



INVESTERING

[JULI 2007]

TEMA

RENTSTIGNINGER, RISICI OG REKORDER

– rentestigninger er ikke
ensbetydende med en nedtur
i aktiemarkedet

Læs om de nye ARVEREGLER

Obligationsmarkedets gåde på
vej mod en løsning

Emerging Markets på en knivsæg

Skær restgælden ned ved en
skrå konvertering

Danske Bank

- 04 RENTESTIGNINGER, RISICI OG REKORDER
- 07 RISIKOEN UNDERVURDERES
- 08 UENIGE FINANSHUSE
- 09 EMERGING MARKETS FØLSOMME OVER FOR STEMNINGSSKIFTE
- 10 EMERGING MARKETS PÅ EN KNIVSÆG
- 12 NY FLEKSIBEL ARVELOV
- 15 HUSK AT SPREDE INVESTERINGERNE
- 16 KINAS FORURENING KVÆLER VÆKSTEN
- 18 GRUNDLÆGGENDE OPTIONSSTRATEGIER
- 20 OBLIGATIONSMARKEDETS GÅDE PÅ VEJ MOD EN LØSNING
- 22 SKÆR RESTGÆLDEN NED VED EN SKRÅ KONVERTERING
- 23 LEMPELSE AF REGLER FOR LÅN TIL SELSKABER OG TINGLYSNINGSAFGIFT
- 24 AKTIEANBEFALINGER
- 26 KORT NYT
- 28 AKTIVE AKTIEINVESTETERINGER FORRENTES BEDST I PENSIONSDEPOTET
- 29 MODELPORTEFØJER FOR OBLIGATIONER
- 30 TEMPERATURER I VERDENSØKONOMIEN
- 31 AKTIEOVERSIGT

Investerings 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 6. juli 2007.

Grafisk design og produktion: Datagraf
Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri

Redaktionen holder sommerferie.
Næste nummer udkommer 8. september.



FOKUS PÅ RENTESTIG- NINGER, RISICI OG REKORDER

Investerings, nyheder og analyser i Netbanken

[Investerings] 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 »Investerings«, »Nyheder og analyser« og »WEB-redaktionen«. Herefter kan du se linket til arkivet over tidligere numre af Investerings i den nederste boks til højre på siden.

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

Nervøst sommermarked

Rentestigninger er umiddelbart ikke aktiemarkedernes livret. Isoleret set indebærer beregningen af en akties kurs, at man tilbagediskonterer den forventede indtjening med renten. Og jo højere renten er, desto lavere bliver kursen.

Rentestigninger er imidlertid ikke ensbetydende med, at aktierne går trange tider i møde. Det kunne være tilfældet, hvis konjunkturerne var vendt for alvor, og inflationspresset fortsat var stigende. I sådan et miljø ville virksomhedernes indtjening nemlig være markant faldende.

Men sådan er det ikke. Ganske vist er vi i den sene fase af den igangværende konjunkturcyklus, men der er intet, der tyder på, at et større økonomisk tilbageslag er nært forestående. Tværtimod har de seneste måneders tendenser i de økonomiske nøgletal klart indikeret, at rygterne om verdensøkonomiens snarlige død har været stærkt overdrevne. Den globale økonomi, herunder også USA's, lever i bedste velgående, og sikrer dermed virksomhederne gode indtjeningsbetingelser også i år.

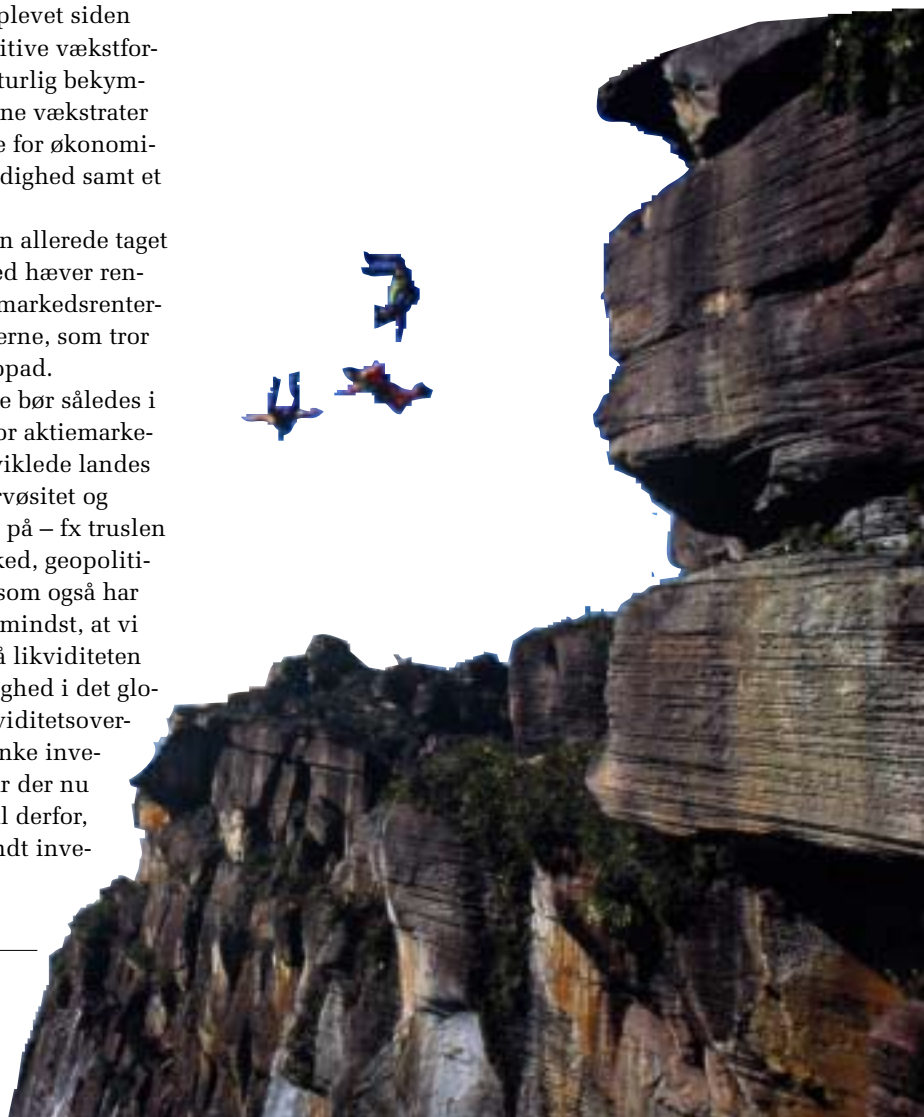
De markante rentestigninger, vi har oplevet siden marts, er således en afspejling af de positive vækstforventninger – men også udtryk for en naturlig bekymring over, at vi med udsigt til fortsat pæne vækstrater også i år nærmer os en kapacitetsgrænse for økonomien med rekordlav og stadigt faldende ledighed samt et stigende løn- og inflationspres.

I det europæiske rentemarked har man allerede taget højde for, at ECB med stor sandsynlighed hæver renten 2–3 gange mere, og i USA afspejler markedsrenterne et svagt flertal blandt markedsdeltagerne, som tror på, at Fed's næste renteændring bliver opad.

De værste effekter af rentestigningerne bør således i et vist omfang allerede være overstået for aktiemarkedets vedkommende. Alligevel er de udviklede landes aktiemarkeder i øjeblikket præget af nervøsitet og usikkerhed. Det er der flere forklaringer på – fx truslen fra det vaklende amerikanske boligmarked, geopolitiske risici og de inflationære tendenser, som også har bredt sig til Emerging Markets. Og ikke mindst, at vi nu er i en fase, hvor der strammes op på likviditeten efter flere år med hidtil uset pengerigelighed i det globale, finansielle system. Det globale likviditetsoverskud har utvivlsomt medvirket til at sænke investorenes risikoaversion betragteligt. Når der nu strammes op, og det naturlige spørgsmål derfor, hvordan en stigende risikoaversion blandt investorerne vil udmønte sig.

Og så er der det psykologiske aspekt i, at vi lige nu ligger omkring det historiske rekordniveau fra foråret 2000, som blev startskuddet til en tre-årig nedtur på de globale aktiemarkeder. Er denne top forbundet med de samme underliggende sygdomme?

