

A lighthouse stands on a rocky island, its light glowing in the dark, stormy sky. The foreground is dominated by a massive, curling wave with white foam, crashing against the shore. The overall mood is dramatic and turbulent.

INVESTERING

[FEBRUAR 2008]

TRANGE TIDER FOR AKTIEMARKEDET

– men der er lys forude

Magtskifte i verdensøkonomien
– udviklingsøkonomierne kommer!

Danske Analyse: Verden går ikke under

Pas på Clean Tech lige nu - køb KUL

Er din portefølje rustet til urolige tider?

Danske Bank

04	DANSKE ANALYSE: VERDEN GÅR IKKE UNDER
07	UDSIGT TIL RENTEFALD
08	TRANGE TIDER FOR AKTIEMARKEDET
12	MAGTSKIFTE I VERDENSØKONOMIEN
18	DEN ØKONOMISKE VEJRUDSIGT TYDER PÅ DÅRLIGT VEJR - ER DU KLÆDT RIGTIGT PÅ?
22	PAS PÅ CLEAN TECH I DENNE TID - KØB KUL
24	AKTIEANBEFALINGER - H&M, NOVO NORDISK, COLGATE, VODAFONE
26	FUTURESTRATEGI: SÆLG RUSSELL 2000 MOD S&P 500
29	SKAT - AKTIESPLIT, ÅRSOPGØRELSE, SELVANGIVELSE
30	VALUTAINVESTERING OG SKAT
32	KORT NYT
34	ÅRETS BEDSTE OPFINDELSER
36	RÅVARERNE KOLLAPSER IKKE
37	MODELORTEFØLJER FOR OBLIGATIONER
38	TEMPERATURER I VERDENSØKONOMIEN
39	AKTIEOVERSIGT

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

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

Redaktion: Niels Adelmark (ansvarshavende)
og redaktør Flemming Østergaard.
Redaktion afsluttet den 5. februar 2008

Grafisk design og produktion: Datagraf
Tryk: Rosendahls Bogtrykker

Forside: SCANPIX

TRANGE TIDER FOR AKTIEMARKEDET

Investering, nyheder og analyser i Netbanken

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

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

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

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

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

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

Straffespark

Recessionsfrygt har spillet en væsentlig rolle bag de store kursfald, men i høj grad også frygten for et finanskollaps i USA. Selv om *subprimelån* kun udgør 6,5% af de samlede realkreditlån i USA, og foreløbig kun 21 pct. af låntagerne ikke har været i stand til at betale. For problemet er, at mange af finansverdenens professionelle aktører ikke blot har købt obligationerne direkte, men med de famøse papirer som grundlag har gearret investeringerne via derivater.

Denne tendens til gearing har været kendetegnende for aktiviteten på de finansielle markeder de senere år, ikke blot blandt professionelle, men også private over hele verden med fx investeringslån eller belåning af friværdi til bolig/sommerhus nr. 2 eller 3 eller investeringer i værdipapirer. Et resultat af *Easy Money*-æraen, men den er slut nu, og det indebærer afvikling af mange gearede forretninger på de finansielle markeder og ejendomsmarkeder rundt omkring.

Situationen forværres af den fortsatte mistillid i finanssektoren, især i USA, som tvinger bankerne til at stramme op på de generelle lånebetingelser. En uheldig cocktail, som kan forværre krisen. En slem *Credit Crunch* i USA vil gøre særlig ondt på forbrugerne, der har drevet USA's økonomi de senere år (72 % af BNP i 07) - men i høj grad for lånte midler. Forbrugernes gæld er tredoblet på 10 år, og er nu tre gange større end den private sektors BNP.

Hvad gør man?

Hvad gør man som investor i sådan et marked? Flere obligationer, færre aktier. Tænk defensivt og gå efter de store selskaber, hvis forretningskoncept og geografiske spredning sikrer en solid indtjening også i nedgangstider. Bankens aktiestrateg har udpeget fem stærke temaer at gå efter.

Clean Tech-aktier bør man neddrogse, og i stedet skele til kulrelaterede aktier, da meget taler for, at en langt større brug af kul er den mest nærliggende mulighed for at dække klodens stærkt voksende energibehov mange år frem, især i Kina og Indien.

Netop udviklingsøkonomierne er et tema i sig selv, da deres børsmarkeder hidtil har klaret sig langt bedre end de udviklede markeder i al balladen. Nogle mener, at det blot er et spørgsmål om tid, før Emerging Markets (EM) falder med et brag. Mens andre mener, at dels vokser EM i stigende grad via massiv vækst i den indenlandske økonomi og øget intern samhandel i regionen. Dels kan nedturen i USA og Europa faktisk være en fordel, fordi det vil tvinge disse regioners selskaber til at rationalisere for at klare sig i den globale hårde konkurrence – og det vil indebære øget outsourcing. Samtidig tvinger en hård økonomisk nedtur typisk et land til at købe flere lavprisprodukter fra EM.

Vi får se. Der er mange usikre momenter, men det er værd at erindre om, at aktiemarkedet reagerer før realøkonomien og derfor skal man øge sine aktieeksponeringer, når det ser værst ud. Men der er vi ikke endnu, så måske skal man holde sig helt væk.

Fodboldmålmand og investorer

Forstil dig, du er fodboldmålmand og står over for et straffespark. Skal du gå til venstre, højre eller blive stående i midten? Ifølge en stor undersøgelse i international topfodbold går 94 pct. af de professionelle målmande til en af siderne. Men samme undersøgelse viser også, at skuddene er ligeligt fordelt med en tredjedel til hhv. venstre, midten og højre. Det taler naturligvis for, at målmanden bliver stående i midten. Men selv et kendskab til denne statistik vil næppe få mange flere målmande til at blive stående – de føler ganske enkelt, at de ikke bare kan forholde sig passivt afventende.

Erfaringer og undersøgelser af investorernes adfærd på aktiemarkedet viser, at de også har en klar tendens til altid at *gøre noget* via aktive investeringer - selv i perioder med så stor usikkerhed, at det bedste måske i virkeligheden er, at trække sig ud af markedet og afvente situationen indtil, der tegner sig et mere klart billede.

Velkommen til 2008!



Danske Analyse:

Verden går ikke under

Danske Banks makroøkonomer tror ikke, at USA ender i recession, men erkender dog, at risikoen er steget på det seneste.

En recession er i makroøkonomi normalt defineret som et fald i et lands reale bruttonationalprodukt i to eller flere følgende kvartaler.

WIKIPEDIAS DEFINITION

Recession. Sjældent har et enkelt ord skabt så meget ballade. Nogle økonomer og store investeringsbanker tog i starten af året konsekvensen af nogle lidt værre end ventede økonomiske nøgletal for USA og erklærede, at det var den tilstand, verdens største økonomi var på vej ind i. Pludselig var ordet på alles læber, og det var benzin på det bål, der i forvejen ulmede på verdens børsmarkeder. Aktiekurserne styrteddykkede over en bred kam, og dommedagsprofeterne kom på banen.

Den altid provokerende cheføkonom hos Morgan Stanley, Stephen Roach, mener, at vi muligvis står over for en recession i USA, der bliver »alle recessionsmoder«, og som vil ramme resten af verden hårdt. Mens universitetsøkonomerne Carmen Reinhart fra Maryland og Kenneth Rogoff fra Harvard advarer imod, at den øjeblikkelige finanskriser kan udvikle sig til at blive mindst lige så slem som de fem værste finansielle kriser i den industrialiserede

verden siden 2. verdenskrig – og sker det, taler alt for en langvarig økonomisk nedtur i USA med Japan som skrækeksemplet.

Vanskelig fase at forudsige

USA-analytiker i Danske Analyse, Peter Possing Andersen, deler imidlertid ikke disse pessimistiske synspunkter.

»Vi befinder os i en fase, hvor det er uhyre vanskeligt at sige, om amerikansk økonomi er på vej ind i en moderat, cyklisk afmatning eller en decideret recession, da de to scenarier ligner hinanden meget i starten. Ganske vist indikerede de økonomiske data tidligere på året, at afmatningen kom hurtigere end ventet, men vi er endnu ikke overbeviste om, at USA er på vej ind i recession,« siger Peter Possing Andersen, som dog anser sandsynligheden for at være steget til omkring 40 pct.

Privatforbruget i USA, der sidste år udgjorde ikke mindre end 72 pct. af BNP, er en afgørende faktor, men da



» Der er mange store kræfter
i spil, som gør det vanskeligt
at sige, hvor galt det går.«

PETER POSSING ANDERSEN



den netop handler om menneskelig adfærd og psykologi, er den yderst vanskelig at spå om. Afgørende for forbrugernes lyst til at bruge penge afhænger imidlertid af situationen på arbejdsmarkedet – og dermed indkomst udviklingen. Et afgørende fingerpeg om retningen i amerikansk økonomi kan man derfor få fra de såkaldte initial jobless claims, der offentliggøres hver torsdag. Denne rapport fortæller, hvor mange mennesker, der har søgt understøttelse ugen forinden. De seneste uger har tallet ligget omkring 300.000 pr. uge, men stiger det til 350.000-400.000 signalerer det en recessionslignende tilstand i økonomien.

Men der er vi altså ikke endnu, så det er ikke situationen på arbejdsmarkedet, der giver anledning til bekymring lige nu. Men det er der så mange andre ting, der gør:

- Energipriserne er på et historisk højt niveau, og vi har endnu ikke set den fulde forbrugseffekt.

- De store kursfald på aktiemarkederne betyder udhuling af forbrugernes formuer og har også en negativ effekt.
- Huspriserne i USA er for nedadgående og vil formentlig være det længe endnu. Den seneste statistik viste, at medianprisen for et en-families hus faldt i 2007 – for første gang i 40 år.
- Finanskrisen, der netop har sit udspring i et overbelånt amerikansk boligmarked, er endnu langt fra ovre, fordi ingen har et overblik over hvilke banker, der har tabt og hvor meget – og derfor har bankerne strammet op på kreditgivningen. Skrækscenariet er et sammenbrud i det finansielle system.

Der er med andre ord grund til bekymring. Og den amerikanske centralbank har i den forgangne måned i høj grad vist, at den hører til de mest bekymrede.

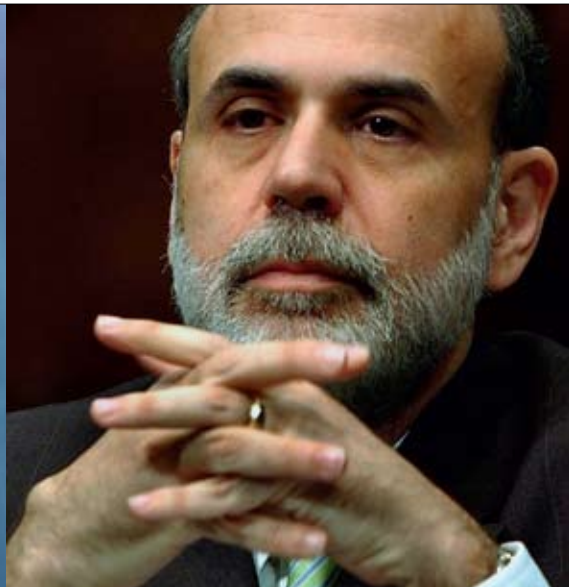
Tidlig udskiftning

Når man oplever sit favorithold i fodbold komme bagud og have svært ved at få spillet til at fungere og skabe de nødvendige chancer, så er det meget frustrerende, hvis træneren venter indtil 10 minutter før tid med at sætte en ny, stærk spiller på banen. Det er svært at skabe mirakler på 10 minutter.

Træneren er selvfølgelig i et dilemma. Skifter han for tidligt ud, og kampen alligevel tabes, så får han kritik for det – især hvis den indskiftede spiller gør sig uheldigt bemærket. Holdets rygte blev ødelagt, og det er trænerens skyld. Foretager han den sene udskiftning, som i virkelighedens verden forekommer så ofte, at det virker som obligatorisk lærdom på trænerskolen, så er det naturligvis også galt, hvis det ikke fører til udligning eller sejr.

Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, overraskede alt og alle, da de foretog en tidlig udskiftning d. 22. januar. Ikke blot var rentenedsættelsen

»



Centralbankchef i USA, Ben Bernanke, er bekymret. Han skal med pengepolitikken bidrage til at afværge et sammenbrud i det finansielle system og en langvarig økonomisk krise uden at inflationen løber løbsk.

» på 0,75 procentpoint den største siden 1982. Den kom også imellem de ordinære møder i den pengepolitiske komité (FOMC), der ellers i mange år har haft tradition for at være den platform hvorfra markante ændringer i pengepolitikken præsenteres. Desuden kom den kun otte dage før det næste ordinære FOMC-møde. Hvor der så mindst igen blev lanceret en rentenedsættelse – denne gang på et halvt procentpoint. To tidlige udskiftninger på otte dage.

Centralbanken sætter nemlig renten ned på et tidspunkt, hvor man ikke med sikkerhed kan sige noget præcist om kampens udfald – om USA er på vej i recession eller ej. Har Federal Reserve (Fed) ændret spillestil?

»Som udgangspunkt signalerer Fed's adfærd, at det ikke udelukkende er makrodata, der får dem til at reagere. Det er nemlig umuligt allerede nu at sige med sikkerhed, om USA er på vej i recession og centralbanken er længere fremme i rentenedsættelserne end normalt, hvis man sammenholder med data. Den egentlige baggrund er derfor enten frygten for, at den aktuelle finanskriser resulterer i et kollaps i det finansielle system, hvilket vil få store realøkonomiske konsekvenser ikke blot for USA men for hele verdensøkonomien. Eller også er vi vidne til »en ny spillestil« – et paradigmeskifte i den amerikanske pengepolitik, hvor udgangspunktet er, at hvis vi tror, det hele bliver meget værre, så er

der størst fordel i at ændre pengepolitikken nu frem for at vente til senere, hvor data måske alligevel vil vise, at det gik, som vi frygtede. I så fald vil det være en fordel, at have foretaget de pengepolitiske ændringer allerede, idet pengepolitikken, udover en vis psykologisk effekt, først virker med adskillige måneders forsinkelse på økonomien,« siger analytikeren.

Han påpeger, at ulempen for Fed ved dette tidlige træk er, at netop fordi pengepolitikken virker med forsinkelse, kan banken komme i klemme i 1. halvår. De økonomiske data vil nemlig fortsat se dårlige ud, og af inflationshensyn vil Fed ikke have flere kort at spille.

»Fed's seneste aggressive fremfærd tyder på, at de hellere vil være på den sikre side, og give økonomien rigeligt med stimulans. Derfor tror vi, at der kommer en yderligere rentenedsættelse på 50 bp i marts og efterfølgende 2 gange 25 bp,« siger Peter Possing Andersen, som ikke tror, at inflationen løber løbsk i det scenario, selv om kerneinflationen i USA ligger tæt på den øvre grænse for, hvad der er acceptabelt.

Fordel for bankerne

For de hårdt trængte banker, der ret beset er økonomiens livsnerve, er betydelige rentenedsættelser en vigtig håndsækning. Herved »stejler rentekurven« – dvs. der bliver større forskel på renter med kort og lang løbetid. Det er vigtigt og likviditetsfremmende for

bankerne, der typisk selv sørger for at låne kort og udlåne langt.

Lykkes det at afværge en drastisk forværring af finanskrisen, så er der lagt et vigtigt fundament for, at USA og verdensøkonomien som helhed kommer nogenlunde helskindede ud af lavvækstperioden.

»Der er mange store kræfter i spil, som gør det vanskeligt at sige, hvor galt det går. Men vi tror fortsat på, at finanskrisen gradvist opblødes, USA undgår recession, og vi vil se en stabilisering i amerikansk økonomi i 2. halvår. Kigger vi ind i 2009, skal man ikke forvente en årlig vækstrate på 3-4 pct. 2,5 pct. er mere sandsynligt, selv om boligmarkedet muligvis stabiliseres, idet netop effekten fra nedturen i huspriserne virker med betydelig forsinkelse på forbrugernes adfærd og dermed i mange måneder fremover vil trække 0,5-0,75 procentpoint ud af privatforbruget,« siger Peter Possing Andersen.

Effekten på konkurrenceevnen som følge af den markant svækkede dollar virker i øvrigt også med mange måneders forsinkelse, faktisk helt op til et år. Derfor er der udsigt til en pæn vækst i amerikansk eksport i en længere periode fremefter, som kan reducere USA's store underskud på handels- og betalingsbalancen. Faktisk har amerikanske eksportører haft et konkurrenceevneproblem siden den seneste globale finanskriser i 1998, hvor mange lande devaluerede.

Finanskrisen lever stadig

Finanskrisen tvinger Fed til flere rentenedsættelser. Obligationsrenterne vil vise en faldende tendens herfra, mener chefanalytiker.

Det er ikke uden grund, at det er USA, der har det sværest i denne tid. I ingen andre lande er recessionsspøgelset og finanskrisen så truende. Forklaringen er den enkle, at ingen andre i samme omfang har levet over evne – og investeret over evne.

Nu skal regningen betales. Og tilsyneladende hjælper den amerikanske centralbank med at betale den via hurtige og store rentenedsættelser, mens Bush-regeringen i øvrigt spæder til med skattelettelser. De store finansielle institutioner i USA har naturligvis ikke delt profitten på deres gearede, højtforrentede investeringer med offentligheden undervejs, og det forekommer urimeligt, at centralbanken (og statsfinanserne) i USA nu skal hjælpe med at trådene ud, når regningen for fejlslagne investeringer melder sig. Ikke blot er det i strid med tankegangen i den frie markedsøkonomi, det er vel heller ikke centralbankens opgave?

»Federal Reserve kan naturligvis ikke tillade sig at hjælpe en enkelt institution, det er ikke bankens opgave. Men Fed befinder sig i et dilemma. For hvis en af de meget store finansielle aktører går ned, så vil det have effekter, der forplanter sig gennem hele systemet og fører til generelle kreditstramminger. Så i sidste ende er det manden på gaden, der skal betale prisen – hvilket i øvrigt også vil medvirke til at forværre den realøkonomiske krise. Så Fed skal forsøge at finde den rette dosering af pengepolitiske indgreb under hensyntagen til flere forhold,« siger Allan von Mehren, der er chefanalytiker i bankens analyseafdeling for international makroøkonomi og rentestrategi.

Monolines

Der er enighed blandt økonomer om, at det næppe er makroøkonomiske for-

hold, der fik Fed til at sætte renten så drastisk ned i januar, men snarere netop kendskabet til finansielle institutioners vanskeligheder. Fx de såkaldte Monolines. Det er obligationsforsikringsselskaber, som sørger for, at obligationsejeren får sine penge, hvis låntageren bag obligationen ikke kan betale.

Monolinernes problemer opstod med erkendelsen af, at tabene på subprimelån ville blive langt større end hidtil antaget. Det førte til generelle spændudvidelser på kreditmarkederne, nedjusteringer af obligationers kreditvurderinger generelt – og dermed steg værdien af forsikringerne for dem der havde købt dem, mens forsikringsselskaberne pludselig måtte indse, at det de havde fået for obligationerne slet ikke var nok. Sådan er forsikringsbranchen jo indimellem, men problemet var i dette tilfælde omfanget som var – og er – så stort.

