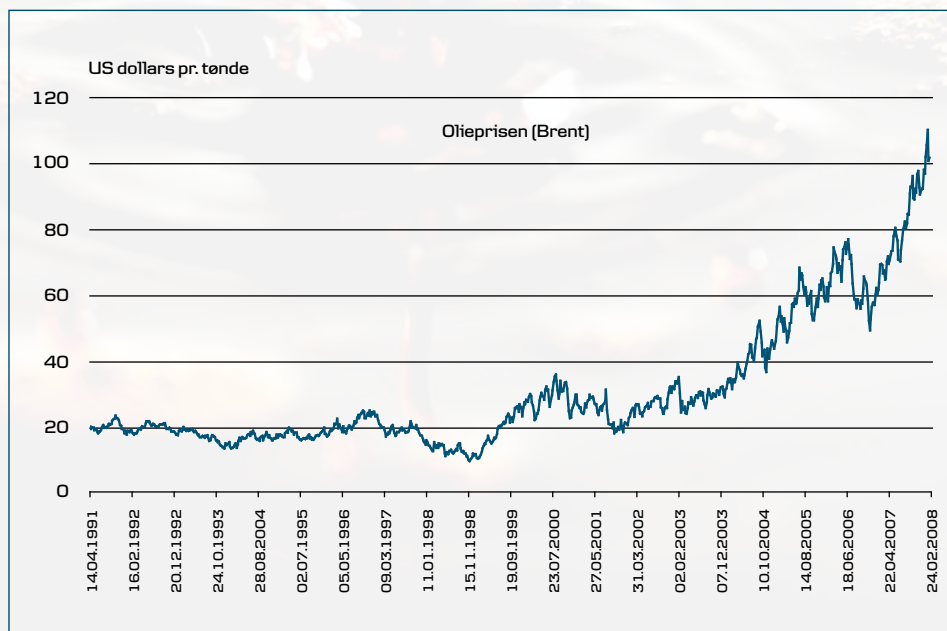
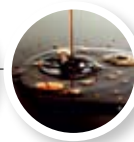


For 10 år siden var olieprisen i en periode under 10 dollars pr. tønde. Og det økonomiske tidsskrift *The Economist* spåede dengang på forsiden og lederplads en pris under fem dollars. En spådom de ellers habile økonomiske skribenter siden bittært har fortrudt.

Men de var langt fra de eneste, der skød helt forkert. Økonomiske prognoser af enhver art er nemlig vanskelige. Og tilbage i 1998 var der ingen, der ville have spået en oliepris 10 år senere over 110 dollars pr. tønde. Men verden har forandret sig, og det er også sket hurtigere, end nogen havde forestillet sig. De store udviklingsøkonomier med Kina som den absolutte frontfigur er vokset med eksplosiv hast og det kræver energi. Især i netop Kina, som i dag kan bryste sig af at være verdens industrielle centrum.

Men Kinas oliehungere er ikke hele forklaringen. Finanskrisen blussede for alvor op i august 2007, og er siden da blevet værre og værre ligesom de økonomiske nøgletal for især USA, men efterhånden også andre toneangivende regioner og lande. Og alt tyder på en verdensøkonomisk afmatning, som i allerbedste fald er overstået i løbet af andet halvår. I værste fald kan den trække ud over flere år, hvis nedturen i USA bliver meget hård. I det lys er det vanskeligt at forklare, hvorfor olieprisen siden et niveau på 80 dollars i august er steget støt lige siden og for kort tid siden nåede over 110 dollars. Vi har spurgt Danske Banks råvareekspert, Arne Lohmann Rasmussen, hvad det er, der presser oliepriserne op.

»For det første har investorernes interesse i råvarer generelt været høj i år. Investorerne søger efter alternative investeringer, som kan give en risikoafdækning mod stigende inflation og yderligere dollarsvækkelse – og energi og landbrugsprodukter er aktuelt de vigtigste faktorer i den globale inflation. Råvarer giver en afdækning mod



yderligere dollarfald, idet råvarer handles i dollars, og priserne har historisk set været negativt korrelerede med dollaren. For det andet, så giver investering i råvarer en eksponering til Emerging Markets, som indtil videre stort set har været immune over for USA's elendigheder. Væksten i Kina viser fx kun beskedne tegn på afmatning, og regeringens prisloft på olie betyder, at der ikke har været nogen nævneværdig reaktion i efterspørgslen trods prisstigningerne,« siger Arne Lohmann Rasmussen med henvisning til, at hverken forbrugere eller virksomheder i Kina derfor presses på pengepungen af de høje oliepriser.

Det Internationale Energiagentur (IEA) forventer, at den globale efterspørgsel efter olie ved udgangen af 2008 vil være vokset med 1,9 pct. – svarende til en forøgelse i det globale forbrug på dagligt 1,7 mio. tønder. En vækst, der overgår de 1,1 mio. ekstra daglige tønder, som efterspørgslen voksede med i 2007.

Ikke ligefrem en prognose, der spår en global økonomisk nedtur. Men det er ikke kun Kina, der vil tegne sig for væksten i olieefterspørgslen. Landene i Mellemøsten forventes at forbruge en stigende andel af deres egen olie og vil sammen med Kina tegne sig for over 50 pct. af den spåede vækst i verdens olieefterspørgsel i år.

#### Manglende udbud

Stærk efterspørgsel efter en vare slår ud i prisen, hvis varemængden er knap. Og det er netop tilfældet med olie. Umiddelbart betryggende er det derfor, at IEA i år forventer stærk vækst i olieproduktionen fra de olieproducerende lande uden for OPEC.

»Men 2008 kan meget vel – ligesom de fire foregående år – vise sig skuffende på udbudssiden. De seneste tal for Rusland viser eksempelvis, at den russiske olieproduktion er under niveauet for et år siden. Og der er næppe nogen hjælp at hente fra OPEC. Der er meget, der tyder på, at OPEC vil ned-

sætte produktionen, hvis olieprisen igen kommer meget under 90 dollars pr. tønde,« siger råvareanalytiker.

Men der kommer vi næppe ned igen. Arne Lohmann Rasmussen vurderer, at det høje olieprisniveau ikke er midlertidigt, men derimod et nyt ligevægtsniveau. Han venter, at olieprisen vil holde sig omkring 100 dollars de kommende to kvartaler. Bankens valutaanalytikere forventer en mindre styrkelse af dollaren i 4. kvartal, som isoleret set vil presse prisen lidt ned, men ikke meget, da der samtidig vil være en sæsonbetinget stigende efterspørgsel.

Sandsynligheden taler faktisk mest for yderligere stigninger frem for fald. Der kan bl.a. ikke afvises tiltagende geopolitiske spændinger – fx i Irak eller Venezuela – og det kan heller ikke udelukkes, at dollaren tager en yderligere markant nedtur herfra. I sådanne tilfælde vil olieprisen kunne stige til langt over det aktuelle niveau.

»





»

# Landbrugsprodukter og metaller

Som tidligere nævnt i disse spalter oplever vi i disse år en kraftig stigning i føde- og landbrugspriserne. Baggrunden er visse strukturelle trends, som af FN's føde- og landbrugsorganisation skønnes at medvirke til at presse prisen på landbrugsprodukter yderligere op i det kommende årti.

Det drejer sig om stigende efterspørgsel efter mere proteinholdige fødevarer i Asien, især Kina og Indien, i takt med at købestærke middelklasser vokser med stor hast. Men også den internationale fokus på biobrændsel spiller en vigtig rolle for de prisstigninger, vi har set på kornprodukter.

Ifølge Washington Post er fødevarer generelt steget med over 40 pct. alene siden oktober 2007. FN's føde- og landbrugsorganisation estimerer, at der er 36 lande, som har en decideret fødevarekrise – heraf ligger de 21 i Afrika. Fødevarekrisen gør særligt ondt på de fattige lande.

Prisstigningerne gælder mange produkter. Allerede i slutningen af sidste år så vi ris og kaffe på det højeste niveau i 10 år. Kødpriiserne steg i flere lande med over 50 pct., mens hvede og mælk aldrig har været så dyrt. Majs og sojabønner ligger langt over gennemsnittet fra 90'erne og tidligere i år steg

sojabønner og hvede med 26-27 pct., mens sukker nærmede sig de 40 pct.

Men den seneste måned har budt på betydelige prisfald, hvilket afføder spørgsmålet om hvorvidt det er en korrektion, eller fødevarepriserne nu finder sig til rette på et lavere leje.

Råvareanalytiker Arne Lohmann Rasmussen er dog ikke i tvivl om, at det blot var en korrektion – primært en følge af den generelle nedlukning af risici, der har præget de finansielle markeder på det seneste, og det har altså også omfattet en del lange spekulative positioner på markedet for landbrugsprodukter.

Ser vi fremad er der ingen tvivl. Efterspørgselen efter fødevareprodukter vil være stærk og stigende, og da mulighederne for at øge udbudet næppe er begrænsede – i hvert fald på kort sigt – så er der lagt op til yderligere prisstigninger på kornkomplekset med anslået størst potentiale i majs og hvede.

Men høj volatilitet vil præge markedet, og prisstigningernes voldsomhed virker også skræmmende. Ikke desto mindre er det værd at erindre om, at kornpriserne i reale termer faktisk stadig er betydeligt under priserne i 70'erne, påpeger råvareanalytiker.

Til sammenligning er olie nu over den reale top, som blev nået under den anden oliekrise (1979).

Også metaller er steget markant det seneste år – i de fleste tilfælde som følge af et stramt udbud og en fortsat stærk efterspørgsel trods økonomisk afmatning. Dertil kommer en generelt øget investorinteresse for metallerne, hvilket til dels hænger sammen med et ønske om en vis risikoafdækning mod stigende inflation og en svagere dollar. Især sammenhængen med dollarudviklingen er tydelig. Falder dollaren, stiger metalpriserne og omvendt.

Metaller er traditionelt de mest konjunkturfølsomme råvarer, og råvareanalytiker mener, at på kort sigt taler sandsynligheden for, at metalpriserne har toppet, det internationale konjunkturbillede taget i betragtning.

Det gælder dog ikke kobber, som vurderes, at være mindre følsom over for nedturen i den amerikanske økonomi. Især Kinas efterspørgsel er stærk og er en væsentlig forklaring på de voldsomme stigninger i kobberprisen de senere år. Udbudet er stramt i kobber, og da efterspørgselen vurderes at være stærk i flere år endnu er der basis for yderligere prisstigninger.



# Råvarer – anbefalinger

Udsigten til fortsat høje/stigende priser på olie, kul samt landbrugsprodukter generelt betyder, at nogle selskaber er særligt interessante i den kommende tid.

I oliebranchen er især raffinaderierne interessante p.t. Det er oliebranchens vigtige flaskehals, hvilket særligt kan mærkes, når vi nærmer os "driving season" og dermed et øget benzinforbrug.

Men særligt interessante er olieserviceselskaberne lige nu. I den første fase af olieprisstigningen, der startede i 2003, øgede olieproducenterne blot tempoet på deres respektive oliefelter og udnyttede kapaciteten til det yderste. Men da det begyndte at stå klart, at der var tale om en vedvarende stigning i verdens energibehov begyndte selskaberne at se sig om efter nye potentielle felter eller starte udnyttelse af kendte, men vanskeligt tilgængelige reserver, som ikke ved tidligere oliepriser har været værd at udnytte.

Producenterne er blevet overbeviste om, at de høje oliepriser er kommet for at blive. Ikke nødvendigvis 100 dollars,

men i hvert fald langt over de 20-28 dollars, der for få år siden var OPEC's tilsigtede prisinterval. I dag regner aktieanalytikerne i branchen med 60-65 dollars pr. tønde som et realistisk langsigtet estimat. Men det tager tid (og store investeringer) før nye oliefelter er opbygget og olien strømmer ud af hannerne og pengene ind i kassen – op mod 8-10 år siger erfaringen.

Selv om olieproducenterne naturligvis nyder godt af de aktuelle høje priser, så er det ikke i disse selskaber vækstmulighederne findes lige nu. Det gør de derimod i et andet led i oliebranchens værdikæde, nemlig olieserviceselskaberne. Olieserviceselskaberne omfatter mange forskellige forretningsområder såsom seismologiske undersøgelser, udforskning, flydende olieproduktion (velegnet til dybhavsboringer) og decideret olieboring.

Hvad angår landbrugsprodukter, så er direkte investeringer i råvarerne ikke muligt for de fleste private investorer. Men man kan med fordel investere i an-

dre led af værdikæden. De høje priser for landmændene er et stærkt incitament til at øge udbudet i det omfang, det er muligt, ved bl.a. at udnytte marginaljorder og kultivering af nye områder. Det nyder flere undersektorer godt af – bl.a. producenter af fx traktorer og andre landbrugsmaskiner. Men også leverandører af såsæd og i særdeleshed gødning og andre kemikalier har i den aktuelle fødevarekrise deres storhedstid.

## Solenergi

Mange selskaber inden for alternativ energi havde en forrygende sæson i 2007, men har fået en voldsom nedtur under finanskrisen. Disse selskaber er særligt volatile og følsomme over for den generelle markedsstemning og risikoaversion, og nedturen har derfor i 2008 været markant.

På nuværende tidspunkt er solenergi den energiform, der stiller sig de største forventninger til. Vær dog opmærksom på, at risikoen ved disse aktier er stor, bl.a. fordi vi taler om en umoden teknologi og pludselige afgørende teknologiske fremskridt hos konkurrenterne kan give markante forskydninger i de respektive aktiekurser. Men ikke desto mindre er det en sektor med et meget stort potentiale, og det er derfor værd at overveje nogle af de mere etablerede, erfarne selskaber.

Den relativt korte historie om solaktier fortæller i øvrigt også om aktier, der er meget afhængige af den generelle stemning på markedet. Når stemningen er dårlig, er det de færreste, der har lyst til at købe solaktier. Når stemningen er god, stiger solaktierne – praktisk taget uanset hvad der ellers måtte være af potentielle risici og dårlige nyheder i horisonten.

Og lige nu er der i aktiemarkedet en stigende tro på, at aktiekurserne er ved at have nået bunden. Derfor er vi ved at nærme os tidspunktet, hvor man igen skal overveje investeringer i de volatile solaktier for en beskedent del af porteføljen.

## Udvalgte købsanbefalinger fra Goldman Sachs og Danske Markets Equities

| Selskab                | Land     | Forretningsområde |
|------------------------|----------|-------------------|
| Alpha Natural Resource | USA      | Kul/MetCoal       |
| Consol Energy          | USA      | Kul               |
| NRG                    | USA      | Forsyning         |
| PetroChina             | Kina     | Olie              |
| Neste Oil              | Finland  | Olieraffinaderi   |
| Thai Oil               | Thailand | Olieraffinaderi   |
| Pride International    | USA      | Olieservice       |
| Aker Kvaerner          | Norge    | Olieservice       |
| Auriga                 | Danmark  | Landbrug          |
| Potash                 | Canada   | Landbrug          |
| Monsanto               | USA      | Landbrug          |
| Auriga                 | Danmark  | Landbrug          |
| John Deere             | USA      | Landbrug          |
| Case New Holland       | USA      | Landbrug          |
| First Solar            | Tyskland | Solenergi         |
| Suntech                | Kina     | Solenergi         |
| Meyer Burger           | Tyskland | Solenergi         |
| Freeport McMoRan       | USA      | Kobber            |



# Grønne byer er fremtiden i Røde Kina

Model af en af de mange grønne byer, der i de kommende år skal være miljøforbilleder for resten af nationen.

Kinas miljøproblemer bliver ofte fremhævet i medierne. Det gør landets forsøg på at løse dem imidlertid ikke. Og det er ikke retfærdigt. De kinesiske løsningsmodeller kan Vesten faktisk lære en del af.

Der er nok af alarmerende meldinger.

Saltsyre i floderne. Sammenbrud i kulminerne. Dynen af forurening, der gør nat til dag og livet til en pestilens i de kinesiske millionbyer. Udtørrede floder og eroderede bjergskråninger. Nedslidte rustbunker med Gud-ved-ikke-hvad sivende rundt i undergrunden.

Forurening og Kina. Et varmt emne og stort problem. Et problem der får mange til at se dommedag og fordømme Kinas rasende fremdrift.

Hvad der er sværere at få øje på er, at Kina rent faktisk gør noget ved problemet. I disse år pumpes der enorme politiske, økonomiske og samfundsmæssige ressourcer ind i den sektor, der bredt kan kaldes den grønne. Det favner alt fra bekæmpelse af forurening af luft, vand og jord til korstøget mod klimaforandringer og fremtidsløsninger for bæredygtig udvikling og vedvarende energi.

