



INVESTERING

[FEBRUAR 2007]

TEMA

UDFORDRINGEN

Vi er på vej ind i
Videnskabens Tidsalder

SIDE 04

Aktiemarkederne vil stige
for femte år i træk

SIDE 10



Danske Bank

- 04 Videnskabens udfordringer: Vi er på vej ind i Videnskabens Tidsalder
- 10 Hvad siger eksperterne om verdens aktiemarkeder?
- 12 Goldman Sachs: Fokusområder for 2007
- 14 Aktiemarkedet vil stige i 2007
- 16 Roligt rentemarked på kort sigt
- 18 Gebyroversigten for 2006 og skatten
- 18 Udenlandske investeringsforeninger og skatten
- 19 Bedre muligheder for generationsskifte
- 20 Aktieanbefalinger
- 22 Kort Nyt
- 24 Nye love for efterløn og folkepension
- 25 Modelporteføljer for obligationer
- 26 HotSpots i verdensøkonomien
- 27 Aktieoversigt

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

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

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

Grafisk design og produktion: Datagraf
Tryk: Rosendahl Bogtrykkeri



TEMA
UDFORDRINGEN
SIDE 04

Investering, nyheder og analyser i Netbanken

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

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

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

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

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

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

Verdens udfordringer, forandringer og muligheder

Verden forandrer sig, og det gør dete magasin også. Fremover udkommer Investering i et mere levende design, som giver en mere læsevenlig og visuel oplevelse – et design, som understøttet af billeder og grafik af en højere kvalitet giver andre muligheder for at perspektivere artiklerne.

Vi er gået ind i et nyt år, og som altid kunne det være rart at sidde med en krystalkugle. Men trods utrolige fremskridt på mange områder i den videnskabelige verden er krystalkuglen udeblevet, og vi må fortsat støtte os til erfaring og faglig kompetence fra bankens økonomiske eksperter, når vi skal komme med et bud på årets økonomiske og finansielle udvikling.

Der er næppe et eneste år i verdenshistorien, hvor en forudgående »nytårstale« ikke ville kunne indeholde dystre elementer pga. et utal af trusler og foruroligende tendenser. Således er heller ikke dette år forskånet for truende ubehageligheder i form af bl.a. en global økonomisk afmatning, vaklende boligmarkeder, truende inflation, rentestigninger, råvarepriser og geopolitiske risici. Bankens eksperter i ind- og udland tror alle, at der er udsigt til stigende aktiemarkeder for femte år i træk. Men en fælles forudsætning for prognoserne, er også, at de nævnte risikofaktorer ikke løber løbsk.

2007 bliver et år med masser af udfordringer for de økonomiske prognosemagere og investorerne, der stræber efter at ramme rigtigt – og udfordringer for centralbankerne og politiske beslutningstagere, der skal forsøge at håndtere disse på kompetent vis. Ser vi længere frem, består udfordringen imidlertid ikke kun i at sikre en stabil økonomisk kurs.

Fremtidens udfordringer

Verden var meget nemmere at forstå

og forholde sig til i gamle dage, hvor livet ikke var meget anderledes fra generation til generation. Men piben fik en anden lyd med industrialiseringens start omkring 1850, og siden har verden ændret sig markant fra landbrugsamfund, industrisamfund, service-samfund til videnssamfundet i dag, hvor verden ændrer sig i en stadigt accelererende hastighed.

De kommende år vil byde på de største udfordringer i menneskehedens historie i form af klimaforandringer, truet biodiversitet, forurening, vandmangel, demografi osv. – men vi vil også opleve de største opdagelser og fremskridt. Videnskaben gør i dag fremskridt med en imponerende hastighed, og har aldrig tidligere haft så stor indflydelse på samfundets udvikling. Vi er i tråd ind i *Videnskabens Tidsalder*.

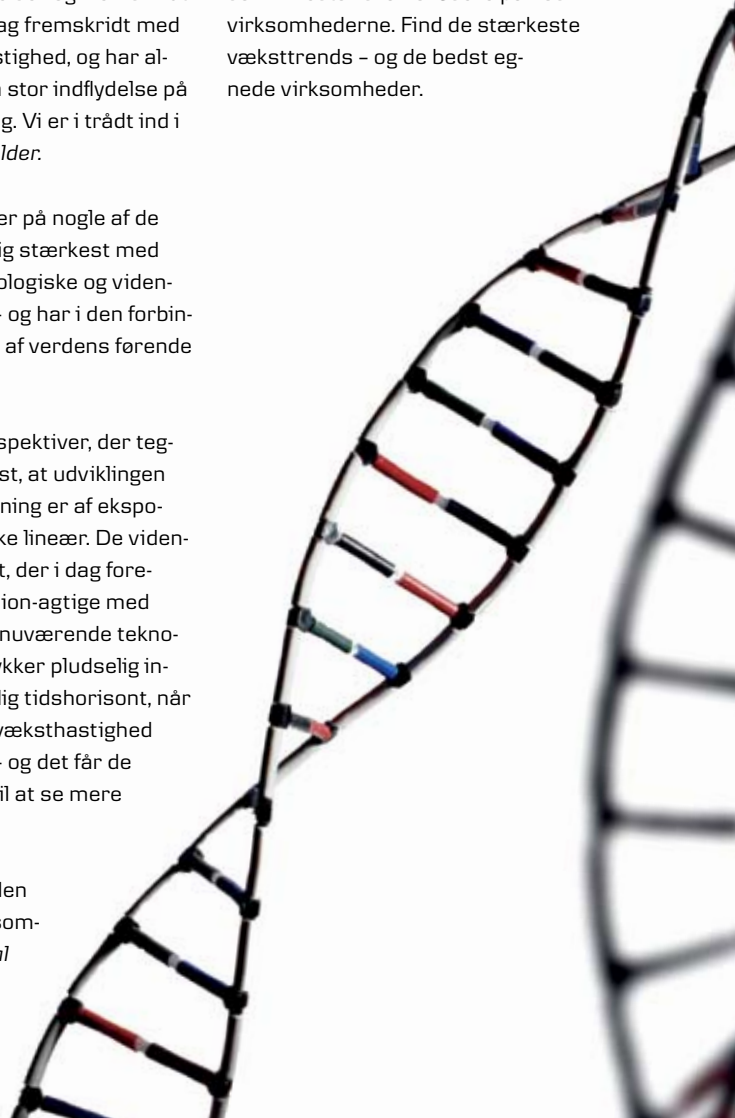
Vi ser i dette nummer på nogle af de trends, der tegner sig stærkest med baggrund i den teknologiske og videnskabelige udvikling – og har i den forbindelse talt med nogle af verdens førende forskere.

Et af de lovende perspektiver, der tegner sig, er ikke mindst, at udviklingen efter forskernes mening er af eksponentiel karakter – ikke lineær. De videnskabelige fremskridt, der i dag forekommer science fiction-agtige med udgangspunkt i den nuværende teknologiske fremgang, rykker pludselig inden for en overskuelig tidshorisont, når den eksponentielle væksthastighed tages i betragtning – og det får de store udfordringer til at se mere overkommelige ud.

Som i naturens verden handler det for virksomhederne om *Survival of the fittest*. Til forskel fra naturens verden har virk-

somhederne imidlertid den fordel, at de ikke er tvunget til at afvente den genetiske variation, som sikrer, at de bedst egnede overlever i et stadigt foranderligt miljø, hvor konkurrenterne også udvikler sig. Virksomhederne har selv muligheden for at manipulere »genetikken« i deres egen organisme ved at ændre bl.a. virksomhedens struktur, markedsføring, økonomiske dispositioner – og ikke mindst innovation – og hermed skabe optimale betingelser for ikke blot at overleve, men også blive en vinder i det ændrede miljø.

Det er denne evne til at omstille sig, som investor skal fokusere på hos virksomhederne. Find de stærkeste væksttrends – og de bedst egnede virksomheder.



Vi er gået ind i

Videnskabens Tidsalder

Verden er i hastig forandring og den videnskabelige udvikling har større betydning for samfundets udvikling end nogensinde før. I november 2006 blev der i New York afholdt den første videnskabelige konference rettet mod erhvervslivet. På *World Science Forum 2006* talte en række af verdens førende eksperter fra videnskabens verden om de forandringer og udfordringer, vi står overfor i dette århundrede. Investering var med, og vi talte med flere af foredragsholderne.

Blandt de mest fremtrædende var amerikanske Ray Kurzweil, der anses for en af de største tænkere, når det handler om teknologiens fremtidige påvirkning af menneskeheden og det globale samfund. Hans mest berømte teori er *The Law of Accelerating Returns* – en teori om, at »afkastet« af enhver evolutionær proces stiger eksponentielt over tid.

»Et klassisk kendetegn for de fleste langtrækkende prognoser om tekniske muligheder i fremtiden undervurderer på dramatisk vis kraften i den fremtidige teknologi, fordi de er baserede på, hvad jeg kalder den »intuitive lineære« synsvinkel på teknologisk fremgang frem for den »historiske eksponentielle« synsvinkel. Ser vi tilbage på den teknologiske udvikling er det tydeligt, at der er tale om en eksponentiel vækst – væksthastigheden er ikke konstant, men stigende. Men det er den menneskelige natur at tilpasse sig den aktuelle væksthastighed, så den intuitive synsvinkel er, at den hastighed vi oplever i den teknologiske udvikling i dag også vil gælde i fremtiden. Det holder bare ikke i virkelighedens verden – udviklingen er eksponentiel inden for mange områder, ikke mindst den teknologiske udvikling. Vi bruger hvert nyt niveau i den teknologiske udvikling til at skabe nye niveauer, og derfor accelererer teknologien. Hver generation af »værktøjer« skaber fundamentet til at opfinde næste generation,« siger Ray Kurzweil, som mener, at væksten i teknologiens verden vil være tusind gange større i det 21. århundrede end i det foregående. Han henviser til eksponentielle væksttrends i bl.a.

computerhastigheder og -kapacitet, datatransmission, Internettets udbredelse, evnen til at lave stadigt mindre mekaniske enheder osv.

Han erkender, at alle eksponentielle trends dør ud. Eksempelvis når vi på et tidspunkt grænsen for hvor små computerchips, vi kan lave. Men det er ikke ensbetydende med stagnation i computerkraften.

»Når en eksponentiel trend dør ud, sker der et paradigmeskift. En ny teknologi opstår – måske længe inden trenden dør ud. Sådan er evolutionsprocessen i teknologien,« mener Ray Kurzweil, og tilføjer, at et eksempel på et udtømt potentiale kunne være, når transistorer på et integreret kredsløb har nået en størrelse, så de ikke via yderligere reduktion kan bidrage til at øge computerhastigheden. Dette betyder ikke, at computerhastigheden har nået toppen. En ny teknologi vil opstå – formentlig med brug af nanoteknologi og elementer fra biologiens verden – og et nyt paradigme med eksponentielle vækstmuligheder er født.

For aktieinvestorerne gælder det naturligvis om at spotte en ny teknologi med stort vækspotentiale i tide, og derefter identificere de virksomheder, der har et stærkt forretningskoncept til at håndtere denne vækst.

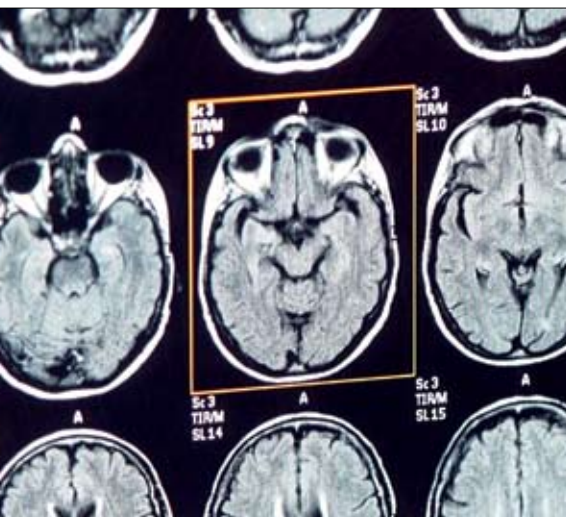
Levetiden forlænges med teknologi

En af Ray Kurzweils kæpheste er også, at teknologien i de kommende år vil give os mulighed for at øge levealderen. I det 18. århundrede blev den gennemsnitlige levealder forøget med nogle få dage hvert år. I dag er det over 100 dage årligt. Og Ray Kurzweil tror, at vi om 10 år vil være i stand til at forøge levealderen med over et år om året!

»Det vil blive muligt med fremskridt i bl.a. genetik, proteinforskning, terapeutisk kloning og stamcelleforskning. Det bliver muligt med kendskab til individets DNA at skabe fx nye hjerteceller som i et ungt menneske. Og med nanoteknologiens fremskridt bliver det muligt at lave menneskeligt væv, genopbygge nerveforbindelser og at lave nanoroboter på størrelse med blodceller eller mindre, der via blodårerne går rundt i kroppen og angriber sygdomsramte celler,« siger den visionære forsker og tilføjer, at nanoroboter også vil kunne øge vores mentale kapacitet via trådløs kommunikation.

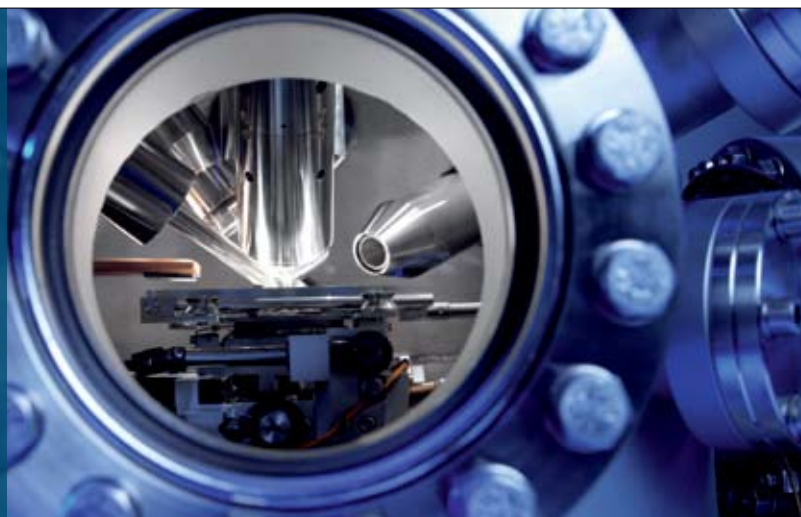
Ray Kurzweil har store forventninger til, at »kunstig intelligens« således med tiden kan blive en integreret del





Store fremskridt i hjerneforskningen giver bl.a. mulighed for at erstatte ødelagte neuroner med neurale implantater.