Lavineeffekt

Monolinerne er i øvrigt også selv ved at blive nedjusteret af kreditvurderingsbureauerne, hvilket vanskeliggør situationen. Problemet er, at man risikerer en lavineeffekt i, at downgrades af monoliner vil give downgrades af de obligationer de har forsikret med efterfølgende kursfald. Det er forstærket af, at visse investorer, der kun må investere i AAA-papirer, vil være nødt til at sælge de underliggende aktiver. Det vil så give yderligere kursfald og yderligere tab i blandt andet bankerne. Med andre ord en udvikling, der kan forværre kreditkrisen markant – så Fed's rentecut er på den baggrund retfærdiggjort.

Allan von Mehren tror, at Fed sætter renten yderligere ned med et procentpoint i løbet af de kommende møder.

»Ben Bernanke (Fed-chef) er fortaler for en risikostyringstilgang, hvor et



Chefanalytiker Allan von Mehren

meget negativt scenario kan få stor vægt i rentebeslutningen – også selv om sandsynligheden for scenariet er lille. Hvis der fx kommer en bølge af tvangsauktioner og kraftigt stigende arbejdsløshed i USA får det en snebold-effekt, hvor økonomien nemt kan hænges fast i en lavkonjunktur. Dette scenario vil Fed forsikre sig mod via kraftige rentenedsættelser,« siger han.

Faldende obligationsrenter

Udsigten til flere rentenedsættelser fra Fed samt en løbende forværring af nøgletallene vil sende obligationsrenterne i USA længere ned, hvis vi ser 3-6 mdr. frem – med risiko for yderligere dollarsvækkelse.

Også i Europa tror chefanalytikeren på, at renterne i takt med faldende økonomisk vækst vil falde lidt, mest i den korte ende – men ECB ventes ikke at sætte renten ned før i andet halvår. Danske renter ventes at følge eurorenterne.

Trange tider for aktiemarkedet

Det ser sort ud for aktiemarkedet i første halvdel af 2008, men i den anden halvdel lysner det. Læs vurderingen fra bankens aktiestrateg.

Den første måned i det nye år bød på et veritabelt stormvejr for aktieinvestorerne. Kurserne blæste ned over en bred kam i det globale aktiemarked, i hvert fald i de udviklede lande. Emerging Markets har foreløbig holdt imponerende stand (se s. 12).

Årsagen til balladen har været en forværring af nøgletallene for amerikansk økonomi. Og det fik pludselig mange til at frygte, at USA er på vej i recession. ISM-indekset, der er en god indikator for erhvervslivets forventninger til fremtiden, tog et voldsomt dyk for december. Arbejdsløsheden er på kort tid vokset til det højeste siden 2005, og mange er tvunget på deltid, fordi virksomhederne lige vil se tiden an, før en større fyringsrunde lanceres. Samtidig er olieprisen på rekordniveau, byggeriet er i krise, forbrugerne strammer tydeligt livremmen ind, og huspriserne fortsætter nedad.

Alligevel fastholder økonomerne i Danske Analyse, at USA vil klare skærene, men erkender dog, at risikoen for en recession er steget. Investeringsbankerne Goldman Sachs og Merrill Lynch mener, at den amerikanske recession allerede er en realitet.

Den amerikanske centralbank har al-

lerede markeret sig med en usædvanlig aggressiv pengepolitik i form af rentenedsættelser på foreløbig 1,25 procentpoint – hvilket udtrykker stor bekymring. Men selv det har ikke været nok til at bremse nedturen på aktiemarkederne, hvor stemningen er helt i bund.

Sagen er, at der er for meget usikkerhed om fremtiden. Dels om den rent makroøkonomiske situation. Dels om finanskrisens mulige omfang. Det kan således ikke udelukkes, at mistilliden i det amerikanske finansielle system begynder at føre til en generelt stærkere kreditopstramning, og så har vi for alvor en situation, der begynder at gøre ondt på økonomien.

Hvad sker der nu?

Umiddelbart ser det ikke godt ud for 1. halvår med huskrisen, oliepriserne, kreditkrisen sammen med den generelle afmatning m.v. Og med meldingerne fra den snart overståede regnskabsårssæson må aktieanalytikerne nedjustere deres indtjeningsforventninger drastisk.

»Vi er i en situation nu, hvor volatilitet og frygt for alvor er sluppet løs. Det vil tage en rum tid, før tilliden i de

globale aktiemarkeder er genopbygget. Vi fastholder, at S&P 500 om tre måneder ligger i 1350, men test af nye bundniveauer er forventeligt inden da. Vi har dog nok set de største fald nu, så det er muligt at gå ind og købe ind i visse dele af aktiemarkedet, som har overreageret,« siger Morten Kongshaug, aktiestrateg i Danske Bank.

Han påpeger dog samtidig, at vi jo i sagens natur ikke kender den amerikanske centralbanks egentlige bevæggrunde for de drastiske rentenedsættelser. I princippet kan Fed have kendskab til en stor banks truende kollaps, og ønsker derfor med rentenedsættelserne at levere den likviditetsindsprøjtning, der kan blive redningen for dermed at undgå en katastrofal udvikling i den finansielle sektor. Kongshaug vælger imidlertid at tro, det ikke er tilfældet.

»Vi forventer, at Fed's aktioner blot sigter mod at gøre USA's nedtur så kortvarig som muligt. Men vi må dog også samtidig erkende, at de dårlige nyheder om økonomiens tilstand i USA hober sig op,« siger aktiestrategen, og tilføjer, at man dog stadig ikke kan sige noget præcist om, hvordan forbrugerne vil agere her i årets første kvartal.



Morten Kongshaug,
aktiestrateg i Danske Bank

Hvad angår den globale økonomi, så mener han, at den seneste tids kursfald på de globale aktiemarkeder indikerer, at Europa og Asien snart ikke længere vil være i stand til at dekode sig fra USA's traditionelle rolle som førerhund i verdensøkonomien. Vigtigt at holde øje med i den forbindelse er, om det amerikanske husfald for alvor begynder at sætte gang i lignende tendenser i de øvrige lande, hvor tilsvarende prisfester har løftet boligmarkederne.

»Og så er der stadig nedjusteringer af virksomhedernes indtjening i vente i de kommende måneder. Og selv om markederne allerede har reageret på

dette, så vil de faktiske nedjusteringer bevare nervøsiteten i markedet og forhindre et bullmarked.«

Det bliver et »V« – måske ...

Det helt store spørgsmål er naturligvis, hvor galt det vil gå. Bliver det en kort eller lang nedtur i både økonomien og aktiemarkederne? Reelt arbejdes der med to hovedscenarier i økonomernes verden. »V« og »L«. I »V«-scenariet, som alle håber på, formår USA lige akkurat at klare sig fri af recession og rejser sig allerede i 2. halvår.

I »L«-scenariet ser det anderledes dystert ud. Nedturen i verdensøkon-

mien bliver som bogstavets form indikerer betydeligt hårdere. Den globale økonomi vil ligge tæt på recession, men det værste er, at det blot er starten på en krise, som vil strække sig over flere år – et mønster, som japanerne med gru kan nikke genkendende til.

Ser man tilbage i historien, så er det ikke opmuntrende at notere sig, at en kombineret finans-/boligkrise typisk strækker sig over en betragtelig periode. Huskrisen i USA har reelt været siden sommeren 2006, men priserne er faktisk ikke begyndt at falde før indtil for få måneder siden. Finanskrisen vil have en forstærkende effekt på huskrisen via opstramningen af kreditbetingelser for husholdninger og virksomheder. Yderligere prisfald på huse kan meget vel ligge forude, og dette vil udhule købekraften hos de amerikanske forbrugere, som over det seneste årti har vænnet sig til at bruge lidt mere og spare lidt mindre op år efter år.

Det er på baggrund af de nuværende økonomiske data umuligt at sige med sikkerhed om det bliver et »L« eller et »V«. Denne usikkerhed vil præge aktiemarkedet og resultere i store udsving og en generel nedadgående tendens i de kommende måneder. Alligevel er

»



» bankens aktiestrateg og økonomerne i Danske Analyse optimister.

Kendsgerningen er nemlig, at mange forhold taler for, at det hele ikke bliver hverken slemt eller langvarigt. Selskaberne i USA (ekskl. finans) er således i en langt sundere tilstand end normalt på tærskelen til en lavvækstperiode. En sund erhvervssektor betyder, at arbejdsmarkedet vil forblive stærkt nok til, at husholdningsindkomsterne fortsat kan vokse med 4-5 pct. Den kombinerede finans-/huskrise vil få hjælp til at blive vendt rundt i år via penge- og finanspolitik og måske lavere energipriser. Den globale økonomi er også generelt i god form – og understøttet af den stærke vækst i de store udviklingsøkonomier (BRIC) – og dette vil støtte amerikansk eksport, som allerede nu får en hjælpende hånd fra den faldende dollar.

»Selv om risikoen for et »L« er steget, så forventer vi stadig et V-opsving i amerikansk økonomi, som materialiserer sig i andet halvår. Og når det bliver synligt for investorerne vil vi igen få en stabil situation, hvor valueringen og ikke usikkerhed er den afgørende drivkraft for aktiemarkedet,« siger Morten Kongshaug, der som udgangspunkt tror, at S&P 500 vil slutte året omkring 1500. Han har følgende gode råd til investorerne:

- Hvis du ikke har solgt aktieeksponering fra nu er det sandsynligvis for sent
- Hvis du har for mange små illikvide aktier skal de gode dage i aktiemarkedet bruges til at reducere. Køb store aktier!
- Hvis du har for mange konjunkturfølsomme aktier skal du bruge dage med økonomisk optimisme til at reducere. Køb defensivt!
- Hvis du har for mange danske aktier så skal du bruge gode dage i det danske marked til at reducere. Køb europæisk!

Derudover peger han på fem stærke temaer, der kan stå distancen i det aktuelle marked:

Investeringstemaer og nordiske aktieanbefalinger

TEMA	Defensive kvaliteter	Strammere monetære betingelser	Globalisering	Pricing power	Potentiale for højere P/E
Danmark	Novo Nordisk [Køb]	TrygVesta [Køb] SimCorp [Køb]	FLS [Køb] NKT [Køb]	IC Companys [Køb] William Demant [Køb]	TopDanmark [Akkumulér]
Sverige	Swedish Match [Køb]	Svenska Handelsbanken [Køb]	Sandvik [Køb]	Hennes & Mauritz [Køb]	TeliaSonera [Akkumulér]
Norge	Ekornes [Køb]	DNB Nor [Køb] Ekornes [Køb]		Prosafte [Køb]	DNB Nor [Køb]
Finland	Kesko [Køb]	Nokia [Køb]	Metso [Køb] Outotec [Køb] Wärtsilä [Køb]	Fortum [Køb]	Nokia [Køb]

KILDE: DANSKE MARKETS EQUITIES

Fem stærke temaer

Defensive kvaliteter

Recssionsrisikoen i USA er ifølge Morten Kongshaug den største hindring for, at aktiemarkedet kan klare sig godt. Han forventer, at vækstkrise i USA vil sprede sig globalt via kreditkrise og dollaren. Generelt er aktiemarkedets forventninger til selskabernes indtjening for høje, og vi vil i de kommende måneder se estimerne for de cyklisk følsomme sektorer blive nedjusteret. Det anbefales at se efter selskaber med

- høj stabil dividende
- lave indfortjeningsforventninger for i år i forhold til 2007
- lav markedsbeta – dvs. selskabernes kursudvikling skal være relativt ukorreleret med den generelle markedsudvikling.

Strammere monetære betingelser

Samlet set oplevede det globale finansielle system i 2. halvår 2007 en af de værste tillidskriser i nyere tid. Strammere finansielle kreditstandarde er en følgevirkning, vi oplever nu, og det vil sende låneomkostningerne op i 2008, som centralbankernes opstramninger gjorde det i 06-07. De selskaber, som aktiestrategen ser efter på dette tema er dem med

- lav og stabil finansiell gearing
- et salg der ikke baserer sig på, at kunderne skal låne penge
- begrænset følsomhed over for byggesektoren

- finansielle selskaber, som er i stand til at hæve deres rentemarginal og dermed kompensere for øgede tab på udlån

Globalisering

Globalisering har været et stort tema siden 2003, og det har spillet en væsentlig rolle for den høje vækst i udviklingsøkonomierne (via outsourcing fra Vesten, udenlandske investeringer, eksportvækst), som er langt sundere og mere politisk stabile end for blot få år siden. På dette tidspunkt i globaliseringsprocessen skal man være forsigtig med investeringer, der baserer sig på yderligere globaliseringsgevinster. Men Kongshaug mener stadig, temaet er stærkt, hvis man koncentrerer sig om selskaber med

- høj procentdel af salget i Asien
- høj eksponering mod kapitalinvesteringer i minedrift og energi
- en høj grad af energieffektiv produktion eller produkter som vil øge energieffektiviteten

Pricing power

Kvalitetsselskaber med pricing power – dvs. mulighed for at hæve prisen på deres produkter/ytelser – er også interessante, hvis de kan findes i det aktuelle marked, hvor væksten i salgsvolumen er aftagende, inputpriserne (løn, råvarer, olie) er accelererende og stærke lokalvalutaer, som presser salgs-

priserne ned lokalt. Man bør se efter selskaber, som

- er i stand til at holde høje priser i forhold til omkostningerne
- vil nyde godt af billigere importpriser som følge af stærke lokalvalutaer
- har tilstrækkelig ledig kapacitet, så investeringer ikke er påkrævet

Højere P/E

I de senere år har vi kun på nogle få dele af markedet oplevet, at investorerne er villige til at betale en højere kurs pr. indtjeningskroner – dvs. en højere P/E. Det er især på Emerging Markets, at det har fundet sted i stor stil, mens vi faktisk har oplevet et fald i P/E på det brede marked i USA og Europa. De globalt lavere statsrenter danner imidlertid basis for, at investorerne er villige til at betale en generelt højere P/E i disse markeder, når optimismen om den langsigtede vækst vender tilbage. Kongshaug anbefaler, at man ser efter aktier, som

- har oplevet en længere periode med fald i P/E eller P/BV (kursen i forhold til indre værdi) eller
- aktier, hvor nye langsigtede vækstdrivere er opstået

Magtskifte i verdensøkonomien

Der er ingen tvivl om, at kursen for den globale økonomi peger nedad i den kommende periode. Når verdens største økonomi, USA, er i modvind, kan det mærkes i resten af verden. Sådan har det været i mange år. Men tingene er alligevel ikke helt, som de plejer at være ...

Globaliseringen, der for alvor har taget fart her i det nye årtusinde, har lavet om på det hele. Hvor en USA-recession før i tiden ville have sandsynliggjort en tilsvarende nedtur i resten af verden, så er tingene noget anderledes i dag.

Set over de seneste fire år er den globale økonomi vokset med 5,2 pct. om året i snit – hele to procentpoint højere end i 80'erne og 90'erne. Forklaringen er i stort omfang *Emerging Markets*, udviklingsøkonomierne. Og selv om standardsvaret ofte er, at det vel bare er BRIK-landene (**B**rasilien, **R**usland, **I**ndien, **K**ina), der trækker læsset, så er virkeligheden en anden. Mellem 1980 og 2000 var antallet af lande, der voksede med 5 pct. eller mere om året, på omkring 50. I 2006 voksede 104 lande med den hastighed. Globaliseringen er som en tidevandsbølge, der hæver alle både.

Det gælder de østeuropæiske lande,

der kæmper bravt for at indhente de mange tabte år under kommunismens åg – og som i kraft af det nære nabo-skab til de veludviklede vesteuropæiske lande og medlemskabet af EU har gode kort på hånden.

Det gælder de latinamerikanske lande, som er kommet langt siden 80'erne, der blev døbt som »Det tabte årti« for regionen, der i denne periode sank ned i dyb depression med tårnhøj inflation, bundløs gæld og inkompetente regeringer.

Og det gælder Asien, der med Indien og Kina i spidsen, for alvor har markeret sig i den nye økonomiske verdensorden, der er under udvikling. En naturlig udvikling i betragtning af, hvordan verdens befolkning er fordelt – og i historisk sammenhæng egentlig blot en tilbagevenden til »gamle dage«, hvor Kina og Indien alene tegnede sig for halvdelen af verdens BNP.

Globalisering ændrer magtfordelingen

Globaliseringen er forklaringen på den forskydning af den økonomiske magtbalance, vi ser i disse år. Den havde i princippet sin spæde start, da mennesket i større stil begyndte at rejse via søvejen og dermed i større stil kunne udveksle varer, erfaringer, ydelser og kulturelle elementer. Men den er for alvor eksploderet inden for de seneste 10-15 år med informationsteknologiens opblomstring kombineret med langt mere udviklede demokratier og forretningsmiljøer i udviklingsøkonomierne.

Dette har for alvor lagt fundamentet for at tiltrække investeringer fra udenlandske virksomheder og investorer, der i meget stort omfang har foretaget outsourcing – dvs. lagt produktion og serviceydelser ud i verdensøkonomiens randområder, hvor lønomkostningerne er langt lavere. En udvikling, som i høj grad har været med til at sikre høje

Som i gamle dage ...

I 1820 tegnede Kina sig for en tredjedel af verdens produktion, mens Indien stod for 16 pct. De fire største europæiske økonomier (Frankrig, England, Tyskland, Italien) leverede 17 pct. og USA mindre end to pct. I 1950 var USA's andel af verdensøkonomien vokset til 27 pct. mens Kina og Indiens andel var faldet til hhv. fem og fire pct. – og de fire største europæiske lande tegnede sig for 19 pct.

I dag ligger USA stadig på førstepladsen med omkring 26-27 pct. af klodens BNP, mens Japan er på andenpladsen med lidt under det halve. Men billedet er i fuld gang med at ændre sig, da især Kina og Indien med knap 40 pct. af Jordens befolkning drøner af sted for at indhente den udviklede del af

verden. Det gør de inden for en overskuelig tidshorisont. Og så overhaler de os.

Kina har allerede fortrængt Tyskland fra pladsen som verdens tredjestørste økonomi, og nogle estimerer peger på, at landet vil kunne matche USA allerede i 2015. Dvs. opgjort ud fra købekraftspariteten, der ser på hvad en given mængde af en bestemt vare i det enkelte land koster i hjemlandets valuta – altså en relativ sammenligning af værdien af de enkelte landes BNP. Opgøres BNP i nominelle, absolutte termer skønnes det, at vi skal frem til omkring 2040-2050, før Kina har indhentet USA.



BRIK-landenes tyngde i verdensøkonomien vokser hurtigt. Bl.a. via statsfonde og multinationale selskabers investeringer og opkøb i Vesten.

ILLUSTRATION: MORTEN VOIGT

nemmede lugten i bageriet, skulle der ikke meget til at få lavinen til at rulle. Tequila-krisen i Mexico i 1994-1995 var ikke forsvundet fra investorernes erindring, så mange fik travlt med at trække følehornene til sig. I første omgang var krisen begrænset til Asien i 1997, og markederne faldt til ro igen. Men det blussede op igen i 1998, og blev denne gang langt mere omfattende.