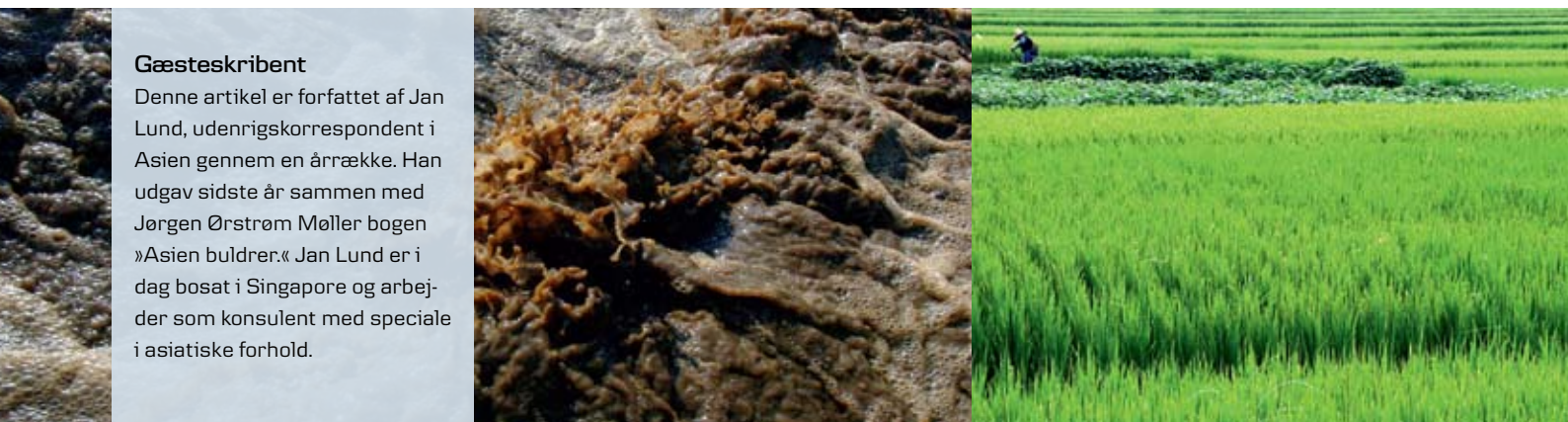
Sådan var det ikke tidligere. De problemstillinger, som

optog Vesten allerede i 1960'erne og 1970'erne, har først fået deres gennembrud i Kina i de senere år. Under Mao-kommunismen var emnet slet ikke på dagsordenen. Under den industrielle og økonomiske ekspansion op gennem 1980'erne og 1990'erne afviste skiftende regeringer at tage stilling. Man forholdt sig til problemet i en blanding af en afvisning af dets eksistens og en overordnet strategisk forståelse af, at økonomisk vækst havde første prioritet. Gang på gang fastslog de kinesiske ledere, at Kina havde ret til at udvikle sig frem til samme niveau som den vestlige verden uden at skulle forholde sig til påduttede miljøproblemer – og henviste pr. automatpilot til et par århundreders vestlig industrialisering.

Siden fulgte erkendelsen af, at der rent faktisk var et problem. Men at det måtte løses senere. Fulgt af endnu en erkendelse af, at problemet var aktuelt, men at Kina ikke havde ressourcerne til at tage hånd om det.

## Gæsteskribent

Denne artikel er forfattet af Jan Lund, udenrigskorrespondent i Asien gennem en årrække. Han udgav sidste år sammen med Jørgen Ørstrøm Møller bogen »Asien buldrer.« Jan Lund er i dag bosat i Singapore og arbejder som konsulent med speciale i asiatiske forhold.







### Vendepunktet

Det afgørende vendepunkt indtraf for 3-4 år siden. På en europæisk-asiatisk miljøkonference i Jakarta i 2005 erkendte en kinesisk delegation uden forbehold, at der ikke blot var et problem, men at det skulle løses her og nu, uanset hvor regningen skulle sendes hen.

Derfra er udviklingen gået stærkt – også selv om Kina stadig officielt fastholder retten til at sige fra og fastholder, at ansvaret for Kinas miljøproblemer også hviler på Vestens skuldre. Kina har ratificeret Kyoto-aftalen, men er ligesom Indien hverken pålagt ansvar eller forpligtelser ud over at monitorere og rapportere udledningen af drivhusgasser.

Alligevel tages problemstillingen dybt seriøst. I juni 2007 offentliggjorde regeringen en 62 siders plan for bekæmpelse af klimaproblemer og lovede, at klimaforandringer fremover vil stå centralt i regeringens miljøpolitik. Men samtidig fastholder man stadig af politisk-strategiske årsager, at den industrialiserede verden må påtage sig ansvaret for at bære førertrøjen, og at principperne omkring »et fælles men differentieret ansvar« stadig gør sig gældende. Den politiske argumentation bygger blandt andet på en henvisning til, at halvdelen af Kinas CO<sub>2</sub>-udledning stammer fra eksport til den vestlige verden.

Torsdag den 27. marts 2008 tog nationen så endnu et afgørende skridt, da statens miljøbeskyttelses administration (SEPA), som konsekvens af en beslutning på partikongressen i oktober, blev ophøjet til et regulært Miljøministerium som et af landets 27 ministerier og kommissioner med direkte reference til kabinettet. En altafgørende udmelding om at miljø i alle aspekter nu er sat på dagsordenen i Beijing.

Men allerede i dag investeres der på livet løs på alle felter. Fra uddannelse og forskning til grønne projekter og for-

ureningsbekæmpende foranstaltninger går en rød tråd af vilje til at ændre radikalt på tingenes tilstand.

### De grønne byer

Et af de mest synlige områder er de grønne byer. Det er en række projekter som i kinesisk tradition skal fremstå som modeller for resten af nationen, og få tilsvarende projekter til at blomstre ude i de fjerneste afkroge af Riget i Midten. I løbet af få år vil de grønne byer og grønne zoner skyde op af jorden som paddehatte.

Som Poul Downton, leder af den australske organisation Ecopolis Architects, forklarede Singapore-avisen Straits Times: »Kina er suverænt den visionære leder på dette område. Masser af andre snakker om miljø-byer. Men Kina gør det rent faktisk.«

Det første og mest synlige projekt er Dongtan i Yangtze-deltaet. Første fase vil blive præsenteret for en større offentlighed i forbindelse med verdensudstillingen i Shanghai i 2010. Helt karakteristisk for udviklingen udføres projektet i joint ventures med vestlig ekspertise fra både den private og offentlige sektor. Dongtan formes og bygges for eksempel i et samarbejde med den multinationale britisk baserede rådgivende ingeniørvirksomhed Arup, der igen entrerer med en række eksperter og underleverandører inden for specifikke områder.

I begyndelsen af februar i år gik nogle tunge drenge sammen om et tilsvarende projekt. Som projektleder underskrev Singapores industrigigant Keppel Corp. en finansieringsaftale med Qatar Investment Authority om at bygge en eco-city i Tianjin ved Bo Hai-bugten sydøst for Beijing. Området er i dag et sumpet brakvands-område. I løbet af fem år vil et 3 kvadratkilometer stort areal blive forvandlet til





huse, kontorer, veje, parker og offentlig transport til 30.000 mennesker. Endemålet er en by til 300.000 indbyggere. Første spadestik tages i juli.

Af andre delvist udenlandsk finansierede projekter på vej kan nævnes:

- Tysklands statskontrollerede organisation for bæredygtig udvikling GTZ er involveret i udvikling af to grønne byer i Jiangsu provinsen.
- Frankrigs statslige udviklingsagentur samarbejder med Verdensbanken i provinshovedstaden Guiyang i Guizhou.
- Østrigske arkitekter tegner den nye miljøby Guangming i den sydlige udkant af Shenzhen.
- Finske VTT, Nordeuropas største organisation for teknologisk forskning, har indledt et projekt i en forstad til Beijing og har to andre på tegnebrættet.

To megaprojekter af en anden type og lige så meget målrettet mod at rette op på gamle skader vil yderligere forcere udviklingen. Med baggrund i erfaringerne fra de særlige økonomiske zoner – der som led i reformpolitikken i 1978 med succes gav privilegier til de udenlandske virksomheder, der investerede der – er områderne udlagt som *Special Environmental Zones*.

Den ene kaldes Wuhan Klyngen. Den ligger i Hubei-provinsen centreret omkring den driftige handelsby Wuhan på Yangtze-floden midtvejs mellem Shanghai og Chongqing. Omkring Wuhan ligger otte andre storbyer som udgør kernen i et af de områder, der af regeringen betragtes som strategisk vigtige i processen med at føre udviklingen fra kystregionerne ind i landet.

Den anden er Changzhutan Klyngen i Hunan-provinsen opkaldt efter de tre hovedbyer Changsha, Zhuzhou og Xiangan.

Centralregeringen har valgt de to områder, fordi de symboliserer den gamle nedslidte industrielle base og står som typiske tabere fra planøkonomiens storhedstid. Konceptet indeholder også en konkurrenceparameter. Ved at udpege to naboområder kalkulerer man med, at konkurrencen vil få udviklingen til at gå stærkere, samtidig med at de tilsam-

men kan trække på en vis synergi. Noget tilsvarende skete, da man udpegede de rivaliserende handelsbyer Chongqing og Chengdu til centre for integrationen af landbefolkningen, der i disse år i milliontal vælter ind i byområderne i det, der er blevet kaldt historiens største folkevandring. På det overordnede plan balanceres mellem hensigtserklæringer og reelle handlinger. Kina ratificerede for nylig Kyoto-protokollen, og i slutningen af marts meddelte regeringen, at den øger investeringerne i bekæmpelse af drivhusgasser med 78 pct. for at nå sine egne mål for 2010. Dermed lyder budgettet alene på den post på 30 milliarder kroner. For eksempel er der afsat 5 milliarder kroner til energibesparende foranstaltninger og 600 millioner til at lukke de værst forurenende kulfyrede kraftværker.

Kinas store problem er fortsat at sikre energitilførslen til den fortsatte ekspansion. Landet er i den enestående situation, at på grund af de enorme valutareserver kan væksten holdes kørende selv med høje oliepriser. Regeringen har i de senere år sikret sig et vist forsyningsfundament gennem langtrækkende aftaler med olieproducerende lande i Afrika og det forhenværende Sovjetunionen ud over de faste kontrakter med producenterne i Mellemøsten. Men der arbejdes målbevidst på at skaffe alternativer til olien. Først og fremmest satses på kul og atomkraft med alternativ energi som et vigtigt supplement.

### Clean Coal kraftværker

Et af de rigtig spændende områder er kraftværkerne. Kina åbner nu og i mange år fremover to ny kulfyrede kraftværker om ugen. Der eksperimenteres hele tiden med at forny og opgradere værkerne og indbygge de nyeste standarder i produktionen. Man arbejder for eksempel med konceptet for clean coal – en forbrændings og behandlingsmetode til at mindske CO<sub>2</sub> udledningen i atmosfæren. Desuden vil der i de kommende år blive bygget værker, hvorfra det overskydende CO<sub>2</sub> ikke ledes ud i atmosfæren men ned i Jordens indre eller overføres til undersøiske depoter for eksempel i Nordsøen.

Atomkraft udgør stadig kun omkring 1 pct. af Kinas ener-





gi forbrug, men kineserne satser på at åbne omkring 30 atomkraftværker frem til 2030. De vil til den tid levere 4 pct. af det nationale energiforbrug. Regeringen har allerede indgået en aftale med Australien om levering af den nødvendige uran.

Et lidt overset felt er vandkraft. Det gigantiske dæmningsprojekt omkring The Three Gorges midt på Yangtze leverer elektricitet til millioner af mennesker. Projektet handler ikke kun om den store dæmning tværs over floden, men også om en snes mindre dæmninger i det vidt forgrenede netværk af søer og bifloder i de omkringliggende bjerge. Dette verdens største vandkraftprojekt vil reducere det årlige kulforbrug med over 30 millioner tons.

Vindkraft og solenergi prioriteres også som alternativer. Vestas har ordrebøgerne fulde og rent faktisk svært ved at følge med. Det giver Kinas egne fabrikker chancen for at komme ind på markedet, og nye konsortier vælter frem. Torbjørn Rasmussen, chef for Vestas' nye Asia-Pacific Hovedkvarter i Singapore, konstaterer, at indenfor for ganske få år er der etableret omkring 60 nye kinesiske vindmøllerselskaber. Foreløbig har kun 5 af dem været i stand at levere et produkt, men for tre år siden var der bare en enkelt.

#### Innovationen blomstrer

Kina er parat til at købe både teknologi og ekspertise udefra i det omfang, det overhovedet giver mening. Alt hvad der kan købes for penge bliver købt fra arkitekter til teknologi, materialer og nøglefærdige produkter. Sideløbende arbejdes også målrettet inden for innovation og forskning.

Landet, der gav verden krudtet, porcelænet og kompaset, er tilbage på det innovative spor. For eksempel ventes den massive satsning på rumfartsindustrien – Kina forventer at sende en mand til Månen i løbet af 10 år – at aflede en betydelig teknologisk spin-off.

Den største risiko for og trussel mod de ambitiøse mål for gennemgribende miljøforbedringer er ikke manglende investeringer, manglende handlekraft, vilje eller en forurening der vejer tungere end nationen kan løfte. Den største risiko er politisk ustabilitet.

#### Politisk kursskifte

Kinas nyere historie er historien om en dramatisk politisk nyorientering i hver ny generation – det vil sige med 25-30 års mellemrum.

Her i 2008 er det 30 år siden Deng Xiao Ping iværksatte den markedsorienterede reformpolitik under slogans som »To be rich is glorious« og »det er lige meget om katten er sort eller hvid, bare den fanger mus«. Dagens Kina er den foreløbige kulminationen på den forbløffende kapitalistisk-planøkonomiske konstruktion, som kommunistpartiet selv kalder »socialism with Chinese characteristics«.

Reformerne i 1978 var afslutningen på 30 års stram statsstyring og planøkonomi under Formand Mao, der endegyldigt sejrede i 1949 efter en blodig borgerkrig. Mao-kommunismen afløste det, der var tilbage af den borgerlige republik, der blev oprettet, da Kejserdømmet faldt i 1911, og som siden 1928 formelt havde været ledet af Chiang-Kai Chek baseret på landsfaderen Sun Yat-sens delvist demokratiske og nationalistiske ideologi.

En 100-årig kineser vil have levet under fire vidt forskellige regimer og styreformer fra kejserdømme over borgerligt demokrati til kommunisme og markedsøkonomi.

I det historiebevidste Kina er man fuldstændig klar over disse mekanismer, og ingen står fremmed over for nye omvæltninger. Derfor ser man regimet slå så hårdt ned på alle afvigelser, der kan destabilisere landet, før det nuværende regimes store projekt er færdigt: Genrejsningen af nationen efter et par tabte århundreder.

I den proces har den miljømæssige problemstilling hidtil været lavt prioriteret. Men nu er et kursskifte slået igenem. Kina vil med samme kraft og energi, som verden har oplevet under to årtiers økonomisk boom, forfølge målene om miljøforbedringer. Det vil ske med det samme sans for nødvendighed, som har drevet væksten gennem det sidste kvarte århundrede.

Men ingen skal tage fejl af, at det aldrig vil ske på bekostning af den politiske stabilitet.

Står valget mellem magt eller miljø – vælger Kinas ledere også fremover magten.



# Stort potentiale i PetroChina



PetroChina er noteret i Hongkong og er en global spiller inden for udvinding og produktion af olie og naturgas, raffinering samt kemikalieproduktion. Selskabet markedsfører og sælger

desuden selv produkterne.

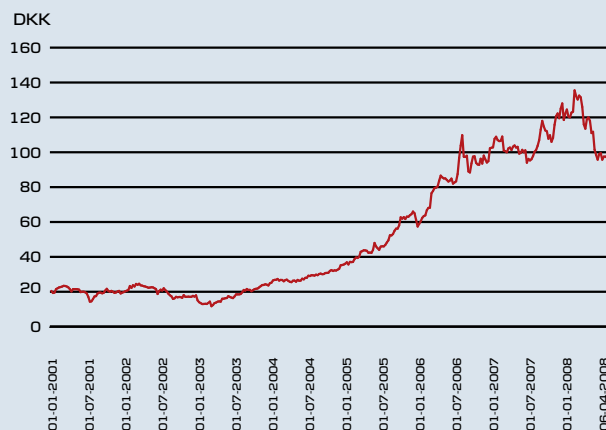
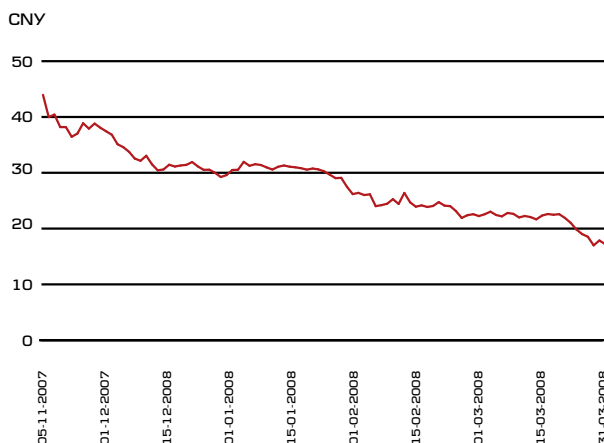
PetroChina købte for nylig 67 pct. af aktierne i PetroKazakhstan, der sidder på Kazakhstans næststørste oliereserver og har i det hele taget en meget global profil.

PetroChina er delvist ejet af Kinas største olie- og gasselskab, CNPC og er nu en af verdens største spillere i olieindustrien i samme liga som amerikanske Exxon Mobil. De to selskaber sammenlignes ofte, og PetroChina halter ikke meget efter Exxon finansielt eller driftsmæssigt og er i det hele taget et af Asiens mest velrenommerede selskaber.

Aktien er faldet meget på det seneste og handles nu til mere realistiske niveauer efter et fald på 42 pct. siden toppen i november – aktuelt en P/E værdi for i år på 10,5. Derfor finder Goldman Sachs nu aktien interessant og en DCF-analyse på selskabet indikerer et potentiale i selskabet på 47 pct.

Aktien har flere triggere, blandt andet er selskabet for øjeblikket ved at udvikle gasfeltet Longgang, og der spekuleres meget omkring mængden af gas i feltet. Andre triggere er blandt andet, at Kinas myndigheder fortsat vil hæve priserne på olie og gas fra de nationale producenter yderligere, hvilket vil påvirke PetroChinas indtjening positivt. Der er desuden store forventninger til færdiggørelsen af en gasledning fra selskabets aktiviteter i Mellemøsten til selskabets distribution i Kina.

Selskabets største risici er stigende omkostninger samt, at en evt. recession i USA bliver hårdere end ventet, hvilket kan føre til markant lavere oliepriser.