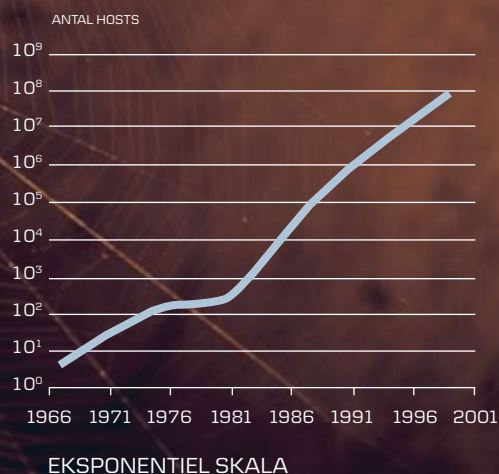
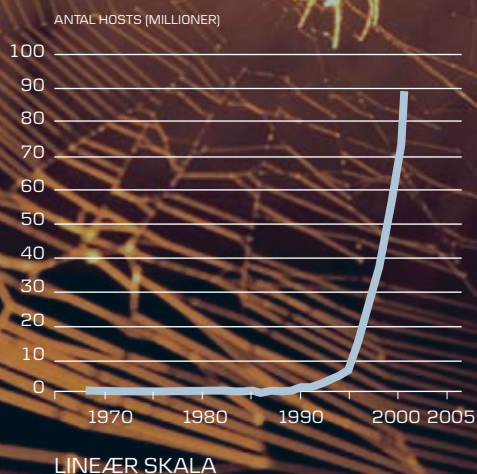
Et kig ind i et nanoteknologis verden på et californisk laboratorium – en teknologi, der vil ændre samfundet og vores levevis på mange måder.



Internettets udbredelse kunne forudses

Internettets udvikling kunne forudses på et tidligt tidspunkt ved at plotte den foreløbige udvikling ind i en figur med eksponentiel skala frem for lineær, mener Ray Kurzweil.

KILDE: RAY KURZWEIL



af den menneskelige organisme. Det kræver dog et større kendskab til vores mystiske hjerne. Hvordan vores hjerner fungerer er fortsat en gåde i sig selv, der endnu langt fra er løst – men vi har efterhånden fået stor forståelse for »mekanikken« og dynamikken i mange af hjernens delfunktioner og elementer.

Hjerneforskning

Susan Greenfield er blandt verdens førende hjerneforskere og peger på, at der ikke er lang vej til at implantere chips i hjernen til at støtte visse funktioner eller erstatte ødelagte områder i hjernen. Faktisk har man allerede i dag med succes foretaget neurale implantater i patienter med Parkinson's syge, som erstatter de neuroner, som er ødelagt af sygdommen. Der er også succesfulde forsøg i gang med implantater, som giver døve mennesker høresansen tilbage og blinde mennesker mulighed for at se. Og på Emory University har et implantat i en lammet patient, gjort det muligt for patienten ved »viljens kraft« at flytte cursoren på computerskær-

men. Neuroner i patientens hjerne var over en periode på flere måneder simpelthen groet sammen med implantatet.

Susan Greenfield peger også på individuel medicinering som en klar trend i fremtiden. I dag fastlægges doseringen af medicin ud fra en gennemsnitsbetragtning – fx en Panodil pr. voksen – men efterhånden som man via genforskning, hjerneforskning m.v. kan få klarlagt det enkelte individs biologiske profil og respons på de forskellige medicintyper, vil man kunne foretage individuel medicinering med langt bedre resultater.

Øget kendskab til hjernens funktioner og virkemåde åbner op for mange nye medikamenter.

»Med tiden bliver det muligt at få piller mod fx genert-hed, piller der øger kreativiteten, gør dig morsommere, bedre til at huske og lignende. Kombineret med nanoteknologiens muligheder for at øge den mentale kapacitet og forbindelser til »cyber space«, virtual reality osv. åbner det naturligvis op for en debat om de moralske og etiske aspekter, om dels hvordan den slags påvirker vores hjernefunkti-

»



Solenenergi spås en vigtig rolle i dækningen af klodens fremtidige energibehov.

Kendskab til det enkelte individs biologiske profil vil føre til individuel medicinering i fremtiden



» oner på sigt, dels hvordan det ændrer vores personlighed,« siger Susan Greenfield.

Genetik vil revolutionere medicinalbranchen

Med den fuldstændige kortlægning af det menneskelige genom i 2000 nåede man en milepæl i genforskningen. Siden er der faktisk ikke sket de store fremskridt inden for genteknologien, som kan bruges i større omfang. Men det kommer.

»Genteknologien er i dag, hvor computerindustrien var i starten af 70'erne – ved begyndelsen af en teknologisk revolution. En revolution inden for health care,« siger Francis Collins, den ene af de to forskere, der uafhængigt af hinanden, i 2000 blev krediteret for den endelige kortlægning af det menneskelige genom.

Han mener, at forskningen i løbet af 2–3 år vil have afsluttet de fælles genetiske træk, der fortæller om hvorvidt en person vil udvikle sygdomme som diabetes, kræft, hjertesygdomme, astma, Alzheimers – og mange flere.

Vejen hertil skønnes at være blevet betydeligt kortere i takt med, at Open Source/Knowledge-tankegangen (jf. senere afsnit om IBM) også breder sig til videnskabens verden med øget forskningssamarbejde på tværs af landegrænser og videnskabsgrene er ved at blive mere udbredt. HapMap Projektet, som Francis Collins er en del af, er et eksempel. Projektet til 100 mio. dollars forventes at tage tre år og involverer ni forskningsgrupper i fem lande.

Som hjerneforskeren Susan Greenfield er også Francis Collins overbevist om, at personlig medicinering er fremtiden – og netop genteknologien er et vigtigt fundament i den forbindelse. Kend din DNA – og du kender din risiko for en lang række sygdomme og dit behov for medicinering.

»Pharmagenetik vil blive standardbehandling med visse medikamenter i løbet af få år,« siger Francis Collins.

Hvad fremtiden angår, er det ikke din opgave at forudse den, men at gøre den mulig

Antoine de Saint-Exupéry

Alternativ energi

2006 blev året, hvor der etablerede sig en bred erkendel-

se af, at global opvarmning er en realitet – og at menneskehedens CO₂-udledning har en væsentlig del af skylden. Det politiske klima synes lige nu at ændre sig hurtigere end vejret, og selv de mest skeptiske politikere synes overbeviste om nødvendigheden af at gribe ind – ikke mindst fordi Stern-rapporten i efteråret belyste de økonomiske omkostninger ved at lade være.

Fra klimaforskerne meldes i stigende grad om nødvendigheden af hurtig og massiv indgriben. Det internationale klimapanel, IPCC, har netop offentliggjort en rapport, baseret på seks års forskning og iagttagelser fra over 2500 forskere over hele kloden, hvori det konkluderes, at opvarmningen foregår langt hurtigere end hidtil antaget.

Den stigende mediedækning i 2006 har skabt en fokus på de vedvarende energiformer som aldrig før. Forskningen kører i højt gear, investorerne har lugtet færtten af en eksplosiv væksttrend, og risikovillig kapital fosser ind i de virksomheder og forskningsgrupper, der beskæftiger sig med alternative løsninger på energiproblemet. I 2006 var den globale omsætning inden for vedvarende energi på 38 mia. USD – 26 pct. højere end året før – men 2007 ventes at udvise en langt større vækst. Hvor væksten bliver størst, afhænger af mange forhold – ikke mindst den teknologiske udvikling inden for den enkelte niche.

I en rapport af European Renewable Energy Council udsendt i januar, blev vindenergi i øvrigt spået den største vækst frem til 2050, efterfulgt af solenergi og biomasse. Det vurderes under antagelse af en række forudsætninger, at disse tre energikilder kombineret med bølge- og tidevandsenergi, geotermisk energi og vandkraft gør det muligt at halvere udledningen af CO₂ frem til 2050 – hvilket ifølge beregninger fra de avancerede klimamodeller vil være tilstrækkeligt til at holde den gennemsnitlige globale temperaturstigning under to grader, som anses for at være den absolutte smertegrænse.

En overskridelse heraf vil have katastrofale konsekvenser – ikke blot i form af mere ekstremt vejr og stigende vandstand i havene – men også i form af forstyrrede økosystemer, et ofte overset element i debatten om global opvarmning. Nogle dyrearter vil fx formere sig kraftigere under de



Hjerneforskere spår, at vi i fremtiden vil kunne få piller, der gør os morsommere.

Genetik og nanoteknologi ventes i løbet af få år at revolutionere medicinalbranchen.



højere temperaturer, mens det har den modsatte effekt på andre. Sådanne kaskadeeffekter vil forgrene sig til resten af plante- og dyresamfundet, med uforudsigelige resultater til følge.

Vindenergi er den mest veludviklede niche inden for vedvarende energi, og Danmark er et godt eksempel på, at vinden kan give et afgørende bidrag til energiforsyningen med en dækning på 20-25 pct. af elektricitetsbehovet.

Andre steder er solenergi mere oplagt, og her er der også gode muligheder på sigt, når man opfinder mere effektive solceller, formentlig fra nanoteknologien – i øvrigt en teknologi, der stilles meget store forventninger til i de kommende år og helt sikkert vil få meget stor indflydelse på mange andre teknologier og videnskabsgrene (se senere afsnit om nanoteknologi). Koncentreret solkraft er en anden måde at udnytte solenergi på og består af parabolformede spejle, der opfanger og koncentrerer sollyset, hvorved der kan skabes elektricitet.

Så er der biobrændsel – biodiesel og ethanol – som er i meget stor fokus, både i USA og Europa. Den store kommercielle succes for biobrændsel kommer dog først, når man på effektiv og billig vis – om få år, spås det – behersker 2. generation af konversionsprocessen, hvor man i stedet for relativt dyre fødevarerprodukter som korn og majs, kan anvende planteaffald, træflis og restprodukter fra landbruget.

Men den mest lovende energikilde af alle er måske: VAND. En gammel nyhed egentlig. Den franske forfatter, Jules Verne, lod allerede i 1874 i romanen »Den Hemmelighedsfulde Ø«, sin hovedperson, ingeniøren Cyrus Smith sige, at »Vand er fremtidens kul«. Og han beskriver, at det vil kunne lade sig gøre ved at opdele vandet i »Vandstof og Surstof« (vand og brint) – hvilket netop er hvad, det drejer sig om.

Vand er Fremtidens Kul

Jules Verne, 1874

Med brændselsceller kan man i dag forene brint og ilt til vand – en proces, hvorunder der afgives elektrisk strøm. Og kan man udvinde brint direkte fra vand, så har man faktisk

en uudtømmelig energikilde, hvis eneste affaldsprodukt er – vand.

Men man har endnu ikke styr på spaltningen af vand, og brint må derfor fremstilles ved en proces, der indebærer udledning af CO₂. Men naturen har faktisk opfundet en metode for flere milliarder år siden, fotosyntesen, som det er værd at skele til. Under fotosyntesen omdannes vand og CO₂ til ilt og biomasse. Forskere på Syddansk Universitet forsøger at spalte vand vha. sollys som i fotosyntesen, men uden at reducere CO₂. I stedet går man efter at forene protonerne og elektronerne fra den første del af spaltningsprocessen direkte til brint. Med opfindelsen af en katalysator til denne proces, har forskerne allerede taget et stort skridt på vejen til et samfund, hvor brint er en væsentlig energikilde. Men der er lang vej endnu før dette og andre fremskridt i den alternative energi kan bidrage effektivt til at bremse CO₂-udledningen for alvor. Derfor bør man i første omgang koncentrere sig om en mulighed, der er lige for hånden: *Spar på energien.*

Energieffektivitet

»En forøgelse af energieffektiviteten er den bedste, billigste, umiddelbart mest anvendelige metode at imødegå det fremtidige energibehov på. Den har det klart største potentiale, men det er den mest oversete og dårligst forståede metode,« siger Amory Lovins. Han er leder af Rocky Mountain Institute, en uafhængig, non-profit organisation, hvis økonomiske fundament primært er støtte fra individer og organisationer rundt om på kloden, og som siden grundlæggelsen i 1982 har leveret højt estimeret gratis rådgivning til samfundet, herunder ikke mindst virksomhederne, om miljømæssigt bæredygtige koncepter.

Transportsektoren, der tegner sig for en fjerdedel af verdens energiforbrug, herunder 2/3 af olieforbruget, er et oplagt sted at tale om energieffektivisering. Amory Lovins spår en revolution i bilbranchen i de kommende år i form af lettere køretøjer konstrueret af primært kulfiber, som er langt stærkere end stål. Og med hybridmotorer, dvs. en traditionel forbrændingsmotor samt en elmotor, som får sin energi fra den kinetiske energi ved opbremsning.

»

Innovator's Dilemma

Innovators Dilemma-teorien handler om, at de ledende innovative virksomheder, der behersker en teknologi til fulde eller har de ypperste produkter i branchen, har en klar tendens til at forsøge hævde sig og øge afstanden til konkurrenterne ved til stadighed at forbedre produkter, indtil de kan meget mere end, der er behov for. Så kommer en ny teknologi til verden – »disruptive technology« – som imidler-

tid har for lav performance i forhold til hovedmarkedet. Den afvises af de ledende virksomheder i branchen, mens teknologiens produkter købes af »den lave ende« af markedet. Forbrugeren, der ikke har så stort et behov, som professionelle fagfolk og virksomheder. På et tidspunkt er den nye teknologi så veludviklet, at den rammer hovedmarkedet og de stædige virksomheder, der før var ledende, kan blive

overhalet indenom, hvis de ikke har nået at vågne op

Som eksempler på disruptive technologies kan nævnes Internettet, der længe blev overset af Microsoft. Analog foto-teknik, der blev overhalet af digitalfoto. Fast-net-telefoni, der er blevet overhalet af mobiltelefoni.

» Amory Lovins påpeger, at hele transportsektoren som minimum vil kunne fordoble energieffektiviteten, når bilproducenterne tager konceptet til sig – en proces der er i fuld gang.

Et andet oplagt sted at øge energieffektiviteten er i bygninger vha. bedre isolering, idet opvarmning og aircondition i ejendomme tegner sig for 36 pct. af det globale energiforbrug. Og så er der lys, der æder 20 pct. af verdens elektricitet. 40 pct. af dette forbrug tegner de gammeldags pærer sig for. Fluorescerende pærer, derimod, bruger 75-80 pct. mindre elektricitet, og holder 10 gange så lang tid.