Siden dengang har udviklingsøkonomierne udviklet sig i en helt anderledes positiv retning. Det globale renteniveau er blevet udnyttet til at få gælden bragt langt ned. Centralbankerne har lært at føre en ansvarlig pengepolitik med fokus på at holde inflationen i ave. Korruptionen er nedbragt væsentligt mange steder, og forretningsmiljøerne har i mange tilfælde taget kvantespring mod vestlig standard. I mange lande har den politiske ledelse også nået helt anderledes ansvarlige højder. Og selv om Argentina måtte notere en statsbankerot i 2001, og Brasilien havde store problemer så sent som i 2002, så er selv Latinamerika kommet med, og det skyldes ikke mindst et stærkt råvaremarked, som flere lande i denne region nyder godt af.

Disse forhold har stimuleret investorernes interesse for og tillid til regionernes stabilitet og udviklingsmuligheder betydeligt og sat gang i en positiv cirkel med øgede investeringer, højere vækst, udbygning af infrastruktur og institutioner osv. Det har ikke gjort interessen mindre, at verden som følge af Fed's lavrentepolitik fra 2001-2004 har haft flere år med historisk lave renter

vækstrater i både udviklingsøkonomierne og de udviklede økonomier.

Finanskrisen i 1997-1998 opstod i Emerging Markets

Men selv om begge typer økonomier typisk er vokset med flotte vækstrater siden 2002, så har udviklingen været ret forskellig, og det kan aflæses, hvis man kigger på den aktuelle finanskrisen og den for 10 år siden.

Finanskrisen i 1997-1998 havde sit udspring i Emerging Markets. Det startede i Asien og endte med at ramme alle de eksotiske randområder lige fra

det hede Latinamerika til det kolde Rusland. Dengang var den økonomiske situation i de fleste Emerging Markets af en helt anden karakter med stor gæld, betalingsbalanceunderskud, inflationsproblemer, korruption, forretningsmiljøer langt fra vestlig standard, dårlige regeringer osv.

Det gik kort sagt ikke ret godt, rent økonomisk, og kursen var yderst slingerende. Det havde investorerne imidlertid set stort på i en periode, for aktivmarkederne i de eksotiske randområder havde givet ret gode afkast. Men alting har jo en ende, og da nogle for-

» og en global pengeoverflod, som har gjort det oplagt for investorerne at spille stort på det enorme, langsigtede potentiale i udviklingsøkonomierne.

Finanskrisen i 2007 opstod i USA

Men hvor udviklingsøkonomierne i vidt omfang har været præget af sund fornuft og ansvarlighed, så har den globale økonomis førerhund, USA, ikke ligefrem udvist mådehold siden sidste finanskrisen. 2001-recessionen, den mil-

deste i efterkrigstiden, gav kun en beskedent opbremsning i amerikanernes tendens til at bruge mange penge og spare lidt op. Denne tendens er ikke blevet mindre de senere år, tværtimod. Forbrugerne, der trækker over 70 pct. af amerikansk økonomi, har haft spendebukserne på, og intet har indikeret, de ville tage dem af frivilligt. De hastigt voksende boligpriser har sammen med det lave renteniveau og hastigt voksende boligpriser i høj grad

medvirket til at holde gang i forbrugsfesten.

Og selv om alle, også økonomerne, de store banker og kreditvurderingsbureauerne i både USA, Europa og andre steder uden det store kendskab til botanik udmærket har været klar over, at træerne ikke vokser ind i himmelen, så har de i stor stil været med til at lægge fundamentet for en finanskrisen. Nemlig ved alt for ukritisk at foretage omfattende långivning til de mere tvivlsom-

Statsfonde og virksomheder fra Emerging Markets køber op i Vesten

USA har i mange år haft et underskud på betalingsbalancen, der er usædvanlig stort for en udviklet økonomi – nemlig omkring 5-6 pct. af BNP. Når verdens største økonomi har underskud, må andre have overskud. I dette tilfælde er det især Asien og olieproducerende lande. Taler vi specifikke lande er det Kina, Japan og Rusland samt mellemøstlige lande i front. Man kan sige, at disse lande finansierer USA's underskud i kraft af deres enorme valutareserver og overskud på handelsbalancen.

Typisk har disse lande i de senere år via statsfonde, de såkaldte Sovereign Wealth Funds (SWF), i stort omfang købt amerikanske statsobligationer, der blev anset for at være en sikker investering – og dermed medvirket til de lave obligationsrenter på det amerikanske marked, som tidligere Fed-chef Greenspan kaldte en gåde, da jævnlige renteforhøjelser fra centralbanken også burde få obligationsrenterne til at gå i vejret. Denne understøttelse af de amerikanske obligationer er udhulet inden for det seneste års tid, idet den stigende sandsynlighed for en økonomisk krise i USA har fået SWF til at søge andre veje.

Frygt for nationale ikoner

Bl.a. ved direkte virksomhedsopkøb. Enten som hele overtagelser eller køb af andele. Det har især i USA skabt frygt for, at nationale erhvervsikoner ender på fx russiske, kinesiske eller arabiske hænder – ligesom man frygtede, at Japan i landets mirakuløse 80'ere ville købe hele verden op.

Investeringsbanken Merrill Lynch estimerer, at centralbankreserver (i efteråret 2007 på 5.600 mia. USD) stiger med næsten 1.000 mia. dollars om året, koncen-

treret i Kina, Rusland og Mellemøsten. Denne vækstrate ventes dog i takt med afmatning og en stærk amerikansk eksportvækst at falde de kommende år. Men ikke desto mindre ligger der efter bankens vurdering en akkumulering i vente på yderligere 2.700 mia. dollars over de næste fire år. IMF's cheføkonom, Simon Johnson, gætter på, at SWF vil råde over 10.000 mia. USD i 2012, og Stephen Jen hos Morgan Stanley skyder på 12.000 mia. USD i 2015.

Statsfonde vil påvirke markedet

Mange penge, som ikke får lov at samle støv. Merrill Lynch skønner, at 3.100-6.000 mia. USD vil blive investeret i de risikable aktivmarkeder de næste fem år. Set i forhold til den samlede værdi af værdipapirer på klodens børser, som løber op i 165.000 mia. USD lyder det måske ikke af så meget. Men alligevel. Værdien af de globale aktiemarkeder ligger p.t. omkring 50.000 mia. USD og retter SWF blikket mod netop aktiemarkedet, så rækker 3.000 mia., 6.000 mia. eller 12.000 mia. USD pludselig meget langt. Hvordan man end vender og drejer det, tyder det i hvert fald på, at statsfondenenes mange penge kan komme til at spille en vis rolle på finansmarkederne i de kommende år. Ikke nødvendigvis negativt. For nylig har Merrill Lynch og Citigroup netop fået økonomiske saltvandsindsprøjtninger på hhv. 6,6 mia. USD og 14,5 mia. USD fra SWF'er i Asien og Mellemøsten, hvilket er kærkomment for de to banker, der er hårdt ramt af tab på subprimelån. Ifølge Morgan Stanley er den vestlige finansverden blevet købt op for 69 mia. USD gennem de seneste 10 mdr.

De store fonde hyldes dog generelt ikke

som frelsere. Som tidsskriftet The Economist påpeger, er den største trussel fra de store fonde ikke, at de opkøber store dele af den vestlige verden – så store er de altså heller ikke. Den største trussel er den reaktion de måtte afføde i form af protektionistiske tiltag, der er skadelige for det finansielle system.

Virksomheder køber også op i Vesten

Det er ikke blot via statsfonde, at Emerging Markets begynder at tilrane sig en større del af kagen. Selskaber fra de rige lande har i mange år fået kritik for at købe op i den fattige del af verden. Men nu går det også den anden vej. En hel del meget store multinationale selskaber med base i Emerging Markets er også begyndt at købe nationale virksomhedsklenodier op i Vesten.

Seneste skud på stammen er den indiske bilfabrikant, Tata Motors, der for kort tid siden købte britiske Land Rover og Jaguar fra Ford. Men der har været mange andre. Og det handler ikke kun om opkøb. Succesvirksomhederne fra Emerging Markets bruger i virkeligheden bare hele paletten, når det handler om at udvide butikken – dvs. via etablering af fabrikker i udlandet, fusioner, joint ventures, private equity osv. – ganske som de har lært af de rige lande.

En opgørelse for 2006 viser, at udenlandske direkte investeringer (FDI, omfatter også opkøb og fusioner) fra Emerging Markets udgjorde 14 pct. af verdens samlede FDI – mod fem pct. i 1990. Der er ingen tvivl. Emerging Markets er på vej ud af rollen, som de eksotiske randmarkeder, der danser efter den rige verdens pibe. Magtfordelingen i verdensøkonomien er under forandring. It's payback time.

me låntagere blandt de amerikanske boligkøbere selv efter mange års stigende boligpriser. Disse famøse *subprimelån* gør særlig ondt nu, hvor det amerikanske husmarked er i dyb krise.

Finanskrisen er altså paradoksalt nok startet i verdens absolut stærkeste økonomi – og mange andre rige lande er blandet ind i det. Om end ikke nødvendigvis ved at deres banker er med i balladen, så ved at deres egne boligpriser er steget (og belånt) til usete højder, der ikke vil kunne stå distancen ved større rentestigninger og en længerevarende økonomisk krise.

Men dette er ikke det eneste tegn på, at nutidens finansielle ustabilitet kan spores til den rige verden. Aktiekurserne er et andet. Mange markedsdeltagere har travlt med at understrege, at aktiemarkederne i de udviklede lande ikke er dyre, hvis man ser på den forventede indtjening i forhold til de aktuelle aktiekurser. Men det er kun rigtigt, hvis den forventede indtjening

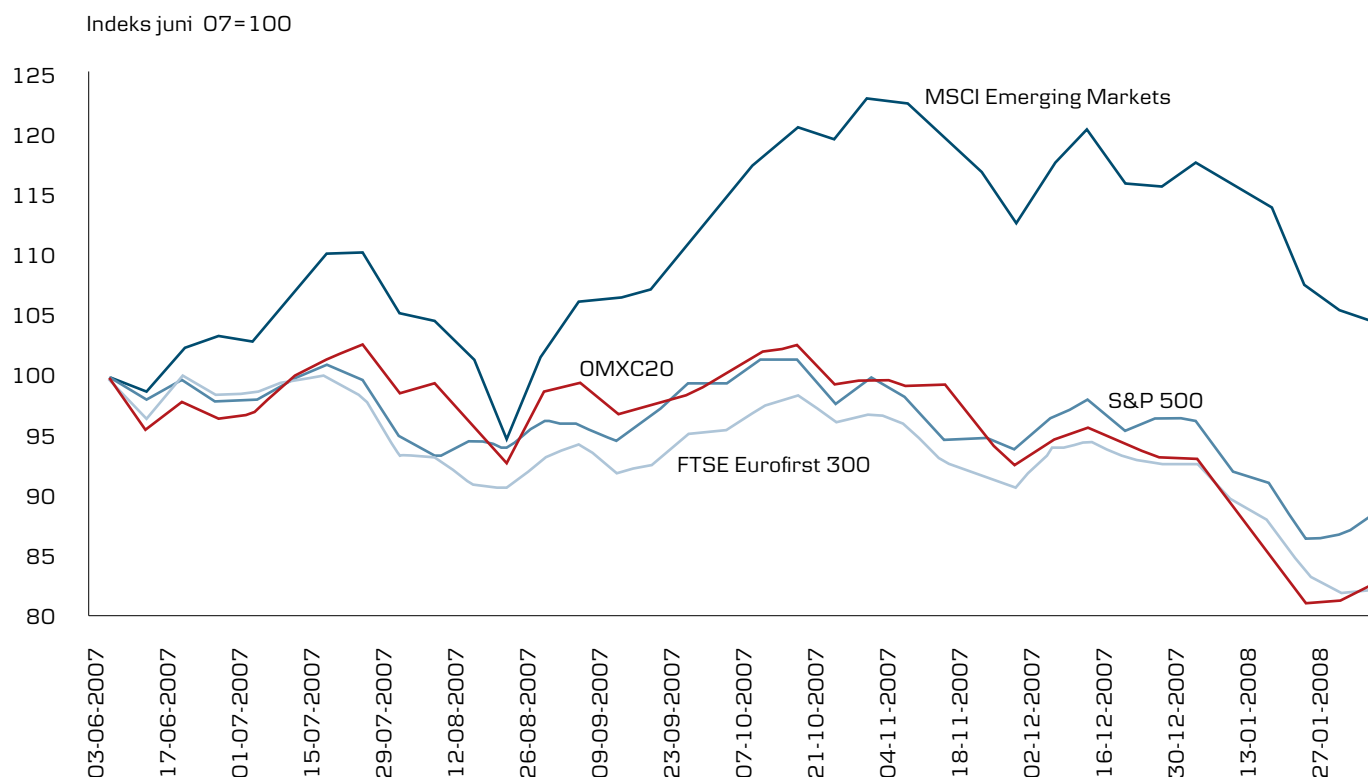
holder. Og som den makroøkonomiske udvikling tegner, så er det netop det, den ikke gør. Typisk falder indtjeningen 25 pct. i en recession, og derfor kan det komme til at gøre meget mere ondt ikke mindst i de amerikanske aktier herfra, da den forventede indtjening før den igangværende regnskabs sæson pegede på en vækst på 10-15 pct. i forhold til 2007.

Men USA er ikke alene om at risikere en periode med større kursfald. Også de europæiske markeder har det hårdt. Samt det japanske, der stadig ikke er kommet sig over den krise, der blev udløst med kollaps i aktie- og ejendomsmarkedet omkring 1990. I lyset af, at klodens økonomisk stærkeste og mest veludviklede økonomier er trængt i knæ på aktiebørserne er det så meget mere bemærkelsesværdigt, at nogle markeder i vid udstrækning holder skansen. Og det til trods for at de er steget heftigt siden finanskrisen tog fart i august 2007, og de har nået hi-

storiske P/E-niveauer flere steder.

Rigtigt gættet. Det er nemlig Emerging Markets. Stik imod de historiske erfaringer har udviklingsøkonomiernes aktiemarkeder nærmest fungeret som en slags »safe haven« efter, at finanskrisen i august 2007 for alvor blev synlig. Ser man på udviklingen siden 2003, er investorerne blevet rigeligt belønnet med afkast over 300 pct. i snit. Et af de vedholdende argumenter for fortsat at investere i Emerging Markets, til trods for at aktierne visse steder i Asien er blevet lige så dyre som i fx Vesteuropa, er, at landene er i gang med en solid, langvarig vækst i den indenlandske økonomi og hastig opbygning af en stor købestærk middelklasse – forhold, som betyder, at Emerging Markets bliver stadig mere selvkørende og derfor i en vis udstrækning dekobler sig fra de internationale konjunkturer – herunder den aktuelle nedtur i USA og Europa, som først lige er begyndt.

»



Da subprimekrisen begyndte at skabe uro i sommeren 07, begyndte de udviklede landes aktiemarkeder at vakle, mens Emerging Markets selv efter fem år med stigninger på i alt over 300 pct., begyndte at stige. Massiv indenlandsk vækst, øget intern samhandel i regionen, økonomier og virksomheder i en ofte sundere tilstand end i Vesten, dekobling fra USA og en forstærket tendens til outsourcing fra de udviklede lande, når krisen kradser, lyder nogle af forklaringerne.

» **USA-recession kan blive fordel for EM**
Men en ting er de mere langsigtede perspektiver. Noget andet er situationen her og nu. Kan det nu holde? Nogle økonomer peger på risikoen for, at de globale investorer opgiver idéen om, at Emerging Markets kandekoble sig fra de globale markeder. Det kan blive resultatet, hvis stemningen i det globale børsmarked fortsat forværres og den generelle risikoaversion stiger markant – i så fald kan et fald i Emerging Markets blive potentielt stort.

Særligt udsat er lande med stort underskud på betalingsbalancen som Tyrkiet og Sydafrika, mens de asiatiske lande og Rusland med stærke eksterne balancer står godt. De latinamerikanske markeder vil i stor udstrækning afhænge af, om råvaremarkederne falder markant pga. frykten for recession i den amerikanske økonomi.

Andre peger på, at en evt. amerikansk recession ligefrem kan blive en fordel for fx Kina og Indien. Ser vi tilbage på krisen i 2000-2002, så sparkede den for alvor gang i globaliseringen. Virksomhederne i både USA og Europa var hårdt pressede og forgældede, og rationaliseringsbestræbelserne i den globalt hårde konkurrence førte uundgåeligt til, at blikket faldt på udviklingsøkonomierne, hvor lønomkostningerne var (og stadig er) langt lavere. Outsourcing startede i stor stil og blev i virkeligheden det afgørende skub til den voldsomme vækst, der siden har præget Emerging Markets. En ny nedtur i USA og til dels Europa vil sætte fornyet gang i processen med at lægge flere produktions- og serviceopgaver ud til især Kina og Indien. Udover, at både statslige investorer og multinationale virksomheder fra især den asiatiske region som før nævnt står på spring for at købe kriseramte virksomheder især i USA, så tvinger en hård økonomisk nedtur samtidig typisk et land til at købe flere lavprisprodukter – og dette taler for, at især Kina ligefrem vil kunne øge sin eksport til USA. Og i Indien forventer IT-selskaberne, at de vil få endnu flere ordrer som følge af den amerikanske nedtur. Både Kina og Indien forventer i øvrigt, at de, uanset den verdensøkonomiske udvikling, vil sætte nye rekorder i år, hvad angår nye børsnoteringer.

Aktieudsigter for Fjernøsten og Latinamerika

Aberdeen Asset Management har i flere år været rådgiver for bl.a. *Danske Invest (DI) Nye Markeder, DI Latinamerika, DI Fjernøsten*. Vi har talt med Devan Kaloo, Head of Global Emerging Markets, om den aktuelle situation.

2007 var det femte år i træk, hvor vi oplevede, at Emerging Markets leverede imponerende afkast med Latinamerikas 48 pct., Asiens 37 pct. og 27 pct. i EMEA (Østeuropa, Mellemøsten, Afrika). Dermed har investorerne over fem år tjent over 300 pct. på at sætte penge i de eksotiske randmarkeder. Her på kanten af USA-recession, global afmatning, finans- og børskrise samt stigende risikoaversion bør man vel løbe langt væk fra Emerging Markets?

Næppe store afkast i 2008

»2008 bliver næppe året med store positive afkast på hverken de udviklede landes aktiemarkeder eller Emerging Markets. Vi kan meget vel opleve yderligere fald de nærmeste måneder på begge markedstyper. Men forudsætter vi, at USA's nedtur ikke bliver så hård og langvarig samt at det finansielle, globale system stabiliseres, så vil markederne rejse sig i andet halvår. Og selv om Emerging Markets foreløbig ikke har fået samme nedtur som aktiemarkederne i USA, Europa og Norden, så tror jeg ikke, at vi af den grund vil opleve Emerging Markets få en særlig hård medfart og blive udsat for decideret investorfugt,« siger Devan Kaloo, og tilføjer, at man dog ikke bør glemme hverken de geopolitiske risici, med regeringer i overgangsfaser lige fra Rusland til Thailand – eller inflationstruslen, næret af ikke mindst føde- og energipriser, som er en latent trussel, når de store centralbanker som Fed sætter renten drastisk ned.

Han understreger imidlertid, at vi har en helt anden situation end for 10 år siden. Generelt er udviklingsøkonomierne i en sund tilstand i forhold til mange udviklede lande. Der er i mange tilfælde massive centralbankreserver og store overskud på betalingsbalancen og kun ringe afhængighed af udenlandske lån – forhold, som betyder, at der er gode mu-

ligheder for en ekspansiv finanspolitik og dermed imødegå den svækkede eksport under afmatningen. Samtidig er der en stærk underliggende vækst i udviklingsøkonomiernes indenlandske økonomier.