## DSV står stærkt i krisen

DSV leverer hovedsageligt landbaserede transportløsninger til virksomheder gennem divisionen Road, men udbyder dog også sø- og lufttransport via *Sea and Air*. I tillæg til dette kommer service- og logistikdivisionen, der udbyder løsninger inden for eksempelvis lagerstyring og nedkortning af leveringstider. Dansk Markets Equities (DME) vurderer at Road-divisionen har en position som nummer tre på det europæiske marked, mens selskabet er væsentligt mindre inden for sø- og lufttransport end de umiddelbare konkurrenter.

DSV har en stærk forretningsmodel. Selskabet er nemlig i høj grad i stand til at levere værdiskabende transportløsninger, og derfor kan de fastholde højere indtjeningsmarginer end konkurrenterne. En evne DME tror de vil være i stand til at fastholde fordi 80 pct. af selskabets omkostninger varierer med ordreindgangen. Selskabet behøver dermed ikke i samme grad som konkurrenterne bekymre sig om, at faldende ordrer i tider med økonomisk nedgang også vil medføre en markant øget omkostningsbyrde.

Primære risici vurderes bl.a. at være markant svækkelse af europæisk makroøkonomi, et dyrt opkøb eller udeblevne synergieffekter. DME finder dog aktien attraktiv, og vurderer, at den handles med rabat i forhold til nærmeste konkurrent, Kühne + Nagel, hvis forretningsmodel i høj grad ligner DSV's. Anbefalingen lyder således på Køb med et kursmål på DKK 130 per aktie.

Triggere af aktiekursen består bl.a. af en eventuel opjustering af de konervative forventninger til 2008, aktietilbagekøb for 2 mia. DKK i både 2008 og 2009 (lig med 20% af selskabets markedsværdi) medmindre man foretager værdiskabende opkøb - som DSV tidligere har været dygtige til at integrere.





## Allianz er billig

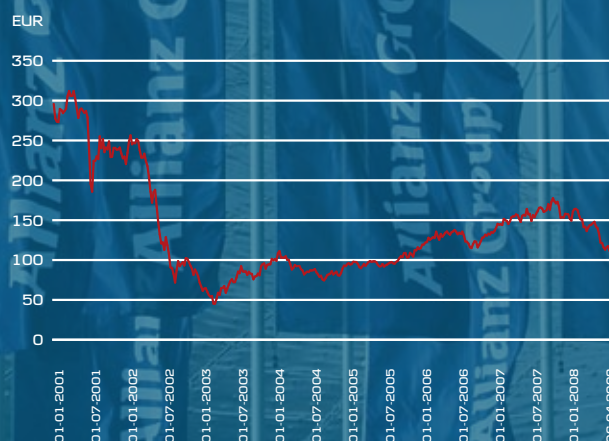
Allianz er Tysklands største skadesforsikringsselskab og er på globalt plan en førende udbyder af services indenfor forsikring, bankforretning og kapitalforvaltning. På verdensplan har Allianz 70 millioner kunder i 70 lande.

Allianz-aktien har siden midten af januar leveret et afkast 10 pct. under sektoren, hvilket har gjort aktien relativt billig i forhold til konkurrenterne. Dette er på trods af en stærk kapitalposition samt udmeldingen i forbindelse med aflæggelse af regnskabet for 4. kvartal om, at risikoen på selskabets portefølje af *Asset Backed Securities* (ABS) – portefølje af aktiver, herunder subprime boliglån – er moderat. Dvs. ledelsen oplyser altså, at der ikke er skeletter i skabet i form af store positioner i ABS-papirer, som har fået store bank under finanskrisen.

Kurstriggeren er regnskabet for 1. kvartal, som kommer d. 9. maj 2008. Fokus vil være på Allianz' kreditporteføljer og specielt på de bevægelser, der har været på selskabets ABS, som konkret ligger hos selskabets kapitalforvaltning, Dresdner Bank. En anden trigger er et muligt frasal af Dresdner Investment Bank. Der går rygter om, at Allianz, og herunder Dresdner Bank, vil fusionere med Deutsche Postbank. Det vurderes, at hvis det sker, så vil detail- og erhvervsdelen af banken blive

fusioneret med Deutsche Postbank, mens man vil sælge investeringsbanken, der har været et problem barn for Allianz, siden selskabet overtog Dresdner Bank for 7 år siden.

Risici for denne aktie er primært forbundet med kreditmarkedets tilstand samt eventuelle dårlige resultater fra sammenlignelige selskaber. Goldman Sachs har et kursmål på Allianz på EUR 165.



## Udsigt til stærk indtjeningsvækst i FLS

FLSmidth er, med de to hoveddivisioner Cement og Minerals, den førende leverandør af udstyr og komplette produktionsmaskineri samt service til cement- og mineindustrien på globalt plan.

FLS afsætter primært produkter på markeder uden for Danmark, særligt i Mellemøsten og Asien. I fremtiden ventes Rusland, Kina og Indien at være de væsentligste markeder. Den stigende industrialisering, udbygning af infrastrukturen i udviklingslandene og øget fokus på CO<sub>2</sub>-udslip er nogle af de faktorer, som ventes at understøtte en fortsat høj aktivitet inden for såvel cement- som mineindustrien i de kommende år.

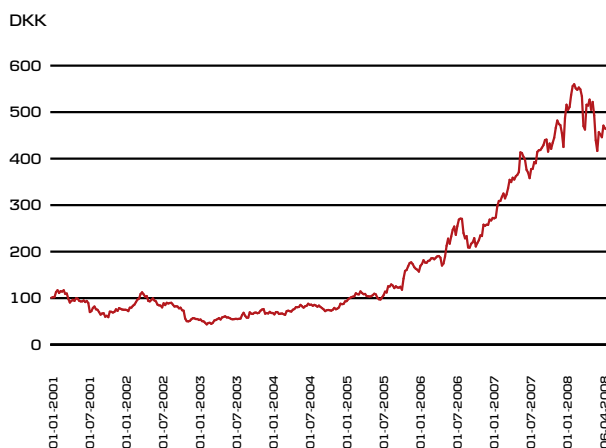
Selskabet er førende inden for energieffektivitet, miljø og prisen på et cementanlæg set over hele anlæggets levetid. Derudover bliver FLS mindre påvirket af den økonomiske cyklus, idet en stadig større del af forretningen ligger i service og reservedele, og det ventes at en tredjedel af omsætningen i de kommende år vil stamme herfra, en stigning fra det nuværende 15 pct.

Dertil kommer, at FLS i den nærmeste fremtid ventes at opnå tocifrede marginer og ordrebogen ligger pt. på et rekordhøjt niveau, hvilken gør sigtbarheden i indtjeningen meget høj, et forhold, som Danske Markets Equities (DME) vægter meget højt under de nuværende markedsvilkår.

De primære risici består bl.a. af, at den amerikanske recession rammer resten af verden, som kan indikere, at markedet er toppet, lave BNP-tal for Indien kan skabe usikkerhed om væksten eller, at de estimerede synergieffekter fra opkøbet af

GL&V ikke kan opnås, selvom dette ikke ser ud til at være tilfældet ovenpå den rekordstore mineralordre i marts fra Australiske Aurox og senest det strategiske samarbejde med Xstrata. Begge ordrer, der ikke ville have været mulige uden GL&V opkøbet.

DME finder aktien attraktiv med baggrund i den høje efterspørgsel efter FLSmidths produkter, den betydelige eksposering mod vækstmarkeder samt høj sigtbarhed i indtjeningen af født af den solide ordrebog. Derudover ser DME potentiale i, at aktien handles med en rabat på 20-25 pct. i forhold til den største konkurrent Simoma.



# Udnyt usikkerhed på aktiemarkedet med salg af aktieoptioner

Forværringen af finanskrisen har medført stigende usikkerhed og dermed større kursudsving på aktiemarkedet. Tror man på, at de mange tiltag fra centralbanken og finansministeriet i USA vil bringe mere ro over markedet i den kommende periode, kan man med fordel udnytte situationen ved at sælge optioner.

Den senere tid har budt på større usikkerhed i aktiemarkedet. Investorerne har reduceret deres risiko og dermed solgt ud af deres aktiebeholdninger, hvilket har medført stigende usikkerhed og flere og større udsving end set i de senere år.

Volatiliteten er altså steget, og det betyder, at de investorer, der ønsker at påtage sig forpligtelser ved at sælge aktieoptioner, får en højere betaling (optionspræmie) for den risiko, de påtager sig.

## Hvordan kan man udnytte den stigende volatilitet?

Sælger man optioner på et tidspunkt, hvor en stor del af investorerne anser risikoen for at være høj, så kan man modtage en relativt høj betaling via aktieoptioner. Hvis volatiliteten falder tilbage, og risikoen dermed aftager, kan man udnytte dette, da det så bliver billigere at købe de solgte optioner tilbage.

Den implicite volatilitet er en af de vigtigste parametre i prissætningen af aktieoptioner og viser hvilken »udsvingsbetaling« sælgeren af aktieoptionen modtager – og er et billede af markedets risikovurdering.

Betragter man volatiliteten på det toneangivende amerikanske aktieindeks S&P 500 ses det tydeligt (se figur), at investorerne anså risikoen som værende høj omkring årtusindskiftet. Risikoen har derefter været faldende

frem mod 2003 og i den relativt rolige økonomiske periode fra 2003 frem til 2007, der som oftest var kendetegnet ved et jævnt stigende aktiemarked.

I slutningen af 2007 overtog frygten for recession i USA billedet, og volatiliteten steg igen. Undervejs var der ret store udsving, der ganske hurtigt igen blev udlignet. Disse hang sammen med de korrektioner, der var i aktiemarkedet. Og det er netop sådanne perioder den risikovillige investor kan udnytte ved at sælge optioner. Lad os illustrere det med to grundlæggende eksempler:

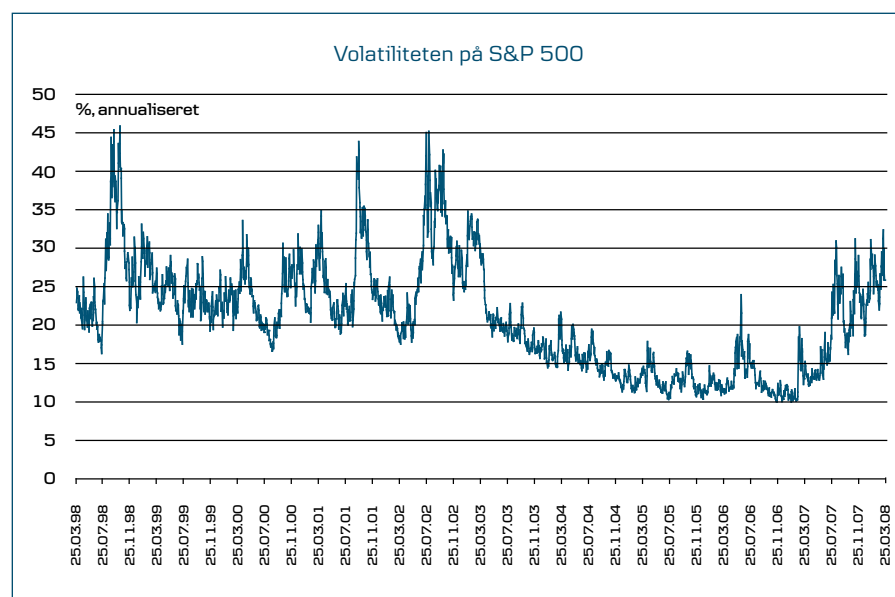
## Eksempel 1: Sælge en call-option

Hvis man vurderer, at vi står over for en periode med faldende volatilitet – altså begrænsede kursudsving på aktiemarkedet i forhold til den seneste tid – og en specifik aktie ikke skønnes at have et nævneværdigt stigningspotentiale, så kan det være en god idé, at sælge en call-option med en aftalekurs et stykke over den nuværende aktiekurs (dvs. *Out of The Money (OTM)*).

Man har hermed forpligtet sig til at

sælge en aktie til en bestemt kurs inden for en given tidsperiode (optionens løbetid) uanset hvor meget aktien faktisk stiger. Modparten, som har købt optionen, har retten til at udnytte optionen når som helst i løbetiden, men vil naturligvis kun gøre det, hvis det kan betale sig. Og det kan det kun, hvis den faktiske aktiekurs stiger til et niveau over optionens aftalekurs. I så fald er optionssælgeren jo tvunget til at sælge aktien til aftalekursen, hvorefter optionskøberen kan sælge aktien videre i markedet til den aktuelt højere kurs.

Optionssælgeren får en betaling (optionspræmie) for optionen og den risiko, han har påtaget sig – en betaling, han beholder, uanset om aktiekursen stiger til over aftalekursen eller ej i optionens løbetid. Afgørende for optionssælgeren er naturligvis, at forventningen til kursudviklingen holder stik – og det dermed lykkes at sælge call-optioner med aftalekurser, som ikke overgås af de underliggende aktier. Vælger man at sælge en call-option, anbefaler Danske Bank som udgangs-





punkt, at man har aktien man er forpligtet til at sælge. Dette reducerer risikoen til, at man risikerer at gå glip af det aktien måtte stige ud over det niveau, hvor man er forpligtet til at sælge (aftalekursen).

### Hvornår skal jeg vælge denne investering?

Investeringen er god, hvis du forventer, at aktiekursen ikke vil ændre sig meget i en periode, og har et begrænset stigningspotentiale. På den måde kan du tjene penge i et marked, hvor en normal aktieinvestering ikke vil give et afkast eller i hvert fald et meget begrænset afkast.

Investeringen kan også bruges, hvis du som investor allerede har bestemt, at du ønsker at sælge aktien, men gerne vil forsøge at få mere end den nuværende aktiekurs. Investor sælger en call-option og får dermed en præmie pr. aktie. På den måde opnår investor et højere afkast. Denne strategi kaldes en covered call, hvis man ejer den aktie, man har forpligtet sig til at sælge.

### Eksempel 2: Sælg en put-option

Hvis man vurderer, at vi står over for en periode med faldende volatilitet – altså begrænsede kursudsving på aktiemarkedet i forhold til den seneste tid – og en specifik aktie ikke skønnes at have en nævneværdig risiko for at falde i kurs, så kan det være en god idé, at sælge en put-option med en aftalekurs et stykke under den nuværende aktiekurs (dvs. *Out of The Money (OTM)*).

Man har hermed forpligtet sig til at købe en aktie til en bestemt kurs inden for en given tidsperiode (optionens løbetid) uanset, hvor langt den måtte falde i kurs. Modparten, som har købt optionen, har retten til at udnytte optionen når som helst i løbetiden, men vil naturligvis kun gøre det, hvis det kan betale sig. Og det kan det kun, hvis den faktiske aktiekurs falder til et niveau under optionens aftalekurs. I så fald er optionssælgeren jo tvunget til at købe aktien til aftalekursen, som er højere end den kurs, som aktien aktuelt handles til i markedet.

Optionssælgeren får betaling (optionspræmie) for optionen og den påtagede risiko – en betaling, han beholder, uanset om aktiekursen falder til under aftalekursen eller ej i optionens løbe-

### Salg af optioner på aktieindeks

Et alternativ til at sælge optioner på enkeltaktier er, at gøre det på aktieindeks.

Salg af optioner på indeks adskiller sig dog væsentligt på visse punkter:

- Der er ikke fysisk levering, da man ikke kan få leveret et indeks.
- Optionen kan ikke udnyttes af køberen før på udløbsdatoen
- Da der ikke er fysisk levering, sker afregning altid som differenceafregning, dvs. at man afregner gevinsten eller tabet, hvis optionen købes tilbage og forretningen dermed lukkes, eller optionen udløber.

Udover disse forhold er de øvrige forhold de samme som beskrevet i teksten.

### Skatteregler

Den skattemæssige behandling af en solgt put-option eller en solgt call-option afhænger af, om optionen bliver udnyttet.

- **Personer:** Hvis optionen ikke bliver udnyttet, beskattes præmien for den solgte option som personlig indkomst.
- **Selskaber:** Selskaber medregner optionspræmien i den skattepligtige indkomst.

Hvis optionen derimod udnyttes og aktien leveres, indgår den modtagne præmie i aktiens anskaffelses- eller salgssum. Gevinst og tab behandles herefter efter reglerne for aktier.

Sælges der både en put-option og en call-option på samme aktie, beskattes begge optioner efter reglerne for optioner på aktieindeks.

### Aktieindeks

Solgte optioner på aktieindeks beskattes efter lagerprincippet.

- **Personer:** Personer er skattepligtige af gevinst, mens tab kun kan fratrækkes efter særlige regler. Skattepligtige gevinster og fradragsberettigede tab medregnes i kapitalindkomsten.
- **Selskaber:** Selskaber medregner gevinst og tab på solgte optioner på aktieindeks i den skattepligtige indkomst. Tab på solgte put-optioner på aktieindeks kan dog kun modregnes efter særlige regler.

tid. Afgørende for optionssælgeren er naturligvis, at forventningerne til kursudviklingen holder stik – og dermed at de solgte put-optioners aftalekurser i løbetiden ikke er højere end kursen på de underliggende aktier.

### Hvornår skal jeg vælge denne investering?

Du kan vælge at sælge en put-option, hvis du forventer, at aktiekursen ikke vil ændre sig den kommende tid og har en begrænset risiko for at falde. På den måde opnår du et afkast i et marked, hvor en direkte investering i aktien ikke vil give noget afkast. Et andet tidspunkt, hvor du kan overveje at sælge en put-option, er, hvis du ved, at du

ønsker en bestemt aktie, hvis aktiekursen på denne aktie falder til en bestemt kurs. Dette svarer til en limiteret købsordre. Som når du eksempelvis instruerer din bank til at købe Novo Nordisk for dig, hvis den falder 3 pct. Den eneste forskel er, at du ved at sælge en put-option får penge for det. Men til gengæld kan du ikke bare slette din købsordre, men skal købe put-optionen tilbage.