Det korte svar er nej. Kriseårene 2000–2002 var præget af en større økonomisk nedtur, efterværet af slut-90'ernes overinvesteringer, drastisk faldende indtjening og stor gæld i virksomhederne. Det er ikke tilfældet denne gang. Der er udsigt til pæn vækst i verdensøkonomien. Virksomhedernes gæld er lav, cash flowet er stort og indtjeningsudsigterne for de kommende 12 måneder er ganske gode. Disse forhold taget i betragtning kan det aktuelle kursniveau i både USA og Europa faktisk ikke betegnes som dyrt, og der er således ikke tegn på, at fire års bullmarked slutter i 2007. Men – som altid – bør man som investor have en portefølje, der er afbalanceret i forhold til det økonomiske miljø og de potentielle risici, så man er i stand til at klare de bump på vejen, der altid vil opstå.



Rentestigninger, risici og rekorder

Aktiemarkedet i USA nåede at slå rekorden fra 2000, og Europa var ikke langt fra at nå sin historiske top, men så gik luften tilsyneladende af ballonen. Forklaringen er i modsætning til dengang ikke overvurderede aktier, men en frygt for inflation og yderligere rentestigninger samt flere andre potentielle risici. Det store spørgsmål er, om vi blot har oplevet et sundt pusterum på markedet, eller om det store bullmarked, der startede i 2003, nu er uigenkaldeligt slut

Vi skal ikke mange måneder tilbage, før det var bekymring om størrelsen af en evt. nedtur i verdensøkonomien, især i USA, der gav anledning til bekymring blandt aktieinvestorerne. Denne frygt er siden blevet gjort til skamme af stærk vækst i Europa, Asien, USA og til dels Japan, der trods »det tabte årti« i 90'erne stadig er verdens næststørste økonomi.

Men vækstbekymringen er nu afløst af andre tvivlsspørgsmål, der kan forstyrre investorernes nattesøvn. Med verdens vækstlokomotiver i fortsat højt gear, stadigt stigende råvarepriser og stramme arbejdsmarkeder er risikoen for en global løn- og inflationsudvikling i den gale retning til stede – og det har udmøntet sig i ganske markante rentestigninger de seneste måneder.

Således er renten på 10-årige amerikanske, europæiske og danske statsobligationer steget med 70–80 bp siden marts.

En gammel spådom opfyldes

Stigninger i de lange renter har været spået blandt alverdens økonomer faktisk siden dengang den amerikanske centralbank kom med den første renteforhøjelse i sommeren og 2004, og bebudede, at det blot var den første af mange. Obligationsrenterne reagerede imidlertid ikke og faldt ovenikøbet i en længere periode til stor frustration for investorer, analytikere og økonomer, der naturligvis gerne vil kunne

forklare, hvad der foregår (se s. 20).

En vis »korrekt« reaktion i renterne er dog kommet siden sommeren 2005, men ikke overvældende, når man tager de høje økonomiske vækstrater, olie- og råvarepriserne og de lave ledighedsprocenter i betragtning. Til gengæld er de seneste måneders stigninger ret voldsomme på så kort tid, og det har naturligvis igen tvunget økonomerne til at lede efter forklaringer.

En af dem er, at USA's vækst har overrasket positivt her i første halvår, og det er kommet bag på mange. Faktisk ventede et flertal af markedsdelta-





gerne indtil for få måneder siden, at USA var så skidt kørende, at en rentenedsættelse blev nødvendig på et tidspunkt i år. Stærke nøgletal har vendt op og ned på dette synspunkt, og der er nu en svagt større sandsynlighed for, at hvis den amerikanske centralbank ændrer renten igen, så bliver det snarere opad end ned.

I Europa har der i lang tid ikke været tvivl om, hvor den mere inflationsfokuserede centralbank er på vej hen, og tonen er skærpet de senere måneder. Renten skal op, og det har også sat sit præg på de europæiske obligations-

renter - og dermed også de danske, da Danmark som bekendt følger Euroland i tykt og tyndt, selv om vi ikke er medlem.

Centralbanken ECB hævdede for nylig den ledende rentesats, og Danske Analyse forventer, at det vil ske tre gange mere inden for det næste års tid.

Hvor meget længere obligationsrenterne skal op, er et andet spørgsmål. For en stor del af markedet deler Danske Analyses opfattelse, og dermed er forventningerne allerede for en stor dels vedkommende afspejlet i priserne.

Når renten går op - skal aktierne så ned?

Men hvad betyder det egentlig for aktiemarkedet, når renterne stiger? Som udgangspunkt kan man sige, at det er *træls* for aktiemarkedet, når renterne stiger. En aktiekurs er således bestemt ud fra forventninger til den fremtidige indtjening, som tilbagediskonteres med den forventede rente. Jo højere renter, desto lavere bliver disse tilbagediskonterede tal, hvoraf summen jo udgør aktiekursen.

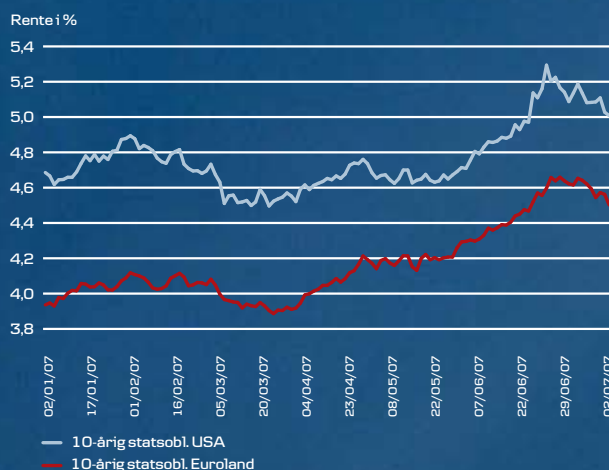
Men så simpelt er det hele naturligvis ikke. Aktiemarkedet er jo et kom-

»

Kursudviklingen på aktiemarkedet i USA og Europa siden 2000



Renteudviklingen på 10-årige statsobligationer





plekst samspil af mange faktorer, der afgør, om det er et dyrt, billigt eller fair prissat marked.

»Forbindelsen mellem renter og aktiemarkedets performance er mere kompliceret end den seneste tids rentefrygt synes at indikere. Faktisk er der efter min vurdering megen forvirring om emnet, når rentestigninger bliver brugt som argument for et større kursfald – det er nemlig sjældent, det er tilfældet,« siger Morten Kongshaug, aktiestrateg i Danske Bank.

Han påpeger, at rentestigninger kan være udtryk for et stærkt og sundt økonomisk miljø, der er godt for aktiemarkedet, men det kan også være tegn på det modsatte.

»Ser man på udviklingen siden 1990, så er der en klar tendens til, at når renten på 10-årige europæiske statspapirer er under 4,5 pct., så er det tegn på, at højere renter indikerer en stærk og sund økonomi, og det er godt for aktiemarkedet. Men når renterne bevæger sig over 5,5 pct., indikerer det et inflationsproblem, som er negativt for aktier,« siger Kongshaug.

Det nuværende niveau for europæiske lange statspapirer er imidlertid lige omkring 4,7 pct., og dermed er der ikke noget klart signal at hente om retningen for aktiemarkedet fra den front.

Bullmarkedet ikke på gravens rand i år...
Morten Kongshaug tror ikke, at vi befinder os i forstadierne til bullmarkedets begyndelse.

»Jeg ser aktiemarkedets reaktion som et svar på et marked, der gik lidt

for godt i forhold til fundamentale faktorer. Det globale aktiemarked har i år bevæget sig op med en hastighed, der svarer til tæt på 20 pct. årligt. Efter vores vurdering er der ikke plads til, at aktierne stiger så meget, når man tager i betragtning, at vi befinder os i en moden fase af konjunkturcyklen med afmatning i selskabernes indtjeningsvækst og opstramning af likviditeten. En korrektion som den nuværende er derfor sund og positiv for aktiemarkedets langsigtede performance, idet det sender aktierne ned på niveauer tættere på deres fundamentale værdi,« siger Morten Kongshaug, der ikke tror, vi befinder os i andet end en korrektionsfase.

Hvis markedets aktuelle frygt skal blive i markedet, kræver det næring i form af fx tegn på en hård landing i amerikansk økonomi eller højere forbrugerprisinflation. Hvis de højere renter kun afspejler en stærk global økonomisk vækst, så vil de i sig selv ikke være tilstrækkelige til at forhindre yderligere stigninger i de globale aktier.