Med den nuværende teknologi er der mange andre muligheder for at spare energi på mange områder.

»Selv moderate effektivitetsforbedringer vil bidrage mere til at imødegå den fremtidige energieforspørgsel end alle alternative energiformer tilsammen,« vurderer effektivitets ekspert hos IEA, Paul Waide, over for Newsweek.

Og noget tyder på, at energieffektivisering er i fuld gang. Der er således tydelige tegn på, at mange af de største amerikanske virksomheder mener, at der er penge i at være »grøn« – og dermed demonstrerer de den modsatte opfattelse i forhold til Bush-administrationen, der i 2001 trak sig fra Kyoto-traktaten med den begrundelse af de økonomiske omkostninger forbundet med CO-reduktion var for store.

I front for en mere miljøvenlig stil var allerede i 2004 General Electric, et af verdens største selskaber, som lancerede ambitiøs plan om mere effektiv energiudnyttelse. Mange andre store globale selskaber har fulgt GE's initiativ, til dels for at høste "grøn goodwill" i offentligheden, men primært fordi man kan se, at der er store besparelser at hente.

Hvad er nanoteknologi?

Nanoteknologi går ud på flytte rundt på atomer og molekyler, hvilket giver mulighed for at ud-

vikle nye materialer og processer med funktioner og egenskaber, som ikke kan opnås på andre måder. En af de behagelige nyskabelser, som er et resultat af nanoteknologien, er vinduesglas, der aldrig skal pudses – det er selvrensende. Men det er langt fra den eneste aktuelle anvendelse af nanoteknologien. I dag anvendes nanoteknologi inden for bl.a. lægevidenskab, kosmetik, tekstiler og fødevarerbranchen, og stort set alt i nye biler er påvirket af nanoteknologi.

Nanoteknologien er fortsat i sin spæde barndom. Man har foreløbig inddelt visionerne for nanoteknologi i fire generationer. Vi er nu i anden generation, som ventes at vare indtil 2010. Allerede nu har man i laboratorierne lavet nanorør stort set uden friktion, og man har fremstillet elektroniske komponenter, som er en million gange mindre end de komponenter, der sidder i nutidens computere. Denne generation vil også byde på udvikling af katalysatorer, som renser spildevand; medicinske nanopartikler, som rammer specifikke celler; nano/bioteknologiske enheder, som fx implantater i hjernen, omkring hjertet og andre steder i kroppen – samt langt mere effektive solceller og brændselsceller.

Når vi når tredje generation (2010 -) og fjerde generation (2015/2020 -) begynder vi så småt at nærme os science fiction-lignende visioner.

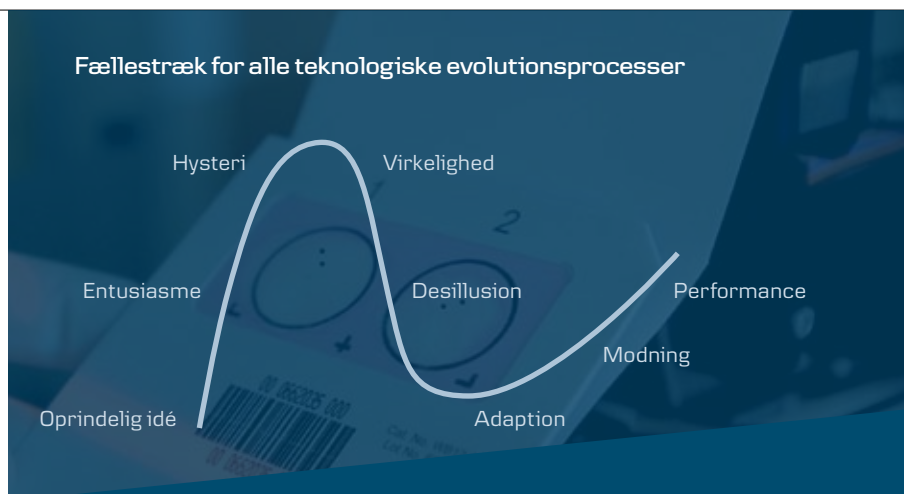
Her taler vi om ekstremt hurtige nano-optiske computere, der fungerer vha. lys. Nanoteknologiske chips, der kan forbinde overrevne nerver og dermed helbrede lamme patienter. Satellitter på størrelse med en fingernegl og kortlægning af et menneskes DNA i en proces, der vil være 100.000 gange hurtigere end i dag.

»På den anden side af 2015–2020 vil vi opleve molekylære nanosystemer, netværk, i hvilke molekyler og supramolekylære strukturer vil fungere som specifikke anordninger. Proteiner i celler fungerer på denne måde, men hvor biologiske systemer er vandbaserede og udpræget temperaturfølsomme, vil disse nanostrukturer være i stand til at operere i et langt bredere spektrum af miljøer og være meget hurtigere. Computere og robotter vil kunne reduceres til ekstremt små størrelser, der vil være enorme anvendelsesmuligheder i medicinalindustrien, og nye bindeled, der forbinder personer direkte til elektronik vil kunne ændre telekommuni-



» En ny teknologi overvurderes altid
på kort sigt, men undervurderes
på lang sigt.«

[ROY AMARA, PRÆSIDENT FOR INSTITUTE
FOR THE FUTURE I CALIFORNIEN]



kation radikalt,« siger Mike Roco fra instituttet for nanoteknologi under National Science Foundation, der arbejder mod at sikre USA førerpositionen i branchen.

Nanoteknologiens anvendelsesområder er utallige. Og markedet spås en meget stor fremtid, der vil ændre samfundet og vores levevis på mange måder. Forsigtige skøn lyder på, at nanoteknologien vil omsætte for over 1000 mia. dollars over de næste 10–15 år.

Lad os alle dele

Som chef for IBM's researchafdeling, verdens største forskerafdeling, samt IBM's førsteplads på teknologiens årlige globale patentliste siden 1993, er det ikke overraskende, at Paul Horn ved noget om innovation. Om hvordan teknologiske virksomheder skal overleve i dag – og hvilke forhold aktieinvestorerne skal bide mærke i for at fange vinderne.

»Det gælder om at identificere de teknologiske trends under udvikling, som er vigtige for en branche eller en industri. Fang de trends, der er forstyrrende for eksisterende forretningsområder, og som har potentialet til at skabe nye – *Innovators Dilemma* (se boks, red.). Se på den potentielle vækst for en teknologitrend, og se på indgangsbarrierne for andre virksomheder til at gå med på den. Vurdér hvordan en ny teknologi kan få effekt på kunder og forretningsområder,« siger Paul Horn.

Han peger på, at nye forretningskoncepter er under udvikling i disse år som en følge af, at udviklingen går så hurtigt, bliver mere specialiseret og krævende mht. viden og erfaring.

»Vi vil i fremtiden ikke længere opleve selskaber, som sidder på hele værdikæden inden for en bestemt varekategori som fx bilproducenterne gjorde før i tiden. Netop i bilbranchen oplever vi nu, at de største producenter har ændret strategi. De fokuserer i stigende grad på dele af værdikæden og har frasolgt de divisioner, der tager sig af komponentproduktion for i stedet at fokusere på kernekompetencer. De ledende selskaber er også begyndt at outsource nøgleområder som ingeniørarbejde, kvalitetskontrol og i nogle tilfælde selve mon-

teringen af de enkelte dele,« siger Paul Horn.

Han peger på, at samme tendens til dekonstruktion ses i andre dele af erhvervslivet. Virksomheder dekonstruerer og reorganiserer ind i værdinetværk af partnere, leverandører, kunder – og konkurrenter. Baggrunden er, at den hastige teknologiske udvikling i mange brancher gør det umuligt for enkeltsselskaber at håndtere hele værdikæden på optimal vis. Det er for tidskrævende, risikabelt og omkostningstungt at køre solo – og man sikrer ikke det nødvendige høje innovationsniveau.

»Udviklingen forbedres via åbent samarbejde, og det indebærer også, at man i stedet for at forsøge at kvæle konkurrenterne går efter at øge innovationen på fælles basis via samarbejde,« siger Paul Horn.

Open Source/Open Knowledge hedder begrebet, som for alvor har gjort sit indtog i erhvervslivet de senere år. Computerstyresystemet Linux er det mest kendte eksempel på Open Source i softwarebranchen som det gratis netleksikon Wikipedia er det inden for Open Knowledge. Open Source betyder, at alle i princippet kan medvirke til at udvikle kildekoden i programmet. Den aktuelle version af Linux, som oprindeligt blev udviklet af en finsk student og lagt ud på nettet til fri afbenyttelse, er således et resultat af mange forskellige programudvikleres bidrag over hele kloden.

IBM har indgået et samarbejde med Linux og tilbyder også andre assistance med innovation i Open Source-miljøet. 600 udviklere arbejder således med miljøet på over 100 forskellige open source-projekter.

»Vi tror ganske enkelt, at nettogevinsten for IBM ved at indgå i og støtte open source-projekter er stor og fremmende for innovationen. Du skaber ikke innovation ved bare at øge forsknings- og udviklingsbudgettet i din virksomhed. Du gør det ved at skabe et miljø, hvor innovationen vil blomstre – og erfaringerne viser, at innovationen blomstrer i Open Source-miljøer,« siger Paul Horn, som tror, at denne vision om samarbejde vil brede sig til andre brancher i de kommende år – hvilket man allerede ser mange tegn på.

Hvad siger eksperterne om verdens aktiemarkeder?

Hvordan vil aktiemarkederne rundt om på kloden arte sig i år? Hvilke sektorer vil skille sig ud?

Og hvad er eksperternes bud på potentielle vinderaktier?

Vi har spurgt Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug, der koncentrerer sig om nordiske akier, når det handler om specifikke aktieanbefalinger. Derudover har vi holdt mikrofonen op for USA-strategerne i Goldman Sachs. Og vi har talt med porteføljeforvalterne i de regionale afdelinger i Danske Invest (DI), samt DI Stockpicking, en global afdeling uden forpligtelser over for en specifik region, men et koncept, der giver mandat til at »grave guld« hvor som helst på klodens aktiemarkeder.

Det skal understreges, at de enkelte aktieeksperters vurderinger og anbefalinger er fuldstændig uafhængige af hinanden – gennemgående forudsætninger er dog beskeden afmatning i den globale økonomi, moderate rentestigninger, kontrolleret inflation, politisk stabilitet m.v. Markante afvigelser fra disse forudsætninger og skuffende indtjening kan føre til ændrede afkast og betydelig rotation mellem de forskellige sektorer på aktiemarkederne.

Norden, Morten Kongshaug

(DANSKE BANKS AKTIESTRATEG), DANSKE EQUITIES

Afkastforventninger

5-10 pct.

Vindersektorer

Finanssektoren – både forsikring og forretningsbanker.

Stabilt Forbrug – sektoren, som omfatter føde- og drikkevarer og relaterede brancher.

Teknologi oplagt med gode vækstudsigter og prismæssigt attraktiv.

Vinderaktier

Sydbank, SEB og Nordea er attraktive aktier i finanssektoren.

I stabilt forbrug er *Danisco* et godt bud med en ny ledelse, som sigter mod en fordobling af den organiske vækst. Samt tøjfirmaet *IC Companys*, der formår at øge indtjeningsmarginalen i det aktuelle marked, hvilket er usædvanligt.

I teknologi tegner det godt for *Ericsson* inden for hardware. Samt mindre software-selskaber som *IBS* og *Simcorp*.

Globalt aktiemarked, John William Olsen

DI STOCKPICKING, DANSKE CAPITAL

Afkastforventninger

Positivt aktieafkast drevet af fortsat indtjeningsvækst. Indtjeningspotentialer i specielt Europa undervurderes.

Vindersektorer

Transportsektoren og energisektoren.

Vinderaktier

Panalpina, Kühne & Nagel (logistiksselskaber med undervurderet indtjeningsvækst) *Vallourec* – industriselskab med ekspansion mod energisektoren. Leverer specialiserede stålør til olieindustrien – nyder godt af markant efterspørgselspres. Stabile vækstsselskaber eksponeret mod Nye Markeder interessante – fx *Suzuki* (største producent af biler i Indien med 37 pct. af markedet) samt *British American Tobacco* (50 pct. af salget i Nye Markeder).

USA, David Kostin

GOLDMAN SACHS

Afkastforventninger

S&P 500 stiger 12 pct.

Vindersektorer

Energi, Stabilt Forbrug og Teknologi med fokus på store selskaber.

Vinderaktier

CVS Corp. i Stabilt Forbrug, største detailkæde i USA med salg af medicinal- og sundhedsprodukter.

Baker Hughes Inc., specialiseret i mange aspekter omkring udvikling af oliefelter.

Computer-giganten *Apple Computer*, hvis varemærke er innovation.

Europa, Rolf Olsen Solgård,

DI EUROPA, DANSKE CAPITAL

Afkastforventninger

Afkast 8-10 pct.

Vindersektorer

Afdelingens største positioner vil indtil videre fortsat være at finde i *Forsyning* (elektricitetsselskaber) og udvalgte selskaber inden for *Industri* og *Medicoteknik*.

Vinderaktier

Acergy, norsk olie/off shore selskab.

TomTom, hollandsk selskab, som producerer GPS-systemer (til biler).

Commerzbank, tysk bank, der vil nyde godt af en bedre tysk økonomi.

Japan, Koichi Ogawa

DI JAPAN, DAIWA SB INVESTMENTS

Afkastforventninger

TOPIX stiger 15 pct.



Vindersektorer

Industri, Varige Forbrugsgoder, inkl. biler.

Vinderaktier

Mitsubishi Heavy Industries – industrikonglomerat.

NGK Spark Plug – diversificeret selskab, der leverer tændrør, sensorer m.v. til bilbranchen, semiconductors og elektroniske komponenter til IT-branchen og keramiske produkter til bl.a. industri og medicalsektoren.

JTEKT Corporation – laver industrielle maskiner.

Globale Nye Markeder, Devan Kaloo

DI NYE MARKEDER, ABERDEEN ASSET MANAGEMENT

Afkastforventninger

Forventer 15-17 pct. i globale Nye Markeder som helhed.

Vindersektorer

Fastholder primær fokus på selskaber, der er afhængige af den indenlandske vækst – drevet af stigende forbrug og understøttet af lave realrenter tilgængelighed af kapital, hvorfor selskaber i *Forbrugssektoren* samt *Finanssektoren* foretrækkes.

Vinderaktier

Massmart – Sydafrikas førende discount detailvirksomhed.