Handel med optioner kræver en aftale med banken. Er du interesseret, skal du henvende dig til din investeringsrådgiver, der samtidig kan oplyse om de skattemæssige konsekvenser og de praktiske forhold ved optionshandel.

# Sådan sparer du ned

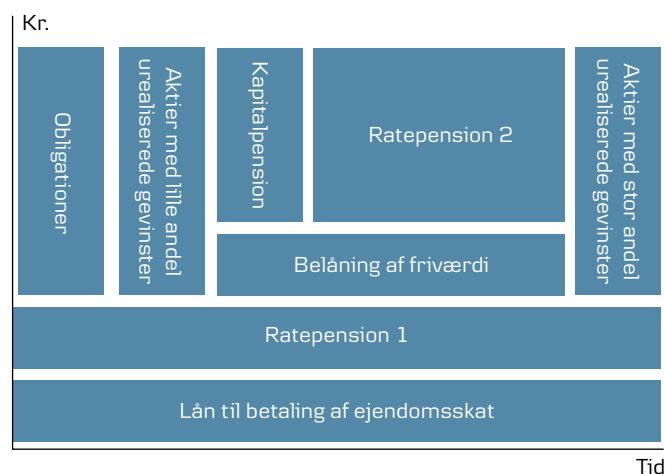
Det er nemt nok at bruge penge. Men det er faktisk ikke så ligetil i pensionsalderen, hvis man gerne vil have mest muligt ud af sin opsparing. Her får du en opskrift på, hvordan du bedst muligt sparer ned.

Igennem et helt arbejdsliv er man vant til at fokusere på, hvordan man bedst muligt sparer op til sit otium – obligationer, aktier, pensionsordninger samt hastigheden hvormed realkreditlånet i boligen afdrages. Når man så endelig står over for seniortilværelsen og skal til at bruge af de frie midler, pensionsopsparinger og friværdien, er det bestemt heller ikke ligegyldigt i hvilken rækkefølge, man bruger af formuen.

I denne artikel viser vi, at man bør sammenligne afkast og låneomkostninger efter skat – under hensyntagen til samspillet med de offentlige ydelser – når man skal planlægge sin nedsparing. Det skal påpeges, at de beregninger, der ligger til grund, er foretaget med udgangspunkt i en nedsparingsplan, der starter ved folkepensionsalderen. Ønsker man at stoppe tidligere, kan en række forhold ændre den anbefalede rækkefølge – f.eks. hvis man er berettiget til efterløn.

## Figuren viser den anbefalede rækkefølge

Nedsparing består af en række elementer. Vi ser på disse hver for sig. I mange tilfælde vil dette være den anbefalede rækkefølge



NOTE. FIGUREN ER INDIKATIV OG VI HAR MED VILJE IKKE SAT BELØB OG ALDRE PÅ.

Når man overvejer, hvordan man skal bruge af formuen, bør man grundigt gøre sig klart, hvilke ønsker og mål man har for seniortilværelsen. F.eks. hvor meget man har brug for årligt, om man ønsker at blive boende i sin nuværende bolig, om ægtefællen skal stoppe samtidig, om man ønsker flest penge i starten af pensionsalderen osv. Jo bedre forberedt man er omkring personlige ønsker og mål, desto bedre fundament har man for at få tilrettelagt en god nedsparingsplan, der også sigter mod, at man får mest muligt ud af formuen.

## Spil kortene rigtigt

For mange mennesker på vej på pension består formuen af frie midler, pensionsmidler og friværdi i boligen. Hvordan man vælger at bruge af midlerne har stor betydning for, hvor langt pengene rækker.

Umiddelbart vil man opnå den største formue ved at bruge de »billigste« penge først – eller med andre ord – *vente med at bruge de penge, hvor man opnår det største afkast efter skat*. I den forbindelse har samspillet med de offentlige ydelser stor betydning for den samlede effektive afkastbeskatning. Hæverækkefølgen for frie midler og kapitalpension er således primært et spørgsmål om størrelsen af den samlede effektive afkastbeskatning. Jo højere afkastbeskatning, desto tidligere skal formueelementet bruges. Til sammenligning har ratepensionen flere skatteelementer, der skal tages højde for.

For ratepensioner betaler man nemlig også indkomstskat af udbetalingen, ligesom udbetalingen kan give modregning i offentlige ydelser som f.eks. folkepensionens tillæg. En kort udbetalingsrække med store udbetalinger kan derfor betyde en højere skatteprocent og mere modregning end en mindre rateudbetaling. Det kan tale for, at man bør sprede udbetalingen ud over en så lang periode som muligt. Omvendt er afkastbeskatningen på pensionsordninger lav, hvilket kan tale for, at man bør udskyde udbetalingen. Den optimale udbetaling af ratepensioner er derfor en afvejning af de to modsatrettede effekter.

Tilsvarende bør man afgøre, om man ønsker at belåne friværdien ved at sammenholde låneomkostningen efter skat med de øvrige afkast efter skat.



**Tabel 1: Den skattemæssige behandling af formueelementerne**

|                            | Afkastbeskatning                        | Beskatning ved udbetaling | Offentlige ydelser     |
|----------------------------|-----------------------------------------|---------------------------|------------------------|
| Ratepension                | 15%                                     | 39%-59%                   | Udbetalingen modregnes |
| Kapitalpension             | 15%                                     | 40%                       | -                      |
| Aktier i frie midler       | 28%-45%*                                | -                         | Afkast modregnes       |
| Obligationer i frie midler | 33%-59%**                               | -                         | Afkast modregnes       |
| Belåning af friværdis      | Fradrag for renteudgifter<br>33%-59%*** | -                         | -                      |

\* Aktieavancer beskattes først, når man sælger aktierne.

\*\* På obligationer kan der være skattefrie kursgevinster.

\*\*\* Fradragsværdien er 33% ved negativ kapitalindkomst og op til 59% ved positiv kapitalindkomst.

I tabellen vises, hvordan de enkelte formuelementer behandles skattemæssigt og i forhold til eventuel modregning i offentlige ydelser.

Det er væsentligt at lægge mærke til, at pensionsmidler kun beskattes med 15 pct., men også at de beskattes løbende, uanset om gevinsterne er realiseret eller ej. Renteindtægter og renteudgifter i frie midler beskattes også løbende. Aktier for frie midler beskattes imidlertid først når gevinsten realiseres, hvilket kan betyde, at den samlede effektive beskatning bliver mindre end angivet i tabellen.

I det efterfølgende ser vi nærmere på de enkelte formuelementer og den anbefalede rækkefølge.

#### Frie midler

Da frie midler generelt har den hårdeste afkastbeskatning, bør man som udgangspunkt bruge de frie midler først. Dette gælder dog ikke, hvis anvendelse af de frie midler udløser realisation af store urealiserede aktiekursgevinster.

Da de forskellige typer af frie midler beskattes forskelligt, er det imidlertid ikke lige meget, hvilke man bruger først. Hovedreglen er at obligationer beskattes hårdere (op til 59 pct.) end aktier (op til 45 pct.). Dermed kan det – ud fra en skattemæssig betragtning – generelt betale sig at sælge sine obligationer før sine aktier.

Derudover er aktier omfattet af en særlig beskatning, hvor man først betaler skat af kursgevinster, når man sælger

aktierne. Man kan derfor have aktier, hvor der over tid oparbejdes store urealiserede kursgevinster, som først beskattes på salgstidspunktet. Denne udskudte skat kan betragtes som et rentefrit lån, som gør aktierne meget attraktive at beholde.

Som udgangspunkt bør man derfor *sælge aktier med ingen eller kun lille andel af urealiserede kursgevinster før aktier med en stor andel af urealiserede kursgevinster*. Hvis den udskudte skat er stor, kan det endda overvejes at udskyde realisationen af aktierne og i stedet låne penge i ens eventuelle friværdis.

#### Risiko ved salg af obligationer før aktier

Ved at sælge obligationerne først, løber man typisk en større risiko investeringsmæssigt, fordi man ender med en større aktieandel. Det er derfor vigtigt, at man justerer fordelingen mellem aktier og obligationer undervejs i nedsparingsforløbet. I den forbindelse er det vigtigt at huske på, at fordelingen mellem aktier og obligationer bør tage udgangspunkt i både frie midler og pensionsmidler.

Hvis man fx sælger ud af obligationerne i frie midler, kan man opnå en uændret risiko ved at sælge aktier og købe obligationer i sin rate- eller kapitalpension. Man kan også nedbringe aktieandelen i ratepensionen i takt med, at denne udbetales.





### Kapitalpension

En væsentlig fordel ved pensionsopsparing er, at den løbende beskatning af afkastet i pensionsmidler er lavere end på frie midler. På den baggrund vil det ofte være en fordel at beholde kapitalpensionen længst muligt.

Ved at bevare kapitalpensionen, bevarer man samtidig muligheden for at opnå en evt. skattemæssig fordel af at indbetale på pensionsordningen i en længere periode, da indbetalingen kan fortsætte helt frem til 10 år efter, at efterlønsalderen er nået.

Kun i særlige tilfælde kan det være en fordel at bruge kapitalpensionsmidler før frie midler. Det gælder således kun, hvis man har aktier, hvor der allerede er oparbejdet i niveauet 75 pct. urealiserede kursgevinster (eksempelvis aktier købt for 25.000 kr. som i dag har en værdi på 100.000 kr.).

I tabel 2 viser vi, at selv ved en aktieinvestering i frie midler, hvor der er optjent 75 pct. urealiserede gevinster, vil kapitalpensionen stort set give samme afkast efter skat.

**Tabel 2: Afkast efter skat af forskellige placeringer**

|                                   | 1 år  | 5 år  | 10 år |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|
| Kapitalpension                    | 4,25% | 4,25% | 4,25% |
| 75 pct. urealiseret gevinst i dag | 4,21% | 4,27% | 4,34% |

Note: Vi forudsætter et årligt aktieafkast på 5 pct. og at der ikke sker nogen løbende realisation af aktierne. Aktierne sælges alene i slutåret, hvor der betales en aktieindkomst med mellemsatsen på 43 pct.

### Ratepension

Som udgangspunkt er det en fordel at starte udbetaling af en ratepension så sent som muligt, så længe udbetalingen sker til samme skatteprocent under hensyntagen til modregning i offentlige ydelser. Det skyldes det samme forhold som nævnt under kapitalpension, nemlig at man opnår den lavere afkastbeskatning i en længere periode i forhold til frie midler.

#### Afkastforudsætninger

I regneeksemplerne i denne analyse er risikoen ved aktier neutraliseret ved, at alt afkast før skat (inkl. aktieafkast) er sat til 5% (svarende til obligationsafkast), mens lånerenten er sat til 5,6% (svarende til obligationsrente + bidrag).

Hvis en senere og større udbetaling fra ratepensionen bevirker, at skatteprocenten og modregningen stiger, skal man sammenligne fordelene ved at bevare den lavere afkastbeskatning i en længere periode op mod den højere beskatning/modregning af selve udbetalingen.

#### Udbetaling af en ratepension

Udbetalingerne fra en ratepension skal normalt ske over en periode på minimum 10 år og skal være afsluttet senest 25 år efter, at man har nået sin efterlønsalder.

Man skal være opmærksom på, at der ikke nødvendigvis er tale om en enten/eller beslutning. Har man én stor ratepension, kan man i de fleste tilfælde dele den op i to ordninger, inden den starter udbetaling. Derved får man mulighed for at tilrettelægge en mere individuel udbetaling og for at udnytte fordelene af begge ovennævnte effekter. Man skal blot være opmærksom på, at hvis man flytter et beløb fra en ratepension til en ny ratepension, kan den nye ordning tidligst starte udbetaling efter 5 år.

Man kan fx tilpasse sin ene ratepension sådan, at man får en indkomst omkring topskattegrænsen og i øvrigt bruge sine frie midler. Den anden ratepension udbetales så fra det tidspunkt, hvor de frie midler er brugt op. På den måde kan man opnå et bedre resultat i forhold til bare at bruge ratepensionen og den frie formue samtidig.

De løbende udbetalinger på *livrenter* behandles på samme måde som en ratepension rent skattemæssigt og i forhold til eventuelle modregninger i offentlige ydelser.

I forbindelse med formueplanlægningen bør man dog se på muligheden for at *kombinere livrente og ratepension*. Det skyldes blandt andet, at man ved hjælp af en livsvarig livrente kan opnå en skattemæssig fordel af at fordele udbetalingerne over endnu flere år end en ratepension.

### Belåning af friværdien

Det vil ofte være en fordel at benytte muligheden for at *optage lån til betaling af ejendomsskat* (den kommunale grundskyld). Det er en billig låneform og normalt vil man kunne opnå et højere afkast efter skat ved at beholde sine aktier og obligationer.

Hvorvidt man skal belåne friværdien yderligere, før man bruger sine frie midler, afhænger af låneomkostningen efter skat sammenholdt med afkast på frie midler efter skat og det ønskede risikoniveau.

#### Lån til betaling af ejendomsskat

Lånet gives uafhængigt af økonomiske forhold til personer, der er fyldt 65 år, samt til f.eks. modtagere af efterløn. Renten på lånet svarer til halvdelen af diskontoen den 1. oktober det foregående år. Diskontoen var 1. oktober 2007 på 4 pct. Renten tilskrives hvert år det samlede lånebeløb, og renterne er ikke fradragsberettigede.

Sammenlignet med obligationer i frie midler vil man normalt ikke kunne låne penge billigere inkl. låneomkostninger, end man kan placere til. Derfor bør obligationer sælges, før der eventuelt optages lån.

I forhold til aktier afhænger fordelene ved låneoptagelse i høj grad af, hvor meget udskudt skat man har eller kan opnå på sine aktiebeholdninger. Generelt skal man dog have betydelige urealiserede gevinster, før det bedre kan betale sig at belåne friværdien end at afhænde sine aktier.

I tabel 3 udregner vi det effektive årlige afkast efter skat på en aktieinvestering med henholdsvis 25, 50 og 75 pct. urealiserede kursgevinster på pensionstidspunktet. Såfremt

**Tabel 3: Aktieafkast efter skat af forskellige placeringer med frie midler samt lånerente efter skat**

|                                   | 1 år  | 5 år  | 10 år | 15 år | 20 år |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 25 pct. urealiseret gevinst i dag | 3,19% | 3,30% | 3,43% | 3,56% | 3,67% |
| 50 pct. urealiseret gevinst i dag | 3,63% | 3,72% | 3,83% | 3,93% | 4,02% |
| 75 pct. urealiseret gevinst i dag | 4,21% | 4,27% | 4,34% | 4,40% | 4,45% |
| Realkreditlån v. 33 pct. skat     | 3,75% | 3,75% | 3,75% | 3,75% | 3,75% |

Forudsætninger: Aktieafkast 5%, lånerente 5,6%, aktieavancebeskatning med mellemsatsen på 43%. Det forudsættes endvidere, at der ikke er nogen løbende realisation af aktierne, idet aktierne alene sælges i slutåret, hvor aktieavancen beskattes.

gevinsterne ikke realiseres kan man se hvordan det gennemsnitlige afkast efter skat stiger, jo længere tidshorisonen er. Afkastet på aktierne er sat lig med afkastet på obligationer (5 pct.) for at kunne sammenligne med lånerenten uden at tilføre risiko. Afkastet efter skat kan nu sammenlignes med lånerenten inkl. bidrag efter skat på et realkreditlån.

Tabel 3 viser, at man i flere tilfælde bør overveje at optage lån for at finansiere sit forbrug frem for at sælge aktier med store urealiserede kursgevinster, f.eks. hvis man har en tidshorison på 5 år og 75 pct. urealiserede gevinster i dag. Fordelen bliver større jo større urealiseret gevinst og jo længere tidshorison man har. I tabel 3 regner vi med en aktieavancebeskatning med mellemsatsen på 43 pct. Fordelen forøges yderligere, hvis man kun betaler 28pct. skat.

Når man overvejer om det kan betale sig at belåne friværdien, før man bruger pensionsmidler, skal man sammenligne:

- Forventet afkast på pensionsopsparingen efter 15 pct. afkastskat
- Om skatteprocenten ved udbetaling af pensionen påvirkes af tidspunktet for udbetalingen
- Låneomkostningen efter skat (33 pct. ved negativ kapitalindkomst)

Hvis man har en kapitalpension eller en ratepension, hvor skatteprocenten ikke påvirkes af tidspunktet for udbetalingen, vil det i mange tilfælde være en fordel at belåne friværdien frem for at hæve pensionsordningerne.

I forhold til ratepensioner skal man være opmærksom på, at forskelle i beskatning og eventuel modregning i offentlige ydelser ved forskellige udbetalingsvalg på ratepensionen kan påvirke billedet.

#### Risiko ved forøgelse af låneandelen

Hvis friværdien belånes, fordi der er en skattemæssig fordel ved at beholde sine aktier, så øges risikoen i den samlede økonomi. I regneeksemplerne i denne analyse er risikoen neutraliseret ved at alt afkast før skat (inkl. aktieafkast) er sat til 5pct. (svarende til obligationsafkast), mens lånerenten er sat til 5,6 pct. (svarende til obligationsrente + bidrag).

Det er dog altid en individuel vurdering, hvor meget risiko bør »koste«, men det er derfor et centralt punkt i den konkrete afgørelse.

#### Tal med din rådgiver

Planlægning af nedsparingsforløbet er en kompleks proces, hvor individuelle forhold spiller en stor rolle for, hvad der bedst betaler sig for den enkelte. Denne artikel har blot til hensigt at give dig et overblik over styrker og svagheder ved de forskellige opsparingselementer. Når den endelige løsning skal laves for dig, bør du henvende dig til en rådgiver for at få rådgivning om din situation.