»På kort sigt kan vi dog opleve yderligere kursfald som følge af profittaking, men markedet kommer op igen, hvis vi ikke oplever pludselige makroøkonomiske skuffelser. De stigninger vi ser for resten af året, bør være baserede på realisme, der tager højde for, at vi befinder os i en moden cyklusfase med likviditetsopstramninger – ikke forventninger om stærk fremtidig vækst i indtjeningen. Markedets aktuelle priser afspejler forventninger om

en fornyet acceleration i indtjeningen i 2008/09, og det finder vi lige lovlig optimistisk«, siger aktiestrategen, men fastholder dog, at den stærke globale vækst i 2007 vil sikre en stærk cyklisk indtjening.

... men måske næste år

Derefter ser det mere dystert ud med aktiemarkedets potentiale. Den langvarige konjunkturcyklus og det lave renteniveau har fået mange virksomheder til at foretage kapacitetsinvesteringer i 2006 og i år samtidig med, at den høje efterspørgsel har sendt priserne på olie, metaller og andre råvarer yderligere op og lønomkostningerne på de stramme arbejdsmarkeder også er stigende. Forhold, som gør produktionsomkostningerne dyre, og det vil begynde at gøre ondt i 2008 – måske allerede i andet halvår i år.

Men det er dog stadig ikke et stigende globalt inflationspres, der er baggrunden for rentestigningerne, mener Morten Kongshaug. Det er derimod en stærk økonomisk vækst, som grundlæggende er godt for aktiemarkedet. Det ændrer dog ikke ved, at aktiemarkedet er blevet mindre tiltrækkende i forhold til obligationsmarkedet.

»Markedet befinder sig i en usikker fase mellem afmatning og moden ekspansion, og i et sådant miljø skal man som investor forsøge at finde en neutral balance mellem cykliske og defensive aktier,« siger Morten Kongshaug, som mener, at de attraktive sektorer lige nu er Materialer, Energi og Finans.



Risikoen undervurderes

Blandt de forklaringer på de finansielle markeders adfærd, som er dukket op i den senere tid, er bl.a., at investorernes risikoaversion er for lav og ukritisk

Gennem de fire fantastiske år på kuldens aktiemarkeder, hvor renten har været historisk lav og pengeregigeheden stor, har investorerne vænnet sig til høje afkast og sænket risikoaversionen drastisk. Ingen synes at kunne huske, hvad der skete i foråret 2000 og de efterfølgende to år.

Ser man på den faktiske valuering af aktierne efter den seneste tids korrektion, så kan man faktisk ikke tale om overvurderede aktier. Men nøgletal som P/E, volatilitet o.lign. som måske nok indikerer, at aktierne hverken er dyre eller præget af store kursudsving, fortæller jo ikke noget om, hvad der rent faktisk kan ske. Man skal med andre ord passe på ikke at blive lullet i søvn af tilsyneladende fred og fordragelighed på aktiemarkeder. Hyman Minsky, en berømt amerikansk økonom med speciale i finansielle kriser, pointerede således, at stabilitet uundgåeligt fører til ustabilitet.

Den verdensberømte investor Peter Bernstein skrev for nylig i en kommentar til den aktuelle situation:

»Kvantefysikeren Heisenberg pointerede, at du kan ikke måle noget og observere dets bevægelser på samme tid, fordi selve måleprocessen påvirker bevægelsens karakter. Jo mere vi fremhæver de lave risici i miljøet, jo mere vi fremhæver og forklarer dets karakteristiske egenskaber, og jo mere vi tror vi ved, hvad der foregår, desto svagere bliver vores normale og rationelle forhold til risikoaversion og desto mere vil vores handlinger ændre miljøets karakter.«

Overfloden af likviditet i det globale finansielle system og de historisk lave renter kombineret med fire år stort set uden andet end voldsom indtjeningsvækst og imponerende aktieafkast har netop i høj grad påvirket både selskabers og investorers adfærd og tilgang til risiko. Mere likviditet og lavere renter får både selskaber, investorer og forbrugere generelt til at låne flere penge end de plejer. Men større gæld betyder også øget sårbarhed over for modgang og negative chok i en verden, der er i konstant forandring.

Vi er ganske udmærket klar over den lurende fare fra potentielle risikofaktorer som Irans atomprogram og andre eskalerende problemer i Mellemøsten, fortsatte stigninger i olie- og råvarepriser, terroraktioner i Vesten, krak i det amerikanske husmarked osv. – men da den slags faktorer har været tilstede længe, uden at der er sket noget, så er de ikke afspejlet i priserne på de finansielle aktiver.

Chok kan ikke forudsiges

Chok kommer altid helt uventet –

ellers kan de jo heller ikke betegnes som chok – og derfor har de så stor negativ effekt. Og derfor er det langt fra sikkert, at de potentielle risikofaktorer vi fremhæver i dag, bliver dem, der rent faktisk skaber ballade. Chok kan komme fra en uventet kant og skabe uforudsigelige kaskadeeffekter.

Risiko kan ikke måles i et enkelt tal. Uanset hvordan man vender og drejer det, og diverse nøgletal og fundamentale faktorer ser tilforladelige ud, så vil der på et eller andet tidspunkt ske noget uventet, som påvirker de finansielle markeder negativt. Og efter fire forrygende år på aktiemarkedet og markedet for kreditobligationer, er det en overvejelse værd som investor, at anlægge en mere forsigtig investeringslinje – selv om man ikke kan sætte tal på risikoen. Det er vigtigt, at man efter sådan en periode ikke mister jordforbindelsen, men evner at anlægge realistiske forventninger til fremtiden og tilrettelægge porteføljen, så den er rimeligt godt rustet til de overraskelser ingen kan forudse.

Ingen forudså nogle af disse begivenheder:

- Oliechok i 1974 og 1979
- Mexicos betalingsstandsning i 1982
- Aktiekarak i 1987
- Saddam Husseins invasion af Kuwait i 1990
- Sovjets kollaps 1989–91
- Tequila-krisen i 1994–95
- Asien-krisen i 1997
- Rusland-krisen i 1998
- Angrebet på WTC i 2001



Der er uenighed om den nært forestående fremtid på aktiemarkedet

Uenige finanshuse

Som nævnt i forrige nummer af *INVESTERING* mener den højt estimerede amerikanske universitetsprofessor, Jeremy Siegel, at aktiemarkedets prisfastsættelse strukturelt set bør ændres i en grad, så den »sande værdi« af markedet reelt er 25 pct. højere end det historiske gennemsnit – hvilket levner plads til betydelige kursstigninger herfra. Begrundelsen er, at handelsomkostningerne med årene er blevet markant lavere, og dermed har gjort det langt billigere at etablere en globalt diversificeret aktieportefølje, samt at den makroøkonomiske udvikling er blevet langt mere stabil.

Dystre prognoser

Om han får ret i sine betragtninger, vil tiden vise. Morgan Stanley, en af verdens største børsrådgivere, er i hvert fald ikke optimist med hensyn til det udsigterne for det europæiske aktiemarked på kort sigt. Finanshuset mener, at det vil falde med 14 pct. i de næste seks måneder – muligvis langt mere.

Den dystre spådom har baggrund i finanshusets tre væsentligste indikatorer, som beregnes ud fra makroøkonomiske forhold, investorenes risikovillighed samt selve aktiemarkedets valuering.

De tre indikatorer har kun blinket rødt samtidig fem gange siden 1980. Alle gange er aktiemarkedet faldet

med gennemsnitligt 15 pct. – i 1987 og 2002 var faldet på 25 pct.

Morgan Stanley tror dog også, at det blot vil være en korrektionsfase, og at den langsigtede optur, der startede i 2003, derefter vil fortsætte.

Også den store amerikanske investeringsfond, GMO, er bekymret, og spår over for Financial Times en dystre fremtid for alle aktivklasser undtagen Emerging Markets og en særlig klasse af amerikanske højkvalitetsaktier.

Baggrunden for den pessimistiske forventning er først og fremmest, at aktier gennem flere år har været båret af exceptionelt høj indtjeningsvækst, næret af ekstraordinære omstændigheder, og derfor virker de målt på P/E i dag ikke dyre. Men indtjeningen står over for en markant afmatning, og når det sker, vil aktierne pludselig se dyre ud og GMO tror, at det kan resultere i et fald på op mod 40 pct. i S&P 500.