Men nogle regioner og lande tager sig bedre ud end andre. I Latinamerika er de to dominerende økonomier Mexico og Brasilien.

»Mexico har tætte forbindelser til amerikansk økonomi, og vil blive hårdest ramt af USA's nedtur, samtidig med at de mexicanske eksportører må døje med de amerikanske konkurrenters styrkede konkurrenceevne som følge af den svage dollar. Positivt er det imidlertid med præsident Calderons igangværende økonomiske reform og ekspansive finanspolitik, der skal stimulere forbruget. I Brasilien er en vigtig eksportandel råvarerne, som forventes svækket under afmatningen, men øgede investeringer og en stærk hjemlig efterspørgsel understøtter indtjeningen i mange andre selskaber. Desuden er der mulighed for rentelepels, da inflationen stadig er under det officielle target,« påpeger Devan Kaloo.

Kina og Indien vil føre an

I Asien forventes Kina og Indien at føre an igen.

»I Kina vil øget byggeri i nogen grad modvirke USA-nedturen. Hvad aktiemarkedet angår, er der grund til at være forsigtig med kinesiske aktier. Det gælder især A-aktierne, som er de aktier kineserne selv må nøjes med at kunne investere i. Vi foretrækker eksponering mod Kina via H-aktierne noteret i Hong Kong, som har et andet prisleje. Men brister boblen i A-aktierne, vil også Hong Kong-aktierne blive ramt,« siger Kaloo, der anbefaler begrænset Kina-eksponering i den aktuelle situation.

Indien er bedre isoleret mod USA-nedturen, da landet i høj grad er drevet af indenlandsk efterspørgsel i modsætning til Kina, hvor eksporten spiller en stor rolle.

»Der er dog bekymring for, at økonomien vokser for hurtigt, og det giver spekulationer om, hvorvidt yderligere pengepolitiske stramninger er i vente.«



Aktieudsigter for Østeuropa

I en tid med så meget ballade og reprisering af risiko er det særlig hårdt for lande med en anstrengt økonomi og store underskud på betalingsbalancen. Underskud skal nu engang finansieres, og det kan være svært at tiltrække kapital fra investorerne i denne tid – hvilket umiddelbart øger presset på sådanne landes obligationer, aktier og valuta.

I Østeuropa er der flere lande, der døjer med store underskud på betalingsbalancen og handelsbalancen. Den indenlandske efterspørgsel er som i de asiatiske og latinamerikanske lande stærk, men den opvejes ikke tilsvarende af en stærk eksport og massive valutareserver. Spørgsmålet er så, om der er nogen idé i at sætte penge i østeuropæiske aktier for tiden. Vi spurgte Ole Gotthardt, der er porteføljemanager i *DI Østeuropa* og *DI Select Østeuropa Konvergens*.

»Der er masser af gode argumenter for at investere i Østeuropa. Hvad angår finansieringsproblemet, så har østlandene, der er medlem af EU, en fordel som opvejer det manglende eksportoverskud og de massive valutareserver; nemlig EU's strukturfonde. Fra disse fonde modtager landene årligt typisk, hvad der svarer til omkring 2,5-3,5 pct. af BNP til støtte for uddannelse, infrastruktur, miljø osv. Lignende beløb og i nogle tilfælde langt mere kommer ind i landene hvert år i form af udenlandske direkte investeringer. Og dertil kommer de mange penge, der løbende sendes hjem fra de millioner, der arbejder rundt omkring især i Vesteuropa,« siger Ole Gotthardt, og tilføjer, at det også er positivt, at de østeuropæiske lande typisk har en lav offentlig gæld på under 20 pct. af BNP (ØMU-loftet er 60 pct.), og flere lande har også overskud på statsbudgettet.

Så langt så godt. Det som eksporten ikke kan klare, kommer ind ad andre kanaler. Men hvad med investeringsmulighederne?

»Opbygningen af den indenlandske økonomi efter mange års stagnation bag jerntæppet indebærer meget store vækstmuligheder i forskellige sektorer. Fx Finans og bolig. Finansaktier vægter med over 40 pct. i vores konvergensafdeling. Generelt er bankerne i regionen karakteriseret af, at der er et overskud af indlån i forhold til udlån. Det gør for det første finanssektoren meget mindre følsom over for den aktuelle finanskrisen. For det andet indikerer det meget store muligheder for vækst i branchen i takt med øget kreditgivning. Der er

en pæn vækst allerede, men der er basis for langt mere, eksempelvis i belåning af fast ejendom. Boliglån opgjort i pct. af BNP er i de 15 udviklede EU-lande på gennemsnitligt knap 50 pct. (94 pct. i DK!, red.), mens tallet typisk ligger mellem 7 og 16 pct. hos de nye EU-lande – og dette indikerer et meget stort potentiale. Boliglån pr. indbygger i Danmark er fx 70 gange større end i Polen. En anden vækstbombe er et stort underskud af boliger i forhold til husholdninger. I Polen er der fx et underskud på 1,7 mio. boliger,« siger Gotthardt og peger på oplagte investeringsmuligheder i bl.a. byggesektoren.

Af andre langvarige væksttrends peger han på forsyningsselskaber, energi, telebranchen og varige forbrugsgoder. I takt med øget velstand og opbygningen af en købestærk middelklasse vil der komme en langt stærkere efterspørgselsvækst i disse sektorer, som ikke findes tilsvarende i de udviklede lande. BNP i Østeuropa forventes at vokse dobbelt så meget som i Vesteuropa i de næste 10 år. Sådanne vækstrater er stadig en afgørende forudsætning for at fastholde de udenlandske investorers interesse.

Ikke tegn på bobler

»Men selv om investorerne har fået så massive afkast de senere år er det værd at bemærke, at med undtagelse af Kina er der stadig ikke tegn på bobler i Emerging Markets som helhed, da kursstigningerne som udgangspunkt har været drevet af indtjeningsvækst. I Asien har det dog ført til lidt dyrere aktier målt på P/E end i Østeuropa,« siger Gotthardt, og tilføjer, at de fleste selskaber i Emerging Markets er præget af lav gæld.

Østeuropæiske aktiers P/E for 2007 er 12 mod 17 for Asien, samt 11 hhv. 14 baseret på 2008-indtjeningsforventninger. Gotthardt tror, indtjeningsvæksten i østeuropæiske selskaber i år stadig vil være tocifret, selv om indtjeningen i amerikanske selskaber falder markant. I den forbindelse fremhæver han, at kun 2-3 pct. af Østeuropas eksport går til USA, langt den største del går til Vesteuropa.

»Det betyder, at en amerikansk recession vil være værre for Asien og Latinamerika,« slutter porteføljemanageren, hvis østeuropæiske afdelinger hos Danske Invest ikke blot har slået benchmark men også konkurrenterne markant over de seneste fem år.

Den økonomiske vejrudsigt for 2008 tyder på lange perioder med dårligt vejr.

Er du klædt rigtigt på?

Sørg for at have en tilstrækkelig god spredning i din portefølje som med udgangspunkt i din investeringsprofil tager bedst mulig højde for risici og afkastmuligheder i den aktuelle situation.

Der findes ikke dårligt vejr, siger man, kun dårlig påklædning. På samme måde kan man sige, at man godt kan være med på de finansielle markeder, når krisen kradser som nu, og alligevel føle sig komfortabel. Det kræver blot, at man har en portefølje, der er rustet til de udfordrende tider.

Det handler om at sprede porteføljen over forskellige typer af værdipapirer og herved udnytte, at de ikke bevæger sig i takt. Hele idéen med at sætte porteføljen sammen under hensyntagen til risikospredning og til, hvordan værdipapirerne agerer i forhold til hinanden er, at *man kan opnå det rigtige forhold mellem afkast og risiko*.

Investeringsprofilen

Når du skal undersøge, om din aktuelle portefølje er skruet rigtigt sammen, er første skridt at gennemgå din investeringsprofil og sørge for at den er opdateret i forhold til dine ønsker og behov. I princippet skal du jo altid sørge for det, men i den aktuelle situation

kan det være, at du har tabt så meget på kort tid, at du ønsker at ændre din profil, indtil verden ser lidt mere stabil ud.

Dernæst kan du gå i gang med at se på om porteføljen sikrer en tilstrækkelig risikospredning i den aktuelle situation, som er præget af stor usikkerhed og stor volatilitet.

Aktier og obligationer

Helt overordnet spreder man sine investeringer i værdipapirer på aktier og obligationer. Årsagen er, at når aktierne går ned i krisetider, så stiger obligationerne typisk. Og omvendt, når aktierne er i et stigende marked, så ser man ofte, at aktierne stiger, mens obligationerne falder.

Denne tendens til, at aktier og obligationer bevæger sig modsat, kaldes negativ korrelation. Korrelationskoefficienten svinger mellem -1 og +1. 0 udtrykker, at de to aktiver bevæger sig helt uafhængigt af hinanden.

Normalt siger man, at statsobligationer reagerer som beskrevet ovenfor,

men danske realkreditobligationer har typisk også en negativ eller lav positiv korrelation med aktier, og kan derfor også med fordel indgå i porteføljen sammen med aktier. Virksomhedsobligationer kan ligeledes indgå i en portefølje, men her vil kreditrisikoen på udstederen skulle vurderes nøje i forhold til den samlede portefølje

Sektorspredning

Men vejen frem mod den optimale portefølje stopper ikke der. For det er også af stor betydning, at man spreder sig over forskellige sektorer i aktiemarkedet. Som udgangspunkt opdeler man aktierne i fire grundtyper:

Cykliske aktier – har høj følsomhed over for konjunkturerne. Omfatter bl.a. industri, forbrugsgoder, biler og energi.

Defensive aktier – er i modsætning til cykliske aktier ret ufølsomme over for konjunkturerne. Dvs. tobak, føde- og drikkevarer, tøj, fisk og medicinalaktier.

Vækstaktier – høj vækst i indtjening og omsætning, ofte dyr på nøgletal og





Gør det selv

For de investorer, der ønsker selv at sammensætte porteføljen af individuelle værdipapirer, kan KerneSatellit-anbefalingerne bruges som en grov skitse for den optimale fordeling af aktivklasser, regioner og sektorer. For de fleste mennesker er det en tidsmæssigt krævende og uoverskuelig proces at styre en bred portefølje bestående af aktier i forskellige sektorer og regioner samt forskellige obligationstyper. Derfor tyr en hel del til investeringsforeningers aktie- og obligationsafdelinger, som sikrer en professionel styring af papirer i forskellige segmenter.

At investeringsforeningerne klarer den praktiske investering, er imidlertid ikke ensbetydende med, at man som investor med sindsro kan læne sig tilbage og se på. Danske investeringsafdelinger er nemlig forpligtede til at investere i de pågældende markeder og papirer, som dannede grundlaget for etablering af den pågældende afdeling.

Denne forpligtelse gælder uanset om der i de pågældende segmenter er krisesituationer, der kunne gøre det fordelagtigt at holde sig

ude af markedet. Loven siger nemlig, at aktie- og obligationsbaserede investeringsforeninger højst må ligge med 20 pct. af formuen i kontanter i en kortere periode. Overholdes denne regel ikke, bliver beskattningen af afdelingerne pludselig meget hårdere.

Afdelingerne kan altså ikke trække sig ud og ligge i kontanter. Det de *kan* gøre er at sammensætte en portefølje af mere defensive aktier, men også kun til en vis grad. Der er nemlig i afdelingernes vedtægter specificeret en grænse for hvor meget porteføljens indhold må afvige fra det benchmark, man måler afdelingens resultater op imod.

Derfor må investorerne selv holde øje med, hvornår det kunne være hensigtsmæssigt at trække sig ud af et bestemt marked ved at sælge investeringsbeviserne og evt. gå ind i andre. Som en løbende vejledning her til, kan man med fordel anvende bankens *KerneSatellit-anbefalinger*.

Rådgivningsværktøjet *KerneSatellit* blev lanceret sidste gang aktiemarkedet var i knæ i 2001. Banken sammensætter løbende en portefølje bestående af investerings-

beviser, som er optimal for den enkelte investor i henhold til dennes investeringsprofil.

I KerneSatellit opereres der med tre tidshorisonter samt tre grader af risiko. I tabellerne her på siden ses eksempler på den aktuelle anbefaling inden for hhv. frie midler samt pensionsmidler.

Kernen består af afdelinger, der kan sikre et forholdsvis stabilt afkast, fx DI Dannebrog (mellemlange obligationer) samt aktieafdelingen DI Verden, der investerer i en meget bred global aktieportefølje. *Satellitter* består af mere specialiserede afdelinger med større kursudsving og historisk set større afkast.

Bankens porteføljeforslag er det, som vi i den aktuelle situation anser for det mest hensigtsmæssige. Men investor kan vælge at betragte det som en platform, hvorpå en diskussion med investeringsrådgiveren kan finde sted vedr. evt. alternativer, herunder også om investor fx bør øge aktieandelen i porteføljen eller ønsker andre Satellitter end dem, banken anbefaler som førstevalg.

» ofte også konjunkturfølsom. Omfatter alle de teknologiske aktier inden for telebranchen, medie- og teknologi - under et kaldet TMT-aktier.

Finansielle aktier – banker og forsikringsselskaber. De finansielle aktier følger typisk med ned i økonomiske nedgangstider. Men går op, når væksten blomstrer igen, og låneaktiviteten stiger.

Geografisk spredning

Der er også forskellige korrelationer mellem de forskellige aktiemarkeder, man skal tage højde for. Man slipper ikke for, at aktier har en positiv indbyrdes korrelation uanset hvor i verden, de er noteret. Men der er forskel på, hvor meget de bevæger sig i takt.

Eksempelvis er korrelationen mellem japanske og amerikanske aktier kun omkring 0,40, hvilket betyder, at bevægelser i det japanske aktiemarked kun for 40 procents vedkommende kan forklares af amerikanske aktiers bevægelser.

Korrelationen er ustabil

Risikospredning, der udnytter de forskellige korrelationer mellem værdipapirerne er en nødvendighed, hvis man vil klare sig godt på børsmarkederne i det lange løb. Når det er sagt, må det også erkendes, at teorien er én ting og den praktiske virkelighed er en anden. For kendsgerningen er, at korrelationskoefficienter og hvert enkelt værdipapirs kursudsving ikke er statiske størrelser – de ændrer sig løbende.

En anden kendsgerning er, at korrelationen mellem aktier bliver større, når der er tale om bearbejdede – dvs. længerevarende nedture i aktiemarkedet – og dermed netop når man har mest brug for det. Mens korrelationen falder mellem aktiemarkederne, når der er tale om bullmarkeder.

Op et tredje faktum er, at globaliseringen ikke overraskende har øget korrelationen mellem aktiemarkederne. Jo tættere vi er forbundet med hinanden, desto mere bevæger vi os i takt.

For at opnå de mest stabile estimater for korrelationskoefficienter og værdipapirrisici skal man derfor beregne tallene over relativt lange perioder. I Danske Capitals risikoteam anvender man en periode på godt 10 år for herved også at indlemme den seneste finanskrisi i 1998, som er en vigtig del af historien.

Hvordan optimerer jeg min portefølje?

Der er i princippet to grundlæggende måder, du kan styre din portefølje på. Enten styrer du porteføljen selv (evt. i samråd med en rådgiver), eller også overlader du porteføljestyringen til banken:

KerneSatellit - Frie midler	
Aktivt Styret	Tidshorisont 3-7 år
Aktier	Risiko: Middel
DI Danmark/Norden	5%
DI Verden	15%
CWW Globale Aktier/DI Stockpicking	10%
Total aktier	30%
Obligationer	Risiko: Middel
Korte Danske Obligationer	5%
DI Dannebrog	50%
DI Lange DK Obligationer	10%
DI Udenlandske Obligationsmarkeder	5%
Total obligationer	70%

KerneSatellit - Pensionsmidler	
Aktivt Styret	Tidshorisont: Over 7 år
Aktier	Risiko: Middel
DI Danmark/Norden	5%
DI Verden - Akk./DI Indeks Verden Valutasikret - Akk.	10%
CWW Globale Aktier/DI Stockpicking	10%
DI Europa Valutasikret - Akk./DI AHU - Akk.	5%
DI Tyskland	5%
DI Japan	5%
Total aktier	40%
Obligationer	Risiko: Middel
Brutto - Korte Danske Obligationer	5%
DI Pension - Mellemlange Obligationer	35%
DI Pension Lange Obligationer	15%
DI Udenlandske Obligationsmarkeder	5%
Total obligationer	60%

- **Du styrer selv porteføljen.** Du kan med fordel anvende bankens KerneSatellit-anbefalinger som grundlag, da de løbende er opdaterede i henhold til din investeringsprofil og bankens vurderinger af den aktuelle markedssituation. Ansvar for den praktiske porteføljestyring påhviler dig, evt. i samråd med en rådgiver.
- **Du overlader porteføljestyringen til eksperter i banken,** som i dette produkt har frie hænder til at sammensætte en portefølje, der er optimal i henhold til din investeringsprofil – herunder at trække sig ud af markedet i perioder, hvis situationen taler for det. Det sker i **Flexinvest Fri**.

Lad banken gøre det – med Flexinvest Fri

Flexinvest Fri blev introduceret i 2006 med stor succes. Princippet er, at man med udgangspunkt i din investeringsprofil strækker en portefølje sammen, der matcher dine behov. I praksis sker investeringen via fire investeringsforeningsafdelinger, der investerer i:

- korte danske obligationer – omfatter danske obligationer med maksimal varighed på tre år
- danske obligationer – omfatter et bredt spektrum af danske statsobligationer, herunder også realkreditobligationer
- udenlandske obligationer - omfatter primært kreditobligationer i udviklede lande og Emerging Markets med forskellig kreditrating
- aktier – omfatter udenlandske og danske aktier og samt aktiebaserede investeringsbeviser

De fire investeringsforeningsafdelinger er specielt designede til Flexinvest Fri og kan

kun købes som led i en porteføljestyringsaftale med banken. En del af den løbende justering vil foregå ved at ændre i fordelingen på de fire afdelinger, men langt størsteparten vil ske via ændringer direkte i de fire afdelinger.

Ved at sammensætte en portefølje af både aktier og obligationer får man gavn af obligationernes stabile afkast, aktiernes normalt højere afkast og ikke mindst det forhold, at aktier og obligationer sjældent bevæger sig i samme retning.

At der er tre obligationsafdelinger og kun en enkelt aktieafdeling, er ikke udtryk for, at obligationer er det primære investeringsaktiv i Flexinvest Fri. Hvor stor en aktieandel, du får i netop din portefølje, afhænger af din risikoprofil. Risikovilligheden kan defineres som lav, mellem eller høj. Og de tilhørende maksimale aktieandele er hhv. 45, 65 og 85 pct. af den samlede portefølje. Baggrunden for opdelingen på de fire afdelinger er at sik-

re en hensigtsmæssig skattemæssig behandling af afkastet.