## Nye fremskridt i solenergi

Et nyt selskab, *1366 Technologies*, har formået at forbedre effektiviteten af multicrystallisk silicone solceller med 27 pct. Kommercielle solceller lavet af multicrystallisk silicone er normalt langt mindre effektive end solceller lavet af single-crystal silicone – men de er langt billigere. Og nu har de to celletyper samme effektivitet.

Selskabet vurderer, at i 2012 vil denne type solceller levere energi til priser konkurrencedygtige med kul. Hvis det viser sig rigtigt, har 1366 Technologies (endnu ikke børsnoteret) ramt en guldåre.

Forskere på Swansea University i England har muligvis også afdækket konturerne af en guldåre. I hvert fald har de haft gode resultater med en særlig maling, som opfanger solenergien – og i modsætning til de mest udbredte solceller er der ikke brug for den dyre og knappe ressource, silicone.

## Ikke udsigt til krise i dansk boligbyggeri

Finansieringsstrukturen på det danske boligmarked er forskellig fra USA's, og i det lys er der ikke udsigt til, at det danske boligmarked kommer til at opleve en krise med boliginvesteringer, der styrtstykker. Udviklingen i byggeriet hænger tæt sammen med forholdet mellem byggeomkostninger og huspriser. Huspriserne er stagneret siden 2006, og byggeomkostningerne er steget kraftigt, men det er stadig fordelagtigt at bygge nyt.

Stemningsskiftet på boligmarkedet har imidlertid medført en ophobning af boliger til salg – ikke mindst i hovedstadsområdet. Det vil i en periode kunne reducere nybyggeriet, da nye projekter udskydes, så længe udbuddet af boliger i forvejen er stort.

Der er heldigvis hjælp at hente. Allerede i løbet af i år vil kombinationen af stigende disponible indkomster og faldende renter og boligpriser bringe boligbyrden nedad. Det vil kunne stabilisere boligmarkedet og dermed boligbyggeriet. Danske Analyse forventer derfor, at boligbyggeriet på kort sigt bremser op – med et fald på 3-5 pct. i år – men allerede i løbet af næste år vil boligbyggeriet kunne stabilisere sig – altså noget, der derefter ligner nulvækst.



## Finanskrisen rammer Danmark, men hvordan?

Investering har bedt Danske Banks cheføkonom, Steen Bocian, om kort at vurdere effekterne af krisen. Og det er ikke dommedagsprofetier over Danmark og danskernes økonomi, der præger billedet, men helt ubekymrede kan vi på den anden side ikke være, mener han.

### Ledigheden stiger

De danske virksomheder skal, ifølge cheføkonomen, til at vænne sig til en modsat situation end den, de har været vant til de seneste tre til fire år, da det vil blive lidt svære for dem at få afsat deres produkter på eksportmarkederne. Afmatningen i amerikansk økonomi betyder, at amerikanernes efterspørgsel efter danske varer er blevet mindre. Kombineret med en svag dollar over for danske kroner, er det ikke gunstigt for virksomheder, som er af-

hængig af afsætningen på det amerikanske marked.

»Man skal ikke være en særlig stor pessimist for at forudsæ, at det i sidste ende vil få ledigheden i Danmark til at stige lidt. Mit bud er, at det vil begynde at ske i begyndelsen af andet halvår 2008. Men man skal huske, at ledigheden i øjeblikket ligger på et meget lavt niveau, og derfor vil en stigning i ledigheden ikke føles som noget markant. Min vurdering er, at vi i løbet af de næste et til halvandet år vil se en stigning i ledigheden på 15-20.000 personer,« siger Steen Bocian.

### Lidt dyrere at låne til forbrug

»Det er blevet lidt dyrere at låne penge, når der ikke er tale om realkreditlån. For realkreditrenterne er stort set de samme som før finanskrisen begyndte. Men skal man fi-





## Ny metode til fremstilling af bioethanol

Udover den uheldige bivirkning på fødevarepriser er et andet problem med bioethanol også, at det med den nuværende produktionsmetode ikke ændrer noget synderligt i hverken CO<sub>2</sub>- eller energiregnskabet – snarere tværtimod, viser visse undersøgelser. Der er derimod store forhåbninger knyttet til næste generation af produktionsprocessen, hvor man bliver i stand til at anvende græs, planteaf-fald, træ osv. ved nedbrydning af lignocellulose – det »træagtige« væv, der forstærker planternes cellevægge.

Men denne nedbrydningsproces er meget vanskelig og kræver en kompleks serie af enzymdrevne kemiske reaktioner. Novozymes, verdens førende enzymproducent, har foreløbig nydt godt af den store fokus på ud-

vikling af effektive metoder til denne fremstilling af bioethanol.

Men det har tilsyneladende lange udsigter – olieselskaberne siger op mod 10 år - før det lykkes at finde frem til en industriel proces til fremstilling af cellulosebaseret biobrændstof i stor skala, som omkostningsmæssigt kan hamle op med andre brændstoffer. Forskere rundt omkring leder derfor efter nye veje. Og for nylig kunne et lille amerikansk firma etableret i 2006, *Coskata*, præsentere særdeles lovende resultater for en helt ny metode.

Coskata har fundet frem til en biokemisk metode, som efter de foreløbige undersøgelser vil kunne levere ethanol til priser under en dollar pr. gallon – hvilket er under halvdelen

af den aktuelle engrospris. Og mere vigtigt: Estimer viser, at under optimale betingelser vil metoden kunne producere 7,7 gange så meget energi i slutproduktet, som det vil tage at fremstille det.

Holder de lovende resultater stik på kommerciel basis, er det et oplagt eksempel på, at billedet hurtigt kan ændre sig, når en ny industri er i opstartsfasen. De selskaber, der kunne ligne vindere i starten, kan hurtigt blive overhalet fra en kant, man ikke havde ventet. Hold øje med en børsnotering af Coskata, der – med støtte fra bl.a. General Motors – sigter mod at etablere et produktionsanlæg med en kapacitet på 100 mio. gallons årligt i 2011.



nansiere en fladskærm eller have et lån til en ny bil, så vil man opleve, at bankerne har strammet kreditgivningen.»

### Faldet i aktiekurserne

»Aktierne er faldet markant siden finanskrisens start i sensommeren. Men mange danskere har ikke et særligt forhold til aktier, da det er noget, man har i sin pensionsopsparing, som en langsigtet investering. Så for denne gruppe af mennesker påvirker aktiekursfaldene ikke privatøkonomien her og nu.«

### Flirter med recession

»Alt tyder på, at USA flirter med økonomisk recession, uden at vi endnu kan sige entydigt, om der decideret er tale om en recession. Det er det alle kredser om, fordi det kan få vidtrækkende konsekvenser, hvis verdens største økonomi går i stå,« slutter Steen Bocian.



Danske Banks cheføkonom, Steen Bocian



## Ny livsform laver CO<sub>2</sub> om til brændstof

Som bekendt omdanner planter via fotosyntesen CO<sub>2</sub> til ilt. Plantematerialet kan anvendes til at frembringe energi, men det kræver en del forarbejdning og indebærer et betydeligt energitab at fremstille fx de såkaldte biobrændstoffer. Det ville være smart, hvis man nu havde organismer, der kunne lave brændstof direkte.

Denne udfordring har en af hovedkræfterne bag kortlægningen af det humane genom, amerikanske Craig Venter, taget op. For nylig præsenterede han sine visioner på en konference i Monterey i Californien, som går på, at man genetisk kan manipulere visse organismer, så de omdanner CO<sub>2</sub> til fx methangas. Han og hans forskerteam anvender syntetiske kromosomer til at modificere eksisterende organismer, som producerer oktan (en kæde af 8 kulatomer og 18 brintatomer), men dog ikke i et omfang tilstrækkeligt til at være en reel energikilde.

Resultaterne er lovende, og Venter mener, at han allerede om 18 måneder kan præsentere en ny alternativ energikilde, der på sigt vil kunne erstatte hele den petrokemiske industri. Det er godt at være ambitiøs.

## Gode chancer for aktiegevinster i en recession

I et marked som dette er det fristende at trække sig ud og afvente et mere tiltalende risikobillede. Men sådan scorer man ikke de store gevinster som aktieinvestor. Noget tyder nemlig på, at det godt kan betale sig at blive i markedet. Lad os lige belyse det med nogle fakta.

1. Recessioner varer ikke længe. Siden 1945 har ingen af de 11 noterede recessioner i USA varet mere end 16 måneder. Og siden 1982 ingen mere end otte måneder.
2. Ikke alle aktier går ned i en recession. Faktisk er der mange penge at tjene ved at gå ind i markedet, når tilliden til den økonomiske fremtid er svag. Bemærk i øvrigt, at under den seneste amerikanske recession fra marts 2001 til november 2001 var der stort set lige mange aktier, der steg, som aktier, der faldt – ifølge motleyfool.com omkring 2.000 af hver. Det skal dog i den forbindelse tilføjes, at det tal måske afspejler, at mange aktier havde fået mange bank før den økonomiske recession. Som bekendt bristede aktieboblen allerede i marts 2000.

## Glem alt om timing

I februar blev en opsigtsvækkende analyse af professor Javier Estrada, leder af Financial Management Department på IESE, offentliggjort. Professoren har undersøgt 15 aktiemarkeder for at besvare følgende spørgsmål:

Hvordan påvirker ekstreme kursudsving investorernes langsigtede afkast? Opnår investorerne deres afkast jævnt og stabilt over tid eller er deres langsigtede performance bestemt af blot nogle få ekstreme kursbevægelser? Hvor sandsynligt er det, at investorerne kan forudsige de bedste dage at være på markedet og de bedste dage at holde sig væk? Bør investorerne forsøge at time markedet?

Konklusionen er klar: Ekstreme kursbevægelser (defineret som daglige kursændringer mere end 3 standardafvigelser fra gennemsnittet) spiller en afgørende rolle for det langsigtede resultat.

I gennemsnit, set over alle 15 markeder, ville en portefølje, hvor man missede de 10 bedste dage, resultere i en porteføljeværdi, der var 50,8 pct. mindre værd end en passiv investering – dvs. markedsindekset. Mens porteføljen ville være 150,4 pct. mere værd end markedsindekset, hvis man kunne undgå de 10 værste dage.

I det lys er det naturligvis meget interessant at vide, om man nu også har en chance for at identificere de gode og dårlige dage på forhånd. Det har man, men den er godt nok lille. Ud af de mange daglige data, som professoren analyserede, udgjorde 10 dage mindre end 0,1 pct. Altså i virkelighedens verden en umulig opgave at time eller forudsige de gode og dårlige dage. I stedet bør man forsøge at indrette sin portefølje efter, at der findes ekstreme kursudsving, som kan ødelægge et godt porteføljeafkast opbygget møjsommeligt over flere år.

# Forældre køb og skatten

Hvis du vil hjælpe dit barn med anskaffelse af en lejlighed, er det nu, du skal spidse ører. I denne artikel vil vi nemlig kort redegøre for beskatningsmulighederne, hvis du investerer i en forældre-købslejlighed. Endvidere får du også en status på den praksis, der er gældende på dette område.

Anskaffelse af en forældre købslejlighed medfører, at du bliver selvstændig erhvervsdrivende skattemæssigt set. Konsekvenserne heraf er, at

- du skal opgøre et skattemæssigt resultat af udlejningsvirksomheden.
- du får mulighed for at benytte virksomhedsordningen eller kapitalafkastordningen.
- du skal anvende en udvidet selvangivelse, hvorfor din selvangivelsesfrist rykkes til 1. juli.

## Resultat af udlejningsvirksomhed

Lejeindtægten svarende til markedsløjen skal medregnes på indtægtssiden, også når barnet ikke betaler fuld pris. På udgiftssiden har du fradrag for fællesudgifter, ejendomsskatter m.v. Herved fremkommer nettoresultatet før renter.

Anvender du de almindelige regler i personskatteloven skal nettoresultatet anføres i rubrik 111 eller 112, afhængig af om der er et overskud eller underskud.

Renteudgifter selvangives i rubrik 117.

## Virksomhedsordningen

Ved at anvende virksomhedsordningen får du fradrag for dine renteudgifter på ejendommen i den personlige indkomst. Skatteværdien udgør op til 63 pct.

|                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                              |     |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|-----|
| <b>Virksomhedsbeløb</b>                                                                                                                                            | Overskud af selvstændig virksomhed før beløb overført til medarbejdende ægtefælle, før AM-bidrag og SP-opsparing og før renter               | 111 | 221 |
| <i>Husk også at udfylde side 4</i>                                                                                                                                 | Underskud af selvstændig virksomhed før renter og før overførsel fra konto for opsparingsoverskud                                            | 112 | 435 |
| <i>Hvis du ønsker beskatning efter reglerne i virksomhedsordningen eller kapitalafkastordningen, skal du også udfylde de særlige rubrikker for disse ordninger</i> | Fradrag for medarbejdende ægtefælle (højest 202.000 kr.)                                                                                     | 113 | 473 |
|                                                                                                                                                                    | Renteindtægter i virksomhed                                                                                                                  | 114 | 237 |
|                                                                                                                                                                    | Udlodning i virksomhed fra aktier eller investeringsbeviser, udsædt af et investeringsselskab, og hvori der er indeholdt dansk udbyttebeskat | 115 | 246 |
|                                                                                                                                                                    | Anden kapitalindkomst i virksomhed                                                                                                           | 116 | 213 |
|                                                                                                                                                                    | Renteudgifter i virksomhed                                                                                                                   | 117 | 468 |
|                                                                                                                                                                    | Kontrapent vedrørende virksomhed. Gaver til kulturinstitutioner (indberettet til SKAT)                                                       | 118 | 438 |

Virksomhedsbeløb på selvangivelsen





» Benytter du virksomhedsordningen, skal du sætte kryds i rubrik 147 på selvangivelsen samt udfylde de øvrige relevante rubrikker fra 148-152. Derudover skal du også anføre nettoresultatet før renter i rubrik 111/112 og renteudgifter i rubrik 117.

Virksomhedsordningen kræver opgørelse af indskudskonto og kapitalafkastgrundlag. Ved opgørelsen af indskudskontoen anvendes den kontante anskaffelsessum med tillæg af forbedringer, eller den fastsatte ejendomsvurdering ved begyndelsen af det indkomstår, hvor virksomhedsordningen anvendes første gang. Hvis du f.eks. køber lejligheden i august 2008 betyder det, at du kan vælge anskaffelsessummen eller ejendomsvurderingen pr. 1. oktober 2007.

Kapitalafkastgrundlaget opgøres ud fra den kontante anskaffelsessum.

Gæld i ejendommen fragår både ved opgørelsen af indskudskontoen og kapitalafkastgrundlaget.

#### Kapitalafkastordningen

Kapitalafkastordningen er en light-udgave af virksomhedsordningen, med det ene formål at sikre, at du får mulighed for at få en højere fradragsværdi af dine renteudgifter.

Eneste krav er, at du opgør et kapitalafkastgrundlag. Kapitalafkastgrundlaget består af de erhvervsmæssige aktiver, og gæld fragår ikke. Ejendommen indgår her med den kontante anskaffelsessum. Herefter beregnes et kapitalafkast svarende til kapitalafkastgrundlaget x kapitalafkastsatsen.

Afkastsatsen for 2007 udgør 4 pct. Satsen for 2008 offentliggøres i august 2008.

Det beregnede kapitalafkast overføres fra beskatning i den personlige indkomst til beskatning i kapitalindkomsten.

Ønsker du at anvende kapitalafkastordningen sætter du kryds i rubrik 141.

Nettoresultatet før renter anføres i rubrik 111/112, renteudgifter i rubrik 117 og det beregnede kapitalafkast i rubrik 142.

#### Konsekvenser for barnet som lejer

Det betragtes som hel eller delvis fri bolig for barnet, hvis den aftalte leje mellem forældrene og barnet er mindre end markedslejen.

| Virksomhedsordning                                                                                                  | Ønskes beskatning efter reglerne i virksomhedsordningen? | 147 | Hvis ja, sæt kryds ■ | 184 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----|----------------------|-----|
| Kapitalafkast i virksomhedsordningen                                                                                |                                                          | 148 |                      | 432 |
| Indkomst til beskatning efter reglerne i virksomhedsordningen (netto opsparende overskud tillagt virksomhedsbeskat) |                                                          | 149 |                      | 434 |
| Renteudgift                                                                                                         |                                                          | 150 |                      | 280 |
| Overført fra konto for opsparer overskud tillagt virksomhedsbeskat                                                  |                                                          | 151 |                      | 275 |
| Samlede overførsler (inkl. private andele og hensat til senere hævnings)                                            |                                                          | 152 |                      | 895 |

Virksomhedsordning på selvangivelsen

| Kapitalafkastordning                                                         | Ønskes beskatning efter reglerne i kapitalafkastordningen? | 141 | Hvis ja, sæt kryds ■ | 184 |
|------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|-----|----------------------|-----|
| Kapitalafkast i kapitalafkastordningen                                       |                                                            | 142 |                      | 440 |
| Indkomst til beskatning efter reglerne om konjunkturudligning (herlæggelsen) |                                                            | 143 |                      | 445 |
| Overført fra konto for konjunkturudligning tillagt konjunkturudligningskat   |                                                            | 144 |                      | 230 |

Kapitalafkastordning på selvangivelsen

Værdien af fribolig beskattes som personlig indkomst hos barnet. Udover skatten har det bl.a. betydning for udbetaling af S.U og boligsikring.

Du har dog stadig mulighed for indenfor de almindelige gaveregler at yde dit barn en afgiftsfri gave på op til 56.800 kr. i 2008, når blot det sker udenfor huslejerregnskabet.