Danske Bank og GS er optimister

Hvad angår de aktuelle markedsudsving på aktiemarkedet i denne lidt usikre fase, så er Goldman Sachs og Danske Equities blandt de finanshuse, der opfatter den som blot en sund korrektion i et marked, der fundamentalt set har potentiale til at slutte året på noget højere niveauer.

Emerging Markets

følsomme over for stemningsskifte



Devan Kaloo maner til forsigtighed i Emerging Markets i denne tid. Men påpeger samtidig, at det ikke længere er et spørgsmål om man skal være investeret i Emerging Markets eller ej, men hvor stor andelen skal være.

Slutningen af en højkonjunktur i de udviklede lande med stramme arbejdsmarkeder, lønpres, stigende inflation og rentestigninger har generelt ikke været sund kost for Emerging Markets, hvis man kigger tilbage i historien. Det har typisk resulteret i stigende risikoaversion blandt investorerne, som generelt har trukket sig markant tilbage fra de mere risikable eksotiske markeder. Men selv om vi nu har set kraftige rentestigninger på det seneste og har mere i vente, så er den negative reaktion på Emerging Markets udeblevet. Hvorfor?

Vi har spurgt Devan Kaloo, Aberdeen Asset Management, som er porteføljechef for *DI Nye Markeder* og *Global Emerging Markets Smaller Companies*, om hans vurdering af situationen.

»Jeg mener bestemt, at der er grund til at være forsigtig med investeringer i Emerging Markets i denne tid pga. rentestigningerne, de inflationære tendenser, geopolitiske risici, det vaklende amerikanske boligmarked osv. Mange investorer er stadig meget bullish og risikovillige i dette miljø, og det gør mig nervøs. Vi er i en fase, hvor markedet vil være meget følsomt over for et stemningsskifte – og det kan meget vel finde sted på kort sigt,« siger Devan Kaloo.

Tiderne har ændret sig

Han er imidlertid overbevist om, at hvis vi ser et kursfald og en ændring i investorernes adfærd i Emerging Markets på kort sigt bliver dette ikke noget stort i sammenligning med tidligere.

»Generelt er landene i Emerging Markets præget af en langt sundere økonomi og et mere stabilt politisk miljø end tidligere. Selskaberne er i en god forfatning med højt, stabilt cash flow og lav eller ingen gæld. Tidligere var mange selskaber præget af stor gæld i dollars, som gjorde dem meget sårbare over for perioder med større rentestigninger, der gjorde gældsbyrden tung at løfte. Men det er ikke tilfældet i dag,« siger Kaloo, og tilføjer, at aktiernes prisniveau heller ikke bør få advarselsslamperne til at blinke.

Ganske vist kan aktierne ikke betegnes som billige, men heller ikke dyre, mener han.

»Risikoen ved investering i Emerging Markets i dag er betydeligt lavere end for 10–15 år siden, og det berettiger en noget højere valuering af aktierne. Der er dog stadig en risiko, som ikke findes i fx de udviklede landes markeder. Det er, at aktiemarkedene i Emerging Markets er relativt små, og derfor ret følsomme over for et stemningsskifte blandt de udenlandske investorer, som fylder meget. Men man bliver til dels kompenseret for denne risiko med landenes høje vækst samtidig med, at denne risiko er også blevet betydeligt mindre med tiden, da holdningen til investeringer i Emerging Markets i dag er markant anderledes,« siger Devan Kaloo.

Investorerne tror på Emerging Markets

Før i tiden var udviklingsøkonomiernes finansielle markeder langt mere følsomme over for konjunktursvingningerne. Gik væksten i de udviklede lande op trak det udviklingsøkonomierne med, og pengene strømmede til de eksotiske aktiemarkeder. Og gik det ned ad bakke i USA, Europa og Japan, så trak investorerne sig i stor stil tilbage fra Emerging Markets.

»Den langt sundere tilstand i udviklingsøkonomierne og disses selskaber betyder, at holdningen i dag er langt mere positiv. I dag er det ikke længere et spørgsmål om investorerne har Emerging Markets eller ej i porteføljen. Spørgsmålet er, hvor stor andelen er,« siger Kaloo og peger på, at der er stærke fundamentale argumenter, som gør at man som investor ikke bør ignorere Emerging Markets på lang sigt.

Alene det demografiske argument er meget stærkt. Emerging Markets er generelt karakteriseret af relativt unge befolkninger, hvilket indikerer en stor økonomisk styrke, der vokser meget kraftigt i de kommende år. Samtidig spiller globaliseringen og Vestens outsourcing til regionerne også en afgørende rolle kombineret med, at den indenlandske efterspørgsel og udviklingen af meget store middelklasser i langt højere grad vil trække økonomierne fremover og dermed mindske afhængigheden af de internationale konjunkturer. Investeringsstrategien i *Global Emerging Markets Smaller Companies* er baseret på de mindre selskaber, som er godt eksponeret mod væksten i det indenlandske forbrug.

Lars Christensens pessimisme
retter sig især mod Øst- og Centraleuropa, der er kendetegnet
ved overvurderede valutaer og svage eksterne balancer.

Emerging Markets

på en knivsæg

Stemningen på de finansielle markeder i Emerging Markets – dvs. Asien, Latinamerika, Østeuropa m.v. – er trods den seneste tids markante rentestigninger fortsat positiv, understøttet af en stærk risikoappetit blandt investorerne. Men det skal man ikke lade sig forføre af, mener Lars Christensen, senior-analytiker i Danske Analyse med speciale i Emerging Markets.

»Det er min opfattelse, at dele af Emerging Markets befinder sig på en knivsæg. Aktivpriserne er visse steder så høje, at der bør komme en negativ reaktion på rentestigningerne,

som i global skala ikke er slut endnu,« siger Lars Christensen.

Han finder det mærkeligt, at investorernes appetit på de mere risikable Emerging Markets ikke er blevet mindsket af de markante rentestigninger, vi har set i USA og Europa de seneste måneder.

»Man kan måske forklare det med, at rentestigningerne er kommet pga. høj vækst og stærke forventninger til fremtiden. I det lys kan man forsvare, at risikovilligheden stadig er høj. Men visse steder i Emerging Markets har vi passeret prisniveauer på finansielle aktiver, som ikke er fundamentalt forsvarlige,« siger økonomeren og fremhæver som eksempler det absurde i, at Tjekkiet har lavere renter end Euro-land, og at boligpriserne i Riga i Letland er de samme som i Wien.

Inflationsproblemer

»Det helt fundamentale problem i Emerging Markets er inflationen. Der er spirende inflationsproblemer og høj lønvækst overalt i udviklingsøkonomierne, og derfor er de tvunget til at stramme pengepolitikken op - hvilket i sig selv kan blive den trigger, der starter en længere nedtur i Emerging Markets, idet det vil påvirke investorernes



risikoaversion afgørende,« påpeger Lars Christensen.

Især i Asien er man begyndt at tage hånd om problemet allerede i form af, at stadigt flere lande vælger at slippe den valutariske binding til dollaren, som er svækket gennem de senere år, og muligvis stadig har en nedtur foran sig. Dette skridt tages, fordi det ofte er set, at valutaer, der er bundet til dollaren, har oplevet stærk likviditetsvækst, som øger inflationspresset og kan føre til bobler på bolig- og aktiemarkederne – som fx boligpriserne i Moskva.

En hensigtsmæssig måde at imødegå dette på er for de fleste ikke at hæve renterne, idet dette vil kunne øge udlandets spekulative pengestrøm ind i landet og ikke dæmpe det indenlandske inflationspres. Det er oplagt at lade valutakursen stige i stedet, og derfor vælger flere lande altså at slippe bindingen til USD, som fundamentalt set ikke kalder på en styrkelse. I stedet vil det enkelte land typisk vælge at lade valutaen styre efter en kurv af valutaer, hvilket øger fleksibiliteten og er et vigtigt skridt på vej mod flydende valutakurser.

Renterne skal op

Et globalt opadgående pres på renterne, stigende risikoaversion og lokalt inflationspres betyder, at renterne i Emerging

Markets skal op, især i Øst- og Centraleuropa samt Sydafrika. Udviklingen betyder også, at lande med svage eksterne balancer og politisk uro ikke tager sig godt ud, og det gælder de nævnte områder, hvis valutaer generelt er overvurderede – samt ikke mindst Tyrkiet, hvor liraen i lyset af den værste politiske krise siden 2001, et stort betalingsbalanceunderskud og et stigende inflationsproblem står til en større svækkelse.