Daegu Bank (Korea) – pt. blandt de billigste banker i Nye Markeder, godt positioneret til opsving.

CVRD (Brasilien) – diversificeret råvaresekskab, handles med en ufortjent rabat i forhold til konkurrenter.

Fjernøsten, Devan Kaloo

DI FJERNØSTEN, ABERDEEN ASSET MANAGEMENT

Afkastforventninger

8-13 pct.

Vindersektorer

Sektorer orienteret mod *den indenlandske efterspørgsel* vil klare sig bedst i 2007. *Finanssektoren* er meget interessant, da den i stigende grad orienteres mod forbrugeren via detailbanker, vækst i realkredit og forbrugslån.

Vinderaktier

Hero Honda (Indien) – verdens største producent af motorcykler med et stærkt brand i Indien, ledende markedsandel og et meget stærkt distributionsnetværk.

Fubon (Taiwan) – relativt konservativt taiwanesisk finansselskab, aktien er billig.

Samsung Electronics (Korea) – internationalt anerkendt brand, gode resultater trods valutapres, prismæssigt attraktiv.

Latinamerika, Devan Kaloo

DI LATINAMERIKA, ABERDEEN ASSET MANAGEMENT

Afkastforventninger

20 pct. i 2007.

Vindersektorer

Primær fokus på de sektorer, der høster de største gevinster af indenlandsk forbrug i Latinamerika, dvs. *Detailsektoren* og *Banksektoren*. Plads til rentefald, som vil støtte indenlandsk forbrugshistorie i regionen.

Vinderaktier

Banorte (Mexico) – en veldrevet local mexicansk bank, som nyder godt af stærk vækst i detaildivisionen. Opkøbsmål for internationale banker

Lojas Renner (Brasilien) – tøjsekskab i de-

tailsektoren, som er et hastigt voksende, men fragmenteret indenlandsk marked.

Ara (Mexico) – veldrevet byggeselskab, som vil nyde godt af præsident Calderons bebudede statsstøtte til at afhjælpe Mexicos mangel på huse samt øget tilgængelighed af prismæssigt overkommelige real-kreditlån fra den private sektor.

Østeuropa, Ole Gotthardt

DI ØSTEUEPRA (INKL. RUSLAND), DI SELECT ØSTEUEPRA KONVERGENS, DANSKE CAPITAL

Afkastforventninger

Afkast 12-15 pct.

Vindersektorer

Selskaber rettet mod indenlandsk vækst er særligt attraktive, herunder *Banker*, *Ejendomselskaber* og *Forbrugsgoder*.

Vinderaktier

OTP Bank – Ungarns største private bank med god eksponering til det voksende bankmarked i regionen, blandt de prismæssigt mest attraktive i Østeuropa.

SIF Transilvania – rumænsk fond med investeringer i godt 350 selskaber. Værdien heraf overstiger markedsværdien af SIF Transilvania betydeligt.

Norilsk Nickel – russisk mineselskab, verdens største producent af nikkel, som udgør over halvdelen af selskabets indtjening. Nikkel anvendes bl.a. indenfor stålindustrien til fremstilling af rustfrit stål og efterspørgslen ventes at understøtte en gunstig prisudvikling på nikkel.

Goldman Sachs:

Fokusområder for 2007

Danske Bank har som bekendt et tæt samarbejde med en af verdens største investeringsbanker, Goldman Sachs, men de to bankers vurderinger, anbefalinger og forventninger er naturligvis helt uafhængige af hinanden. Her ser du investeringsbankens bud på økonomien og de finansielle markeder i 2007

Makroøkonomi: USA's økonomi er gået ned i et lavere gear, og det er ikke overstået endnu. Goldman Sachs (GS) tror ikke der bliver tale om en såkaldt hård landing, som betyder, at det tager længere tid for økonomien at rejse sig igen. GS regner med en betydeligt lavere vækst end markedet generelt forventer. Til gengæld tror banken, at væksten i Kina og Indien bliver højere end konsensus tilsiger, og det samme gælder europæisk økonomi. Også Japan spås en højere vækst end det generelle marked forventer, om end i mere beskeden omfang. Alt i alt giver det en forventning om en verdensøkonomi i fortsat stærk vækst – en vækst som ventes at accelerere til en årsstigningstakt på 4,3 pct. i 2008.

Økonomiske risici: Inflationen er en vedholdende faktor i USA – en trussel i lyset af ikke mindst det stramme arbejdsmarked og den svækkede dollar. Også i det globale økonomiske billede er inflationen en latent trussel og bliver der tale om kraftigere inflation end ventet i USA og de andre vigtige regioner, vil GS' relativt optimistiske rentescenarier ikke kunne udspille sig. Høje renter og finansielle betingelser, der er strammere end ventet, vil gøre det vanskeligt for verdensøkonomien at nå den høje vækst, som GS spår. Boligmarkedet i USA er også en trussel mod

den amerikanske vækst, og GS mener at boligmarkedet vil svækkes yderligere.

En anden stor risiko ifølge GS er protektionisme. Trods et mere positivt syn på Europa, Kina, Indien og Japan end markedet forventer, vil den amerikanske afmatning smitte negativt af på den globale vækst, og det kan føre til øget protektionisme i USA, Europa og muligvis også andre steder. Politikerne er blevet mere populistiske i lyset af de stigende beklagelser fra befolkningen over globaliseringens potentielle trussel mod jobs samt et lønpres i nedadgående retning. Øget protektionisme er en potentiel trussel, hvis det ikke lykkes at overbevise vælgerne især i USA og Europa om, at globaliseringen faktisk skaber flere jobs i dele af den udviklede verden, og at levestandarden er stadig stigende.

Kredit-spreads: Forskellen mellem statsobligationer i Europa (ell. USA) og virksomhedsobligationer kaldes kreditspread. Den globale pengeoverflod de senere år som følge af den globale lavrentepolitik og investorernes jagt på afkast har været stærkt medvirkende til, at dette rentespread er indsnævret markant. GS forventer fortsat god global likviditet, men den økonomiske afmatning vil presse virksomhedernes balancer – og det vil føre til udvidelse af kreditspreadet. Mest markant bliver det ikke overraskende for obligationer med den laveste rating – High Yield – hvor vi vil opleve flere *defaults*. Dvs. situationer, hvor den pågældende virksomhed ikke er i stand til at overholde sine betalingsforpligtelser på de udstedte obligationer. P.t. er default rates for High Yield obligationer lavt i forhold til de makroøkonomiske betingelser.

USA's aktiemarked: GS' aktiestrateg for det amerikanske marked, Abby Cohen, tror, at S&P 500 vil stige 12 pct. i 2007. Hun vurderer, at det fundamentale billede af aktiemarkedet ser ganske fornuftigt ud til trods for, at den økonomiske vækst er aftagende. Selv om arbejdsmarkedet er stramt og inflationen en latent trussel, forventer hun, at in-





Blandt de udviklede lande spår Goldman Sachs det største afkast på det japanske aktiemarked i 2007.

I Netbankens adgang til GS-portalen kan du finde Web-cast indlæg fra investeringsbankens førende strateger og økonomer (se s. 2).

flationen vil aftage og give plads til, at den amerikanske centralbank kan sænke renten, hvilket vil være stimulerende for aktiemarkedet, der generelt ikke kan betegnes som dyrt p.t. Hendes kollega, David Kostin, anbefaler, at man køber Large Caps med stor eksportandel og kapacitet til at øge dividenden. Specifikt anbefaler han Energi, Stabilt Forbrug og Teknologi – og salg af Finans og Varige Forbrugsgoder.

Japans aktiemarked: Japan-strateg Kathy Matsui påpeger, at makroøkonomisk modvind og usikkerhed om virksomhedernes indtjening, kan presse markedet på kort sigt. Alligevel skønner hun det sandsynligt, at afkastet på det japanske marked i 2007 vil løbe op i 14 pct. Matsuis forventninger udspringer af flere forhold. Japan befinder sig p.t. i den længste periode med vækst i den indenlandske efterspørgsel siden slutningen af 60'erne, og alt tyder på det fortsætter de nærmeste år med vækstrater højere end i USA og Europa. Medvirkende er ikke mindst udsigten til stigende lønninger sfa. jobvæksten samt at de store efterkrigs-generationer med stor købekraft går på pension i disse år. Disse babyboomere er også de højest lønnede, og deres tilbagetrækning vil kunne mærkes i virksomhederne, som dermed alene af den grund har udsigt til øget indtjening i de kommende år.

Fjernøsten, ex. Japan: Strateg Timothy Moe forventer, at Fjernøstens aktiemarkeder vil kaste 20 pct. af sig i dette år. Overordnet set anbefaler han fokus på Kina, Indien, Taiwan og Filippinerne – og fremhæver Banker og Teknologi, som de mest interessante sektorer.

BRIK-lande: Væksten i den indenlandske efterspørgsel ventes at accelerere i Brasilien, Rusland, Indien og Kina i 2007 trods afmatningen i USA. Baggrunden er ikke mindst stigende købekraft hos en stor del af befolkningen. Middelklassen, defineret ved årlige indkomster over 15.000 dollars, er således hastigt voksende i store dele af udviklingsøkonomierne i disse år og vurderes alene i BRIK-landene at vokse med 200 mio. mennesker frem til 2025.

Metaller: Selv om strukturelle ændringer i verdensøkonomien, med især Kinas entré blandt de tunge drenge som en af de vigtigste, generelt har hævet prisniveauet for metaller, så tror GS' metaleksperter, at vi vil opleve en cyklisk betinget nedgang i efterspørgselen i år, og det vil føre til faldende metalpriser. I 2008 ventes trenden igen at vende i takt med en øget efterspørgsel og stærkere fundamentale forhold end i 2007.

Olie: Den seneste tids prisfald skyldes udover det varme vejr, i høj grad

også spekulative interesser. Således vurderer GS-olieanalytiker Jeff Currie, at kun 4 dollars ud af prisfaldet på 15 dollars er fundamentalt betinget. Resten hænger sammen med massiv shortselling (via derivatmarkedet). Currie vurderer, at der er basis for en cyklisk optur i olieprisen i 2007 – understøttet på længere sigt af en strukturel optur, der skønnes at vare 5-10 år.

Europa: Europa-økonomerne med danske Erik F. Nielsen i spidsen tror, at væksten i Europa stadig vil være sund, til trods for at USA gearer ned og euroen styrkes yderligere. Vækstmotoren i Europa er Tyskland, som nu høster gevinsten af adskillige års omstrukturering – en proces som den ved årsskiftet iværksatte, meget omtalte momsforhøjelse, ikke kan bremse. Inflationen i Europa vil stadig være under kontrol med en sidste renteforhøjelse til 4,0 pct. til sommer. Hvad angår aktiemarkedet, så er Tyskland i det perspektiv også det mest interessante. Aktiestrateg Peter Oppenheimer har størst tiltro til det tyske marked og venter et afkast på 11 pct. – skarpt forfulgt af det franske marked (10,5 pct.), som også anbefales overvægtet i porteføljen. På Neutral anbefales Storbritannien, Italien og Holland, mens Sverige, Spanien og Schweiz tildeles Undervægt. Der ventes dog positivt afkast på alle europæiske aktiemarkeder.

Aktiemarkedet vil stige i 2007

2006 blev det fjerde år i træk med generelt stigende aktiemarkeder. Kan det fortsætte?

Sammenligner man med kursniveauet i forhold til marts 2000, er der måske grund til bekymring. I dag er der faktisk ikke så langt til den top, der blev nået dengang, hvilket kunne være et advarselssignal om, at festen snart er slut. Men faktisk er aktiemarkederne generelt ikke dyre endnu, hvis ellers de forventninger, man har til virksomhedernes indtjening for 2007, holder nogenlunde stik. De stigninger vi har oplevet siden 2003, har været fundamentalt velbegrundede og ikke båret af et hysteri, som det der i slutningen af 90'erne ukritisk sendte alle aktier op med rekord fart.

Men selv om aktierne generelt ikke ser dyre ud endnu, så skorter det ikke på muligheder for at male en vis herre på væggen, som varsler trange tider på aktiemarkedet. Denne herre har faktisk figureret en del på væggen de senere år, hvor dommedagsprofeterne har haft rig

mulighed til at lufte deres dystre spådomme om recessioner, boligkrak, dollarkollaps og en global aktienedtur.

Cheføkonom i Danske Analyse, Carsten Valgreen, peger på, at den største overraskelse de senere år faktisk har været hvor få overraskelser, der har været.

»Der har været masser af snak om recessioner, finansielle kriser, boligkollaps osv., men foreløbig må man konstatere, at optimisterne har vundet i de seneste fire år,« siger Carsten Valgreen.

Han advarer imidlertid om, at man som investor bliver beroliget af den stabile økonomiske udvikling og fristes til at tage overdrevne risici.

»Problemet med stabile perioder er, at de lokker for mange investorer til at agere som om stabiliteten er permanent – og det betyder stigende finansiell gearing, risikotagning og på længere sigt mere volatilitet,« siger cheføkonomen og tilføjer, at denne adfærd kan være forklaringen på, at den større makroøkonomiske stabilitet,

der kan konstateres i den vestlige verden siden 80'erne, ikke har medført en tilsvarende stabilitet i de finansielle markeder.

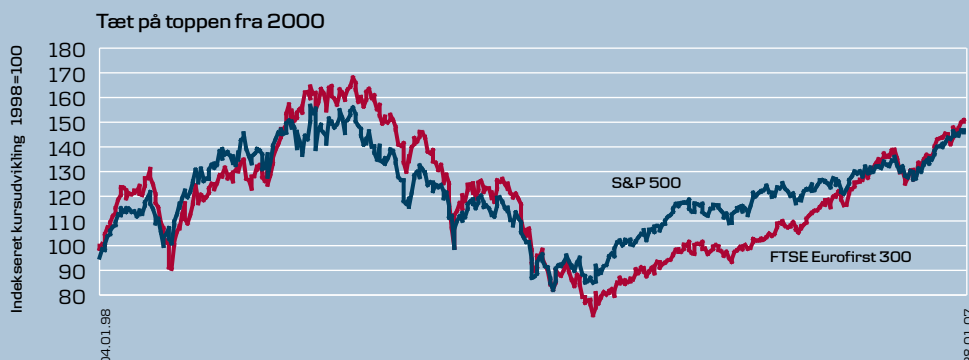
Ulven kommer ikke lige nu

Også Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug, er beroliget af den stadige strøm af nøgletal, som hidtil har afspejlet en stabil udvikling og gjort dommedagsprofetierne til skamme. Han er overrasket over aktiemarkedets fortsatte styrke og tror, det kan fortsætte lidt endnu – hvorfor han har hævet de kortsigtede forventninger til markedet til 5-10 % (tre mdr.). Men er det ikke netop nu, efter så mange advarselsråb, at det er farligt at tro »ulven« ikke kommer alligevel?