#### Praksis vedrørende køberetter

Ønsker du at videresælge lejligheden til dit barn er praksis, at overdragelsesprisen kan sættes til det senest kendte vurdering på overdragelsestidspunktet +/- 15 pct.

Skattemyndighederne har i flere afgørelser på det seneste taget stilling til muligheden for at fastlåse overdragelsesprisen via en køberet.

I en enkelt afgørelse er en køberetsaftale godkendt. Her havde en far umiddelbart inden købet af lejligheden udstedt en køberetsaftale, hvorefter sønnen fik ret til at købe lejligheden til markedsprisen på overdragelsestidspunktet, dog maks. faderens købspris. Køberetten er tinglyst umiddelbart efter faderens overtagelse af ejendommen. Skattemyndighederne begrundede anerkendelsen af netop denne køberetsaftale med, at retten kan gøres gældende allerede fra tinglysningstidspunktet og der derfor er overensstemmelse mellem den aftalte købesum og ejendommens værdi på det tidspunkt, hvor køberetten tidligst kan gøres gældende. Godkendelsen betyder, at faderen fremover kan sælge lejligheden til sønnen til en

pris, der svarer til hans egen anskaffelsessum.

Skattemyndighederne er også blevet spurgt, om det er muligt uden skattemæssige konsekvenser at indgå en køberetsaftale mellem forældrene og barnet med henblik på, at barnet på et ikke nærmere angivet fremtidigt tidspunkt kan overtage ejendommen enten til forældrenes købspris eller den offentlige ejendomsvurdering f.eks. pr. 1. oktober 2005 reduceret med 15 pct.. Skattemyndighederne har sagt nej til en sådan aftale med den begrundelse, at det på nuværende tidspunkt ikke er muligt at fastslå, om der er et misforhold mellem handelsværdien på overdragelsestidspunktet og den værdi, der fremgår af køberetsaftalen. Skattemyndighedernes nej betyder, at forældrene ikke kan forvente, at SKAT vil anerkende en fremtidig overdragelsessum i overensstemmelse med den indgåede køberetsaftale.

Hovedreglen er således, at der kun i ganske særlige situationer godkendes køberetsaftaler på dette område. Ønsker du at videresælge lejligheden til dit barn via en sådan køberet til dit barn opfordrer vi dig derfor til at søge et bindende svar hos SKAT, hvis du ønsker at skabe sikkerhed omkring den fremtidige beskatning.

Skatteministeren har fremsat et lovforslag, der indebærer, at en sådan køberet fremover vil blive beskattet som en finansiel kontrakt, hvor gevinst/tab opgøres efter lagerprincippet hos begge parter.

# Strukturerede obligationer

## – selvangivelsen for indkomståret 2007

Det er vigtigt at være opmærksom på, at der ikke sker nogen automatisk indberetning af gevinst eller tab på strukturerede obligationer, hvorfor du selv skal sørge for at opgøre og anføre beløbene på selvangivelsen eller oplysningskortet.

Strukturerede obligationer behandles forskelligt afhængigt af om der er tale om valutaindekserede obligationer eller obligationer baseret på råvarer - og aktieindekser.

### Valutaindekserede obligationer

Valutaindekserede obligationer behandles skattemæssigt på samme måde som obligationer i fremmed valuta.

Det indebærer, at gevinst og tab medregnes efter realisationsprincippet, f.eks. ved salg eller indfrielse.

Handelsomkostninger i form af kurtage mv. indregnes ved opgørelse af gevinst og tab.

Private investorer medregner gevinst og tab i kapitalindkomsten. Gevinsten respektive tabet skal alene medregnes, hvis den samlede gevinst eller tab på fordringer og gæld i fremmed valuta overstiger en bagatelgrænse på 1.000 kr. Hvis årets nettobeløb overstiger beløbsgrænsen, skal hele beløbet medregnes.

**Gevinst og tab anføres på oplysningskortets rubrik 39:** *Anden kapitalindkomst, som f.eks. finansielle kontrakter, aftaler mv.*

**Råvare- og aktieindekserede obligationer**  
Gevinster og tab på obligationer udstedt efter 4. maj 2005 og som reguleres i forhold til prisudviklingen på f.eks. værdipapirer, varer og aktier skal beskattes efter kursgevinstlovens regler om finansielle kontrakter.

Det indebærer blandt andet, at kursgevinster og -tab på sådanne strukturerede obligationer herefter beskattes efter lagerprincippet. Dette betyder, at urealiserede gevinster eller tab opgøres ved indkomstårets udløb og skattepligtige gevinster medregnes i kapitalindkomsten.

Selskaber har fradrag for tab i opgørelsesåret.

Et urealiseret tab hos en person kan som udgangspunkt kun modregnes i gevinster på andre obligationer eller finansielle kontrakter, hvor gevinst og tab skal opgøres efter lagerprincippet, f.eks. andre råvare- og aktieindekserede obligationer. Et uudnyttet tab kan overføres og modregnes i en eventuel ægtefælles nettogevinst på finansielle kontrakter mv. eller fremføres tidsbegrænset til modregning i investors egne og dernæst ægtefællens nettogevinster.

Et tab i 2007 kan dog altid fradrages ved opgørelsen af kapitalindkomst såfremt investor i indkomståret 2002 og senere samlet set er blevet beskattet af en nettogevinst på finansielle kontrakter, herunder strukturerede obligationer, som beskattes efter lagerprincippet.

Er de råvare- og aktieindekserede obligationer solgt eller udløbet i 2007, er det den realiserede gevinst eller tab, der skal selvangives.

**Gevinst og tab anføres på oplysningskortets rubrik 39:** *Anden kapitalindkomst, som f.eks. finansielle kontrakter, aftaler mv.*

### Gamle tab

Hvis der i indkomståret 2007 samlet set er en nettogevinst på råvare- eller aktieindekserede obligationer, og der foreligger et fremførselsberettiget tab på finansielle kontrakter mv. fra indkomståret 2002 og senere, kan det gamle tab anvendes til modregning i gevinsten. Et resterende fremførselsberettiget tab selvangives på blanket 04.055.

**Fremførselsberettiget tab anføres på blanket 04.055:** *»Selvangivelse af tab til fremførsel til senere indkomstår.«, rubrik 85: Samlet fradragsberettiget tab vedrørende indkomståret 2002 – 2007 til fremførsel til senere indkomstår vedrørende finansielle kontrakter og aftaler mv.*

Tabellen viser en oversigt over den skattemæssige behandling af gevinster og tab på valutaindekserede obligationer og råvare- og aktieindekserede obligationer hos en personlig investor.

|                                          | Princip for opgørelse af gevinst eller tab | Beskatning af gevinst | Fradragsret for tab                                                                                                                                                       |
|------------------------------------------|--------------------------------------------|-----------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Valutaindekserede obligationer           | Realisationsprincippet                     | Kapitalindkomst       | Fradrages i kapitalindkomst                                                                                                                                               |
| Råvare- og aktieindekserede obligationer | Lagerprincippet                            | Kapitalindkomst       | Kan modregnes i gevinst på andre finansielle kontrakter inkl. strukturerede obligationer, som beskattes efter lagerprincippet. Uudnyttet tab kan fremføres tidsbegrænset. |



### Aktietab på selvangivelsen

Vidste du, at du selv kan vælge, om du vil overføre et uudnyttet aktietab til din ægtefælle eller fremføre tabet til fradrag i de efterfølgende indkomstår?

Ønsker du at fremføre tabet til de efterfølgende indkomstår, skal du selv gøre SKAT opmærksom på det, når du indsender dit oplysningskort eller selvangivelsen. Gør du ikke det, så overfører SKAT automatisk tabet til din ægtefælle.

Det kan være en fordel for dig at fremføre tabet til modregning i egne aktiegevinster i fremtidige indkomstår, hvis du allerede på selvangivelsestidspunktet har kendskab til, at din aktieindkomst i året efter tabsåret bliver så stor, at den vil blive beskattet med 43 eller 45 pct., og din ægtefælle i tabsåret kun har haft aktieindkomst, der bliver beskattet med 28 pct. Du vil i denne situation opnå en højere fradragsværdi af dit tab ved at fremføre det til modregning i din egen aktieindkomst frem for ægtefællens.

### Hjælp til selvangivelsen vedr. investeringsbeviser

Du kan få hjælp til udfyldelse af selvangivelsen vedrørende investeringsforeningsbeviser på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Her finder du en guide til selvangivelsen under »Privat« og »Hjælp til skatten«. Du har mulighed for at bestille brochuren eller downloade den. På hjemmesiden finder du også et beregningsprogram til opgørelse af den skattemæssige gevinst og tab på akkumulerende investeringsforeninger.

### Ny mulighed for fradrag for tab på børsnoterede aktier fra 2009!

Skatteministeren har for nylig fremsat et lovforslag, der skal tilpasse skattereglerne til de såkaldte MiFID-regler om investorbeskyttelse.

Lovforslaget indebærer blandt andet, at personer som noget nyt får mulighed for at fradrage tab på børsnoterede aktier direkte i aktieindkomsten og dermed i sluskskatten for året.

Efter de gældende regler er tab på børsnoterede aktier kildeartsbegrænset, dvs. at tab kun kan modregnes efter særlige regler.

Lovforslaget medfører en betydelig lempelse af reglerne for beskatningen af børsnoterede aktier.

I næste nummer af dette magasin, kan du læse nærmere om, hvad der kræves for, at man kan få fradrag for tab på børsnoterede aktier, og hvad de nye regler konkret betyder for dig.





# Overvej konvertering af 4%-obligationslån

Ifølge den renteudvikling, som Danske Banks økonomer forventer, så bør man – hvis man har et fastforrentet 4%-obligationslån – overveje en opkonvertering eller en skrå konvertering.

Renteprognosen siger nemlig, at de 30-årige renter vil falde lidt over det kommende år. Det vil få obligationskurserne til at stige – og det vil gøre den potentielle restgældsreduktion ved en førtidsindfrielse af 4%-obligationerne mindre. Således venter økonomerne et fald i de 30-årige renter på op mod 0,3 procentpoint over det kommende år, hvilket skønsmæssigt vil øge kursen på 4%-obligationerne med 2-3 kurspoint – og dermed reducere restgældsreduktionen ved indfrielse med 20.000-30.000 kroner for et lån på 1 mio. kroner.

Spørgsmålet er så, hvilket lån man skal vælge at konvertere til. De mest oplagte muligheder er konvertering til enten et 6%-lån eller FlexLån® F1.

## Opkonvertering

Ønsker man at bibeholde en beskyttelse mod rentestigninger, som man har i dag med det fastforrentede 4%-lån, er konvertering til 6% oplagt. En sådan omlægning kaldes en *opkonvertering*. Fordelen er, at restgælden reduceres med 10%. Ulempen er, at renteudgifterne på 6%-lånet, trods den lavere restgæld, er større samtidig med, at afdraget på lånet er mindre (jo højere rente, desto lavere afdrag i starten, men dermed også en kraftigere stigning i afdragsdelen med tiden). For at opkonverteringen skal kunne betale sig, skal man på et senere tidspunkt kunne konvertere ned i rente igen.

Hvis man i den 30-årige løbetid ikke kan komme tilbage i 4%-lånet igen, så vil man med et lån på en mio. kr. ende med at betale 66-67.000 kr. mere efter skat i nutidskroner på 6%-lånet. Men kan man inden for de første 10 år konvertere tilbage til 4%-lånet til en kurs omkring 100, vil der stadig være tale om en nettogevinst på opkonverteringen. Er det kun muligt at komme tilbage på en kurs på 95 er »smertegrænsen« kun knap fire år.

## Skrå konvertering

En anden mulighed for at beskære restgælden er en *skrå konvertering*. Dvs. at det nye lån skal være et FlexLån®. Renten på FlexLån® F1 er aktuelt på niveau med 4%-lånet. Men da restgælden er reduceret med 10% ved omlægningen, så bliver renteudgifterne jo noget lavere. Risikoen ved at vælge FlexLånet er naturligvis, at ydelsen på lånet kan stige, hvis markedsrenterne stiger. Men står renteprognosen til troende er det især i den korte ende, at

renterne vil falde i det kommende år med op mod 1 procentpoint. Derfor er FlexLån® F1 med årlig rentetilpasning det mest oplagte i en skrå konvertering, idet man også vil kunne udnytte dette rentefald til at opnå en endnu lavere ydelse ved refinansieringen til december.

## Søg rådgivning

Vi anbefaler låntagere med 4%-lån – både med og uden afdrag – at overveje deres situation og søge rådgivning, inden de beslutter sig. Selv om gevinstchancerne umiddelbart ser gode ud, så er dette ikke en anbefaling af, at man partout skal udnytte muligheden for en restgældsreduktion. Det kan meget vel være en god idé at blive liggende i sit 4%-lån.

Med allerede høje inflationsniveauer og den tilsyneladende vedholdende stigning i energi-, råvare- og fødevarerpriser er det ikke utænkeligt, at vi i de kommende år vil opleve noget højere inflations- og renteniveauer, end vi har vænnet os til siden starten af 90'erne. Inflationstruslen er imidlertid det mindste af mange under lige nu. Størst er risikoen for et kollaps i det finansielle system i USA (med ubehagelige følgevirkninger i resten af verden), og derfor bruger den amerikanske centralbank sin pengepolitiske palette i hidtil uset grad for at undgå netop det. Og det er især på den baggrund, at bankens økonomer bygger deres renteprognose. Fed har yderligere rentenedsættelser i ærmet, og ECB og dermed også Nationalbanken ventes at følge trop.

Men når finanskrisen er afværget, vil der igen komme fokus på inflationsproblemet, som centralbankerne tvinges til at imødegå med renteforhøjelser. Og det kan i sidste ende betyde, at det kan have lange udsigter, før det igen bliver muligt at komme ned i et 4% 30-årigt obligationslån.

Desuden viser historien, at det er meget vanskeligt at spå om renteudviklingen. Og hvis de spåede rentefald udebliver, og markedet allerede om kort tid begynder at fokusere på inflationstruslen og dermed sender renterne op, så vil kursen på 4%-obligationen falde yderligere og den potentielle restgældsbesparelse vokse.

## Skat

Konvertering af obligationslån i DKK udløser ikke beskatning af kursgevinst og der er ikke fradragsret for et evt. kurstab.»

# Dekobling og globalisering

En ny undersøgelse af IMF peger på, at Emerging Markets, der har nydt godt af globaliseringen, også er i stand til i betydeligt omfang at køre deres eget løb.

»Når USA nyser, bliver resten af verden forkølet«, lyder et gammelt ord-sprog i den finansielle og økonomiske verden. Sandt er det, at sådan har det faktisk været i mange år. USA er verdens suverænt største økonomi, og har i mange år været vækstlokomotivet i den globale økonomi på godt og ondt. Når det er gået godt, har de forenede stater trukket resten af verden med op. Og når det er gået skidt, er det også gået ud over alle de andre. Men er det stadig sandt?

Umiddelbart skulle man jo tro det. Hvor de mere fremtrædende udviklingsøkonomier, kaldet *Emerging Markets*, i starten af 90'erne ikke spillede den store rolle i verdensøkonomien, er situationen væsentlig anderledes i dag. De har nemlig i høj grad nydt godt af den globalisering, der er accelereret voldsomt i det seneste årti. Men mere globalisering betyder vel også at verdens lande svinger endnu mere i takt?

Ikke nødvendigvis ifølge Cigdem Akin og Ayhan Kose, to økonomer fra IMF (Den Internationale Valutafond), som i en ny rapport netop præsenterer en undersøgelse, der peger på, at man både kan have globalisering og dekobling på samme tid.

De to økonomer har undersøgt 106 lande, opdelt i hhv. udviklede lande, udviklingsøkonomier og lavindkomst-udviklingsøkonomier (som er mindre integreret i verdensøkonomien). Derefter har de målt, hvordan korrelationen mellem økonomierne har ændret sig i takt med øget samhandel.

Konklusionen er, at væksten de udviklede lande imellem er blevet mere synkroniseret og det samme gælder i

udviklingsøkonomierne. Men den økonomiske aktivitet i udviklingsøkonomierne er noget anderledes end i de udviklede lande. Eller sagt med andre ord: De rige landes påvirkning af udviklingsøkonomierne er faldet drastisk.

Umiddelbart overraskende da mere globalisering jo ifølge logikken burde indebære, at vi er mere og mere i samme båd. Men dette klassiske ræsonnement hviler på en antagelse om, at de fattige lande især eksporterer til de rige. Og det er forkert.

Kendsgerningen er nemlig, at udviklingsøkonomiernes handel med hinanden er vokset hurtigere og nu tegner sig for over halvdelen af deres samlede eksport. Emerging Markets som helhed eksporterer fx mere til Kina end til USA.

En del af forklaringen på dette er dog, at det afspejler, at Kina importerer mange halvfabrikata for derefter at eksportere færdigvarerne til USA og derfor vil være udsat for svagere vækst i verdens største økonomi. Men en undersøgelse af analyseinstituttet *BCA Research* peger ifølge tidsskriftet *The Economist* på, at asiatisk eksport til Kina i stigende grad er drevet af Kinas indenlandske efterspørgsel. Hvilket også afspejles i, at en stigende andel af udviklingsøkonomiers eksport består af råvarer solgt til Kina.

En anden forklaring på, hvorfor globalisering og dekobling ikke er modstridende størrelser er, at flere åbne økonomier ikke blot har øget de fattige landes handelsomfang, men også stimuleret deres produktivitetsvækst og dermed også indkomst og forbrug. I 2007 steg den reale indenlandske efterspørgsel i udviklingsøkonomierne med

gennemsnitligt otte pct. – næsten fire gange så meget som i de rige lande.