Helt anderledes sund er den fundamentale situation i Rusland, hvor meget tyder på, at den russiske rubel står over for en længerevarende styrkelse. I Asien er valutaerne også generelt undervurderede, og landene har typisk positive eksterne balancer, hvorfor der også er udsigt til valutastyrkelse her.

Hvad angår statsobligationer i Emerging Markets er billedet det samme som på valutasiden. Det tegner generelt ikke godt for Øst- og Centraleuropa ifølge Lars Christensen.



Ny fleksibel arvelov

Med den nye arvelov får du friere rammer til at føre dine ønsker ud i livet, når du skriver testamente.

Den nye lov finder anvendelse for dødsfald, der finder sted den 1. januar 2008 og senere. Testamenter oprettet før den 1. januar 2008 bevarer deres gyldighed. Personer, som allerede har oprettet testamente, bør dog overveje, om de nye regler giver grundlag for at ændre testamentet.

Hovedsigtet bag den nye lov er at tilpasse reglerne om formuefordelingen ved dødsfald til de nye familiemønstre med sammenbragte børn og ugifte samlevende. I det følgende vil der alene blive fokuseret på nogle af de væsentligste ændringer, som i hovedtræk er:

- Styrkelse af ægtefællens legale arveret
- Langt bedre muligheder for at disponere over formuen ved testamente
- Ugifte samlevende kan oprette et udvidet samlevertestamente

Ægtefællens arveret

Som nævnt forbedres ægtefællens legale arveret med de nye regler.

Hvis afdøde ikke efterlader sig livsarvinger (børn, børnebørn osv.), arver ægtefællen fortsat det hele. Er der livsarvinger, forhøjes ægtefællens legale arveret (dvs. arveretten, som følger automatisk af loven, uden at der er oprettet testamente) efter den nye arvelov fra den nuværende tredjedel af afdødes bo til halvdelen af afdødes bo.

Tvangsarven til ægtefællen, dvs. den del af arven, der ikke kan rådes over ved testamente, og som derfor skal tilfalde ægtefællen, nedsættes efter den ny arvelov fra halvdelen til en fjerdedel af den legale arv.

Børns arveret

Livsarvingernes, herunder børns, legale arveret, pilles der ikke ved, når der ikke er en efterlevende ægtefælle. Hele dødsboet fordeles i denne situation stadig ligeligt imellem livsarvingerne.

Hvis der er en efterlevende ægtefælle, arver ægtefællen efter den nye lov som udgangspunkt halvdelen af boet efter afdøde. Det betyder, at børnenes arv nedsættes fra 2/3 af afdødes bo til halvdelen af afdødes bo.

Uden testamente arver børnene således den ene halvdel og ægtefællen den anden halvdel af førstafdødes bo. Er der fælleseje i ægteskabet, udtager den længstlevende ægtefælle først halvdelen af fællesejet i form af boslod, inden arven fordeles.

Livsarvingernes tvangsarv begrænses også. Efter gældende regler udgør tvangsarven halvdelen af den legale arv. Fremover udgør tvangsarven kun en fjerdedel af den legale arv. Tvangsarven kan yderligere begrænses til 1 mio. kr. pr. barn, hvis dette beløb er mindre end en fjerdedel af den legale arv pr. barn.

Er et barn dødt før arvelader, så begrænses arven til dets børn (børnebørn) til barnets andel af arven. Tilsvarende gælder for fjernere livsarvinger.

Da en fjerdedel af ægtefællens og livsarvingernes legale arv er tvangsarv, kan arvelader således efter de nye regler råde over mindst ¾ af sin formue ved testamente, hvis han efterlader sig ægtefælle eller børn.

Eksempel

M afgår ved døden og efterlader sig ægtefællen H og 2 børn. M og H havde fælleseje og en samlet formue på 12 mio. kr. (se eksempel nederst)

Udover den ændrede fordeling af arven efter den ny arvelov, hvorefter ægtefællen tilgodeses på bekostning af børne-

ne, er den del af arven, som afdøde kan råde over ved testamente også blevet større. Tvangsarven udgør i dette eksempel samlet efter de nye regler 1,50 mio. kr., hvorefter afdøde ved testamente kan råde over 4,50 mio. kr. (6 mio. – 1,50 mio. kr.)

Hvis afdøde ønsker at tilgodese ægtefællen mest muligt, kan ægtefællen maksimalt modtage 5,25 mio. kr., svarende til ægtefællens legale arv på 3,0 mio. kr. tillagt den del af børnenes legale arv, der kan rådes over ved testamente (3/4 af 3,0 mio.kr.). Hvis arvelader i stedet ønsker at tilgodese et af børnene mest muligt, vil den maksimale arv, barnet kan modtage, være 4,875 mio.kr.

Store dødsboer

Ved store dødsboer bliver den arv, der kan rådes over ved testamente, forholdsmæssigt større som følge af, at tvangsarven til livsarvingerne, kan sættes helt ned til 1 mio. kr. pr. barn. Hvis en person, der efterlader sig tre børn har en formue på 24 mio. kr., ville børnene uden testamente arve 8,0 mio. kr. hver. Ved testamente, kan det ene af børnene modtage op til 22 mio. kr. Det forbedrer blandt andet mulighederne for generationsskifte af virksomheder, idet mulighederne for overdragelse af virksomheden til den af børnene, der skal drive den videre, er blevet kraftigt forbedret.

Ægtefællens arveret forbedres i mindre boer

Ifølge de nye regler forhøjes det beløb, som ægtefællen kan udtage forlods fra 210.000 kr. (2007), til et grundbeløb på 600.000 kr., som reguleres årligt.

Det betyder, at længstlevende ægtefælle altid kan udtage så meget af boet, at værdien heraf sammenlagt med den længstlevendes bos- og arvelod samt fuldstændige særeje udgør indtil 600.000 kr. I modsætning til den gældende arvelov, indgår i den nye forhøjede beløbsgrænse også udbetalinger til længstlevende fra afdødes pensionsopsparinger og forsikringer. Det kan betyde, at længstlevende faktisk stilles ringere end efter de nuværende regler.

Hvis værdien af boet efter den førstafdøde ægtefælle, længstlevendes boslod og særeje samt eventuelle udbetalinger fra pensionsopsparinger og forsikringer er 600.000 kr.



Ægtefæller – skifte af fælleseje med værdi på 12 mio. kr.

(arvdeling efter nuværende regler angivet i parentes)

	Boslod/halvdelen af fællesboet	Legal arv	Tvangsarv – 1/4 af legal arv
Ægtefællen H	6 mio. (6 mio.)	3,0 mio. (2,0 mio.)	0,75 mio. (1,0 mio.)
Barn 1		1,5 mio. (2,0 mio.)	0,375 mio. (1,0 mio.)
Barn 2		1,5 mio. (2,0 mio.)	0,375 mio. (1,0 mio.)
I alt	6 mio. (6 mio.)	6 mio. (6,0 mio.)	1,5 mio. (3,0 mio.)

» eller derunder, vil længstlevende ægtefælle således kunne få udlagt samtlige boets værdier. Har afdøde oprettet testamente til fordel for eksempelvis et barn, vil testamentets bestemmelser i dette tilfælde heller ikke kunne føres ud i livet. Efter den nye lov vil afdøde særbarn dog være legal arving efter den længstlevende ægtefælle. Særbarnet er imidlertid ikke tvangsarving, og det står derfor længstlevende frit for at ændre fordelingen ved testamente.

Smidigere regler for uskiftet bo

Ved den nye arvelov bibeholdes muligheden for at sidde i uskiftet bo dog med nogle enkelte justeringer.

Ægtefæller, der sidder i uskiftet bo, kan som hidtil på ethvert tidspunkt vælge at skifte boet helt eller delvist. I visse tilfælde har den efterlevende ægtefælle pligt til at skifte boet, f.eks. hvis der indgås nyt ægteskab.

Efter de nuværende regler skal udbetalte forsikringssummer og udbetalinger af pensionssummer efter afdøde til den længstlevende ægtefælle indgå ved skifte af det uskiftede bo i den efterlevende ægtefælles levende live. Efter de nye regler indgår disse udbetalinger – i det omfang de ikke er forbrugt – ikke i det uskiftede bo. Hvis det uskiftede bo skiftes i længstlevendes levende live, kan længstlevende derfor forlods udtage forsikringssummer og pensionssummer efter afdøde, i det omfang midlerne ikke er forbrugt.