Fordelen ved Flexinvest Fri er, at du efter fastlæggelsen af din investeringsprofil – som til enhver tid kan ændres – sikrer en aktiv porteføljepleje udført af professionelle investeringseksperter. Herved får du mulighed for at opnå et bedre afkast af investeringerne end ved en passiv placering, da de professionelle konstant har fingeren på de finansielle markeders puls.

Porteføljeforvalterne har som før nævnt desuden frie hænder til at trække sig helt ud af markedet i forskellige regioner eller segmenter – i modsætning til investeringsforeningernes afdelinger. Således kan de f.eks. trække sig helt ud af aktiemarkedet i en periode, hvis situationen taler for det.

Der eksisterer tilsvarende produkter, hvor banken forvalter allokering og papirvalg for pensionsmidler.

Korrelationer mellem aktiver

	Danske statsobl.	Europæiske aktier	Japanske statsobl.	Japanske aktier	Globale aktier	Emerging Mar. aktier	USA aktier	Danske aktier	Europæiske statsobl.	Norske aktier	Svenske aktier	Globale statsobl.	Råvarer (i USD)
Danske statsobl.	1	-0,25	0,05	-0,04	-0,25	-0,24	-0,23	-0,15	0,96	-0,46	-0,32	0,35	-0,11
Europæiske aktier.	-0,25	1	0,06	0,30	0,89	0,72	0,81	0,75	-0,38	0,82	0,87	0,01	0,16
Japanske statsobl.	0,05	0,06	1	0,44	0,29	0,14	0,30	0,16	0,01	-0,14	0,04	0,84	0,22
Japanske aktier	-0,04	0,30	0,44	1	0,47	0,39	0,40	0,29	-0,09	0,23	0,30	0,41	0,35
Globale aktier	-0,25	0,89	0,29	0,47	1	0,80	0,97	0,73	-0,40	0,77	0,82	0,27	0,31
Emerging Markets aktier	-0,24	0,72	0,14	0,39	0,80	1	0,75	0,63	-0,32	0,76	0,69	0,11	0,38
USA aktier	-0,23	0,81	0,30	0,40	0,97	0,75	1	0,67	-0,38	0,68	0,75	0,32	0,28
Danske aktier	-0,15	0,75	0,16	0,29	0,73	0,63	0,67	1	-0,17	0,73	0,69	0,17	0,24
Europæiske statsobl.	0,96	-0,38	0,01	-0,09	-0,40	-0,32	-0,38	-0,17	1	-0,47	-0,39	0,30	-0,09
Norske aktier	-0,46	0,82	-0,14	0,23	0,77	0,76	0,68	0,73	-0,47	1	0,76	-0,24	0,31
Svenske aktier	-0,32	0,87	0,04	0,30	0,82	0,69	0,75	0,69	-0,39	0,76	1	0,00	0,20
Globale statsobligationer	0,35	0,01	0,84	0,41	0,27	0,11	0,32	0,17	0,30	-0,24	0,00	1	0,26
Råvarer (i USD)	-0,11	0,16	0,22	0,35	0,31	0,38	0,28	0,24	-0,09	0,31	0,20	0,26	1

Tabellen viser korrelationskoefficienter for forskellige aktiver. Korrelationen viser samvariationen mellem to aktiver og svinger mellem -1 og +1.

Fx bevæger danske statsobligationer sig stort set i takt med europæiske. Til gengæld har de danske statspapirer negativ korrelation med europæiske aktier.

Ved at bruge korrelationen mellem forskellige aktiver og disses risici, kan man sætte porteføljen sammen, så den forventede risiko minimeres ved et givent afkastkrav. Eller man kan ved en given risiko, maksimere det forventede afkast. Tabellen er beregnet på basis af månedlige tal for de seneste 10 år af Danske Capitals risikoteam, der også laver beregningerne, der ligger til grund for KerneSatellit-anbefalingerne.



Pas på Clean Tech i denne tid – køb

Den store fokus på udvikling af vedvarende energi siden 2006 har også trukket andre menneskeskabte problemer end global opvarmning frem i lyset.

Såsom affald, forurening af luft, vand og land, afskovning, syrerregn, vandmangel, fødevaremangel, overfiskeri, ødelagte økosystemer, stærkt faldende biodiversitet osv. Problemerne går ikke væk, men er hastigt accelererende i takt med, at verdens befolkning vokser eksplosivt – ifølge demografernes estimater vil vi over de næste 40 år blive 2,5-4,5 mia. mennesker mere.

Det er ikke bare antallet i sig selv, der er truende. Det er i høj grad den vestlige verdens forurenende og ressourcekrævende måde at leve på, der er problemet. Og problemet forstærkes eksplosivt i takt med, at udviklingsøkonomierne kommer drønende og vil leve som Vesten. Oven i købet de mest folkerige som Brasilien, Rusland, Kina og Indien, der tilsammen huser halvdelen af Jordens befolkning.

Bæredygtighed

Den økonomiske vækst i Emerging Markets siden den seneste lavkonjunktur i 2001-2002 er kommet bag på alle. Verdensøkonomien er nu så stor, at man ikke længere kan foregive, at den befinder sig inden for et ubegrænset økosystem. Skal vi udvikle en økonomi, som er bæredygtig inden for systemets grænser, kræver det nye måder at tænke på. Vi nærmer os med andre ord en »flaskehals« i klodens historie med maksimalt pres på naturens ressourcer og krav til menneskelig opfindsomhed i form af videnskabelige fremskridt.

Det er baggrunden for den grønne, globale bølge, der skyller henover os i disse år. Den er ikke båret af en naiv idealisme om at frelse verden, en genfødt 68'er ånd. Den er ganske enkelt båret af penge og nød.

Entrepenørtyperne, investorerne, de store virksomheder, innovatorerne, videnskaben, långiverne – alle har de lugtet guld, velvidende at den aktuelle fokus på Clean Technology ikke er et modefænomen, men er en nødvendighed for at kunne sikre en bæredygtig, stabil vækst fremover.

En særlig fokus har og vil stadig være rettet mod alternativ energi som følge af den globale opvarmning. Men Emerging Markets hastige fremmarch, især Kinas, har skabt et andet problem. Nu handler det ikke bare om at skaffe grøn energi, men bare energi i det hele taget. Det Internationale Energiagentur spår, at det globale energibehov vil stige med over 50 pct. frem mod 2030. Efterhånden som teknologier-

ne udvikles, vil vedvarende energi kunne bidrage med en væsentlig del, men lige nu og her er der faktisk problemer med at skaffe energi.

Verdens olieudvinding har toppet

Verdens olieudvinding har toppet, hvilket giver de store olieproducerende lande betydelig magt - og de vil næppe tillade større fald i olieprisen, da de har set, at den globale økonomi kan bære det. Og selv om USA står til en økonomisk nedtur, så vil vi næppe se et voldsomt fald i klodens energibehov i en global afmatningsfase.

Ovenstående er gode argumenter til at søge andre energikilder for de lande, der er afhængige af energiimport. Atomenergi er en åbenlys mulighed som fx både Frankrig, Storbritannien og Kina har tænkt sig at bruge. En anden mulighed, som også vil blive brugt mere og mere er øget energieffektivitet. Men det tager tid for et samfund at omlægge elektricitetsforbruget.

IEA: Kul fortsat primær energikilde

På kort sigt er en anden type fossilt brændstof derfor også oplagt, nemlig kul. Verden får i dag knap 40 pct. af sit elektricitetsbehov dækket af kulkraftværker. Kulkraft baserer sig på en velkendt teknologi - og samtidig er kullet relativt billigt, da det er fordelt på en stor mængde producenter og kulreserverne er placeret mere bredt i verden. Det internationale energiagentur IEA ser kul som det input til generering af elektricitet, der vil blive mest efterspurgt i det kommende årti.

Kulpriserne har i øvrigt været stigende på det seneste som følge af ekstreme vejrforhold.

Snestorme har således forhindret kullet i at nå frem til kraftværker i Kina, og Australien oplever igen i år markant skybrud. Sidste år førte det til oversvømmelse af uranminer - i år ramte det områder med kulminer. Oversvømmelserne er så markante, at Australien oplyser at de ikke vil kunne nå dette års forventede produktionsmål. Generelle problemer for sektoren er også, at infrastrukturen omkring havne til på- og aflæsning er så dårlige, at skibe kan ligge op til 20 dage for at komme af med lasten - dvs. havnene udbyder i mange tilfælde en flaskehals.

KUL



Kina er særlig interessant

Der er således gode argumenter for at indlemme kulaktier i porteføljen. Særligt selskaber som relaterer sig til Kina og Indiens stærkt voksende behov for energi vil være interessante. Især Kinas behov er stort og hastigt voksende, hvilket bl.a. kom til udtryk, da Kina i midten af januar måtte lukke for mere end seks pct. af forsyningskapaciteten i de sydlige provinser pga. kulmangel.

Kinas kulreserver er enorme, og kul dækker omkring 78 pct. af landets elektricitetsbehov. Men energibehovet vokser så hurtigt i disse år, at landet allerede i januar 2006 for første gang blev nettoimportør af kul.

En af Kinas største udfordringer bliver etablering af mere effektiv produktion og distribution af energi. Fx er kun 80 procent af befolkningen koblet på elforsyningen. Dertil kommer, at ¾ af kulreserverne ligger i det nordlige Kina, mens den store efterspørgsel kommer fra industriregionen, der er koncentreret i det sydøstlige Kina. Der er flaskehalse i transport og el-distribution; således er 60 pct. af Kinas jernbanetransport dedikeret til transport af kul. Lastbiler tegner sig for 70 pct. af kultransporten.

Potentielle kulaktier

Kinas fordeling af kulreserverne gør det vigtigt at sidde dels på kulforekomsterne, men også infrastrukturen. Disse krav opfylder *China Shenhua* (Goldman Sachs, Køb) – verdens største kulproducent.

Goldman Sachs har netop hævet anbefalingerne på de amerikanske kulselskaber til Hold fra undervægt ud fra forventninger om øget efterspørgsel. Blandt de amerikanske selskaber er favoritaktien *Consol Energy CNX*. *Massey Energy* er også et godt bud, og spredning på disse tre aktier kan anbefales. I øvrigt er det værd at bemærke, at Goldman Sachs' australske samarbejdspartner, GSJBWere, i en ny prognose forventer, at kulprisen stiger 100 pct. i år.

Det er også interessant at se på selskaber, som hjælper mineselskaberne med at udvinde kullet. *Bucyrus* (GS køb), der producerer mineudstyr, kan være en mulighed.

(I øvrigt: I lyset af udsigten til en massiv vækst i verdens brug af kul de næste mange år forskes der heftigt i Clean Coal-teknologier. Se *INVESTERING*, dec. 2007.)

Får med lempe i Clean Tech

Clean Tech-selskaber er særligt udsatte i en usikker fase som nu. Risikoaversionen stiger markant, og investorerne vender sig pr. refleks mod de mere sikre selskaber med stabile indtægter – og det går hårdt ud over Clean Tech. Man bør overveje nye investeringer og aktuelle positioner grundigt, og reducere eksponeringen i Clean Tech, indtil fremtiden for den globale økonomi og det finansielle system er mere tydelig. Med fordel kan kulaktier være en delvis erstatning indtil videre.

Men vær beredt! Da vi forventer, at finanskrisen i USA stabiliseres og økonomien rejser sig igen i andet halvår, så er der al grund til at forvente, at Clean Tech-aktier, ikke mindst inden for alternativ energi, hen mod sommeren igen vil rejse sig. Ikke blot som følge af de bedre økonomiske udsigter og fornyet risikovillighed blandt investorerne, men også fordi alternativ energi i stigende grad formentlig vil blive en del af valgkampen i USA. Det kan udmønte sig i skrappe mål for den alternative energis bidrag og CO₂-udledningen samt øget støtte til vedvarende energiformer.

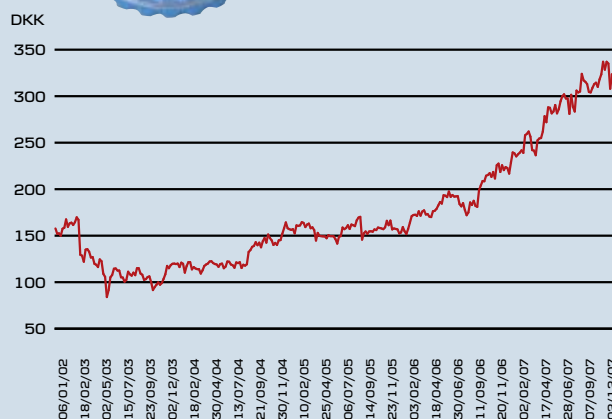
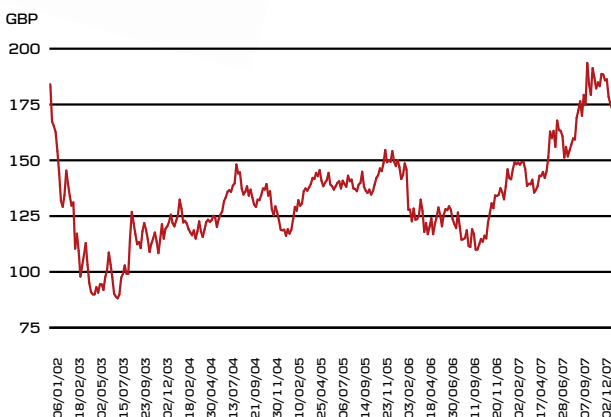
Verdens førende mobiltelefoniselskab

Vodafone er verdens førende mobiltelefonselskab og er til stede i Europa, Mellemøsten, Afrika, Asien og USA. Selskabets datterselskaber anvender alle navnet Vodafone, mens det associerede selskab i USA er Verizon Communications. Selskabet havde den 30. september 2007 241 mio. kunder på verdensplan og havde ved udgangen af 2007 en markeds-værdi på omkring GBP 99 mia.

2007 var et begivenhedsrigt år for Vodafone, der bl.a. bød på et opkøb af en majoritetsandel i Hutchison Essar og en aftale om et opkøb af Tele2 Italia og Tele2 Telecommunication Services. Købet af majoritetsandelen i Hutchison Essar giver, ifølge Goldman Sachs (GS), en kontrollerende position i Indien, der har en befolkning på over 1,1 mia. og et væsentligt vækstpotentiale. Med dette opkøb og selskabets positioner i Tyrkiet, Egypten, Sydafrika og Rumænien venter Vodafone en vækst i antallet af trådløse kunder i disse områder på 70 pct. i løbet af de næste fem år.

I tillæg til dette vandt Vodafone for nyligt retten til at blive den anden mobiltelefonoperatør i Qatar og indikerede, at selskabet muligvis vil foretage flere opkøb i Afrika, Asien samt det centrale og østlige Europa. Mobiltelefoni har i øvrigt den fordel, at det er mere defensivt end fastnet-telefoni. Kunderne foretrækker mobiliteten og opsig-ger derfor fastnet før mobilen.

De primære risici ved Vodafone er den økonomiske eksponering over for USA, konkurrencen i Europa og licensomkostninger. I og med, at Vodafone har returneret rundt regnet GBP 30 mia. til aktionærerne i løbet af de seneste fire år og foretaget kontante opkøb, er der yderligere en risiko for en øget finansiel gearing. GS har en Køb-anbefaling på aktien med et kursmål på 214 pence på 12 mdr. sigt [aktuel kurs 175].



Stærk defensiv vækst i Novo Nordisk

Novo Nordisk er verdens største producent af insulin, og diabetesrelaterede lægemidler står for cirka 73 pct. af omsætningen. Selskabet er også aktiv indenfor hæmofili, væksthormoner og hormonerterapi samt inden for kræft- og inflammatoriske sygdomme. 38 pct. af salget er til det europæiske marked, og 33 pct. går til USA. Novo havde i 2007 en omsætning på mere end DKK 41 mia. og har mere end 25.000 ansatte.

Midt i januar meddelte selskabet, at man opgiver at gå videre med et større udviklingsprojekt inden for inhalérbar insulin, hvilket vil belaste 2007-regnskabet med DKK 1,3 mia. En vigtig beslutning, som roses af Danske Markets Equities (DME).

Novo Nordisk er interessant i det aktuelt usikre miljø. Det er en largecap aktie, og netop det, at det er en medicinalaktie betyder, at aktien har betydelige defensive kvaliteter - dvs. efterspørgselen efter selskabets produkter er i høj grad upåvirket af de økonomiske konjunkturer, og dermed heller ikke den forestående nedtur. Prismæssigt er aktien attraktiv til trods for, at den handles med en vis præmie i forhold til konkurrenterne. Men præmien er fuldt berettiget, da Novo udover at selskabet ikke har væsentlige patenter, der står til udløb i dette årti, står strategisk stærkt og solid i farmasektoren som global markedsleder inden for insulin og ligeledes førende positioner på selskabets andre produktområder. Desuden har selskabet et lovende produkt mod fedme (Liraglutide) under udvikling (tæt på fase III).

DME har Køb på aktien med et kursmål på DKK 365 (aktuel kurs 294) og fremhæver selskabets høje vækst i omsætning og indtjening samt dets defensive profil i markeder, der er præget af recessionsfrygt.

På risikosiden påpeger DME, at Novo generelt mangler nye præparater i pipelinen udover udvikling af Liraglutide.



H&M – en defensiv forbrugsaktie

H&M er kendt af de fleste for mode-
rigtigt design til billige penge. Sel-
skabet driver mere end 1.500 butik-
ker i 28 lande og har 60.000 ansatte.
H&M har onlinesalg på det hollandske
og de nordiske markeder og siden
2007 også i Tyskland og Østrig. Sel-
skabet ekspanderer særligt i Østen nu,
hvor de kinesiske og japanske markeder
er særligt interessante.

H&M's langsigtede mål er at åbne 10-
15 pct. nye butikker årligt. Selskabet ny-
der godt af dets størrelse, når der skal
forhandles indkøbspriser, og et veldrevet
distributionsnet er godt, når omkostnin-
ger skal begrænses. Selskabet ejer ikke
selv fabrikker, men køber varerne fra om-
kring 700 forskellige, uafhængige leveran-
dører primært i Asien og Østeuropa.

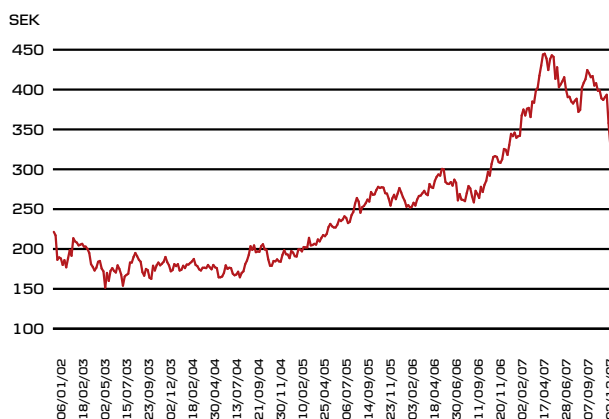
H&M præsenterede regnskabet for 4. kvar-
tal 2007 i januar, som viste en omsætnings-
vækst på 17 pct., hvilket dog var en anelse un-
der konsensus, men på ingen måde alarmerende.

Før man køber aktier som H&M, bør man have
for øje, at forbrugsrelaterede aktier typisk ram-

mes hårdt under en recession. Alligevel vurderer Danske Mar-
kets Equities (DME), at en trigger for aktien er, at den er mere
defensiv end andre nordiske detailaktier og selskabet nyder
godt af den billige dollar, når der skal købes varer.