En alvorlig recession i USA kan naturligvis stadig gøre ondt på udviklingsøkonomierne, hvis råvarepriserne kolliderer, dollaren fortsætter sit fald, aktiemarkederne styrtdykker og sender forbruger- og erhvervstilliden i bund.

Men udviklingsøkonomierne har aldrig tidligere haft samme mulighed for selv at bruge deres finans- og pengepolitik som stødpuder for deres økonomier. Før i tiden, hvor de var nettolåntagere i udlandet, forsvandt kapitalen i stor stil hver gang, der var global krise og risikoaversionen steg – hvilket tvang regeringerne til rentestigninger og finanspolitiske stramminger.

Der er stadig økonomier med store eksterne underskud og afhængighed af udenlandsk kapital såsom Sydafrika, Tyrkiet, Ungarn m.fl. – og de er særdeles sårbare i den aktuelle situation (se s. 4-7). Men mange udviklingsøkonomier har en anderledes gunstig position med store overskud på betalingsbalancen og store valutaeserver, budgetoverskud (eller tæt på balance) – og det giver mulighed for at bruge finanspolitiske stimulanter, hvis det er nødvendigt.

I øvrigt kan man få et vist indtryk af dekoblingen i den globaliserede verden, hvis man kaster et blik på USA – landet, som er roden til det aktuelle onde i verdensøkonomien p.t. Her overraskede store selskaber som Coca Cola, IBM og DuPont med bedre indtjening end ventet i regnskaberne for 4. kvartal trods markant nedgang i hjemlandet. Forklaringen var en overraskende stærk fremgang i salget til Emerging Markets.



## Høj økonomisk vækst ikke lig med høje aktieafkast

Tre højt estimerede økonomer fra London Business School konkluderer på baggrund af en ny analyse, at høj økonomisk vækst – som vi kender det fra Emerging Markets – ikke er ensbetydende med høje afkast på aktiemarkedet. Det er der andre, der er uenige i.

Økonomerne undersøgte 53 udviklede lande og udviklingsøkonomier mange år tilbage – i det omfang data var tilgængelige – helt tilbage til 1900. Konklusionen var, at de mest langsomt voksende økonomier, dvs. de mest modne, udviklede økonomier, typisk leverede aktieafkast på 12 pct. – dobbelt så meget som i de lande, hvor den økonomiske vækst var langt højere.

Især i lyset af de seneste fem års udvikling i Emerging Markets er dette en overraskende konklusion. Her taler vi

netop om høje økonomiske vækstrater, men så sandelig også afkast på aktiemarkedet, der langt overgår de udviklede lande. Således taler vi om aktieafkast for de seneste fem år på over 300 pct. for Emerging Markets som helhed.

En af analysens forfattere, professor Elroy Dimson, udtaler på den baggrund til Financial Times, at aktieinvesteringer i højvækstlande ikke er en recept på, hvordan man slår afkastet i udviklede lande.

Jim O'Neill, chef for Global Economic Research hos Goldman Sachs, medgiver, at i nogle Emerging Markets, hvor væksten er drevet af offentligt forbrug og høje råvarepriser, er der ikke grund til, at det skulle smitte positivt af på indenlandske virksomheders aktiekurser.

Men han er samtidig overbevist om, at vi er gået ind i en ny verden, hvor BRIK-landene vil være i stand til at le-

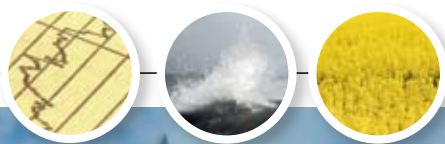
vere både høj økonomisk vækst og høje markedsafkast båret af stærk produktivtetsvækst.

Robin Geffen, investeringschef i Neptune Investment Management, fremhæver over for finansavisen, at vi er gået ind i et nyt paradigme, hvor mange af de hurtigst voksende Emerging Markets-lande er nettolångivere, frem for låntagere, og det gør dem langt mindre følsomme over for aktiekriser end tidligere.

Han mener ikke, at det giver brugbar information, at se på verden som den så ud for 20 år siden, og derudfra konkludere, hvordan sammenhængen er mellem økonomisk vækst og aktiemarkeder.

»Verden er ikke som den var for 20 år siden. I det lange løb vil du – hvis du har en økonomi, der vokser hurtigt – også have et aktiemarked, der vokser hurtigt.«





# Nationaløkonomi for alle: BNP

Som investor er det værd at holde øje med både regnskaber fra virksomheder og det store nationalregnskab. Men det er to meget forskellige ting. Vi viser vej uden om nogle af faldgruberne, og starter med begrebet BNP.

BNP står for *bruttonationalproduktet* og er et særdeles teknisk begreb, som ikke desto mindre bliver brugt vidt og bredt. Som regel fungerer det som en slags bundlinjeresultat for et helt land på samme måde, som overskuddet er det ultimative udtryk for, hvordan det går i en virksomhed. Væksten i BNP er definitionen af, om økonomien har det godt eller skidt, og BNP pr. indbygger kan anvendes som udtryk for om et land er rigt eller fattigt.

Men BNP er faktisk ikke et overskud. Det er et produkt – nemlig *værdien af al den produktion, der er foregået i en nation*. Og det er *brutto*, hvilket vil sige, at der ikke er taget højde for omkostningerne ved produktionen i form af det, der i et virksomhedsregnskab ville hedde afskrivninger. Kun forbruget af råstoffer og lignende er trukket fra. Indbyggernes forbrug af arbejdstid er således heller ikke med i regnestykket – hvilket det jo ville være i en virksomhed i form af lønudgifter.

Allerede her kan man nok ane en af svaghederne ved at bruge BNP som bundlinje. USA's BNP pr. indbygger er større end næsten alle europæiske landes, men en del af forklaringen er, at amerikanere arbejder mange flere timer. Om det alt i alt stiller dem bedre kan vel i hvert fald diskuteres. Selve væksten i BNP er automatisk højere i lande, hvor befolkningen vokser, igen som for eksempel USA.

På samme måde betyder fraværet af afskrivninger, at man kan få et højt

BNP ved at investere meget, selv om den enkelte investering giver et dårligt afkast. Netop det skete i mange kommunistiske lande, men set med indbyggernes øjne er der ikke meget sjov ved at have en stor produktion, når det især er en produktion af maskiner og fabriksbygninger. Ødelæggelser i form af forurening bliver heller ikke afskrevet.

Danmark er ikke kommunistisk, men har dog en velvoksen offentlig sektor. Det giver det problem for BNP-opgørelsen, at det er svært at måle, hvad produktionen i det offentlige overhovedet er værd. Hvad er for eksempel værdien af forsvarrets arbejde eller politikernes? I praksis regner statistikerne ofte med, at værdien af produktionen svarer til udgiften, hvilket især vil sige lønnen. Så højere lønninger i det offentlige giver i praksis højere BNP. I det private måler man produktionen ud fra, hvad den faktisk bliver solgt til – inklusive moms. Man kan således også få BNP til at stige ved at hæve momsen.

Og så er der også lige det problem, at det tager flere år at lave en nogenlunde sammentælling af værdien af al produktion i et land. Men her kommer en af fordelene ved BNP som nøgletal til sin ret. I stedet for at måle produktionen kan man måle, hvad produktionen bliver brugt til. Det, der bliver brugt i et land, må nødvendigvis være det samme som det, der bliver produceret i landet, plus nettoimporten. Og

det er noget nemmere at komme med et hurtigt bud på forbruget, investeringerne og udenrigshandlen end på produktionen af alting. Men dog kun et bud – det tager omkring tre år, før tallene kan betragtes som endelige.

I sidste ende er det umuligt at sammenfatte noget så komplekst som et helt lands økonomi i et enkelt tal. Som aktieinvestor kommer man grueligt galt af sted, hvis man kun ser på virksomheders overskud, før man investerer i dem. På samme måde skal man se en hel del ud over BNP, hvis man skal vurdere, hvordan økonomien har det. Men lige som overskuddet i regnskabet, er BNP et nyttigt redskab, når bare man er opmærksom på svaghederne.

## Regnskab for Danmark, 2005

Mio. kr.

|                                |                  |
|--------------------------------|------------------|
| Produktion i selskaber         | 1.871.026        |
| + Produktion i det offentlige  | 425.976          |
| + Produktion i husholdninger   | 312.036          |
| - Forbrug i produktionen       | 1.293.677        |
| = Bruttoværditilvækst          | 1.315.362        |
| + Moms mv.                     | 236.605          |
| = <b>Bruttonationalprodukt</b> | <b>1.551.967</b> |
| Som svarer til                 |                  |
| Privatforbrug                  | 754.067          |
| + Offentligt forbrug           | 401.433          |
| + Investeringer (brutto)       | 323.103          |
| + Eksport                      | 757.140          |
| - Import                       | 683.776          |
| = <b>Bruttonationalprodukt</b> | <b>1.551.967</b> |

## Modelporteføljer for obligationer

OPDATERET 2. APRIL 2008

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

| Personbeskattede med tidshorisont 0-3 år |              |            |                |             |          |                  |                 |
|------------------------------------------|--------------|------------|----------------|-------------|----------|------------------|-----------------|
| % andel<br>1)                            | Fondskode    | Papir      | DB eff. rt. 2) |             | 3)<br>DB | Hpr. 59% skat 4) |                 |
|                                          |              |            | Skat<br>45%    | Skat<br>59% |          | DB pr.<br>12 md. | Uænd.<br>12 md. |
| 15                                       | DK0009271041 | 2 D.10DS09 | 3,26%          | 2,98%       | 0,74     | 3,25%            | 3,49%           |
| 75                                       | DK0009271207 | 2 D.10DS11 | 2,83%          | 2,54%       | 2,58     | 4,23%            | 2,43%           |
| 10                                       | DK0004129020 | 2 SKE 2015 | 3,02%          | 2,72%       | 6,19     | 6,23%            | 2,97%           |
|                                          |              |            |                |             |          |                  |                 |
|                                          |              |            |                |             |          |                  |                 |
| 100                                      |              |            | 5) 2,92%       | 2,63%       | 2,63     | 4,26%            | 2,65%           |

| Pensionsbeskattede med tidshorisont 0-3 år |              |                       |             |            |      |                  |                 |
|--------------------------------------------|--------------|-----------------------|-------------|------------|------|------------------|-----------------|
| % andel                                    | Fondskode    | Papir                 | DB eff. rt. |            | DB   | Hpr. ved 0% skat |                 |
|                                            |              |                       | Skat<br>0%  | Skat<br>0% |      | DB pr.<br>12 md. | Uænd.<br>12 md. |
| 40                                         | DK0009278483 | RD 6.0 Aio 01/01/2038 | 6,13%       | 6,13%      | 2,25 | 6,03%            | 5,82%           |
| 10                                         | DK0009766446 | NYK FRN 01/01/2038    | 5,12%       | 5,12%      | 0,20 | 4,63%            | 5,16%           |
| 20                                         | DK0009276271 | RD 4.0 01/01/2011     | 4,39%       | 4,39%      | 2,64 | 6,04%            | 4,30%           |
| 30                                         | DK0009276438 | RD 4.0 01/01/2013     | 4,39%       | 4,39%      | 4,35 | 7,11%            | 4,43%           |
|                                            |              |                       |             |            |      |                  |                 |
| 100                                        |              |                       |             |            | 2,75 | 6,22%            | 5,04%           |

| Personbeskattede med tidshorisont 3-7 år |              |                       |             |             |      |                   |                 |
|------------------------------------------|--------------|-----------------------|-------------|-------------|------|-------------------|-----------------|
| % andel                                  | Fondskode    | Papir                 | DB eff. rt. |             | DB   | Hpr. ved 59% skat |                 |
|                                          |              |                       | Skat<br>45% | Skat<br>59% |      | DB pr.<br>12 md.  | Uænd.<br>12 md. |
| 50                                       | DK0009271207 | RD 2.0 01/01/2011     | 2,83%       | 2,54%       | 2,58 | 4,23%             | 2,43%           |
| 30                                       | DK0009275117 | RD 2.0 01/01/2016     | 2,98%       | 2,67%       | 6,29 | 6,23%             | 2,95%           |
| 20                                       | DK0009273179 | RD 4.0 Aio 01/01/2038 | 2,88%       | 2,28%       | 9,10 | 5,47%             | 2,60%           |
|                                          |              |                       |             |             |      |                   |                 |
|                                          |              |                       |             |             |      |                   |                 |
| 100                                      |              |                       | 2,88%       | 2,53%       | 4,89 | 5,04%             | 2,61%           |

| Pensionsbeskattede med tidshorisont 3-7 år |              |                       |             |            |      |                  |                 |
|--------------------------------------------|--------------|-----------------------|-------------|------------|------|------------------|-----------------|
| % andel                                    | Fondskode    | Papir                 | DB eff. rt. |            | DB   | Hpr. ved 0% skat |                 |
|                                            |              |                       | Skat<br>0%  | Skat<br>0% |      | DB pr.<br>12 md. | Uænd.<br>12 md. |
| 10                                         | DK0009273179 | RD 4.0 Aio 01/01/2038 | 5,27%       | 5,27%      | 9,10 | 8,19%            | 5,33%           |
| 20                                         | DK0009272957 | RD 5.0 Aio 01/01/2038 | 5,63%       | 5,63%      | 8,01 | 8,53%            | 5,92%           |
| 35                                         | DK0009278483 | RD 6.0 Aio 01/01/2038 | 6,13%       | 6,13%      | 2,25 | 6,03%            | 5,82%           |
| 25                                         | DK0009276438 | RD 4.0 01/01/2013     | 4,39%       | 4,39%      | 4,35 | 7,11%            | 4,43%           |
| 10                                         | DK0009276784 | RD 4.0 01/01/2015     | 4,45%       | 4,45%      | 5,88 | 7,63%            | 4,68%           |
|                                            |              |                       |             |            |      |                  |                 |
| 100                                        |              |                       |             |            | 4,89 | 7,15%            | 5,33%           |

| Personbeskattede med tidshorisont over 7 år |              |            |             |             |      |                   |                 |
|---------------------------------------------|--------------|------------|-------------|-------------|------|-------------------|-----------------|
| % andel                                     | Fondskode    | Papir      | DB eff. rt. |             | DB   | Hpr. ved 59% skat |                 |
|                                             |              |            | Skat<br>45% | Skat<br>59% |      | DB pr.<br>12 md.  | Uænd.<br>12 md. |
| 40                                          | DK0009271207 | 2 D.10DS11 | 2,83%       | 2,54%       | 2,58 | 4,23%             | 2,43%           |
| 10                                          | DK0004129020 | 2 SKE 2015 | 3,02%       | 2,72%       | 6,19 | 6,23%             | 2,97%           |
| 50                                          | DK0009273179 | 4 D.43D 38 | 2,88%       | 2,28%       | 9,10 | 5,47%             | 2,60%           |
|                                             |              |            |             |             |      |                   |                 |
|                                             |              |            |             |             |      |                   |                 |
| 100                                         |              |            | 2,87%       | 2,43%       | 6,08 | 5,02%             | 2,57%           |

| Pensionsbeskattede med tidshorisont over 7 år |              |                       |             |            |      |                  |                 |
|-----------------------------------------------|--------------|-----------------------|-------------|------------|------|------------------|-----------------|
| % andel                                       | Fondskode    | Papir                 | DB eff. rt. |            | DB   | Hpr. ved 0% skat |                 |
|                                               |              |                       | Skat<br>0%  | Skat<br>0% |      | DB pr.<br>12 md. | Uænd.<br>12 md. |
| 20                                            | DK0009273179 | RD 4.0 Aio 01/01/2038 | 5,27%       | 5,27%      | 9,10 | 8,19%            | 5,33%           |
| 30                                            | DK0009272957 | RD 5.0 Aio 01/01/2038 | 5,63%       | 5,63%      | 8,01 | 8,53%            | 5,92%           |
| 20                                            | DK0009278483 | RD 6.0 Aio 01/01/2038 | 6,13%       | 6,13%      | 2,25 | 6,03%            | 5,82%           |
| 20                                            | DK0009276438 | RD 4.0 01/01/2013     | 4,39%       | 4,39%      | 4,35 | 7,11%            | 4,43%           |
| 10                                            | DK0009277089 | RD 4.0 01/01/2018     | 4,67%       | 4,67%      | 7,79 | 8,20%            | 5,04%           |
|                                               |              |                       |             |            |      |                  |                 |
| 100                                           |              |                       |             |            | 6,22 | 7,61%            | 5,39%           |

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

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

### Euro: Hvor hårdt bliver Euroland ramt?

Efter en periode med solid vækst er Euroland nu under pres fra mange fronter. Nedgangen i global vækst og fortsat euro-styrkelse giver dårligere vilkår for eksportvirksomhederne. Og afsætningen på hjemmemarkedet vil også blive afdæmpet af en lavere vækst i privatforbruget. Husholdningernes købekraft er forringet af højere olie- og fødevarepriser og beskæftigelsesvæksten vil aftage i løbet af året. På trods af den begyndende afdæmpning i Euroland holder ECB igen med at bløde op på retorikken pga. den høje inflation. I løbet af året vil inflationen formentlig aftage og dermed give plads til, at ECB kan lempe pengepolitikken i takt med, at væksten aftager yderligere. Vi venter rentenedsættelser i september og december i år og i marts næste år.

### Tæt på recession i USA

Presset på den amerikanske økonomi er øget markant i årets første måneder. Det skyldes for det første den forlængede finansielle krise, som har medført opstramninger på kreditgivning og øget forsigtighed hos virksomhederne. Ydermere er energipriserne stadig stigende, og nedturen på boligmarkedet er fortsat med uformindsket styrke. Med andre ord er økonomien presset fra flere sider. Svagheden er nu begyndt at afspejle sig i arbejdsmarkedet og hos forbrugerne, hvorfor risikoen for en »negativ dynamik« – altså en recession – er tiltaget. I de kommende måneder skal man forvente fortsat dårlige nyheder. Først tidligt på sommeren, når skattepakken træder i kraft, bør man forvente en bedring i billedet. Vi forventer, at Federal Reserve vil fortsætte rentenedsættelserne igennem første halvår. Således forventer vi, at renten når 1,50 % til juni.