Udvidet samlevertestamente

Den nye arvelov giver som noget nyt mulighed for at ugifte samlevende kan oprette et udvidet samlevertestamente.

Et udvidet samlevertestamente skal indholdsmæssigt være gensidigt, og det kan i testamentet bestemmes, at arvelovens regler for ægtefæller skal finde anvendelse ved dødsfald. Det gælder dog ikke reglerne om fælleseje og uskiftet bo.

Er der oprettet et udvidet samlevertestamente, vil udgangspunktet således være, at parterne er stillet som i et ægteskab med fuldstændigt særeje. Ved testamente kan det eksempelvis bestemmes, at parterne arvemæssigt skal stilles som om parterne var gift, dvs. at samleveren i udgangspositionen arver halvdelen af førstafdødes formue og ved mindre boer har mulighed for forlods udtagelse af op til 600.000 kr. Herudover vil det f.eks. også være muligt at råde over resten af formuen ved testamente til fordel for samleveren, dog således at livsarvingernes tvangsarv skal

respekteres. Der skal altid svares 15% boafgift af arv til samleveren. Arv mellem ægtefæller er afgiftsfri, og ugifte samlevende er dermed ikke ligestillede på dette punkt.

Eksempel

To samlevende, som har et fælles barn, har oprettet et udvidet samlevertestamente, hvorefter længstlevende skal arve afdøde som om de var ægtefæller. Længstlevende skal arve mest muligt (se eksempel nederst).

I eksemplet kan samleveren ved testamente maksimalt tillægges en arv på 5,25 mio. kr. efter den ny arvelov (3,0 mio. kr. + $\frac{3}{4} \times 3,0$ mio. kr.). Efter den nuværende arvelov kan samleveren ved testamente maksimalt råde over halvdelen af barnets arv, dvs. i dette eksempel 3,0 mio. kr. Den resterende del af formuen tilfalder efter de nuværende regler barnet som tvangsarv.

Betingelser for udvidet samlevertestamente

Følgende betingelser skal være opfyldt for, at parterne kan oprette et udvidet samlevertestamente:

- Parterne skal have levet sammen på fælles bopæl i mindst to år, eller
- Parterne skal have fælles bopæl og have fælles barn

Parterne skal endvidere opfylde betingelserne for at kunne indgå ægteskab/registreret partnerskab med hinanden.

Båndlæggelse af tvangsarv

I modsætning til tidligere kan tvangsarv efter den ny arvelov kun båndlægges ved testamente i en begrænset periode indtil arvingen fylder 25 år. Denne ændring skal ses i sammenhæng med, at båndlæggelse af arven er et vidtrækkende indgreb i arvingens ret til at råde over arven, og at båndlæggelsesinstituttet har mistet betydning som følge af, at den del af arven, der er tvangsarv er blevet kraftigt reduceret ved den ny lov. Friarv kan båndlægges som hidtil.

Nye regler om pension

I forbindelse med den nye arvelov, er der også gennemført flere ændringer på pensionsområdet. Ifølge de nye regler er ugifte samleverer omfattet af kredsen »nærmeste pårørende«, når der skal tages stilling til, hvem forsikrings- og pensionsudbetalinger skal tilfalde. Disse regler beskrives nærmere i næste nummer af INVESTERING.

Samlevere – arvedeling af førstafdødes formue på 6 mio. kr.

(arvedeling efter nuværende regler angivet i parentes)

	Arv som ægtefælle i henhold til samlevertestamente		Tvangsarv – 1/4 af legal arv	
Samlever	3,0 mio.	(0)	0	(0)
Barn	3,0 mio.	(6 mio.)	0,75 mio.	(3,0 mio.)
I alt	6 mio.	(6 mio.)	0,75 mio.	(3,0 mio.)

Langt fra alle private investorer spreder investeringerne tilstrækkeligt. I USA viste en undersøgelse foretaget af Federal Reserve (amr. centralbank), at 75 pct. af aktionærerne har mindre end fem forskellige aktier i porteføljen. Og i Storbritannien har en tilsvarende analyse vist, at den gennemsnitlige investor har investeret i kun fem forskellige aktier



Husk at sprede investeringerne

Ved at sprede investeringerne udnytter man sammenhængen mellem værdipapirers kursudvikling, som kan være vidt forskellig. Således mindsker man risikoen i porteføljen ved både have aktier og obligationer med, idet de opfører sig ret uafhængigt af hinanden, dog afhængigt af obligationstypen.

Selv om aktiemarkederne rundt om på kloden i et vist omfang er som forbundne kar, så opnår man også en vis reduktion af risikoen ved at sprede sig over forskellige regioner.

Den største risikospredning inden for aktier opnås dog ved at sprede sig over forskellige sektorer, idet sektorerens følsomhed over for konjunktursvingningerne er vidt forskellig. Eksempelvis er folks forbrug af medicin ret uafhængigt af, om det går op eller ned i økonomien, hvorfor medicinalaktier betegnes som defensive aktier, mens industri- og olieaktier falder ind i kategorien cykliske aktier, som er langt mere konjunkturfølsomme.

Alternativet til selv at sammensætte en portefølje af enkeltpapirer er investeringsforeninger. Men også investe-

ringsbeviser skal udvælges med omhu. Her kommer Danske Banks portefølje-model, **KerneSatellit**, ind i billedet.

Banken uadbejder løbende en portefølje bestående af investeringsbeviser, som er optimal for den enkelte investors investeringsprofil.

I denne proces ser man på de historiske udsving over forskellige tidshorisonter samt aktiernes samvariation. Ud fra forskellige grader af risiko kan man så beregne, hvilken portefølje, der forventes at give det højeste afkast.

Kernen i porteføljen består af investeringsafdelinger, der kan sikre et relativt stabilt afkast. De enkelte aktiver, der indgår i Kernen, skiftes relativt sjældent.

Langt hyppigere udskiftning sker der derimod i porteføljens **Satellitter**, der består af mere specialiserede investeringsafdelinger med historisk set større kursudsving – og dermed som oftest forventning om større afkast i fremtiden. Det er primært investors risikovillighed og tidshorisont, der bestemmer, hvor stor en andel Satellitterne udgør af den samlede portefølje.

Et andet tilbud om porteføljerådgiv-

ning er **Flexinvest Fri**, som sikrer en professionel pleje af en portefølje af investeringsbeviser.

Første skridt på vej mod Flexinvest Fri er, at du i samråd med en investeringsrådgiver afdækker din investeringsprofil – dvs. vi blandt andet tegner et billede af, hvor risikovillig du er, og hvor lang tidshorisont du ønsker. Herefter kan vi strikke 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



Bagsiden ved Kinas voldsomme vækst er store miljøproblemer, som også de vestlige virksomheder, der ligger tungt investeret i landet, i høj grad har et medansvar for. Hvis der ikke tages hånd om problemet, vil det lægge en alvorlig dæmper på Kinas økonomiske vækstrate, fremgår det af en artikel i det ansete akademiske tidsskrift *Harvard Business Review*

Kinas forurening kvæler væksten

Kina er ubestrideligt på vej til at blive en af verdens økonomiske supermagter. Og det går stærkt. År efter år leverer klodens folkerigste nation tocifrede økonomiske vækstrater, og er nu allerede verdens tredjestørste økonomi, målt i absolutte tal, til trods for, at Kina stadig må henregnes til *Emerging Markets* i mange år endnu.

Styrken i kinesisk økonomi er industrien. Mange af verdens største selskaber har valgt at lægge store dele af produktionen ud til de flittige kinesere, hvis lønninger står i skærende kontrast til den vestlige verdens, men som også rangerer blandt de la-

veste i udviklingsøkonomierne. Det er naturligvis ikke uden risiko for de vestlige selskaber at operere i landet, hvis politiske system er en mystisk blanding af kommunisme, kapitalisme og frie markeds kræfter. Politisk ustabilitet er én risiko – korruption, »piratkopier« og manglende gennemsigtighed er nogle af de andre risici, som selskaberne skal tage højde for. Og lige nu er den mest omtalte risiko i medierne risikoen for en økonomisk overophedning, fordi det hele går så stærkt.