»Der er fortsat en række udfordringer for aktiemarkedet i 2007, men på kort sigt er der flere understøttende forhold, som vil veje tungt. Råvarepriserne er faldet, privatforbruget holder skansen trods boligmarkedets stagnation og inflationsudviklingen er stadig afdæmpet – faktisk i en grad så den



Morten Kongshaug,
Danske Banks aktiestrateg



amerikanske centralbank ikke længere er så bekymret,« siger Morten Kongshaug.

Ser vi længere frem på året, vil flere forhold lægge en dæmper på aktiemarkedet og måske skabe en del uro – og det er baggrunden for, at Kongshaug tror, at aktiemarkederne for 2007 som helhed ikke vil kunne levere et afkast over 5-10 %. Danske Analyse venter således, at den amerikanske centralbank hæver renten – og det vil næppe gå ubemærket hen i et investeringsmiljø, hvor låntagning har været nemt, og mange investorer derfor er tungt gearede.

»Der er også grund til at være bekymret over den cykliske selskabsindtjening. Denne bliver i år forringet af de højeste løn- og investeringsomkostninger siden 2000, den svageste økonomiske vækst siden med 2002 med bygge- og industri-sektorerne i fortsat ubalance og endeligt af det højeste globale renteniveau siden 2003. Alle forhold vi kommer til at høre mere om i løbet af året,« siger Morten Kongshaug, der fortsat mener, at Tyskland skiller sig ud som det mest interessante af aktiemarkederne i de udviklede lande.

Forklaring: Aktiemarkederne i de udviklede lande er ikke langt fra toppen i 2000, som blev efterfulgt af tre års nedtur. Stigningen er imidlertid denne gang fundamentalt velbegrunderet med baggrund i solid indtjening og generelt sunde virksomheder med lav gæld m.v. Selv efter fire år med stigninger kan aktiemarkederne stadig ikke betegnes som dyre.

ML-survey:

Lange renter stiger, europæiske aktier overvægtes

Investeringsbanken Merrill Lynch foretager hver måned et rundspørge til 210 af verdens største kapitalforvaltere om deres syn på udviklingen i økonomien og de finansielle markeder et år frem i tiden. Den seneste analyse viser, at størstedelen af de adspurgte venter en global økonomisk afmatning i år, men kun en meget lille del anser risikoen for en decideret recession for at være reel.

Undersøgelsen fortæller også, at der er uenighed om inflationen. Der er stort set lige så mange, der tror den globale kerneinflation er lavere om et år, som der er folk, der tror inflationen er højere. Dette er særlig interessant, når man trækker et andet nøglepunkt i undersøgelsen frem. Nemlig, at et klart flertal mener, at obligationer er overvurderede, og at vi vil opleve stejle rentekurver i år. Ikke fordi de korte renter falder, men fordi de lange renter stiger.

Da det ikke synes at være inflationsfrygt, der er baggrunden for denne forventning, så tyder det på, at de fleste venter en stigning i realrenterne lur om hjørnet. En situation, der, hvis den bliver virkelighed, vil kunne føre til pres på aktiemarkedet og boligmarkedet.

Hvad angår aktiemarkederne specifikt, er Europa den eneste region, der fremhæves af de adspurgte. En tredjedel af kapitalforvalterne har europæiske aktier overvægtet i den globale portefølje.

Sårbare metalpriser

Afmatningen i den globale industri, USA's byggesektor og en faldende import fra Kina har også sat sit præg på efterspørgselen efter kobber. Samtidig opbygning af kobberlagrene i de respektive lande spiller også en væsentlig rolle for det prisfald i kobberprisen på over 15 pct., som vi har oplevet siden starten af december.

Men flere forhold peger i retning af, at yderligere markante prisfald næppe er realistiske, snarere tværtimod. Således er vurderingen blandt makroøkonomerne i Danske Bank, at det værste er overstået i USA's byggesektor, og at amerikansk industri snart har nået bunden. Samtidig taler den fortsat stærke vækst i Kinas økonomi for, at den lave kobberimport ikke fortsætter.

»Vi forventer, at kobberprisen igen tikker højere i løbet af 2007 fra dagens niveau, om end rekordhøjderne fra 2006 næppe nås. Yderligere korrektioner på kort sigt kan dog ikke udelukkes,« siger Arne Lohmann Rasmussen, der er Danske Banks ekspert på råvarer.

Kobber er det toneangivende metal. Falder kobberprisen, følger andre metaller typisk med ned, og den samme korrelation gælder opad. På den baggrund kan det ikke udelukkes, at den seneste tids prisfald i kobber kombineret med yderligere korrektion på kort sigt, vil medføre, at spekulative aktiviteter kan sætte ellers fair prissatte metaller under pres i de kommende uger.

Roligt rentemarked på kort sigt

2006 var et usædvanligt år på obligationsmarkedet med flade til inverse rentekurver i mange lande, og denne tendens ventes også at præge både Europa og USA i år. Men rentekurverne bliver løftet mod slutningen af året

Rentestigninger fra centralbankerne i USA og Euroland og de flade til inverse rentekurver (dvs. korte renter er højere end lange) gjorde, at obligationsmarkedet i 2006 var usædvanligt at håndtere for investorerne. Men FlexGaranti til boligejerne var en hjælpende hånd. De bagvedliggende capped floater-obligationer (CF-obligationen, der følger renten ned igen) og floating to fixed-obligationer (FF-obligationen, der konverteres til fastforrentet, når loftet nås) gav nemlig investorerne muligheden for at udnytte den atypiske markedsituation – og CF og FF blev blandt de obligationer, der gav det bedste afkast. De sortstemplede obligationer var dog kun interessante for bruttobeskattede investorer, herunder også private pensionsmidler.

2006 var også året, hvor mindsterenten blev sat op fra 2% til 3% og denne renteforhøjelse har medført en stor efterspørgsel af 2%-obligationerne. Disse obligationer ligger noget under kurs 100 – hvilket gør dem særligt attraktive for private investorer, da kursgevinster er skattefrie for denne gruppe.

Renterne stiger i år

December måned blev overraskende den måned i 2006, hvor renterne steg mest i både USA og Europa. Ikke pga. økonomiske nøgletal, men snarere som en naturlig korrektion i markedets forventninger, der indtil da gik på rentenedsættelser fra Federal Reserve (Fed), i 1. kvartal i 2007 på et halvt procentpoint. Nu afspejler markedsforventningen snarere, at Fed holder renten uændret, indtil der tegner sig mere tydelige tendenser i amerikansk økonomi.

Danske Analyse tror derimod, at Fed kommer med en enkelt renteforhøjelse i år. Det vil ske i årets sidste kvartal og i forhold til markedsforventningerne, vil det komme som en overraskelse for de fleste investorer. De 2-årige statsrenter vil skyde i vejret med 70 bp i årets andet halvår, mens de 10-årige renter vil stige 60 bp. Den markante stigning begrundes også med en forventning om, at amerikansk økonomi på det tidspunkt vil have vist sig stærkere, end mange frygter i øjeblikket.

I Euroland forventer vi også, at renterne vil ligge højere på 12 mdr. sigt, men undervejs kan vi i andet kvartal opleve et mindre rentefald, som begrundes med en forventning om, at ECB's pengepolitik er lige lovlig stram på et tidspunkt, hvor en vis afmatning begynder at sætter ind i europæisk økonomi. Desuden vil der – ikke mindst – være en fortsat stærk efterspørgsel efter især de længere obligationer.

Efterspørgslen efter lange renter

Denne såkaldt strukturelle efterspørgsel efter obligationer med lang varighed kommer især fra pensionssektorerne, der har brug for aktiver med en løbetid, der matcher den lange løbetid på udbetalingsforpligtelserne. Denne efterspørgsel medvirker til, at vi ser lave, lange renter på et tidspunkt i konjunkturcyklen, vi ikke er vant til. Også centralbankerne med bugnende valutaeserver medvirker i høj grad til den massive efterspørgsel efter lange papirer.

Medvirkende til de lave, lange renter i Danmark, som nu faktisk er under de tyske, er desuden, at Danmark siden 1997 har været karakteriseret af et stort og stigende overskud på statsbudgettet. Regeringen har primært anvendt overskuddet til at nedbringe statsgælden betragteligt. Siden 1997 er statsgælden (ØMU-gælden) reduceret fra 733 mia. kr. til i dag ca. 500 mia. kr. Stadigt lavere gæld betyder, at Nationalbankens behov for at udstede nye statsobligationer falder. Allerede i 2001 droppede Nationalbanken udstedelse af 30-årige statsobligationer for at sikre en god likviditet i de 10-årige papirer. Denne udvikling betyder, at de danske pensionskasser har stadig sværere ved at finde lange renter på det danske marked, og derfor er tvunget til i stigende grad at søge ud på euromarkedet. Også i realkreditmarkedet er udbudet af lange obligationer blevet reduceret betragteligt i takt med danske boligejeres store andel af FlexLån frem for de traditionelle fastforrentede lange lån.

I globalt perspektiv er en medvirkende forklaring på de stadig lave renter efter flere år med en verdensøkonomi i højt gear også globaliseringen, der har skærpet konkurrencen og øget den globale produktionskapacitet i en grad, så



Nye obligationer på det danske realkredit marked

Nye EU-regler og kapitaldækningskrav gør det nødvendigt med en ændring af reglerne for det danske realkreditmarked. Derfor er der fremsat et nyt lovforslag, som vil ændre boligkøbernes lånemuligheder. Lovforslaget er sendt i høring, og da debatten foreløbig har illustreret en vis modstand, er det endnu uklart, hvordan den endelige lov kommer til at se ud.

Lovforslaget giver mulighed for nye obligationslån til boligejere – de såkaldte SDO-lån. SDO står for *Særligt Dækkede Obligationer*, og henviser til, at pantet bag disse lån løbende overvåges.

Falder boligprisen, så lånet oversiger 80 pct. af pantets værdi, skal der tilføres supplerende kapital.

Disse låntyper får i princippet ubegrænset løbetid og ubegrænset afdragsfrihed. SDO-lånene, som vil kunne udbydes af bankerne, adskiller sig dog også fra traditionelle realkreditlån ved at belåningsgrænsen er lidt lavere end de normale 80 pct. Foreløbig går lovforslaget på, at 70 pct. skal være lånegrænsen i de første to år, men derefter skal grænsen hæves til 75 pct., som er lånegrænsen for denne låntype i udlandet.

lønpres – som følge af outsourcing af vareproduktion og visse serviceydelser – ikke længere er så stor en risikofaktor i højkonjunkturperioder.

Anbefalinger

Med baggrund i renteprognosen og efterspørgselen efter lange obligationer anbefaler vi fortsat FlexGaranti-obligationer til brutto- og pensionsbeskattede kunder som et supplement til den bestående portefølje på 3 og 12 mdr. sigt. Kuponen på 30-årige CF med cap

5% ligner ganske vist de almindelige 30-årige 5% annuitetslån, men forskellen er, at vægten af varigheden er størst på 15- og 30-årige løbetider for CF, og det er netop her, vi forventer, at der vil være mest værdi i kurven.

30-årige 6% annuitetslån har ligeledes været en god placering i 2006, og vi anbefaler fortsat brutto- og pensionskunder at have en eksponering i disse.

Vi forventer lidt faldende renter i den korte ende af kurven i forbindelse

se med, at ECB går på Hold i mindst et halvt år efter den ventede rentehøjelse i marts. I den forbindelse vil vi anbefale køb af korte 4% rentetilpasningsobligationer, som trods risikoen for stigende renter i den korte ende, begynder at se ganske interessante ud. Til private er det fortsat også attraktivt, at købe 2% obligationer, hvor der stadig er stor værdi i afkastet efter skat i den korte ende.

Danske Banks renteprognose

EUR	Refi-renten	2 år	10 år
Spot	3,50	3,89	3,93
01-02-2007	3,50	3,95	3,95
01-04-2007	3,75	4,00	3,95
01-07-2007	3,75	4,00	3,90
01-10-2007	3,75	4,10	4,00
01-01-2008	4,00	4,15	4,15

USD	Fed Funds	2 år	10 år
Spot	5,25	4,76	4,66
01-02-2007	5,25	4,80	4,70
01-04-2007	5,25	4,80	4,70
01-07-2007	5,25	4,80	4,65
01-10-2007	5,25	5,00	4,80
01-01-2008	5,50	5,50	5,25

Note: Tabellen viser Danske Banks forventning til udviklingen i ECB's og Federal Reserves ledende rentesatser samt de 2- og 10-årige statsobligationer i Euroland og USA.

Forklaring: 2007 ventes på kort sigt at byde på lidt faldende renter. Vi forventer, at ECB vil hæve renten med yderligere 25bp til marts, hvorfor rentefaldet forventes i den lange ende af kurven – altså fortsat kurvefladning. På 12 mdr's sigt forventer vi stigende renter, dog mindst på de længste løbetider.

Det har de senere år voldt børshandlere og økonomer stort besvær at forudsige renteutviklingen.



Gebyroversigten for 2006 og skatten



Som noget nyt modtager bankens kunder sammen med års-oversigten en gebyroversigt. På gebyroversigten kan man se,

hvad der i 2006 er blevet betalt i gebyr for de mest almindelige serviceydelser fra banken.

Private kunder

Private kunders gebyrer er normalt indkomstopgørelsen uvedkommende. Gebyrer for betalingskort, kundepakker mv. og depotomkostninger kan eksempelvis ikke fradrages skattemæssigt af private.

Kurtage i forbindelse køb og salg af værdipapirer indgår ved opgørelsen af skattepligtige kursgevinster og tab, idet kurtage henholdsvis tillægges anskaffelsessummen og fradrages i salgssummen, når avance og tab beregnes.

Selvstændigt erhvervsdrivende og selskaber

Selvstændigt erhvervsdrivende, der anvender virksomhedsordningen, og selskaber kan i modsætning til private normalt fradrage gebyrer for betalingskort kundepakker og depotgebyrer mv. ved indkomstopgørelsen. Kurtage kan som

Udenlandske investeringsforeninger og skatten



I de senere år er det blevet mere udbredt at private investerer i udenlandske investeringsforeninger. Nedenfor gives en oversigt over reglerne for privates investering i certifikater i udenlandske investeringsforeninger.