Selskabet forventer desuden at udbetale faste årlige dividen-
der på 5-6 pct. fra næste år. H&M's ekspansionsrate (10-15%
nyåbnede butikker p.a.) kan sandsynligvis være med til at sikre
H&M fortsat flotte vækstrater på trods af en eventuel økono-
misk nedtur, og derfor er H&M særdeles interessant og billig.

DME's kursmål på 6 mdr. sigt er SEK 500 (aktuel kurs 348).



Colgate vokser stabilt

Colgate-Palmolive har sin oprindelse helt tilbage i 1806, hvor
grundlæggeren William Colgate startede en sæbe- og stearin-
lysforretning i New York. I dag er selskabet en af de førende
producenter inden for områderne tandpleje og personlig pleje.
Selskabet fremstiller desuden husholdningsprodukter og fo-
der til dyr. I 2006 havde selskabet et salg på mere end USD
12 mia.

Selskabet offentliggjorde i oktober et solidt resultat på USD
0,86 per aktie og en salgsvækst på 12 pct. for tredje kvartal.
Goldman Sachs (GS) opjusterede på denne baggrund estima-
terne for 2007, og venter, at selskabet kan opnå en vækst i re-
sultatet per aktie på 12 pct. i de næste to år.

GS vurderer Colgate-Palmolives udsigter som gode somføl-
ge af bl.a. restruktureringsfordele og en aggressiv plan om at
reducere mængden af ineffektiv reklame. Dette sker bl.a. gen-
nem Colgate Business Planning (CBP), der er en budgette-
rings- og planlægningsproces, som selskabet anvender til at
sætte målsætninger og måle præstationerne ud fra.

GS' anbefaling lyder på Køb med et kursmål på USD 82,50
per aktie (aktuel kurs 74), eftersom investeringsbanken me-
ner, der er mere i vente, når effekterne af CBP slår igennem.



Future-strategi: Sælg Russell 2000 mod

Meget tyder på, at de store selskaber i disse for vore aktiemarkeder så trange tider vil klare sig bedre end de små. Det kan udnyttes via en futurestrategi.

Historisk set har mindre aktier, *small caps*, givet et signifikant bedre afkast end de større aktier, *large caps*. Det viser undersøgelser på mange forskellige markeder, heriblandt det amerikanske.

Man kan sige, at investering i small caps indebærer en større risiko end ved large caps, fordi der netop typisk er tale om små, unge virksomheder, der ikke har så meget at stå imod med i trange tider. Men selv når man korrigerer for denne større risiko i de forskellige undersøgelser, så er konklusionen klar: Small caps giver ofte et bedre afkast end large caps.

Men ikke altid. Historien viser også, at small caps er mere konjunkturfølsomme, og når en økonomisk afmatning sætter ind, så klarer de sig dårligere end large caps. Det hænger sammen med, at de ofte er lokalt orienterede og/eller ret nicheorienterede, mens large caps oftest er spredt over flere forretningsaktiviteter og har en stærk global

spredning, så de ikke er så følsomme over for om en bestemt region er i en økonomisk afmatningsfase.

Small caps er blevet dyre

Lad os kaste et blik på small caps vs. large caps i USA, udtrykt ved aktieindeksene hhv. Russell 2000 og S&P 500. Siden 2000 og især siden 2003, så har small caps i stor stil jordet large caps (se figur). Det har dog også gjort small cap-aktierne i Russell 2000 relativt dyrere, så de i dag handles til en gennemsnitlig P/E på 18, mens large cap-aktierne i S&P 500 handles til 14. Det i sig selv retfærdiggør en vis prismæssig indsnævring i forhold til large caps.

Large cap-aktierne har også bedre defensive kvaliteter end small caps, idet indtjeningsforventningerne til large caps er noget lavere i år. Konjunkturfølsomheden er også mindre. Således er der i Russell 2000 en betydeligt større andel af selskaberne end i S&P 500, som har en høj grad af

Hvorfor vinder de små aktier over de store i perioder?

Det er der flere forklaringer på. En af dem er, at mange small caps er relativt nye og har dermed et langt større vækstopotiale end de veletablerede large caps.

En anden er, at small caps, netop fordi de er små, får langt mindre medieomtale og analytikerdækning end large caps, og dermed kan de oftest føre en ret upåagtet tilværelse, mens et godt forretningskoncept bider sig fast, og pengene begynder at komme ind i en lind strøm – hvorefter belønningen så kommer i form af kursstigninger på aktiemarkedet.

En tredje forklaring skal findes i en vis sæsonmæssig efterspørgsel efter small caps.

Undersøgelser viser, at størstedelen af small caps merafkast i forhold til large caps finder sted i januar. Det hænger sammen med, at investorerne tilsyneladende har en tendens til at sælge ud af de mindre aktier på bekostning af de store, når man nærmer sig årets slutning.

Derfor oplever man ofte, at small caps har et kursmæssigt efterslæb, når et nyt år starter.

Denne relativt store efterspørgsel i januar forstærkes af den traditionelt større optimisme, der præger starten af året, når investorerne dukker op med rene bøger og har frisk mod på de mindre aktier, som typisk også har en større underliggende risiko.

Så stærk som denne effekt kan være i nogenlunde »normale« år, lige så stærk kan den være i negativ retning i perioder som den aktuelle, hvor investorerne søger mindre risiko i de store, solide og mere diversificerede kvalitetsaktier.

S&P 500

salget i USA frem for globalt. Med USA på kanten af en recession er der al grund til at forvente, at large caps – som har betydelig eksponering mod markeder i Europa og Emerging Markets, hvor væksten ikke forventes at blive så hårdt ramt – vil klare sig betydeligt bedre gennem den kommende periode, godt understøttet af den svagere USD.

Faktum er da også, at allerede for godt et år siden, da man så småt begyndte at snakke om, at USA styrede mod en økonomisk opbremsning, så kunne de små ikke længere løbe fra de store. I dag handles small cap-indekset Russell 2000 på det laveste niveau i 15 måneder, og den relative nedtur i forhold til large caps, udtrykt ved S&P 500, ventes at fortsætte i de kommende måneder.

Futures på indeks

Dette kan man som investor udnytte ved at købe futures på S&P 500 og samtidig sælge futures på Russell 2000. »

Eksempel på en købt S&P 500 (mini) future

Det underliggende indeks	S&P 500
Udløbstidspunkt	20. mar 2008
Futurekursen	1345,00
Spotkursen på S&P 500-indekset	1338,60
Kontraktstørrelsen	50
Underliggende værdi i DKK	342.848
Antal kontrakter	1
Handles i USD, der ligger i kurs	5,100

Note: Beregningsdato 23. jan. 2008

Eksempel på en solgt Russell 2000 (mini) future

Det underliggende indeks	Russell 2000
Udløbstidspunkt	20. mar 2008
Futurekursen	695,20
Spotkursen på Russell 2000-indekset	693,43
Kontraktstørrelsen	100
Underliggende værdi i DKK	354.552
Antal kontrakter	1
Handles i USD, der ligger i kurs	5,100



Nettoresultat for strategien (efter omk.)

Hvis S&P 500 klarer sig bedre end Russell 2000...

Hvis S&P 500 klarer sig dårligere end Russell 2000...

Relativ kursændring	Nettogevinst i kr. pr. kontrakt
10%	34.285
8%	27.428
6%	20.571
4%	13.714
2%	6.857
0%	0
-2%	-6.857
-4%	-13.714
-6%	-20.571
-8%	-27.428
-10%	-34.285

» Lad os lige kort skitsere, hvad futures på aktieindeks er. En futurekontrakt på et aktieindeks er et finansielt væddemål om, hvor kursen på et givent aktieindeks befinder sig på et givet tidspunkt i fremtiden.

I futurekontrakten er angivet en kurs på et fremtidigt tidspunkt på aktieindekset kaldet futurekursen. Køber man således en future på fx S&P 500-indekset med udløb 20. marts, vil man opnå en gevinst, hvis aktieindekset til den tid ligger over futurekursen. Og hvis man sælger en future på fx Russell 2000-indekset, vil man tjene penge, hvis aktieindekset ved udløb ligger under futurekursen. Man kan i øvrigt til enhver tid i handel med futures fastlåse en gevinst eller et tab før udløb ved at indgå den modsatte handel.

Nu vælger vi altså i denne strategi, at købe en future på S&P 500, og samtidig sælge en future på Russell 2000. Vi håber som udgangspunkt at få ret på begge forretninger.

Dvs. at S&P 500 stiger samtidig med, at Russell 2000 falder. Men i den aktuelle situation kan det meget vel ske, at aktiemarkedet fortsætter med at falde generelt. Vi forventer imidlertid, at *small cap-aktierne falder væsentligt mere end large-cap aktierne*. Et evt. tab på den købte future på S&P 500 ventes således rigeligt opvejet af en gevinst på den solgte future på Russell 2000.

I betragtning af de vægtige argumenter for at small caps skal falde relativt mere end large caps vurderes risikoen på forretningen at være begrænset. Det vil være meget overraskende, ulogisk og imod de historiske fakta, hvis small caps i den kommende periode udvikler sig kursmæssigt bedre end large caps.

Strategien er ved redaktionens slutning stadig aktuel. Men er du interesseret bedes du dog diskutere med din investeringsrådgiver om strategien stadig hænger sammen.

Skat af futures på aktieindeks

Futurekontrakter på aktieindeks anses skattemæssigt for at være finansielle kontrakter.

Det betyder, at gevinst og tab på såvel købte som solgte indeksfutures beskattes efter særlige regler.

Gevinst og tab på finansielle kontrakter opgøres efter

- Lagerprincippet – dvs., at beskatning sker af årets værditilvækst på kontrakten.
- Separationsprincippet - beskatning af kontrakten uafhængigt af aktierne.

For personlige investorer gælder følgende:

- Gevinst på kontrakten medregnes ved opgørelsen af kapitalindkomsten.
- Tab kan fremføres til modregning i gevinst på øvrige finansielle kontrakter, herunder i gevinster på aktieindeks og visse strukturerede obligationer m.v.
- Tab, som ikke overstiger tidligere års beskattede gevinster på finansielle kontrakter m.v., kan fradrages ved opgørelsen af kapitalindkomsten, dog ikke indkomstår tidligere end 2002.

For selskaber gælder følgende:

- Gevinst medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.
- Tab på købte futures på aktieindeks kan fratrækkes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst
- Tab på solgte futures på aktieindeks kan fradrages i det omfang, det ikke overstiger forudgående indkomstårs beskattede nettogevinster på kontrakten, dog ikke indkomstår tidligere end 2002. Yderligere tab kan modregnes i skattepligtige nettogevinster på aktiebaserede kontrakter i samme og efterfølgende indkomstår.



Spaltning i 2007 i Norsk Hydro ASA er skattefri

For danske aktionærer er det nu besluttet, at spaltningen er skattefri

Norsk Hydro ASA har i 2007 gennemført en grenspaltning, hvorved de overdrog samtlige aktiver og passiver vedrørende deres olie- og gasaktiviteter til Statoil ASA. Aktionærerne i Norsk Hydro ASA modtog som vederlag herfor 0,8622 aktie i Statoil ASA for hver aktie i Norsk Hydro ASA.

SKAT har den 29. januar 2008 meddelt, at danske aktionærer skattemæssigt skal behandle spaltningen efter reglerne for skattefrie spaltninger. Tilslutningen er bindende for alle danske aktionærer.

Ved en skattefri spaltning anses de modtagne aktier i Statoil ASA for anskaffet på samme tidspunkt som de oprindelige aktier i Norsk Hydro ASA. Den oprindelige anskaffelsessum for aktierne i Norsk Hydro ASA skal fordeles forholdsmæssigt mellem de fortsættende aktier i Norsk Hydro ASA og de modtagne aktier i Statoil ASA.

De norske skattemyndigheder har tidligere godkendt spaltningen som en skattefri spaltning for fuld skattepligt i Norge. I den forbindelse har de godkendt, at den oprindelige anskaf-

felsessum fordeles med 30 % på de fortsættende aktier i Norsk Hydro ASA og anskaffelsessummen for de modtagne aktier i Statoil ASA anses for anskaffet til 70 % af den oprindelige anskaffelsessum. Det må antages, at SKAT vil godkende en tilsvarende fordeling for danske aktionærer.

Spaltningen skal således ikke med på selvangivelsen, men eventuelle overskydende aktieandele, som afregnes kontant, skal dog beskattes som udbytte.

Hurtig årsopgørelse fra SKAT

Hvis du vil have din årsopgørelse og evt. overskydende skat hurtigt så læs videre og find ud af hvordan.

Fra den 1. februar til og med 18. februar kl. 9.00 kan du indberette indtægter og fradrag til SKAT, og du vil så kunne få en korrekt årsopgørelse i din skattemappe allerede den 10. marts.

Du kan indberette via TastSelv på SKAT's hjemmeside. Ved at anvende denne fremgangsmåde kan du undgå at skulle indsende oplysningskort.

Det er dog ikke alle felter i selvangivelsen, du kan foretage en tidlig indberetning af. Du kan oplyse om fx

- Udbytte af danske aktier
- Gevinst og tab på aktier og investeringsforeningsbeviser
- Befordringsfradrag
- Gaver til godkendte foreninger
- Børne- og underholdsbidrag
- Lejeindtægt ved sommerhus- og værelsesudlejning.

Du kan derimod ikke ændre i de indberettede oplysninger fra arbejdsgivere og andre om f.eks. løn, renteindtægter og -udgifter og fagligt kontingent.

Den 10. marts åbner TastSelv igen for indberetning, og så får du mulighed for at korrigere i alle felter på selvangivelsen, herunder indberettede oplysninger fra arbejdsgiver. Alternativt kan du udfylde oplysningskortet i hånden og sende det til SKAT.

Selvangivelse bliver lidt nemmere for de fleste

Selvangivelsesproceduren er ændret fra og med indkomståret 2007. For de fleste bliver det lidt nemmere. Almindelige lønmodtagere og pensionister modtager fremover ikke en selvangivelse. Hovedreglen er derimod, at SKAT fra 10. marts til 15. april 2008 udsender en årsopgørelse til lønmodtagere. Har du i tidligere indkomstår

haft ændringer til din årsopgørelse, eller har du ændret din forskudsregistrering for 2007 i løbet af året, vil du sammen med årsopgørelsen modtage et oplysningskort.

Hvis du har ændringer til årsopgørelsen uden, at du har modtaget et oplysningskort, så kan du enten bestille et kort på 70 10 10 70 eller du kan

indberette dine ændringer via TastSelv.

Ændringer til årsopgørelsen skal du sende til SKAT senest 1. maj.

Som nævnt har du mulighed for at foretage ændring af en række beløb allerede fra den 1. – 18. februar 2008 kl. 9, således at din årsopgørelse bliver korrekt i første omgang.

Valuta og skat

Den seneste tids kurssvingninger på fremmed valuta har medført en øget interesse for valutamarkedet.

Ved fx at foretage et aftaleindskud i USD på en aftalekonto, investere i TRY-obligationer eller ved at optage lån i CHF, kan man opnå eksponering på valutamarkedet.

En mere avanceret form for valuta-eksponering kan opnås på derivatmarkedet ved hjælp af fx valutaterminskontrakter.

Indlån, obligationer og gæld i fremmed valuta

For personer og selskaber skal gevinst og tab på fordringer og gæld i fremmed valuta medregnes ved indkomstopgørelsen efter realisationsprincippet. Gevinst og tab medregnes som forskellen mellem købs- og salgskursen på valutaen. Handels- henholdsvis låne- og

indfrielsesomkostninger kan ikke fratrækkes direkte, men indgår ved opgørelse af kursgevinster og -tab.

For personer medregnes gevinst og tab i kapitalindkomsten. Den effektive beskatning af kapitalindkomst udgør ca. 33 pct., hvis kapitalindkomsten er negativ, og op til 60 pct., hvis kapitalindkomsten er positiv.

Personer skal dog kun medregne gevinst og tab i kapitalindkomsten i det omfang den pågældende persons samlede nettogevinst eller tab på fordringer og gæld i fremmed valuta i indkomståret overstiger 1.000 kr. om året. Er beløbsgrænsen overskredet, er hele beløbet skattepligtigt.

Renteindtægter og -udgifter omregnes til DKK og behandles i øvrigt efter samme regler som fordringer i DKK.

Ved beregning af gevinst og tab på indlån, obligationer og gæld i fremmed valuta skal købs-/hjemtagelseskursen beregnes efter gennemsnitsmetoden.

Hvis en kunde fx har foretaget indskud på en valutakonto på forskellige tidspunkter, skal der opgøres en gennemsnitlig anskaffelseskurs for valutaen, når gevinst og tab skal beregnes. Beregningerne kompliceres yderligere, hvis der er blevet hævet valuta i perioden, idet beholdningen derved er blevet ændret. Hvis der er foretaget flere indskud og hævnings på en valutakonto kan det i praksis være meget besværligt at opgøre gevinst og tab på kontoen korrekt.

Ved opgørelse af kursgevinster og -tab kan man dog vælge lagerprincippet. Princippet skal så generelt bruges på fordringer og gæld i fremmed valuta m.v. For erhvervskunder er dette en klar fordel, men privatkunder vil som regel have størst fordel af realisationsprincippet.

George Soros, finansguru, der sikrede sig verdensberømmelse 16. september 1992, da han ved at sælge 10 mia. USD mod GBP tjente 1,1 mia. USD på en dag ved at tvinge GBP ud af det europæiske valutasamarbejde. Han udnyttede Bank of Englands modvilje mod at enten hæve renten eller lade valutaen blive flydende.





Valutaderivater

Valutaderivater beskattes efter lagerprincippet. Det vil sige, at såvel realiserede som urealiserede gevinster og tab på kontrakten skal medregnes ved indkomstopgørelsen. Lagerbeskatningen betyder, at der kan blive tale om en fremrykket beskatning af en gevinst. Modsvarende kan der opnås et fremrykket fradrag for tab.

Hos selskaber medregnes gevinst og tab i selskabsindkomsten.

Hos personer medregnes en gevinst i kapitalindkomsten, mens der gælder særlige regler for tab. Et tab kan som udgangspunkt ikke fratrækkes, men kun medregnes i gevinster på finansielle kontrakter og visse strukturerede obligationer i indkomståret eller følgende indkomstår, eventuelt hos ægtefællen. Et tab kan dog altid fratrækkes i det omfang den pågældende i tidligere indkomstår samlet set er blevet beskattet af en nettogevinst på finansielle kontrakter, dog ikke indkomstår tidligere end 2002.

Endvidere skal man være opmærksom på, at beskatningen som kapitalindkomst medfører asymmetri. Man kan således risikere, at et tab på kon-

trakten i et indkomstår kun har en fradragsværdi på ca. 33 pct., mens en gevinst i et andet indkomstår på kontrakten kan beskattes med op til 60 pct., hvis kapitalindkomsten er positiv.

Dette indebærer, at det for privatpersoner sjældent er aktuelt at anvende valutaderivater.

Der gælder særlige regler for selvstændigt erhvervsdrivende. Hvis en erhvervsdrivende person anvender terminskontrakten til afdækning af en erhvervsmæssig risiko, f.eks. indkomst ved varesalg til udlandet, kan et tab altid fratrækkes. Samtidig indebærer reglerne i virksomhedsordningen, at der kan være symmetri mellem den effektive beskatning af en gevinst og fradragsværdien af et tab.