Men den virkelige fare er en helt anden og med langt mere vidtrækkende konsekvenser, som ikke forsvinder med

en nedgang i konjunkturcyklen, fremgår det af en omfattende analyse i det ansete tidsskrift, *Harvard Business Review*.

Miljøet er den største risiko

Det handler om miljømæssige udfordringer. *Det Internationale Energiagentur* har for nylig annonceret, at Kina vil overgå USA som verdens største udleder af CO₂ allerede i 2009 – mere end en dekade tidligere end man før regnede med. Men drivhusgasser er blot et af mange problemer med en forurening, der nu har nået et niveau, der truer den økonomiske vækst. Kinas miljømyndigheder (SEPA) konkluderede allerede for et år siden, at mil-

jønmæssig nedbrydning og forurening årligt koster Kina, hvad der svarer til 10 pct. af BNP.

Den ekstremt hurtige økonomiske udvikling giver miljømæssige udfordringer for det store land inden for fire hovedområder: Vand, energi, jorderosion og luftforurening.

Vand: Kinas største udfordring er adgangen til brugbart vand i tilstrækkelige mængder. Ifølge *China Daily* har 2/3 af Kinas byer med over 650.000 indbyggere ikke vand nok, og 100 byer står over for alvorlige mangler. En problemstilling, som vokser hurtigt i takt med den fortsat hastige vækst i industrien og ikke mindst den voksende kinesiske middelklasse, der som »kollegerne« i andre dele af verden i stigende grad forvandler sig til storforbrugere af vand.

Kun 45 pct. af overfladevandet i Kina kan renses så meget, at det er brugbart i de fleste industrier. Omkring 40 pct. er så forurenede, at det er uanvendeligt til ethvert menneskeligt, industrielt eller landbrugsmæssigt formål. Omkring 90 pct. af vandet i kendte grundvandsreservoirer er forurenede.

Energi: Der finder i disse år en omfattende folkevandring sted fra landet til storbyerne – en vandring, som skønnes at omfatte 300-500 mio. mennesker frem til 2020. Allerede nu har »masseflugt« til storbyerne resulteret i meget store behov for udbygget infrastruktur, vand og energi. Byboerne forbruger 2,5 gange så meget energi som landboerne, og i lyset heraf samt udsigten til en fortsat ekspansion af byerne er Kinas officielle planer, at kulforbruget vil være fordoblet i 2020 – til trods for myndighedernes bestræbelser på at bevæge sig væk fra denne forurenende energikilde.

Jorderosion: Totalt set er 40 pct. af Kinas jord påvirket af erosion. Verdens højeste erosionsrater som følge af vand findes i det nordlige Kina, hvor *The Common Sense Environmental Fund* har observeret, at 1,6 mia. tons overfladejord hvert år skylles ud i Den Gule Flod. Ørkenen, som allerede dækker en fjerdedel af Kina, ekspanderer med en rate på

4.900 kvadratkilometer årligt trods omfattende programmer med beplantning af træer.

Forurening: Kina topper verdensranglisten over luftforurening og fem af verdens 10 mest forurenede byer ligger i Kina. Syreregn påvirker en fjerdedel af landets samlede areal og en tredjedel af landbrugsjorden – og har bl.a. den effekt, at bygninger eroderes og landbrugsproduktionen mindskes. Den kinesiske luft indeholder forurenende partikelmængder i et omfang, der er mere end det dobbelte af det niveau, som verdenssundhedsorganisationen WHO har sat som et nogenlunde sikkert niveau. Dødeligheden som følge af kroniske luftvejssygdomme er mere end 4 gange så høj som i USA, og astma har blandt unge mennesker nået nærmest epidemiske proportioner. –

Kina er også verdens største forurenende af Stillehavet ifølge *The Guardian*, og *Verdensbanken* har udnævnt Kina til at være det land, der bidrager mest til at ødelægge ozonlaget.

Kan selskaberne klare det?

Kina er en udviklingsøkonomi, et enormt land, der er på vej fra kommunismens knugende åg til markedsøkonomiens frie kræfter på godt og ondt. Det er en vanskelig proces, som langt fra altid følger de regler og værdinormer, vi har vænnet os til i Vesten. Eksempelvis måles den økonomiske vækst og udvikling i de forskellige regioner i Kina nøje, og det frister de fleste statsansatte ledelser i de forskellige lokalområder til at se stort på miljømæssige lovovertrædelser. Faktisk opfordrer de forskellige »lokalregeringer« i mange tilfælde selskaberne til at overtræde miljølovgivningen for at maksimere produktionen for derefter at beskytte dem mod senere retsforfølgelse. SEPA

oplyste i foråret 2006, at ud af 70.000 anmeldte miljøovertrædelser i 2003-2005 blev kun 500 fulgt op i retten.

En pludselig bedring i det politiske system skal man ikke regne med. Det betyder, at de mange store vestlige selskaber, der baserer store dele af deres forretninger på produktion og investering i Kina, vil opleve, at miljøproblemer bliver en stadig større hæmsko og en decideret trussel mod vækstmiraklet i Kina.

Men selv om mange vestlige selskaber profilerer sig på høje moralske værdier som nul børnearbejde, ingen giftstoffer i produkterne og et generelt højt miljøhensyn, så har den faktiske kontrol med produktionsenhedernes miljøpolitik i Kina været forbløffende begrænset hidtil, påpeges det i artiklen i *Harvard Business Review*. Og det kan give alvorligt bagslag.

Der er i disse år fokus som aldrig før på, om virksomhederne opfører sig »ordentligt«. Gør de ikke det, risikerer de at komme i mediernes gabestok til stor skade for deres image og indtjening. Som investor skal man derfor holde øje med om de selskaber, der har stor eksponering til det kinesiske marked, også gør en dyd ud af at profilere sig i praksis med at overholde miljølovgivningen i verdens industricentrum. Ellers kan en investering i en aktie, der på papiret ser ganske attraktiv ud på de fleste punkter, vise sig at blive en bekostelig affære.

I øvrigt er det værd at bide mærke i de miljømæssige problemer i sig selv, der giver store muligheder for en lang række vestlige selskaber med speciale i miljøteknologi, infrastruktur og vand.

Her kan nævnes følgende selskaber, som dækkes af Goldman Sachs, og som beskæftiger sig med bl.a. vandrensning og affaldshåndtering.

Selskab	Forretningsområder
Veolia Environment	Transport, Affald, Vand
Suez SA	El, Gas, Affald, Vand
Kelda Group PLC	Affald, Vand
Hyflux	Vand

Grundlæggende optionsstrategier

Her får du en oversigt og gennemgang af de fire grundlæggende optionsstrategier, samt hvornår de enkelte strategier er at foretrække, risikoen ved strategierne samt potentiel gevinst

Købt put-option

Formål: Forsikring mod faldende aktier med begrænset risiko.

Forventning: Negativ.

Beskrivelse: En købt put-option giver ret, men ikke pligt til at sælge den underliggende aktie på aftalekursen frem til udløbstidspunktet.

Risiko: Tabet på en købt put-option beløber sig kun til den betalte præmie, da man har ret men ikke pligt til at udnytte put-optionen. Optionen er værdiløs, hvis man på udløbstidspunktet har ret til at sælge på en lavere kurs end den aktuelle markedskurs (spotkursen)). Risikoen er dermed begrænset.

Gevinst: Gevinstpotentialitet på en købt put-option er nærmest ubegrænset, da den underliggende aktie kan falde til kurs 0, dog fratrukket den betalte præmie.

Man køber altså en forsikring, der giver en ret, men ingen pligt til at sælge den underliggende aktie til en aftalt kurs frem til udløbstidspunktet. Herved har man mulighed for at forsikre sig mod faldende aktiekurser eller satse på faldende aktiekurser og kende sin maksimale risiko på forhånd.

Solgt put-option

Formål: Oprettelse af en »købslimitordre«.

Forventning: Neutral.

Beskrivelse: Sælger man en put-option forpligter man sig til at købe den underliggende aktie på aftalekursen frem til udløbstidspunktet.

Risiko: Tabet på en solgt put-option er næsten ubegrænset, da den underliggende aktie kan falde til kurs 0. Uanset hvad den underliggende aktie måtte falde til, er man forpligtet til at

købe aktien på aftalekursen.

Gevinst: Gevinsten på en solgt put-option kan aldrig beløbe sig til mere end den modtagne præmie. Derfor er det vigtigt at forholde sig til, hvor positiv ens forventning til kursudviklingen er.