Pensionsmidler

Fra og med 1. januar 2007 er reglerne for køb af beviser i udenlandske investeringsforeninger for pensionsmidler blevet lempet.

Følgende beviser i udenlandske investeringsforeninger kan erhverves for pensionsmidler:

- UCITS-foreninger, dvs. investeringsforeninger hjemmehørende i EU eller i EØS-landene, som er godkendt i medfør af UCITS-direktivet (Rådets direktiv 85/611/EØF). Det er ikke et krav, at Finanstilsynet har godkendt investeringsforeningen til markedsføring her i landet.
- Non-UCITS foreninger, dvs. udenlandske investeringsforeninger, som er godkendt i udlandet, herunder

i EU eller EØS-landene, men som ikke er omfattet af UCITS-direktivet. Det er et krav, at Finanstilsynet har godkendt investeringsforeningen til markedsføring her i landet.

Tidligere var begge typer af investeringsforeninger omfattet af 20 pct.'s reglen. Det betød, at investeringen i den enkelte forening maksimalt kunne udgøre 20% af kundens samlede pensionsopsparing i samme pengeinstitut placeret på kontantforrentede indlånskonti samt individuelle depoter.

Fra og med den 1. januar 2007 gælder 20 pct.'s reglen ikke for investeringsforeninger godkendt efter UCITS-direktivet. Begrænsningen gælder fortsat andre udenlandske investeringsforeninger.

På www.finanstilsynet.dk kan du se, hvilke udenlandske investeringsforeninger (UCITS og non-UCITS), der har markedsføringstilladelse i Danmark. Hvis den forening, du ønsker at investere i, ikke er nævnt på Finanstilsynets liste, kan den alligevel købes

for pensionsmidler, hvis foreningen er hjemmehørende i EU eller EØS-landene og godkendt der i medfør af UCITS-direktivet.

Investeringer for pensionsmidler beskattes årligt med 15 pct. pensionsafkastskat (PAL-skat) efter lagerprincippet. Det vil sige, at urealiserede avancer også indgår i beskatingsgrundlaget.

Frie midler

Hvis en person har købt beviser i udenlandske investeringsforeninger for frie midler, beskattes realiserede og urealiserede gevinster og tab i kapitalindkomsten efter lagerprincippet. For urealiserede gevinster gælder dog, at disse medregnes dagen efter udløbet af foreningens regnskabsår. Har foreningen således kalenderårsregnskab udskydes beskatingen af investor således til den 1. januar i det følgende år. Eventuelle udbytter beskattes som kapitalindkomst i udlodningsåret.

Kapitalindkomst beskattes typisk med 33–60 pct. afhængig af, om den

for privatpersoner fradrages ved opgørelse af skattepligtig gevinst og tab på værdipapirer.

Provision for garanti

Ikke alle omkostninger, som er betalt til banken, fremgår af gebyroversigten. Det gælder eksempelvis provisioner for lån, garanti eller kaution.

Personer og selskaber kan altid fradrage provisioner, der beregnes løbende, og som betales til banken for lån, garanti eller kaution. Engangsprovisioner er derimod kun fradragsberettigede, hvis lånets løbetid er aftalt eller forudsat at skulle være under 2 år. Gebyrer for papirmæssige ekspeditioner er aldrig fradragsberettigede.

Bemærk, at banken ikke indberetter provisionerne til skattemyndighederne. Du skal derfor selv medtage beløbet på selvangivelsen.

Bedre muligheder for generationsskifte

Folketinget har vedtaget nye regler, der skal forbedre mulighederne for generationsskifte m.v.

For »pengetanke«, det vil sige selskaber, der i overvejende grad består i passiv pengeanbringelse og/eller udlejning af fast ejendom, er reglerne for generationsskifte m.v. restriktive. Aktierne i sådanne selskaber vil f.eks. ikke kunne overdrages skattefrit med succession til arvinger eller nære medarbejdere. Overdragelse med succession betyder, at sælger ikke beskattes i forbindelse med overdragelsen, men at køber indtræder i sælgers skattemæssige stilling og dermed overtager skattebyrden.

Efter de tidligere regler blev en virksomhed anset for at være en pengetank, hvis mindst 50 pct. af virksomhedens indkomst eller aktiver stammer fra finansielle aktiver eller udlejningsejendomme.

Men nu er der kommet nye regler. Grænsen er pr. 1. januar 2007 lempet til 75 pct. En virksomhed anses her efter først for en pengetank, hvis

- mindst 75 pct. af virksomhedens indtægter målt som et gennemsnit over de seneste tre regnskabsår stammer fra finansielle aktier eller værdipapirer, eller
- mindst 75 pct. af værdien af virksomhedens aktiver består i udlejningsejendomme, kontanter eller værdipapirer enten på overdragelsestidspunktet eller som et gennemsnit af de seneste tre regnskabsår.

Ændringen har betydning i følgende situationer:

- Overdragelse af aktier med succession i levende live.
- Udlodning af aktier fra et dødsbo med succession.
- Indbetaling på ophørspension i forbindelse med salg af selskab.
- Anvendelse af etableringskontomidler ved erhvervelse af et selskab.



pågældende person har positiv eller negativ kapitalindkomst.

Kildeskat på udbytter betalt i udlandet kan helt eller delvist fradrages i den danske skat afhængig af, hvordan dobbeltbeskatningsskiftet med det pågældende land er udformet.

Alle beviser i udenlandske investeringsforeninger, der beskattes efter lagerprincippet, kan erhverves for midler i virksomhedsordningen. Det gælder også, selv om foreningen investerer i aktier.

Andre beskatningsformer?

At udenlandske investeringsforeninger lagerbeskattes er kun et udgangspunkt.

Nogle udenlandske investeringsforeninger er ikke organiseret i selskabsform, hvilket betyder, at foreningerne er transparente. Der kan derfor blive tale om, at investor skal beskattes som om han selv ejer investeringsforeningens enkelte værdipapirer direkte, hvilket i praksis gør det umuligt at opgøre den skattepligtige indkomst korrekt.

Der findes også udenlandske investeringsforeninger, hvor beviserne beskattes efter de almindelige regler i aktieavancebeskatningsloven. Det kan være tilfældet for såkaldte close-ended investeringsforeninger, dvs. hvor foreningen ikke har en forpligtelse til at indløse investor.



Ericsson styrker markedspositionen

Teleudstørsproducenten Ericsson præsenterede et regnskab for nylig af blandet karakter, men det mest iøjnefaldende var forventningerne til 2007, som kan betegnes som konservative.

Danske Equities (DE) fastholder imidlertid købsanbefalingen og tror fortsat, at Ericsson vil være i stand til at overgå sektoren i 2007. Ericssons produkter er præget af høj teknologisk kvalitet og udvikling, og selskabet har et stærkt udgangspunkt for at kunne vokse i det meget store og stadigt voksende marked for mobiltelefoner med stigende kvalitetskrav.

Ericssons position ventes yderligere styrket af det kommende opkøb af amerikanske Redback, der også producerer teleudstyr, for om trent DKK 11 mia. Umiddelbart virker opkøbet dyrt, men det bliver opvejet af de strategiske synergier mellem de to selskaber.

DE vurderer, at det er muligt for Ericsson at styrke dets markedsposition indenfor IP NGN-netværk med opkøbet, idet producenten ikke selv kan udvikle dets IP-netværk for samme pris. I begyndelsen af januar 2007 gav de amerikanske konkurrencemyndigheder grønt lys til han-delen, som DE forventer vil bringe væsentlige vækstmuligheder i fremtiden.

DE's kursmål på aktien ligger på SEK 27,7 – 29,1 per aktie.



FOTO: SONY/ERICSSON



Volkswagen har skjulte værdier

Volkswagen er i dag den største bilproducent i Europa og nummer tre i verden med en produktion på 20.000 biler om dagen. Koncernen beskæftiger omkring 300.000 medarbejdere på 43 fabrikker verden over. Selskabet blev for nylig kåret som nummer et i USA, når det gælder miljøvenlighed af det anerkendte amerikanske analyseinstitut J.D. Power. De miljøvenlige biler fra Volkswagen sejrede blandt andet over hybridbilerne fra Asien.

Selskabets primære risici består blandt andet modgang i forbindelse med selskabets restruktureringsplan. Stigende materialeomkostninger, lønninger og omslag i produktiviteten samt tilbagevendende overinvestering, som har karakteriseret selskabet i det sidste årti, kan afholde selskabet fra fremskridt.

Volkswagen har imidlertid iværksat en omfattende restruktureringsplan, som skal forbedre den operationelle effektivitet, som Goldman Sachs (GS) har store forventninger til. Derudover mener GS, at værdien af lastbilproducenterne MAN og Scania ikke er afspejlet i den aktuelle aktiekurs. Ydermere vurderes det også, at den stærke ledelse i Porsche, som ejer 29,9 pct. af aktierne i Volkswagen, vil medvirke til at sikre forbedringer i selskabet, som danner basis for en sundere drift. GS forventer med baggrund i dette fortsat fremgang og en positiv nyhedsstrøm fra selskabet. GS' kursmål lyder på EUR 110.

Ekspert i trådløs kommunikation

American Towers er et selskab, der arbejder med infrastruktur i kommunikationsindustrien. Selskabet ejer, driver og udvikler trådløse kommunikations- og sendetårne i USA – og tilbyder et bredt spektrum af serviceydelser inden for kommunikationsindustrien.

Goldman Sachs (GS) anser sektoren for generelt at være attraktivt prissat i forhold til de langsigtede vækstperspektiver. Således venter GS langsigtede vækstrater i hhv. omsætning og EBITDA (indtjening før renter, skat og afskrivninger) på hhv. 5,6 % og 7,3 % – vækstudsigter,



Bang & Olufsen – stadig et stærkt brand

Bang & Olufsen (B&O) blev dannet i 1925 af Peter Bang og Svend Olufsen, hvis første opfindelse var en radio, der kunne køre med vekselstrøm. I dag betegnes selskabet som en international legende med omkring 2.500 ansatte, der formår fortsat at markere selskabets produkter ved det unikke design forbundet med enkel funktionalisme.

Det seneste år har B&O lanceret en del nye banebrydende produkter såsom det succesfulde BeoCenter 6, og ikke mindst lydsystemet til den tyske bilproducent Audi. Den kommende periode forventer Danske Equities (DE) endnu flere interessante produkter i B&Os portefølje, som blandt andet lanceringen af fjernsynet BeoVision 9.

B&O's seneste regnskab viste et resultat før renter og skat på DKK 240 mio. i første halvår, hvilket var 26 pct.

højere end DE's estimer. Til trods for det solide resultat nedjusterede B&O dets forventninger til omsætningsvæksten i andet halvår med baggrund i risici forbundet med selskabet, såsom aftagende udvikling i privatforbruget, hvor selskabet selv forudser en nedgang på det danske og engelske marked.

Trods nedjusteringen forventer DE, at den kommende periode tegner lyst for B&O-aktien, idet selskabet udover nye produktlanceringer kan vælge at forflytte produktionen til lande med væsentlig mindre omkostninger. I forbindelse med rapporteringen af resultatet for første halvår af regnskabsåret 2006/2007 opjusterede DE kursmålet til DKK 792, hvilket har baggrund i, at aktien stadig er billig i forhold til B&O's nærmeste konkurrenter.



som efter GS' vurdering ikke er afspejlet i den aktuelle markedsvurdering.

American Towers er investeringsbankens førstevalg i sektoren, da selskabet vurderes at have den bedste position og det mest gunstige forretningskoncept til at håndtere den massive vækst, der ventes

inden for trådløs kommunikation i dette og de kommende år.

GS hæfter sig ved flere kommende katalysatorer for selskabet. Bl.a. yderligere udbygning af det igangværende aktietilbagekøbsprogram; yderligere omkostningsbesparelser som følge af fusionen med Spectra-site i 2005 – samt muligheden for

yderligere vækst via international ekspansion i bl.a. Mexico, Indien og Brasilien.

GS' kursmål ved årets udgang er på 47 USD – et kurspotentiale på over 25 pct.



Olieprisen nærmer sig bunden

Det usædvanligt varme vintervejr på den nordlige halvkugle har sat sine spor på olieprisen det seneste par måneder. Forud for vinteren og i lyset af de høje oliepriser gennem 2006 havde en række lande garderet sig med en betydelig opbygning af oliereserver. Dette har kombineret med OPEC's foreløbige nedskæringer i produktionen øget reservekapaciteten samtidig med, at den globale vækst er på vej ned. Disse forhold lægger et nedadgående pres på olieprisen, her hvor foråret ikke er langt væk og den sæsonmæssige efterspørgsel efter olie typisk er relativt lav. Men hvor langt skal den nedadgående prisspiral fortsætte? Vi har spurgt Danske Banks råvareanalytiker, Arne Lohmann Rasmussen, der netop har nedsat bankens olieprognose til gennemsnitligt 60,5 dollars pr. tønde i 2007 som følge af det varme vintervejr.

»Det er vores vurdering, at OPEC vil forsøge at fastholde en disciplin i organisationen, som sikrer enighed om yderligere reduktioner i produktionen for at tvinge prisen op igen. OPEC har tidligere udmeldt, at man tilstræber en oliepris på mindst 60 dollars, da verdensøkonomien tilsyneladende ikke hæmmes mærkbart af priser på det niveau. Og selv om væksten i verdensøkonomien har toppet i denne omgang, er det vores klare vurdering, at der fortsat er og gennem resten af 2007 vil være en stærk strukturel efterspørgsel efter olie. På den baggrund forventer vi, at olieprisen stille og roligt vil stige i de kommende kvartaler. Men risikoen for at vi igen når 80 dollar pr. tønde som sidste år er dog blevet meget mindre de seneste måneder,« siger Arne Lohmann Rasmussen.

Højrentelande i lokal valuta

Danske Invest (DI) lancerer nu en ny investeringsforening med speciale i højtforrentede obligationer i Nye Markeder. Dette er i sig selv ikke noget nyt, da afdelingen DI Højrentelande har eksisteret siden oktober 2002. Denne afdeling investerer imidlertid primært i obligationer udstedt i USD eller EUR, så man ikke har den lokale valutarisiko.

Hvis man derimod er villig til at påtage sig den lokale valutarisiko, bliver man belønnet med en betydeligt højere rente, og det er fundamentet for den nye investeringsafdeling DI HøjrenteLande Lokal Valuta. Man skal dog være klar over, at den samlede risiko ved investering i denne afdeling er relativt høj, og derfor bør den kun udgøre en mindre del af porteføljen samtidig med, at man har en tidshorisont på mindst tre år.