Valutakontrakter med sædvanlig afviklingstid i forbindelse med køb og salg af værdipapirer og valutakontrakter indgår i forbindelse med sædvanlige aftaler om levering af varer og andre aktiver beskattes ikke særskilt. Fortjeneste eller tab på kontrakterne indgår således i en evt. avanceopgørelse for værdipapirerne eller fortjenesten på varerne mv.

Eksempel på investering i CHF

Som en konsekvens af den nuværende finansielle krise er CHF steget med ca. 5 pct. siden midten af oktober måned sidste år. Sidste gang kursen på CHF var på det nuværende niveau var i marts måned sidste år.

En mulighed kunne derfor være at spekulere i et relativt kursfald på CHF over for danske kroner. Det kan man gøre ved at tage et lån i CHF med en løbetid på et år til lav rente og placere midlerne i låneperioden i DKK til høj rente, hvorefter lånet i CHF indfries.

Som et alternativ til lån i CHF og placering i DKK kan man sælge CHF mod DKK via en terminsforretning.

Terminstillægget fastsættes ud fra renteforskellen mellem CHF og DKK, og vil med en løbetid på 1 år være på cirka 1,6 pct. Er spotkursen mellem CHF og DKK 465,00 vil terminskursen dermed være 472,44. Man kan sige, at terminskursen er et estimat på spotkursen om et år, som det indikeres af den aktuelle renteforskel mellem de to valutaer. Ved at sælge CHF mod DKK på termin har man altså indgået et væddemål om, at spotkursen om et år højst er 472,44. Hvis den faktiske spotkurs til den tid er under 472,44 giver forretningen gevinst.

En styrkelse af CHF til over 472,44 er derimod ensbetydende med, at salg på termin i CHF har været tabsgivende, da valutakurstabet har været større end rentebesparelsen.

Kursgevinst og tab på terminsforretningen beskattes efter lagerprincippet, det vil sige, at stigning og fald i værdien af kontrakten årligt skal tages til beskatning.

Handel med derivater forudsætter, at der er indgået en rammeaftale mellem kunden og banken. I den forbindelse foretages altid en individuel vurdering, idet Danske Bank ønsker at sikre sig, at kunden er i stand til at bære et tab.

Skatteregler for fordringer og gæld i fremmed valuta samt valutaderivater

	Indlån, obligationer og lån	Derivater
Selskaber	Beskatning af gevinst og fradrag for tab (realisationsprincip).	Beskatning af gevinst og fradrag for tab (lagerprincip)
Personer	Kapitalindkomst Beskatning af gevinst og fradrag for tab (realisationsprincip) Bagatelgrænse på 1.000 kr. om året	Kapitalindkomst. Beskatning af gevinst og modregning af tab efter særlige regler (lagerprincip) Selvstændigt erhvervsdrivende kan dog altid fratrække tab på kontrakter, der afdækker en konkret erhvervsmæssig risiko



General Electric vil over de kommende to år fordoble deres investeringer inden for vedvarende energi til 30 mia. USD. Således skal energi fra vind, vand og sol udgøre 25% af deres samlede investeringer i energi i 2010 mod blot 10% i 2006.

Mindsterentenedsættelsen blev væk

Det var ellers så godt som sikkert, skrev vi i december. Mindsterenten ville blive nedsat til 3 %. Og alt tydede på det. Men så kom der pludselig voldsom fokus på inflationsrisikoen, renterne steg over en bred kam, og referencerenten sluttede på 4,60% hvor kravet var 4,57%. Siden er al snak om inflation forstummet. Nu er det recessionsrisikoen, det handler om. Det har sendt renterne drastisk ned, så referencerenten nu er omkring 4%. Fortsat rentefald kunne give mulighed for en ekstraordinær rentenedsættelse, men det kræver dog en referencerente på max 3,60% 10 børsdage i træk, hvilket ikke synes realistisk.

USA sakker bagud

I bogen *Innovation Nation* tegner Dr. John Kao et portræt af USA, som slår skår i amerikanernes stolthed over at være verdens mest innovative nation. Der er nemlig mange tegn på, at USA er ved at blive indhentet.

Fx er USA's 15-årige kun nr. 24 på verdensranglisten over skoleelevers matematiske forståelse, og i 16 lande er der relativt flere, der tager en studentereksamen.

USA har et handelsunderskud på praktisk talt alle højteknologiske varer, udlandsgælden er tredoblet siden 1999 til knap 3 trillioner USD, og 23 lande kloden over har en større procentdel af husholdningerne en bredbånds opkobling til Internettet.

John Kao fremhæver også, at verdens største forskningscenter inden for nanoteknologi vil snart vil være etableret i Beijing, og Kina vil i 2010 have 10 gange så mange jobs inden for nanoteknologi som USA.

Singapore har etableret en enestående infrastruktur for det videnskabelige miljø, og ventes at tiltrække udenlandske selskaber og forskere i stor stil fra især pharma og biotek. Og Finland, ikke USA, er vurderet som verdens mest konkurrencedygtige økonomi.

Mange lande drøner af sted mod højere innovationsniveauer, og John Kao efterlyser dramatiske aktioner og en ændret mentalitet for at bringe USA på rette spor.



Dansk aktiemarked har skiftet karakter

Det danske aktiemarked er blevet særlig hårdt ramt af den globale aktienedtur. Det ledende danske aktieindeks OMXC20 er således siden den historiske top 11. oktober 2007 faldet næsten dobbelt så meget som europæiske og amerikanske aktier. Flere års dansk aktieoptur er pludseligt vendt til ikke blot en absolut, men også relativ markedsnedtur.

Årsagen til danske aktiers relative fald, er mange. Her skal nævnes tre forhold, der spiller ind for danske aktier, der siden 2003 har været blandt de allerbedst performen-

de europæiske landemarkeder: 1) Flere års indtjeningsdrevet optur for en række mindre og mellemstore danske industri- og finansselskaber har bl.a. betydet, at profilen for OMXC20 er blevet mere konjunkturfølsom end tidligere. 2) Værdiansættelsen af det danske aktiemarked er steget kraftigt relativt til Europa. Fra en situation, hvor man i 2002 skulle betale omkring 75 % af det, det brede europæiske marked kostede (målt på 12mdrs. forward P/E), koster markedet i dag 15 % mere end Europa.

3) Det danske aktiemarked har tabt én af sine historiske

Nye forskningsgennembrud i alternativ energi

Alt imens børserne hærges af uvejr og mistillid fra investorerne, og USA i en ny bog anklages for at blive kørt bagud i det globale innovationskapløb, så understøttes Clean Tech-trenden fortsat af imponerende fremskridt i forskningen fra selskaber med base i landet, der er verdens største olieforbruger og udleder af drivhusgasser.

For nylig kunne således Coskata, der støttes finansielt af bl.a. General Electric, fortælle, at selskabet nu behersker en teknik, hvorved bakterier kan konvertere næsten ethvert organisk materiale, fra kornavner til husholdningsaffald, til *ethanol* for under 1 dollar pr. gallon (1 amr. gallon = 3,785 liter).

Opdagelsen understreger den hastige innovation, som præger kapløbet om, at kunne lave cellulosebaseret ethanol til en lav pris. Udover den lave pris, så har Coskatas proces andre fordele, da processen ikke kræver brug af fødevarer og nettoenergi-balancen er høj, fordi teknikken kan

bruges næsten hvor som helst med næsten hvad som helst med stor effektivitet. Slutresultatet er, at en gallon E85 (85% ethanol, 15% benzin) på tanken kan sælges 1 dollar billigere end en gallon benzin.

I processen anvendes gasifikationssteknologien og bakterieteknologien, som begge er velkendte metoder, men Coskata er det første selskab, der formår at kombinere dem.

Solenergi nævnes ofte som en af de potentielle vindere, når vi taler vedvarende energikilder. Ikke overraskende i betragtning af, at den energi, der er i 40 minutters solstråler på Jorden er nok til at dække klodens energibehov for et helt år. Tre garvede topfolk fra solenergibranchen, Ken Zweibel, James Mason og Vasilis Pthenakis fra hhv. PrimeStar Solar, Golden; Solar Energy Campaign, Farmingdale og Photovoltaic Environmental Research Center, Brookhaven National Laboratory – præsenterede for nylig i Scientific American en storstilet plan for, hvordan USA's

energibehov i fremtiden kan dækkes af solenergi. Forskerne mener, at USA via subsidier på 420 mia. dollars til etablering af den nødvendige infrastruktur frem til 2050 vil kunne opnå, at solenergi kan dække 69 pct. af USA's elektricitetsbehov og 35 pct. af det totale energibehov. Hvis vind, biomasse og geotermiske energikilder også udvikles, vil vedvarende energi kunne dække 90 pct. af USA's energibehov i 2100.

Her i Danmark er det svært at forestille sig sol give et nævneværdigt bidrag til vindenenergien. *Regnenergi* ville være mere realistisk. Men det er der heldigvis også nogen, der har tænkt på. Således kunne forskere fra CEA/Leti-Minatec, et forskningsinstitut i Grenoble, Frankrig, for nylig præsentere et system, som opfanger den energi, der er i faldende regndråber – som er op til 12 milliwatt for en enkelt stor regndråbe. Forskerne arbejder nu på, at udvikle en metode hvorved man kan lagre den genererede elektricitet.



dyder, nemlig at være et defensivt aktiemarked. Markedets følsomhed over for internationale kursudsving er højere i dag, end det var fx i 2003.

Da danske investorer har tradition for at ligge særlig tungt i danske aktier, er det vigtigt at være opmærksom på dette karakterskifte i det danske marked – og da danske aktier, trods et relativt større kursfald, stadig er dyrere end europæiske aktier, kan der med fordel rettes fokus mod bl.a. europæiske aktier.

Apparater, der har indbygget *stemmegenkendelse*, begynder at ramme massemarkedet i bl.a. mobiltelefoner og GPS-systemer. Det giver mulighed for at tale sms'er ind på mobilen, mens man kører, samtidig med, at man spørger sin GPS om vej.



Årets bedste opfindelser

Det er svært at spotte en god opfindelse, for man har måske nok en tendens til at blive lidt vel optimistisk, hvis nogle innovationer tilsyneladende åbner helt nye døre.

Men nogle af dem bliver jo til noget stort. Telefonen. Dampmaskinen. Bil- len. Flyvemaskinen. Computeren. Mobiltelefonen. Det klonede får (måske ikke Dolly selv, men teknikken bag).

I dag har videnskaben en stor og hastigt voksende indflydelse på samfundet. Vi bliver løbende bombarderet med et væld af nye teknologiske muligheder, som kan ændre det menneskelige samfund radikalt. På godt og ondt.

Set fra en investors synspunkt, vil det naturligvis være rart at kunne identificere fremtidens Microsoft eller Apple før alle andre. Det er måske umuligt. Men det er i hvert fald et vigtigt skridt på vejen, at man prøver at danne sig et overblik over, hvad der rører sig i videnskabens verden, som måske har potentiale til at ramme

massemarkederne med tiden. Scientific American og andre teknologiske tidsskrifter har set tilbage på nogle af de bidrag, som de mener er blandt de bedste i det forgangne år. Her er nogle af dem.

WiTricity

Trådløs elektricitet, WiTricity, som det hedder, er opfundet af Marin Soljacic på Massachusetts Institute of Technology, hvor det foreløbig er lykkedes ham at sende strøm over et par meter.

Brintteknologien har ikke gjort så meget væsen af sig i medierne siden danske forskere førte sig frem med brintpillen. Men der er fuld fart på forskningen. Et vitalt element i en *brint brændselscelle* er et mikrotyndt lag af platinpartikler, men problemet har været, at oxidering ret hurtigt ødelægger cellen. Radoslav R. Adzic m.fl. på Brookhaven National Laboratory har nu fundet ud, at man gør cellen meget modstandsdygtig og bevarer effektiviteten ved at sprøjte den med nanopartikler af guld.

På St. Louis University har forskerne Minter og Klotzbach haft en anden tilgangsvinkel til brændselscellerne. For at producere strøm skal cellerne enten tilføres brint eller kulbrinte forbindelser, som via en katalysator kan dekomponeres til brint. Der eksperimenteres imidlertid med *brændselsceller, som ligner biologiske celler* i, at de anvender kemiske enzymer til at nedbryde sukker – en særlig klasse af kulbrinte molekyler – for at generere

elektroner. Men i modsætning til levende celler, løber de hurtigt tør for enzymer, som kan fastholde nedbrydningen. De to forskere har opfundet en metode,

som løser enzymproblemet og dermed holder brændselscellen i gang i måneder frem for dage.

Ingen sygdom har så mange menneskeliv på samvittigheden som *malaria*, der stadig dræber over en mio. mennesker årligt. Men nu kan de respektive medicinalsselskaber måske snart skyde en hvid pind efter drømmen om at være det selskab, der opfinder vaccinen.

Malaria spredes af myg, og derfor har genforskere i flere år forsøgt at manipulere myg, så de ikke længere er i stand til det. Hidtil har disse myg imidlertid ikke kunnet reproducere sig selv, eller overleve lige så godt som de »vilde myg«. Men det lykkedes i 2007 for Marcelo Jacobs-Lorena på Johns Hopkins University at skabe nogle supermyg. I et bur med malariainficerede mus og vilde myg udgjorde de transgene myg efter ni generationer 70 pct. af den samlede myggepopulation.

Harry Potters usynlige kappe

I *nanoteknologi* – der handler om, at flytte rundt på molekyler og atomer og herved kunne skabe nye materialer – opfandt man faktisk Harry Potters *usynlige kappe*. Flere forskere har i 2007 nået store resultater med de såkaldte metamaterialer. Først var et hold på Duke University i North Carolina i USA, der formåede at lave en bygge en kappe, der var usynlig for mikrobølger. Næste gennembrud stod forskere på University of Maryland for, da de præsenterede verdens første usynlige kappe i en to-dimensionel demonstration. Metamaterialet bestod af et lag af halvledere, som formår at lede lys rundt om en genstand og vider på den anden side.



Harry Potters usynlige kappe blev reelt opfundet i 2007 - om end i miniformat.



En genforsker har skabt myg, som ikke kan sprede malaria - og som tilmed reproducerer sig selv og overlever bedre end vilde myg.



Høreapparatet »The Carina«, der opereres ind bag øret, spås en stor fremtid.

Det er dog ikke lige om hjørnet, at man kan købe sig en kappe og snyde sig ind i biografen eller til Champions League-kampe rundt om i Europa. »Kappen« er foreløbig kun 10 millimeter i diameter, og det skønnes ikke sandsynligt, at den vil blive udviklet til tre dimensioner i nær fremtid. I første omgang menes opfindelsen at kunne anvendes i produktionen af computchips.

Der er derimod umiddelbart større potentiale i *nanowires* og *nanorør*. Således har forskere vist, at visse typer af nanowirer kan konvertere vibrationer til elektricitet, mens andre fungerer som mikrosolceller med store anvendelsesmuligheder i elektroniske nanosystemer, der har brug for at kunne fungere uafhængigt af eksterne energiforsyninger.

Også inden for *batterier* kan nanoteknologien give væsentlige bidrag. Således har forskere ved Massachusetts Institute of Technology lavet fibre ud af virusser dækket med funktionelle materialer. Disse *fibre kan fungere som batterier og anden elektronik* – hvilket har fået den amerikanske hær til at spidse øren, da det vil være smart at få sådanne fibre syet ind i uniformerne til en række formål ude i felten.

Apropos ører, så har Otologics i USA opfundet et *høreapparat, som implanteres inde bag øret* via en operation, så man ikke kan se den. »The Carina«, som det er døbt, er i den kli-

niske fase 2 med foreløbig meget gode resultater.

For *genteknologien* var 2007 lidt af en milepæl. For det første er man nu kommet så langt, at kortlægning af enkeltindividers gener er inden for rækkevidde – hvilket kan give et godt indtryk af folks risiko for sygdomme som Alzheimers, sukkersyge og kræft. For det andet var 2007 for alvor året, hvor man i mange pharmaceutiske og bioteknologiske selskaber begyndte at udvikle præparater baseret på en opdagelse helt tilbage i 90'erne – nemlig, at RNA styrer omkring 30 pct. af vores gener.

Og så et vigtigt skridt i *T-ray vision*. Teknologien blev kendt allerede i 2006, og gør det muligt at se skelettet som med røntgenstråler (mindre skadeligt), men også igennem plastic, keramik – og tøj. Teknologien er ikke beregnet på, at et en tur nedad strøget får en helt anden betydning med T-ray briller på, men spås store muligheder i disse terroristtider. Det nye i 2007 var et bærbart apparat på 2,3 kilo.

Svært at se trenden

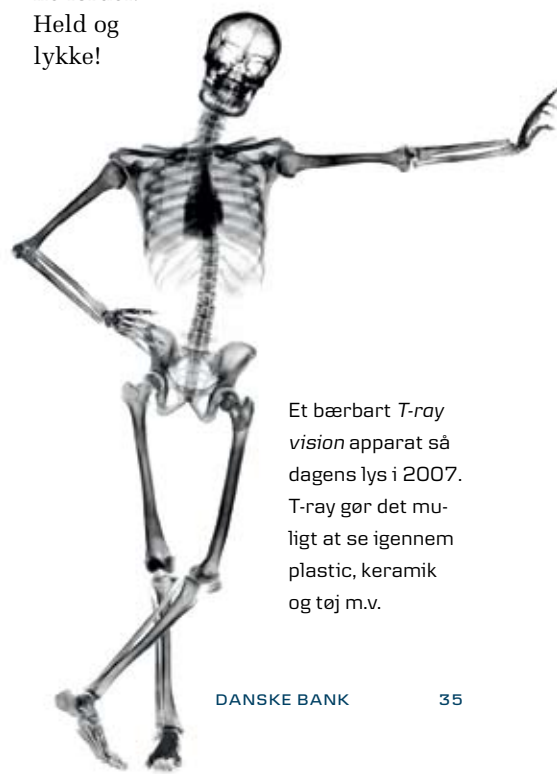
Indrømmet, det er svært at se hvilke af disse videnskabelige fremskridt i en så tidlig fase, man som investor kan komme til at tjene penge på. Men lige pludselig er der noget, der fanger. Fx noget med brændselsceller eller nanowires.

En ny hot trend kunne være skabt. Som vi ser det med et væld af solcelleproducenter, der surfer på Clean Techbølgen. Men de hotteste trends er også de mest farlige. I den euforiske Klon-dyke-stemning er der mange om budet, og der er masser af risikovillig kapital til rådighed for dem, der har en

god idé. Stort set alt med .com steg til himmels på aktiemarkedet i 90'erne, men da støvet havde lagt sig efter IT-boblens kollaps, var der kun få vindere tilbage – også blandt investorerne.

For 100 år siden var bilen en revolutionerende teknologi, og det var ikke noget problem for enhver bilproducent at skaffe penge. Der var et væld af bilnavne, men i dag er der kun få globale aktører tilbage. Warren Buffet, verdens rigeste investor, har flere gange peget på, at teknologiske fremskridt i en konkurrencepræget økonomi i sidste ende primært kommer forbrugeren til gode gennem en højere levestandard – ikke aktionærerne. Kun i yderst sjældne tilfælde vil en virksomhed være i stand til at opretholde en konkurrencemæssig fordel gennem længere tid. Ellers er det normalt, at Darwins evolutionsteori også gælder i erhvervslivet. Derfor skal man fange virksomhederne, mens de har den fordel.