### Centralbankerne reagerer på svagere valutaer

I marts har en række Emerging Markets (EM) valutaer været under pres. Dette gælder især for den tyrkiske lira (TRY) og den sydafrikanske rand (ZAR), som er tyngt af store betalingsbalanceunderskud samt kapitaludstrømning. Vi forventer, at de lokale centralbanker vil reagere på dette. Den tyrkiske centralbank har allerede sat dens rentesænkninger i bero, og den sydafrikanske centralbank kan meget vel blive tvunget til at sætte renten op, til trods for vigende økonomisk vækst, for at beskytte valutaen. I Ungarn og Rumænien har centralbankerne ligeledes reageret på, at investorer kræver højere risikopræmier, og vi har set rentestigninger i begge lande, hvilket har gavnet valutaerne i løbet af marts måned.

### Vil Asien fortsat holde hånden under den globale vækst?

De eksport- og industritunge asiatiske økonomier har traditionelt været meget afhængige af det amerikanske marked. Derfor har lav vækst i USA typisk også betydet lav vækst i Asien. Mange håber det bliver anderledes denne gang, og fortsat stærke økonomier i Asien vil bidrage til at holde hånden under den globale vækst. Finansmarkederne tvivler mere og mere på, at det rent faktisk også bliver tilfældet, og aktiemarkederne i Asien har derfor også haft det svært på det seneste. Der har endnu ikke været den store virkning på væksten i Asien, hvor væksten har været rigtig stærk frem til udgangen af 2007. Eksporten vil dog blive ramt i 2008, og væksten kommer ned i et lidt lavere tempo, men Asien bliver stadig den del af verdensøkonomien, som nok kommer til at klare sig relativt bedst i 2008. Bedst ser det efter vores opfattelse ud for Asiens store økonomier Kina, Indien og Indonesien. Meget eksportafhængige økonomier som Taiwan og Singapore kan blive ramt hårdt.

### Politisk kaos rammer Japan

Japan er fortsat det svageste led i Asien og en stadig mere og mere kaotisk situation har ikke gjort situationen bedre. Oppositionens flertal i Overhuset blokerer så godt den kan for lovgivningsprocessen i håb om at fremkalde et snarligt nyvalg. Det har betydet, at det endnu ikke er lykket at få udnævnt en ny centralbankchef, og en væsentlig del af finansloven for 2008/2009 er endnu ikke faldet på plads. Det ender formentligt med et valg i løbet af efteråret. Den politiske usikkerhed gør det ikke lettere at få skubbet gang i den i øjeblikket svage japanske økonomi.



| Sektor/selskab                  | Land | Anb. | Kurs   |
|---------------------------------|------|------|--------|
| <b>Energi</b>                   |      |      |        |
| Olje- og gastjenester           |      |      |        |
| Acergy                          | NO   | H    | 107,8  |
| Aker Kvaerner                   | NO   | K    | 115,8  |
| Awilco Offshore ASA             | NO   | K    | 46,8   |
| BW Offshore                     | NO   | K    | 14,8   |
| Fred Olsen Energy               | NO   | A    | 278,5  |
| Ocean Rig ASA                   | NO   | A    | 38,3   |
| PROSAFE                         | NO   | K    | 80,0   |
| Seadrill                        | NO   | H    | 125,0  |
| Subsea 7                        | NO   | A    | 111,3  |
| Olje og gas                     |      |      |        |
| Broström                        | SE   | K    | 39,0   |
| Neste Oil                       | FI   | K    | 20,6   |
| Norsk Hydro                     | NO   | R    | 69,8   |
| StatoilHydro                    | NO   | A    | 151,0  |
| <b>Materialer</b>               |      |      |        |
| Kemikalier                      |      |      |        |
| Auriga Industries               | DK   | K    | 106,5  |
| Exel                            | FI   | H    | 9,6    |
| KEMIRA                          | FI   | K    | 9,3    |
| Novozymes                       | DK   | A    | 399,0  |
| Emballage                       |      |      |        |
| Brodrene Hartmann               | DK   | H    | 146,0  |
| Huhtamäki                       | FI   | A    | 6,4    |
| <b>Metaller &amp; Minedrift</b> |      |      |        |
| Outotec                         | FI   | K    | 35,5   |
| Outokumpu                       | FI   | K    | 24,9   |
| Rautaruukki                     | FI   | A    | 27,1   |
| Talvivaara Mining Co LTD        | FI   | H    | 331,5  |
| <b>Industri</b>                 |      |      |        |
| Fly & forsvar                   |      |      |        |
| SAAB                            | S    | K    | 147,0  |
| <b>Byggeprodukter</b>           |      |      |        |
| Assa Abloy                      | SE   | K    | 106,8  |
| Dantherm                        | DK   | A    | 108,0  |
| Flugger                         | DK   | A    | 495,0  |
| H+H International               | DK   | K    | 1280,0 |
| Rockwool International          | DK   | H    | 754,0  |
| Uponor                          | FI   | H    | 14,1   |
| Anlæg og Maskinteknik           |      |      |        |
| FLSmidth & Co                   | DK   | K    | 450,5  |
| Højgaard Holding                | DK   | A    | 148,0  |
| Lemminkäinen                    | FI   | H    | 33,2   |
| Monberg & Thorsen               | DK   | A    | 360,0  |
| Per Aarsleff                    | DK   | K    | 682,0  |
| SRV                             | FI   | R    | 5,5    |
| YIT                             | FI   | A    | 16,7   |
| <b>Elektrisk udstyr</b>         |      |      |        |
| NKT Holding                     | DK   | K    | 328,0  |
| Renewable Energy Corporation    | NO   | K    | 127,0  |
| Schouw & Co                     | DK   | A    | 381,0  |
| Vestas Wind Systems             | DK   | K    | 515,0  |
| <b>Maskinindustri</b>           |      |      |        |
| Alfa Laval                      | SE   | K    | 341,5  |
| Atlas Copco                     | SE   | A    | 89,0   |
| Cardo                           | SE   | R    | 157,5  |
| Cargotec Corp                   | FI   | K    | 28,7   |
| Haldex                          | SE   | H    | 101,3  |
| Kone                            | FI   | K    | 24,3   |
| Konecranes                      | FI   | K    | 23,3   |
| Metso                           | FI   | K    | 32,0   |
| Morphic Technologies            | SE   | R    | 13,8   |
| Munters                         | SE   | A    | 59,0   |
| Nibe                            | SE   | R    | 50,0   |
| Opcon                           | SE   | K    | 62,0   |
| Sandvik                         | SE   | K    | 100,0  |
| Scania                          | SE   | R    | 123,3  |
| SKF                             | SE   | A    | 112,8  |
| Trelleborg                      | SE   | K    | 109,0  |
| Volvo                           | SE   | A    | 89,3   |
| Wärtsilä                        | FI   | K    | 44,5   |
| <b>Handel og distribution</b>   |      |      |        |
| Brdr A & O Johansen             | DK   | H    | 2289,0 |
| DLH                             | DK   | H    | 75,5   |
| Ramirent                        | FI   | H    | 11,4   |
| Solar                           | DK   | K    | 430,0  |
| Sanistaal                       | DK   | R    | 455,0  |

| Sektor/selskab                                    | Land | Anb. | Kurs    |
|---------------------------------------------------|------|------|---------|
| <b>Industri, fortsat</b>                          |      |      |         |
| Erhvervsservice & -produkter                      |      |      |         |
| Securitas                                         | SE   | A    | 73,5    |
| Cramo                                             | FI   | A    | 15,8    |
| Gunnebo                                           | SE   | R    | 61,3    |
| Securitas Direct AB                               | SE   | S    | 27,5    |
| Securitas Systems                                 | SE   | A    | 16,0    |
| <b>Luftfart</b>                                   |      |      |         |
| Finnair                                           | FI   | A    | 7,7     |
| <b>Shipping</b>                                   |      |      |         |
| A. P. Moller - Maersk                             | DK   | H    | 48500,0 |
| Broström                                          | SE   | K    | 39,0    |
| DFDS                                              | DK   | H    | 688,0   |
| D/S Norden                                        | DK   | H    | 472,0   |
| Mols-Linien                                       | DK   | S    | 1000,0  |
| D/S Torm                                          | DK   | A    | 135,5   |
| <b>Transport</b>                                  |      |      |         |
| DSV                                               | DK   | K    | 94,8    |
| <b>Forbrugsvarer</b>                              |      |      |         |
| Reservelede                                       |      |      |         |
| Autoliv                                           | SE   | H    | 298,5   |
| Nokian Tyres                                      | FI   | K    | 27,2    |
| <b>Varige forbrugsvarer</b>                       |      |      |         |
| Bang & Olufsen                                    | DK   | K    | 267,0   |
| BoConcept                                         | DK   | K    | 258,0   |
| Ekornes                                           | NO   | K    | 91,3    |
| Electrolux                                        | SE   | H    | 94,8    |
| Husqvarna                                         | SE   | K    | 67,0    |
| Fritidsudstyr                                     |      |      |         |
| Amer Sports                                       | FI   | A    | 12,5    |
| <b>Tekstiler &amp; Beklædning</b>                 |      |      |         |
| IC Companys                                       | DK   | A    | 174,0   |
| New Wave Group                                    | SE   | R    | 42,9    |
| <b>Hoteller, Restauranter &amp; Underholdning</b> |      |      |         |
| PARKEN Sport & Entertainment                      | DK   | H    | 1199,0  |
| Skistar AB                                        | SE   | R    | 97,0    |
| <b>Medier</b>                                     |      |      |         |
| Alma Media                                        | FI   | H    | 8,6     |
| Sanoma Wsoy                                       | FI   | K    | 15,9    |
| Schibsted                                         | NO   | AS   | 163,0   |
| <b>Detailhandel</b>                               |      |      |         |
| Clas Ohlson                                       | SE   | K    | 102,0   |
| Hennes & Mauritz                                  | SE   | K    | 330,0   |
| Nobis                                             | SE   | K    | 47,9    |
| <b>Stormagasiner</b>                              |      |      |         |
| Stockmann                                         | FI   | K    | 30,8    |
| <b>Næring &amp; Nydelse</b>                       |      |      |         |
| Supermarkeder                                     |      |      |         |
| Hakon Invest                                      | SE   | R    | 128,0   |
| Kesko                                             | FI   | A    | 31,8    |
| <b>Drikkevarer</b>                                |      |      |         |
| Carlsberg                                         | DK   | AS   | 596,0   |
| Harboe                                            | DK   | K    | 120,0   |
| Royal Unibrew                                     | DK   | R    | 485,0   |
| <b>Fødevarer</b>                                  |      |      |         |
| Atria                                             | FI   | A    | 15,0    |
| Biomar                                            | DK   | IA   | 189,0   |
| Cermaq                                            | NO   | A    | 68,5    |
| Danisco                                           | DK   | A    | 355,5   |
| EAC                                               | DK   | H    | 373,0   |
| HKScan                                            | FI   | A    | 8,7     |
| Marine Harvest                                    | NO   | H    | 3,0     |
| Orkla                                             | NO   | A    | 61,6    |
| <b>Tobak</b>                                      |      |      |         |
| Swedish Match                                     | SE   | K    | 133,3   |
| <b>Sundhed</b>                                    |      |      |         |
| Medicinalinstrumenter & -udstyr                   |      |      |         |
| Coloplast                                         | DK   | H    | 400,0   |
| Elektro                                           | SE   | H    | 94,5    |
| Getinge                                           | SE   | AS   | 151,5   |
| William Demant Holding                            | DK   | K    | 354,0   |
| <b>Biotechnologi</b>                              |      |      |         |
| ALK-Abello                                        | DK   | K    | 575,0   |
| Bavarian Nordic                                   | DK   | A    | 245,0   |
| Curalogic                                         | DK   | AS   | 3,8     |
| Genmab                                            | DK   | K    | 228,3   |
| Exiqon                                            | DK   | K    | 30,0    |
| Karo Bio                                          | SE   | K    | 4,3     |

| Sektor/selskab               | Land | Anb. | Kurs   |
|------------------------------|------|------|--------|
| <b>Sundhed, fortsat</b>      |      |      |        |
| LifeCycle Pharma             | DK   | K    | 27,3   |
| Neurosearch                  | DK   | K    | 263,5  |
| Q-Med                        | SE   | A    | 40,8   |
| TopoTarget                   | DK   | K    | 12,2   |
| <b>Farmaci</b>               |      |      |        |
| Astrazeneca                  | UK   | A    | 1789,0 |
| Lundbeck                     | DK   | H    | 107,0  |
| Meda                         | SE   | K    | 54,5   |
| Novo Nordisk                 | DK   | K    | 322,0  |
| <b>Finans</b>                |      |      |        |
| Banker                       |      |      |        |
| Amagerbanken                 | DK   | K    | 189,5  |
| Danske Bank                  | DK   | IA   | 174,3  |
| DNB Nor                      | NO   | K    | 76,3   |
| Fionia Bank                  | DK   | S    | 1313,0 |
| Forstædernes Bank            | DK   | K    | 124,0  |
| Jyske Bank                   | DK   | H    | 312,0  |
| NORDEA                       | SE   | R    | 91,9   |
| Ringkjøbing Landbobank       | DK   | A    | 640,0  |
| Roskilde Bank                | DK   | A    | 232,5  |
| SEB                          | SE   | K    | 151,0  |
| Spar Nord                    | DK   | S    | 92,5   |
| Svenska Handelsbanken        | SE   | S    | 164,0  |
| Swedbank                     | SE   | H    | 162,5  |
| Sydbank                      | DK   | K    | 166,0  |
| Vestjysk Bank                | DK   | H    | 192,0  |
| <b>Forsikring</b>            |      |      |        |
| Alm Brand                    | DK   | A    | 290,0  |
| Sampo                        | FI   | A    | 16,8   |
| Topdanmark                   | DK   | H    | 800,0  |
| TrygVesta                    | DK   | K    | 388,5  |
| <b>Fast ejendom</b>          |      |      |        |
| Sjælso Gruppen               | DK   | A    | 124,0  |
| <b>Informationsteknologi</b> |      |      |        |
| Columbus IT Partner          | DK   | K    | 6,8    |
| <b>IT-konsulenter</b>        |      |      |        |
| EDB Business Partner         | NO   | R    | 34,0   |
| EDB Gruppen                  | DK   | K    | 119,0  |
| EMENTOR                      | NO   | K    | 31,7   |
| HiQ International            | SE   | H    | 31,5   |
| Ixonos                       | FI   | K    | 4,5    |
| Semcon                       | SE   | K    | 61,0   |
| Sysopen Digia                | FI   | A    | 2,9    |
| Teleca                       | SE   | K    | 10,6   |
| TietoEnator                  | FI   | K    | 11,5   |
| <b>Software</b>              |      |      |        |
| Cision AB                    | SE   | A    | 16,0   |
| IBS                          | SE   | H    | 13,9   |
| Comptel Corporation          | FI   | A    | 1,4    |
| Danware                      | DK   | S    | 69,0   |
| Maconomy                     | DK   | H    | 18,7   |
| Orc Software                 | SE   | S    | 135,0  |
| Simcorp                      | DK   | K    | 985,0  |
| Telelogic                    | SE   | H    | 20,6   |
| TECNOMEN                     | FI   | A    | 1,0    |
| <b>Kommunikationsudstyr</b>  |      |      |        |
| Eltek                        | NO   | R    | 19,5   |
| ELCOTEQ                      | FI   | S    | 3,7    |
| Ericsson                     | SE   | R    | 11,5   |
| GN Store Nord                | DK   | A    | 22,0   |
| Nokia                        | FI   | R    | 20,5   |
| Salcomp                      | FI   | S    | 3,7    |
| Tandberg                     | NO   | K    | 67,1   |
| RTX Telecom                  | DK   | R    | 31,0   |
| Thrane & Thrane              | DK   | K    | 260,0  |
| <b>Højteknologi</b>          |      |      |        |
| Aspocomp Group               | FI   | R    | 0,1    |
| <b>Telekommunikation</b>     |      |      |        |
| Telekommunikationsydelse     |      |      |        |
| ELISA                        | FI   | R    | 19,1   |
| Tele2                        | SE   | A    | 112,5  |
| Telenor                      | NO   | K    | 96,1   |
| TeliaSonera                  | SE   | A    | 46,3   |
| <b>Forsyningselskaber</b>    |      |      |        |
| Elværker                     |      |      |        |
| Fortum                       | FI   | K    | 25,6   |

Tidshorisonten for anbefalingerne er 6 mdr.

K:Køb: Kursen ventes at stige med over 15%. A: Akkumulér: 5%-15%. H: Hold: 0-5%. R: Reducér: -15%-0%. S: Sæl: Kursen ventes at falde med mere end 15%.

AF: Anbefaling Suspenderet: Aktien p.t. ikke dækket grundet midlertidige faktorer. IA: Ingen Anbefaling: Aktien dækkes ikke.

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

## Disclosure

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

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

Analytikernes aflønning er til en vis grad afhængig af det samlede regnskabsresultat i Danske Bank, der omfatter indtægter fra investment bank-aktiviteter, men analytiker-

ne modtager ikke bonusbetalinger eller andet vederlag med direkte tilknytning til specifikke corporate finance- eller kredittransaktioner.

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

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

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

For yderligere disclosures og information i henhold til den danske lovgivning af selvregulerende standarder se venligst [www.danskeequities.com](http://www.danskeequities.com).

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