Afdelingen investerer primært i statsobligationer og pengemarkedsinstrumenter udstedt i lokal valuta på de eksotiske obligationsmarkeder, men kan dog også investere i virksomhedsobligationer udstedt af virksomheder i det pågældende land.

Går vi 10–15 år tilbage var investering i Nye Markeders statsobligationer m.v. udstedt i lokal valuta forbundet med en noget højere risiko. Men i dag er den økonomiske situation i landene i de nye markeder forbedret markant på mange områder, og det sikrer en større stabilitet i rente- og valutakursudvikling.

Målet i den nye afdeling er at levere et højere afkast end det generelle niveau for højrenteobligationer i lokal valuta – udtrykt ved benchmarket JP Morgan Global Bond Index Emerging Markets Diversified. Dette benchmark har i perioden 2003–2006 givet et gennemsnitligt årligt afkast på 11,4 pct. Det skal tilføjes, at den del af indeksets valutaafhængighed, der direkte eller indirekte er knyttet til dollar, vil blive afdækket mod danske kroner.

Tegningsperioden er 12.–16. februar.

Aktiv Aktie Portefølje – Eksklusivt aktieprodukt

Danske Banks særlige produkt til risikovillige aktieinvestorer – Aktiv Aktie Portefølje (AAP) – er gået ind i sit fjerde år. Der er tale om et produkt, der er unikt på flere punkter.

AAP er en global aktieportefølje bestående af kun 10–15 aktier. Dette giver en mere fokuseret portefølje i forhold til en traditionel aktieportefølje i fx investeringsforeninger med global fokus, der typisk indeholder typisk over 100 forskellige selskaber. Med større fokus på et lille antal aktier investeres kun i selskaber, der i forhold til risikoen vurderes at repræsentere de bedste afkastmuligheder. I tilfælde af forventning om faldende aktiemarkeder er der mulighed for hurtig reduktion i aktieandelen. Der vil således være mulighed for at være kontant med op til 50% af den samlede porteføljeværdi.

Aktieudvælgelsen kan betegnes som stockpicking i sin rene form. Porteføljen er ikke styret af krav til sektor- eller regionsvægtning. Men for at kvalificere sig til porteføljen, skal en aktie opfylde række kriterier – og som udgangspunkt enten kunne kategoriseres som en valueaktie, der er billig på udvalgte nøgletal eller en vækstaktie, der i en periode udviser større vækst end det generelle marked.

Den enkelte kunde ejer selvstændigt de udvalgte aktier, som indgår i porteføljen. Dette indebærer også, at der modtages en nota i forbindelse med hver enkelt handel, og dermed opnås fuld indsigt i de dispositioner der foretages i AAP.

Kunden kan via sin nuværende investeringsrådgiver i finanscentret løbende få yderligere indsigt og baggrund for

de konkrete dispositioner i porteføljen. Herudover tilbydes kvartals- og årsrapporter, hvoraf performance og transaktioner fremgår. Desuden kan kunden på daglig basis følge udviklingen i sin Netbank, da aktierne ligger i eget depot.

AAP en fleksibel prisstruktur. Som udgangspunkt tilbydes en reduceret kurtage pr. transaktion kombineret med et performancefee, hvis afkastet er positivt, når året er gået. Alternativt kan vælges, at de enkelte handler løbende gennemføres uden omkostninger mod at betale et højere performancefee, hvis året er gået godt.

Med et mandat, der giver porteføljeforvalteren mulighed for en portefølje på kun 10–15 aktier, har han en unik mulighed for at implementere en særdeles fokuseret investeringsstrategi og dermed mulighed for at opnå et ekstraordinært afkast. En så snæver portefølje er imidlertid også ensbetydende med en højere risiko, og derfor anbefales AAP primært til risikovillige investorer med en tidshorisont på mindst 3 år.

AAP er produktet for investoren, der synes de traditionelle investeringsforeninger er for bredt fokuserede – men er tiltrukket af tanken om at selv at eje aktierne i en global aktieportefølje og samtidig være sikret en aktiv overvågning og styring af porteføljen, uden selv at skulle bruge tid og kræfter på det.

Der tages ikke hensyn til skattemæssige forhold i AAP.

Tegn en forsikring mod faldende aktier

I stedet for at sælge dine aktier, hvis du forventer faldende aktier/aktiemarkeder, kan du forsikre dig via optioner eller futures.

Via optioner kan man købe en forsikring mod kursfald på en aktie eller en aktieportefølje. Køberen betaler en optionspræmie og optionen udnyttes kun, hvis det er til købers gunst. Fordelen er, at optionskøberen højst kan tabe optionspremien, hvis forventningerne ikke holder stik, samtidig med at man bibeholder stigningspotentialt på aktien/aktieporteføljen. Optionspremien er afhængig af kursen på det underliggen-

de (spotkursen), optionens restløbetid, forventede kursudsving i det underliggende aktiv (volatiliteten), renten, eventuelle dividender samt fra hvilken kurs/indeksniveau, optionen kan udnyttes (strikekursen).

Via en futurekontrakt kan du opnå en såkaldt immunisering af en aktie eller aktieportefølje – dvs. du bliver immun over for kursfald på aktien/aktieporteføljen. Afdækningen er særdeles effektiv, uanset om aktien/markedet stiger eller falder. Futurekursen bestemmes af kursen på det underliggende, renten samt eventuelle dividender i futurekontraktens løbetid.

På optionen betales en præmie for at have begrænset tab samtidig med, at gevinstpotentialt bibeholdes. På futurekontrakten udlignes tabet/gevinsten af den modsatte bevægelse på aktien/aktieporteføljen – hvorved immunitet opnås.

Ønsker du en nærmere drøftelse af mulighederne, herunder de skattemæssige konsekvenser, kan du kontakte din investeringsrådgiver.

Du kan læse en mere detaljeret beskrivelse af anvendelsesmulighederne for optioner og futures i guiden i Netbanken (se s. 2).

Nye love for efterløn og folkepension

Et oplagt element i en velfærdsreform er, at se på folkepension og efterløn, da det er en ubestridelig kendsgerning, at vi lever stadig længere – og at vi de kommende år vil opleve, at de store efterkrigsgenerationer går på pension, og der vil være langt færre tilbage på arbejdsmarkedet. Et bredt forlig i Folketinget i fjor har nu udmøntet sig i nye love på en række punkter, hvoraf nogle allerede er trådt i kraft ved årsskiftet og andre træder i kraft de kommende år.

Vi vil i denne artikel af pladshensyn koncentrere os om folkepension og efterløn. Ønsker du at vide mere om de nye regler, som også omfatter delpension, arbejdsløshedsforsikring, seniorjob og fleksydelse, så kan du finde en mere detaljeret artikel i Netbanken (se s. 2 nederst).

Nye aldersgrænser bliver 62 og 67 år

En væsentlig del af velfærdsreformen går ud på, at hæve aldersgrænsen for retten til efterløn og folkepension for at imødegå den demografiske udfordring og den kendsgerning at den gennemsnitlige levealder stiger år for år.

Justeringerne kan opdeles i følgende overskrifter:

- Alderen for efterløn hæves gradvist fra 2019, så den i 2022 bliver 62 år fra i dag 60 år.
- Alderen for folkepension hæves gradvis fra 2024, så den bliver 67 år i 2027 (i dag 65 år). Efterlønsperioden vil dermed fortsat være 5 år.
- Alderen for efterløn og folkepension tilpasses fra og med 2025, hvis levealderen øges. Princippet er, at efterlønsperioden hele tiden skal være 5 år, og at den samlede maksimale periode på efterløn skal være upåvirket af ændringer i levetiden.
- Tilpasninger som følge af højere efterløns- og folkepensionsalder, herunder tilpasning af pensionsbeskatningslovens aldersgrænse på 60 år for udbetaling af pension.

Hvornår kan DU gå på efterløn og folkepension?

Personer, der er fyldt 48 år ved udgangen af 2006, dvs. er født før d. 1. januar 1959, berøres ikke af ændringerne og kan derfor gå på efterløn som 60-

årige og folkepension som 65-årige. Er du født senere bliver du derimod berørt, og i skemaet kan du se, hvornår du kan trække dig tilbage. Folk, der d. 31. dec. 2006 var 46 år eller yngre, vil opleve den maksimale forøgelse af aldersgrænsen. Det betyder dog ikke, at alle i denne gruppe, som naturligvis også har større chancer for at leve længere end de ældre, kan være sikre på, at aldersgrænserne for efterløn og folkepension ikke rykkes op endnu en gang.

Det er således hensigten med den nye lov, at aldersgrænserne for efterløn og folkepension på længere sigt skal følge den eventuelle stigende levetid for 60-årige. I 2015 vil man første gang beregne, om der skal ske regulering af aldersgrænserne og herefter hvert 5. år. Ændringer skal varsles med hhv. 10 år og 15 år. – dvs. at aldersgrænsen for efterløn tidligst kan reguleres fra 2025 og for folkepension i 2030.

Folk, der er født efter den 31. december 1962, kan således opleve, at aldersgrænserne for deres tilbagetrækning hæves endnu en gang.

Alder pr. 31 december 2006

ÅR	48	47 ½	47	46 ½	46	45	44
2018	60	59 ½	59	58 ½	58	57	56
2019	61	60 ½	60	59 ½	59	58	57
2020	62	61 ½	61	60 ½	60	59	58
2021	63	62 ½	62	61 ½	61	60	59
2022	64	63 ½	63	62 ½	62	61	60
2023	65	64 ½	64	63 ½	63	62	61
2024	66	65 ½	65	64 ½	64	63	62
2025	67	66 ½	66	65 ½	65	64	63
2026	68	67 ½	67	66 ½	66	65	64
2027	69	68 ½	68	67 ½	67	66	65
2028	70	69 ½	69	68 ½	68	67	66
2029	71	70 ½	70	69 ½	69	68	67
2030	72	71 ½	71	70 ½	70	69	68

Forklaring: Den gradvise forhøjelse af aldersgrænsen for efterløn og folkepension betyder, at den alder hvor man kan gå på efterløn (mørke felter) og folkepension (lyse felter) afhænger af ens alder pr. 31. december 2006.

KILDE:

BESKÆFTIGELSESMINISTERIET · WWW.BM.DK

Kan din pensionsopsparing følge med den stigende levealder?

Overordnet set går ændringerne i de nye love ud på, at aldersgrænsen for efterløn og folkepension hæves gradvist de kommende år for at kompensere for den gradvise forøgelse af den gennemsnitlige levealder. Det sker imidlertid i et tempo, som ikke er tilstrækkeligt, hvis man skal tro på førende videnskabs folk vurderinger af hvor meget levetidsalderen vil forøges de kommende år (jf. artiklen s. 4-9).

Hvis disse spådomme er rigtige, så taler det for, at de tommelfingerregler man i dag har for opsparing til pensionsalderen, langt fra er tilstrækkelige til at sikre en magelig alderdom.

Vi antager en person på i dag 35 år, som trækker sig tilbage som 67-årig – samt en række forudsætninger, der ligger til grund for pensionsberegninger generelt. Vi antager også, at han bliver 80 år. Han ønsker en årlig udbetaling fra ratepensionen på 250.000 kr. i 13 år. Det kræver en årlig indbetaling på 43.900 kr. i de 32 år indtil pensionsalderen. Bliver levealderen imidlertid hhv. 85 eller 90 år og ratepensionens udbetalinger skal matche, kræver det årlige indbetalinger på hhv. 54.200 kr. og 62.100 kr. Tænk over perspektiverne, hvis du bliver 100 år eller mere ...

Modelporteføljer for obligationer

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

Personbeskattede med tidshorisont 0 - 3 år								Pensionsbeskattede med tidshorisont 0 - 3 år									
			DB eff. rt.		Varighed		Hpr. ved 59% skat					DB eff.rt.		Varighed		Hpr. ved 0% skat	
% andel	Isin	Papir	Skat	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	% andel	Isin	Papir	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	
			45%	59%	Var.	Var.	12 mdr.	12 mdr.				0%	Var.	Var.	12 mdr.	12 mdr.	
20	927090	2 D.10DS08	2,86%	2,57%	0,90	0,89	2,77%	2,74%	5	927295	5 D43D0A38	5,33%	11,27	6,62	4,32%	5,24%	
50	927104	2 D.10DS09	3,03%	2,74%	1,88	1,82	2,59%	2,83%	20	926507	6 D.23DS32	5,66%	9,71	2,36	4,47%	4,77%	
20	927112	2 D.10DS10	3,04%	2,75%	2,85	2,70	2,39%	2,75%	35	927465	4.04Cibor6	-	-	0,39	4,28%	4,19%	
10	927392	3 D.26DS23	2,86%	2,41%	6,72	5,73	1,74%	2,56%	20	976113	4.27NYKcf5io16	-	-	2,83	4,57%	4,79%	
10	927376	4.26RDcf638	-	-	3,40	4,50%	4,74%										
10	927384	4.26RDcf6io38	-	-	3,76	4,54%	4,81%										
100			2,98%	2,68%	2,34	2,18	2,51%	2,77%	100					2,22	4,43%	4,60%	

Personbeskattede med tidshorisont 3 - 7 år								Pensionsbeskattede med tidshorisont 3 - 7 år									
			DB eff. rt.		Varighed		Hpr. ved 59% skat					DB eff.rt.		Varighed		Hpr. ved 0% skat	
% andel	Isin	Papir	Skat	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	% andel	Isin	Papir	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	
			45%	59%	Var.	Var.	12 mdr.	12 mdr.				0%	Var.	Var.	12 mdr.	12 mdr.	
30	927104	2 D.10DS09	3,03%	2,74%	1,88	1,82	2,59%	2,83%	15	927317	4 D.43D 38	4,94%	11,51	8,82	3,61%	4,80%	
20	927112	2 D.10DS10	3,04%	2,75%	2,85	2,70	2,39%	2,75%	20	927295	5 D43D0A38	5,33%	11,27	6,62	4,32%	5,24%	
25	927406	3 D.21DS18	2,92%	2,48%	4,69	4,27	2,01%	2,64%	10	926507	6 D.23DS32	5,66%	9,71	2,36	4,47%	4,77%	
25	927392	3 D.26DS23	2,86%	2,41%	6,72	5,73	1,74%	2,56%	15	927465	4.04Cibor6	-	-	0,39	4,28%	4,19%	
									20	976113	4.27NYKcf5io16	-	-	2,83	4,57%	4,79%	
									10	927341	4.51RDcf538	-	-	6,70	4,39%	5,23%	
									10	927384	4.26RDcf6io38	-	-	3,76	4,54%	4,81%	
100			2,96%	2,59%	3,95	3,56	2,20%	2,70%	100					4,47	4,31%	4,83%	