Held og lykke!



Et bærbart T-ray vision apparat så dagens lys i 2007. T-ray gør det muligt at se igennem plastic, keramik og tøj m.v.



Råvarepriser kollapser ikke

Der er ikke udsigt til store prisfald på olie og andre råvarer, selv om USA skulle ende i recession.

Olieprisen startede 2008 med at bryde 100 dollars pr. tønde. Utænkeligt for økonomerne i 1998, da prisen i en periode var 90 dollars lavere. En velkendt forklaring på en stor del af den olieprisstigning vi har set de senere år er, at udviklingsøkonomierne, især Kina, har så voldsom en økonomisk vækst. Dette er faktisk hovedforklaringen på stigningen i olieefterspørgslen. Og fordi udbudet af olie er ret stramt efter mange års forsømte olieinvesteringer, så slår det særlig hårdt igennem på priserne.

Hvorfor stiger olieprisen, når en økonomisk krise truer?

Men hvorfor disse voldsomme prisstigninger på det seneste, hvor der samtidig har været så megen fokus på den afmatning, som verdensøkonomien, især USA står overfor?

»Vi mener, at årsagen er en kombination af fundamentale forhold og fornyet investorinteresse for råvarer her i det nye år. I løbet af efteråret er ubalancerne i oliemarkedet blevet forstærket. I realiteten producerer OPEC i deres egenskab af svingdørsproducent for lidt olie i forhold til efterspørgslen. Det har betydet et kraftigt fald i de globale lagre, og ikke mindst i USA er lagrene af råolie faldet ganske markant de seneste måneder. Og det bliver værre endnu, hvis man ser på «forward cover», der viser antallet af ugers forbrug af olie, der er på lager. Det er nu på vej mod det laveste niveau i mere

end 5 år. Oveni de små lagre ser det ud til, at efterspørgslen ikke mindst i Emerging Markets fortsætter ufortrødent,« siger Arne Lohmann Rasmussen, Danske Banks ekspert på olie og andre råvarer.

Da recessionsspøgelset i januar for alvor begyndte at tone frem i USA, faldt olieprisen dog markant tilbage - USA er trods alt verdens største forbruger af olie. Men de hurtige og aggressive rentenedsættelser fra den amerikanske centralbank, fik hurtigt olieprisen op over 90 USD igen - en afspejling af en forventning om, at den amerikanske nedtur hurtigt bliver overstået med lempelig pengepolitik, finanspakken på 150 mia. USD og et eksportboost fra den amerikanske dollar.

Arne Rasmussen tror i øvrigt, at hvis USA's nedtur er overstået i efteråret, så er der store chancer for igen at se olieprisen ryge over 100 USD pr. tønde ved årets slutning.

Investorerne ønsker eksponering mod Emerging Markets

Råvareeksperten fremhæver, at investorerne i øjeblikket synes at have et udpræget ønske om at være eksponerede mod Emerging Markets. Og det er der god grund til, for alt tyder på, at den økonomiske vækst i disse markeder også i år vil være høj, og efterspørgslen efter både olie og råvarer vil være fortsat stærk.

»Metalpriserne har traditionelt reageret negativt på nedture i industri-

konjunkturen i OECD, men det er ikke givet, det bliver tilfældet i år. Den korrektion vi så i okt.-nov. var formentlig et udtryk for, at markedet tog forskud på lavere vækst. Desuden er det væsentligt, at efterspørgslen efter metaller i Emerging Markets er usvækket, især i Kina - en tendens vi tror fortsætter. Det samme gælder udviklingsøkonomiernes efterspørgsel efter landbrugsprodukter og andre råvarer,« siger analytikeren og tilføjer, at der er andre vigtige understøttende faktorer for råvarepriserne.

Dollardenominerede råvarer har således en tendens til at stige i pris, når dollaren svækkes, og generelt ventes fra investorside fortsat pæn interesse for råvarer trods de dystre udsigter for USA's økonomi.

Råvarer giver risikoafdækning

»Investorerne søger til en vis grad ly i råvareuniverset, der dels tilbyder en risikoafdækning mod yderligere dollarsvækkelse, dels en afdækning for stigende inflationsbekymring. Stigende råvarepriser er i sig selv en vigtig kilde til inflation i verdensøkonomien,« siger Arne Lohmann Rasmussen, og tilføjer konkluderende:

»Som med andre finansielle størrelser må man også for råvarer forvente ekstraordinær høj volatilitet de kommende måneder, indtil markederne får et bedre overblik over vækstudsigterne i år, og man forhåbentlig kan få aflivet frygten for en global økonomisk recession.«

Modelporteføljer for obligationer

OPDATERET 31. JANUAR 2008

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

Personbeskattede med tidshorisont 0-3 år							
% andel 1)	Fondskode	Papir	DB eff. rt. 2)		3) DB Var.	Hpr. 59% skat 4)	
			Skat 45%	Skat 59%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
10	DK0009271041	2 D.10DS09	2,74%	2,46%	0,90	2,65%	2,69%
30	DK0009271124	2 D.10DS10	2,37%	2,09%	1,86	2,49%	2,16%
60	DK0009271207	2 D.10DS11	2,64%	2,35%	2,74	2,54%	2,44%
100		5)	2,57%	2,28%	2,28	2,53%	2,38%

Pensionsbeskattede med tidshorisont 0-3 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat	
			Skat 0%			DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
10	DK0009272957	RD 5.0 Aio	5,51%		7,36	5,90%	5,65%
40	DK0009278483	RD 6.0 Aio	6,07%		2,29	5,74%	5,59%
20	DK0009766446	NYK FRN 01/01/2038	5,12%		0,16	4,56%	4,78%
10	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	4,12%		2,80	4,27%	4,17%
20	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	4,26%		4,51	4,36%	4,43%
100					2,84	5,10%	5,06%

Personbeskattede med tidshorisont 3-7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 59% skat	
			Skat 45%	Skat 59%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
40	DK0009271207	RD 2.0 01/01/2011	2,64%	2,35%	2,74	2,54%	2,44%
30	DK0009273922	RD 3.0 A 01/01/2023	2,82%	2,37%	5,04	2,71%	2,65%
30	DK0009275117	RD 2.0 01/01/2016	3,05%	2,74%	6,36	2,92%	2,97%
100			2,81%	2,47%	4,46	2,70%	2,65%

Pensionsbeskattede med tidshorisont 3-7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat	
			Skat 0%			DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
25	DK0009273179	RD 4.0 Aio	5,20%		9,00	5,54%	5,23%
20	DK0009272957	RD 5.0 Aio	5,51%		7,36	5,90%	5,65%
35	DK0009278483	RD 6.0 Aio	6,07%		2,29	5,74%	5,59%
10	DK0009273849	RD FRN C6io	1,11%		4,03	5,44%	5,38%
10	DK0009276784	RD 4.0 01/01/2015	4,36%		6,04	4,55%	4,66%
100					5,40	5,58%	5,40%

Personbeskattede med tidshorisont over 7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 59% skat	
			Skat 45%	Skat 59%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
25	DK0009271207	2 D.10DS11	2,64%	2,35%	2,74	2,54%	2,44%
25	DK0009273922	3 D.26DS23	2,82%	2,37%	5,04	2,71%	2,65%
50	DK0009273179	4 D.43D 38	2,81%	2,21%	9,00	2,87%	2,56%
100			2,77%	2,29%	6,36	2,74%	2,55%

Pensionsbeskattede med tidshorisont over 7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat	
			Skat 0%			DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
45	DK0009273179	RD 4.0 Aio	5,20%		9,00	5,54%	5,23%
25	DK0009272957	RD 5.0 Aio	5,51%		7,36	5,90%	5,65%
20	DK0009278483	RD 6.0 Aio	6,07%		2,29	5,74%	5,59%
10	DK0009277089	RD 4.0 01/01/2018	4,54%		7,97	5,15%	4,97%
100					7,03	5,64%	5,39%

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

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

Europa: Kan Euroland holde gang i væksten?

Efter en periode med solid vækst er Euroland nu under pres fra mange fronter. Nedgangen i global vækst og fortsat eurostyrkelse giver dårligere vilkår for eksportvirksomhederne. Og afsætningen på hjemmemarkedet vil også blive afdæmpet af en lavere vækst i privatforbruget. Husholdningernes købekraft er forringet af højere olie- og fødevarerpriser, og beskæftigelsesvæksten vil aftage i løbet af året. Det vil sætte ECB under pres for at lempe pengepolitikken – og presset vil tiltage, som året skrider frem. Vi venter rentenedsættelser på samlet 50bp i andet halvår 2008.

USA: Hvad er Federal Reserve bange for?

I kølvandet på flere dage med fald på de globale aktiemarkeder valgte den amerikanske centralbank at nedsætte renten med 0,75 %-point kun otte dage før det ordinære møde. Senere fulgte endnu en rentenedsættelse på 0,5 %-point på det ordinære møde. Efter så voldsomme rentenedsættelser kan man med rette spørge, hvad Federal Reserve er så bange for? De økonomiske data peger på, at økonomien er under opbremsning – men ikke i recession. Vi tror i høj grad, at centralbanken er bekymret for stabiliteten i det finansielle system og arbejder med et meget negativt alternativscenarie for amerikansk økonomi – et scenario, som den er villig til at forsikre sig fuldt og helt imod. Ved at nedsætte renten aggressivt satser centralbanken således på at kunne afværge en recession eller en endnu større krise i det finansielle system. Den seneste ageren tyder på, at der ligger flere rentenedsættelser og venter i første halvår, så renten kan nå helt ned i 2 % til sommer. Mens amerikansk økonomi kan komme tæt på recession i første halvår, venter vi ikke, at det går så galt. Med de kraftige lempelser i finans- og pengepolitikken er der udsigt til bedring i økonomien i løbet af andet halvår.

Vil Asien fortsat holde hånden under den globale vækst?

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

Kreditkrisen rammer de mest udsatte CEE-lande

De globale kreditmarkeder er stadig tvunget i knæ, og det kan nu mærkes i de mest ubalancerede økonomier i Central- og Østeuropa. Det gælder de baltiske lande, samt en række sydøsteuropæiske økonomier som f. x. Bulgarien, Rumænien og Serbien. Disse lande har alle i de senere år oplevet en stærk økonomisk vækst, drevet af indenlandsk efterspørgsel, som har været understøttet af stigende offentligt forbrug samt lempelige kreditvilkår. Det stærke forbrug har betydet stigende betalingsbalanceunderskud. Underskuddene skal finansieres af udenlandsk kapital, og i en tid med strammere globale kreditvilkår kræver internationale investorer nu en højere risikopræmie for at operere i disse ubalancerede økonomier. Derfor ser vi nu lokale pengemarkedsrentespænd køre kraftigt ud samt faldende aktiemarkeder. Presset på valutaerne er også stigende.

Sektor/selskab	Land	Anbefaling
Energi		
Olje- og gastjenester		
Acergy	NO	Hold
Aker Kvaerner	NO	Hold
Awilco Offshore ASA	NO	Køb
BW Offshore	NO	Køb
Fred Olsen Energy	NO	Hold
Ocean Rig ASA	NO	Akkumulér
PROSAFE	NO	Køb
Seadrill	NO	Køb
Subsea 7	NO	Hold
Olje og gas		
Broström	SE	Køb
Neste Oil	FI	Køb
StatoilHydro	NO	Akkumulér
Materialer		
Kemikalier		
Auriga Industries	DK	Akkumulér
Exel	FI	Køb
Kemira Growhow	FI	Akkumulér
Novozymes	DK	Akkumulér
Emballage		
Brodtene Hartmann	DK	Sælg
Huhtamäki	FI	Hold
Metaller & Minedrift		
Outotec	FI	Køb
Outokumpu	FI	Køb
Talvivaara Mining Co LTD	FI	Akkumulér
Industri		
Fly & forsvar		
SAAB	SE	Køb
Byggeprodukter		
Assa Abloy	SE	Køb
Dantherm	DK	Akkumulér
Flugger	DK	Hold
H+H International	DK	Akkumulér
Rockwool International	DK	Køb
Uponor	FI	Hold
Anlæg og Maskinteknik		
FLSmidth & Co	DK	Køb
Højgaard Holding	DK	Akkumulér
Lemminkäinen	FI	Hold
Monberg & Thorsen	DK	Akkumulér
Per Aarsleff	DK	Køb
SRV	FI	Reducér
YIT	FI	Køb
Elektrisk udstyr		
NKT Holding	DK	Køb
Renewable Energy Corporation	NO	Køb
Schouw & Co	DK	Akkumulér
Vestas Wind Systems	DK	Køb
Maskinindustri		
Alfa Laval	SE	Køb
Atlas Copco	SE	Akkumulér
Cardo	SE	Reducér
Cargotec Corp	FI	Køb
Haldex	SE	Hold
Kone	FI	Køb
Konecranes	FI	Køb
Metso	FI	Køb
Munters	SE	Akkumulér
Nibe	SE	Reducér
Sandvik	SE	Køb
Scania	SE	Reducér
SKF	SE	Akkumulér
Trelleborg	SE	Køb
Volvo	SE	Akkumulér
Wärtsilä	FI	Køb
Handel og distribution		
Brdr A & O Johansen	DK	Hold
DLH	DK	Hold
Ramirent	FI	Hold
Solar	DK	Køb
Sanistaal	DK	Reducér
Erhvervsservice & -produkter		
Securitas	SE	Akkumulér
Cramo	FI	Akkumulér

Sektor/selskab	Land	Anbefaling
Industri, fortsat		
Gunnebo	SE	Reducér
Securitas Direct AB	SE	Sælg
Securitas Systems	SE	Akkumulér
Luftfart		
Finnair	FI	Akkumulér
Shipping		
A. P. Møller - Maersk	DK	Hold
Broström	SE	Køb
DFDS	DK	Hold
D/S Norden	DK	Hold
Mols-Linien	DK	Sælg
D/S Torm	DK	Køb
Transport		
DSV	DK	Hold
Forbrugsvarer		
Reservelede		
Nokian Tyres	FI	Køb
Varige forbrugsvarer		
Bang & Olufsen	DK	Køb
BoConcept	DK	Køb
Ekornes	NO	Køb
Electrolux	SE	Hold
Husqvarna	SE	Køb
Fritidsudstyr		
Amer Sports	FI	Akkumulér
Tekstiler & Beklædning		
IC Companies	DK	Køb
Hoteller, Restauranter & Underholdning		
PARKEN Sport & Entertainment	DK	Hold
Skistar AB	SE	Reducér
Medier		
Alma Media	FI	Akkumulér
Sanoma Wsoy	FI	Køb
Schibsted	NO	Anb.Suspenderet
Detailhandel		
Clas Ohlson	SE	Køb
Hennes & Mauritz	SE	Køb
Nobia	SE	Køb
Stormagasiner		
Stockmann	FI	Køb
Næring & Nydelse		
Supermarkeder		
Hakon Invest	SE	Reducér
Kesko	FI	Køb
Drikkevarer		
Carlsberg	DK	Anb.Suspenderet
Harboe	DK	Køb
Royal Unibrew	DK	Hold
Fødevarer		
Atria	FI	Køb
Biomar	DK	Ingen Anbefaling
Cermaq	NO	Akkumulér
Danisco	DK	Akkumulér
EAC	DK	Reducér
HKScan	FI	Akkumulér
Marine Harvest	NO	Akkumulér
Orkla	NO	Akkumulér
Tobak		
Swedish Match	SE	Køb
Sundhed		
Medicinalinstrumenter & -udstyr		
Coloplast	DK	Akkumulér
Elekta	SE	Akkumulér
Getinge	SE	Anb.Suspenderet
William Demant Holding	DK	Køb
Biotechnologi		
ALK-Abello	DK	Køb
Bavarian Nordic	DK	Akkumulér
Curalogic	DK	Anb.Suspenderet
Genmab	DK	Køb
Exiqon	DK	Køb
Karo Bio	SE	Køb
LifeCycle Pharma	DK	Køb
Neurosearch	DK	Køb
Q-Med	SE	Akkumulér

Sektor/selskab	Land	Anbefaling
Sundhed, fortsat		
TopoTarget	DK	Køb
Farmaci		
Astrazeneca	UK	Hold
Lundbeck	DK	Reducér
Meda	SE	Køb
Novo Nordisk	DK	Køb
Finans		
Banker		
Amagerbanken	DK	Køb
Danske Bank	DK	Ingen Anbefaling
DNB Nor	NO	Køb
Fionia Bank	DK	Reducér
Forstedernes Bank	DK	Køb
Jyske Bank	DK	Akkumulér
NORDEA	SE	Reducér
Okø Bank Plc	FI	Akkumulér
Ringkjøbing Landbobank	DK	Køb
Roskilde Bank	DK	Køb
SEB	SE	Køb
Spar Nord	DK	Reducér
Svenska Handelsbanken	SE	Hold
Swedbank	SE	Hold
Sydbank	DK	Køb
Vestjysk Bank	DK	Hold
Forsikring		
Alm Brand	DK	Akkumulér
Sampo	FI	Køb
Topdanmark	DK	Akkumulér
TrygVesta	DK	Køb
Fast ejendom		
Sjaelsø Gruppen	DK	Hold
Informationsteknologi		
Columbus IT Partner	DK	Køb
IT-konsulenter		
EDB Business Partner	NO	Reducér
EDB Gruppen	DK	Køb
EMENTOR	NO	Køb
HiQ International	SE	Hold
Ixonos	FI	Køb
Semcon	SE	Køb
Sysopen Digia	FI	Akkumulér
Teleca	SE	Køb
TietoEnator	FI	Køb
Software		
IBS	SE	Hold
Comptel Corporation	FI	Hold
Danware	DK	Sælg
Fast Search & Transfer	NO	Hold
Maconomy	DK	Hold
Orc Software	SE	Hold
Simcorp	DK	Køb
Telelogic	SE	Køb
TECNOMEN	FI	Køb
Kommunikationsudstyr		
Eltek	NO	Sælg
ELCOTEQ	FI	Sælg
Ericsson	SE	Reducér
GN Store Nord	DK	Akkumulér
Nokia	FI	Køb
Selcomp	FI	Sælg
Tandberg	NO	Køb
RTX Telecom	DK	Reducér
Thrane & Thrane	DK	Køb
Højteknologi		
Aspocomp Group	FI	Reducér
Telekommunikation		
Telekommunikationsydelse		
ELISA	FI	Reducér
Tele2	SE	Hold
Telenor	NO	Hold
TeliaSonera	SE	Akkumulér
Forsyningselskaber		
Elværker		
Fortum	FI	Køb

Tidshorisonten for anbefalingerne er 6 mdr.

Køb: Kursen ventes at stige med over 15%. **Akkumulér:** 5%-15%. **Hold:** 0-5%. **Reducér:** -15%-0%. **Sælg:** Kursen ventes at falde med mere end 15%. **Anb.Suspenderet:** Aktien p.t. ikke dækket grundet midlertidige faktorer. **Ingen Anbefaling:** Aktien dækkes ikke.

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

Disclosure

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

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

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

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

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

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

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

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

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.