Personbeskattede med tidshorisont over 7 år								Pensionsbeskattede med tidshorisont over 7 år									
			DB eff. rt.		Varighed		Hpr. ved 59% skat					DB eff.rt.		Varighed		Hpr. ved 0% skat	
% andel	Isin	Papir	Skat	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	% andel	Isin	Papir	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	
			45%	59%	Var.	Var.	12 mdr.	12 mdr.				0%	Var.	Var.	12 mdr.	12 mdr.	
10	927104	2 D.10DS09	3,03%	2,74%	1,88	1,82	2,59%	2,83%	35	927317	4 D.43D 38	4,94%	11,51	8,82	3,61%	4,80%	
15	927112	2 D.10DS10	3,04%	2,75%	2,85	2,70	2,39%	2,75%	20	927295	5 D43D0A38	5,33%	11,27	6,62	4,32%	5,24%	
15	927406	3 D.21DS18	2,92%	2,48%	4,69	4,27	2,01%	2,64%	10	926507	6 D.23DS32	5,66%	9,71	2,36	4,47%	4,77%	
35	927392	3 D.26DS23	2,86%	2,41%	6,72	5,73	1,74%	2,56%	10	976113	4.27NYKcf5io16	-	-	2,83	4,57%	4,79%	
25	927430	4 D.23DS38	2,62%	2,03%	11,60	7,99	1,16%	2,25%	10	927341	4.51RDcf538	-	-	6,70	4,39%	5,23%	
									15	927384	4.26RDcf6io38	-	-	3,76	4,54%	4,81%	
100			2,85%	2,41%	6,52	5,20	1,83%	2,55%	100					6,05	4,17%	4,93%	

USA

I det seneste halve år har debatten gået på, om vi ville se en blød eller en hård landing i USA's økonomi i 2007. De seneste måneders data har imidlertid givet et helt andet positivt billede, og man kan nu nærmere tale om – ikke en blød landing – men en blød re-acceleration i væksten. Med faldende oliepriser, fortsat beskæftigelsesvækst og høje lønstigninger har den amerikanske forbruger trodset opbremsningen på boligmarkedet, og væksten i forbruget i slutningen af året var rigtig pæn. Oven i købet er der nu tegn på en vending i boligmarkedet, hvilket har medført et begyndende positivt stemningsskifte omkring amerikansk økonomi og pengepolitik. Fortsætter stemningskiftet til et mere positivt vækstbillede skal inflationen dog ikke overraske meget opad for at panderynkerne kommer frem igen hos den amerikanske centralbank.

Latinamerika

Den positive udvikling i priserne på metaller, mineraler og olie har understøttet eksporten i den råvareholdige region, og det har hjulpet væksten i de senere år. Samtidigt er der sket en kraftig politisk venstredrejning i lande som Venezuela, Bolivia, Ecuador og Argentina, hvor regeringerne udnytter opsvinget til at føre populistisk omfordelingspolitik i stedet for at fokusere på langsigtede strukturelle reformer – rettet mod forbedring af uddannelses-systemerne, afbureaukratisering af offentlige instanser samt bekæmpelse af korruption og kriminalitet. Det faktum at man ikke udnytter opsvinget til at gennemføre langsigtede reformer gør dele af regionen sårbar på længere sigt.

Europa

Euroland er kommet godt i gang vækstmæssigt, og har overrasket positivt i slutningen af 2006. Spørgsmålet er, om overraskelserne fortsætter i år. Vi tror det ikke. Tværtimod er der udsigt til et mere gennemsnitligt år for europæisk økonomi. Én af grundene til at især tysk økonomi overraskede positivt sidste år var momsforhøjelsen på 3% fra 1. januar 2007. Den førte til, at forbrugerne fremrykkede efterspørgslen til før nytår, og det skabte mere optimisme og forbrugsvækst, end den underliggende udvikling egentlig retfærdiggør. Selvom tysk økonomi er i fremgang, vil momsforhøjelsen sammen med den strammere pengepolitik og stærkere euro skabe lidt modvind i første halvår 2007. Tysk og europæisk økonomi er på vej tilbage i et mere normalt vækstleje.

Japan

Mistede den japanske forbruger pusten i slutningen af 2006? I løbet af efteråret har der været en stigende bekymring for om den japanske økonomi var ved at gå i sort igen. Bekymringen voksede på baggrund af en stadig strøm af svage indikatorer for det private forbrug samt skuffende væksttal. Flere ting peger dog på, at væksten ikke kører helt af sporet. Eksportbilledet ser fortsat pænt ud og industricyklen ser ud til at vende i første halvår. Dertil ligger den vigtige erhvervsstilsindikator (Tankan) stadig højt, hvilket vidner om en underliggende optimisme. Derfor forventer vi en, i japanske termer, pæn vækst i 2007. Men det bløde privatforbrug i andet halvår 2006 understreger, at Japan endnu ikke er helt i topform.



Sektor/selskab	Land	Anbefaling	Kurs 04.02.07	Kursændring i pct. Senes. md	År til dato
Energi					
Olie- og gastjenester					
BW Offshore	NO	Køb	28,2	7,6	7,6
Prosaf	NO	Hold	98,3	11,1	11,1
Acergy	NO	Køb	124,8	4,0	4,0
Seadrill	NO	Køb	103,0	nm	nm
Olie og gas					
DNO	NO	Køb	12,3	7,0	7,0
Fred. Olsen Energy	NO	Køb	281,0	-3,8	-3,8

Materialer					
Kemikalier					
Auriga Industries	DK	Hold	149,0	-6,0	-6,0
Novozymes	DK	Hold	496,0	2,1	2,1
Konstruktionsmaterialer					
H+H International	DK	Køb	1.965,0	6,8	6,8
Containere					
Brdr Hartmann	DK	Sælg	212,0	-6,6	-6,6
Papir & skovprodukter					
Holmen	SE	Køb	307,0	3,0	3,0
M-real	FI	Hold	5,4	12,9	12,9
Norske Skog	NO	Hold	116,5	8,4	8,4
SCA	SE	Køb	374,5	4,8	4,8
Stora Enso	FI	Hold	13,0	8,6	8,6
UPM-Kymmene	FI	Hold	20,3	6,0	6,0

Industri					
Fly & forsvar					
SAAB	SE	Køb	206,0	-1,9	-1,9
Byggeprodukter					
ASSA ABLOY	SE	Køb	156,5	5,0	5,0
Dantherm Holding	DK	Hold	106,0	1,4	1,4
Flügger	DK	Hold	761,0	4,3	4,3
Rockwool International	DK	Køb	1.080,0	23,6	23,6
Entrepenører					
FLSmidth & Co	DK	Køb	388,0	8,1	8,1
Højgaard Holding	DK	Hold	245,5	6,7	6,7
Monberg & Thorsen	DK	Hold	500,0	3,1	3,1
Per Aarsleff	DK	Køb	543,0	7,5	7,5
Elektronik					
NKT Holding	DK	Køb	522,0	4,5	4,5
Schouw & Co	DK	Hold	375,5	4,2	4,2
Vestas Wind Systems	DK	Køb	261,5	9,5	9,5
Maskinindustri					
Alfa Laval	SE	Køb	326,0	5,5	5,5
Atlas Copco	SE	Hold	228,0	-0,9	-0,9
Cardo	SE	Hold	271,5	4,4	4,4
Kone	FI	Hold	45,5	6,0	6,0
Metso	FI	Hold	40,7	6,5	6,5
Munters	SE	Hold	335,0	5,7	5,7
Scania	SE	Sælg	496,5	3,2	3,2
SKF	SE	Hold	135,5	7,1	7,1
Tomra Systems	NO	Køb	42,3	-1,6	-1,6
Trelleborg	SE	Køb	169,5	3,4	3,4
Volvo	SE	Køb	511,0	8,4	8,4
Handel og distributører					
Brdr. AO Johansen	DK	Køb	1.724,0	3,9	3,9
DLH	DK	Køb	115,0	8,5	8,5
Solar A/S	DK	Køb	618,0	1,6	9,8
Sanistål	DK	Køb	1.010,0	17,4	17,4
Serviceselskaber					
Gunnebo	SE	Hold	76,3	-3,5	-3,5
Securitas	SE	Køb	103,8	-2,4	-2,4
Transport					
A. P. Møller-Maersk	DK	Køb	57.500	8,1	8,1
Broström	SE	Køb	143,5	-4,3	-4,3
DFDS	DK	Hold	829,0	21,9	21,9
DSV	DK	Køb	1.001,0	-3,0	-3,0
Mols-Linien	DK	Køb	500,0	4,8	4,8
Torm	DK	Køb	374,5	1,1	1,2
SAS	DK	Hold	136,8	17,4	17,4

Forbrugsgoder					
Varige forbrugsvarer					
Bang & Olufsen	DK	Køb	742,0	1,9	1,9
BoConcept	DK	Hold	414,0	10,4	10,4
Ekornes	NO	Hold	150,0	4,9	4,9
Electrolux	SE	Hold	130,0	11,2	11,2
Husqvarna	SE	Hold	108,5	1,4	1,4
Fritid					
PARKEN Sport & Entertainm.	DK	Sælg	1.550,0	22,1	22,1
Royal Caribbean Cruises	NO	Køb	282,0	8,9	8,9
Tekstil & Beklædning					
IC Companys	DK	Køb	370,0	-2,6	-2,6
Medie					
Eniro	SE	Hold	91,8	1,4	1,4
Metro International	SE	Køb	10,7	17,6	17,6
MTG	SE	Hold	438,0	-2,7	-2,7
Observer	SE	Sælg	32,5	-16,0	-16,0

Schibsted	NO	Køb	256,0 Kurs	14,8 Kursændring i pct.	14,8
Forbrugsgoder, fortsat					
Detailhandel					
Hennes & Mauritz	SE	Køb	376,5	8,8	8,8
Fødevarer					
Carlsberg	DK	Hold	585,0	4,3	4,3
Cermaq	NO	Køb	101,0	11,0	11,0
Danisco	DK	Køb	462,0	-4,0	-4,0
EAC	DK	Hold	276,0	-12,7	-12,7
Harboe	DK	Hold	223,0	-3,0	-3,0
Pan Fish	NO	Køb	6,9	21,0	21,4
Royal Unibrew	DK	Hold	800,0	8,1	8,1
Orkla	NO	Hold	402	16,9	13,9

Sundhed					
Medico					
Coloplast	DK	Køb	494,0	-3,3	-3,3
Gethinge	SE	Køb	151,0	-1,6	-1,6
William Demant	DK	Køb	484,5	5,8	5,8
Biotechnologi					
ALK-Abelló	DK	Sælg	1.319,0	-6,5	-6,5
Bavarian Nordic	DK	Køb	555,0	-4,6	-4,6
Genmab	DK	Køb	374,0	-1,6	-1,6
Curalogic	DK	Køb	17,1	6,9	6,9
LifeCycle Pharma	DK	Køb	56,0	0,0	0,0
NeuroSearch	DK	Køb	329,0	2,3	2,3
Pharmexa	DK	Hold	18,4	5,1	5,1
Topotarget	DK	Hold	37,0	2,2	2,2
Medicin					
Lundbeck	DK	Køb	169,8	8,1	9,0
Novo Nordisk	DK	Køb	500,0	6,3	6,3

Finansielle selskaber					
Banker					
Amagerbanken	DK	Hold	422,0	12,8	12,8
DnB NOR	NO	Køb	93,1	5,2	5,2
Fionia Bank	DK	Hold	1.685,0	5,3	5,3
Forstædernes Bank	DK	Køb	865,0	0,0	0,0
Jyske Bank	DK	Sælg	444,0	10,7	10,7
Nordea	SE	Køb	110,0	4,3	4,3
Ringkjøbing Landbobank	DK	Hold	1.170,0	8,3	8,3
Roskilde Bank	DK	Sælg	654,0	-0,5	-0,5
SEB	SE	Køb	233,5	7,4	7,4
Spar Nord	DK	Sælg	143,5	5,1	5,1
Svenska Handelsbanken	SE	Hold	215,0	2,4	2,4
Sydbank	DK	Køb	292,5	8,3	8,3
Vestjysk Bank	DK	Hold	338,0	8,0	8,0
Forsikring					
Alm. Brand	DK	Køb	437	7,4	9,3
Codan	DK	Hold	512,0	-6,7	-6,7
TopDK A/S	DK	Køb	1.031,0	10,4	10,4
TrygVesta A/S	DK	Køb	470,0	8,9	8,9
Ejendomsselskaber					
Sjælsø Gruppen	DK	Køb	1.908	-3,7	3,1

Informationsteknologi					
EDB Business Partner	NO	Hold	57,5	4,1	4,1
Ementor	NO	Køb	50,5	43,5	43,5
HiQ	SE	Sælg	40,3	-4,7	-4,7
Semcon	SE	Køb	65,3	-4,4	-4,4
Teleca	SE	Køb	30,6	9,7	9,7
TietoEnator	FI	Hold	20,6	-15,8	-15,8
Software					
Fast Search & Transfer	NO	Sælg	16,7	7,1	7,1
Simcorp	DK	Køb	1.291	-3,7	-7,1
IBS	SE	Stæk Køb	25,0	-4,6	-4,6
ORC Software	SE	Køb	146,0	25,3	25,3
Telelogic	SE	Køb	15,0	-2,0	-2,0
Kommunikationsudstyr					
Eltek	NO	Køb	69,8	13,0	13,0
Ericsson	SE	Køb	27,4	-0,9	-0,9
GN Store Nord	DK	Hold	84,3	0,9	0,9
Nokia	FI	Køb	17,0	9,6	9,6
Tandberg ASA	NO	Hold	105,3	12,0	12,0
Tandberg Television	NO	Køb	97,9	25,2	25,2
Thrane & Thrane	DK	Køb	317,0	1,1	1,1

Teleoperatører					
Elisa	FI	Sælg	22,7	9,4	9,4
Tele2	SE	Køb	108,0	8,0	8,0
Telenor	NO	Hold	129,0	10,0	10,0
TeliaSonera	SE	Sælg	56,0	-0,4	-0,4

Forsyningselskaber					
Elværker					
Fortum	FI	Køb	21,0	-2,7	-2,7

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

Disclosure

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

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

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

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

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

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

Danske Banks analyser udarbejdes i overensstemmelse med Finansanalytikerforenings etiske regler og Børsmæglerforenings anbefalinger.

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

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