Man udsteder altså en forsikring til en modpart, og man har dermed en forpligtelse, hvorfor man modtager en betaling herfor. Her er man altså selv »forsikringsselskabet», modsat den købte put-option.

Købt call-option

Formål: Mulighed for fuldt gevinsterpotentialitet med begrænset risiko.

Forventning: Positiv.

Beskrivelse: En købt call-option giver ret, men ikke pligt til at købe den underliggende aktie til aftalekursen frem til udløbstidspunktet.

Risiko: Tabet på en købt call-option beløber sig kun til den betalte præmie, da man har ret men ikke pligt til at udnytte call-optionen. Call-optionen er værdiløs, hvis man på udløbstidspunktet har retten til at købe på en højere kurs end den aktuelle markedskurs (spotkursen). Risikoen er dermed begrænset.

Gevinst: Gevinstpotentialitet på en købt call-option er ubegrænset, da aktien kan stige til det uendelige, dog fratrukket den betalte præmie.

Man køber altså en rettighed til at få leveret den underliggende aktie på aftalekursen. Herved har man mulighed for at satse på stigende aktiekurser og samtidig kende sit maksimale tab på forhånd.

Ordforklaring – gælder både for call- og put-optioner

Den aktie, som optionen vedrører (det underliggende aktiv)

Det tidspunkt, hvor optionen udløber (udløbstidspunktet)

Den kurs, som optionen kan udnyttes til (aftalekursen)

Den aktuelle aktiekurs på den aktie som optionen vedrører (spotkursen)

Prisen pr. kontrakt (præmie pr. kontrakt)

Det antal aktier en kontrakt omfatter (kontraktstørrelsen)

Solgt call-option

Formål: Oprettelse af en »salgslimitordre«.

Forventning: Neutral.

Beskrivelse: Sælger man en call-option forpligter man sig til at sælge den underliggende aktie på aftalekursen frem til udløbstidspunktet.

Risiko: Tabet på en solgt call-option er umiddelbart ubegrænset, da aktien kan stige til det uendelige. Risikoen kan dog begrænses, hvis man har den underliggende aktie i sin beholdning. Herved kan man altid levere de aktier, man har forpligtet sig til at sælge.

Gevinst: Gevinsten på en solgt call-option kan aldrig beløbe sig til mere end den modtagne præmie. Derfor er det vigtigt at forholde sig til, hvor positiv ens forventning til kursudviklingen er. Man er forpligtet til at sælge den underliggende aktie på den indgåede aftalekurs, uanset hvilken kurs aktien måtte være steget til.

Man forpligter sig altså til at levere den underliggende aktie, hvis modparten ønsker at benytte sin rettighed.

Således modtager man, som ved den solgte put-option, en præmie for at påtage sig en forpligtelse til at sælge en rettighed til en anden investor.

Optionshandel kræver en aftale med banken

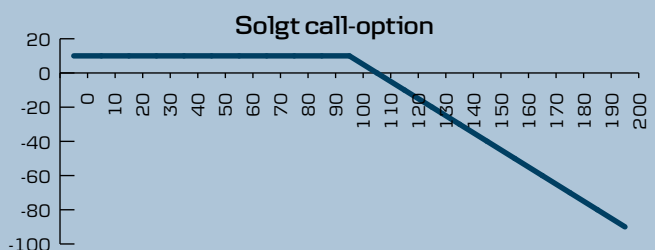
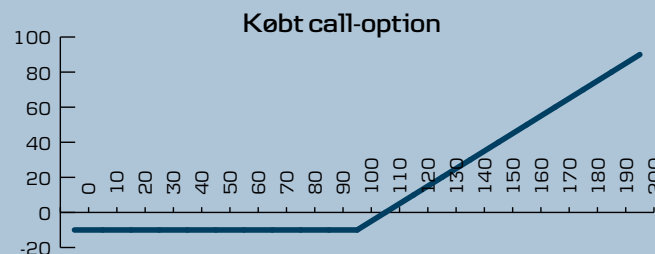
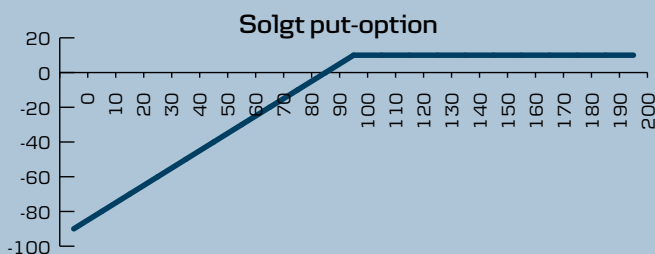
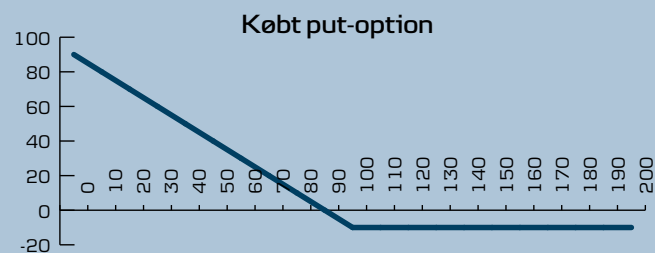
Handel med optioner kræver en aftale med banken, så hvis det har interesse, kan man henvende sig til sin investeringsrådgiver der samtidig kan oplyse om de skattemæssige konsekvenser samt de praktiske forhold ved optionshandel.

Prisfastsættelse af optionen afhænger primært af:

1) Aftalekursen – jo længere væk aftalekursen er fra spotkursen, jo mindre er sandsynligheden for at den nås og dermed bliver præmien lavere.

2) Restløbetiden – man betaler mere for optionen jo længere den løber, da der dermed er større sandsynlighed for at den opnår værdi.

3) Aktiens volatilitet – jo større udsving der er i aktien, jo højere er prisen for at købe en option alt andet lige, fx frem mod en vigtig begivenhed som et regnskab. Baggrunden er, at jo større udsving, der forventes i den underliggende aktie, jo større sandsynlighed er der for, at optionen når aftalekursen.



Obligationsmarkedets gåde på vej mod en løsning

Trods de seneste måneders rentestigninger er de lange renter stadig usædvanligt lave.

Men ser vi længere frem er der næppe tvivl om, at renterne vil gennemleve en strukturel normalisering – og ikke blot en cyklisk, som kan forklare de seneste rentestigninger

De seneste måneder har været præget af rentestigninger mange steder men især i USA og Europa. Selv de lange renter er steget markant – noget som økonomer over hele verden forudsagde allerede i 2004, da den amerikanske centralbank bebudede, at man nu gik ind i en periode med en lang række renteforhøjelser for at imødekomme et stigende inflationspres som følge af den stærke økonomiske vækst.

Normalt ser man højere lange renter i en sådan situation – især når udgangspunktet var flere år med en ekstremt ekspansiv pengepolitik i USA, som havde forplantet sig gennem det globale, finansielle system. Men rentestigningerne kom ikke, renterne faldt tværtimod i perioder. Økonomerne kløede sig i håret, og den daværende chef for USA's centralbank, Alan Greenspan, kaldte det »a conundrum« – obligationsmarkedets gåde.

Nu er renterne over hele kurven så begyndt at kravle i vejret. Både i USA og Europa er de 10-årige renter steget med 70-80 bp siden marts. Men det er ikke ensbetydende med, at obligationsmarkedets gåde er et overstået kapitel.

Cyklisk logik bag rentestigningerne

Salget af obligationer over en bred kam har været drevet næsten udelukkende af en stigning i realrenterne – dvs. investorerne kræver nu, at deres renteaftast skal være højere, når man trækker inflationen fra. Baggrunden herfor er en logisk følge af, at den makroøkonomiske udvikling nu peger klart i retning af, at verdensøkonomiens forventede afmatning bliver yderst moderat – og ikke mindst at alt tyder på, at Danske Analyse får ret i sin hidtidige forudsigelse af, at USA er stærkt på vej mod et vækstmæssigt comeback allerede i andet halvår.

Centralbankernes udmeldinger spiller også en væsentlig rolle. ECB, hvis primære mål er, at holde inflationen under kontrol, har klart lagt op til flere renteforhøjelser i det kommende års tid, og Federal Reserve, USA's centralbank, der er mere vækstoffokuseret, har indikeret, at næste renteaendring formentlig bliver opad. I hvert fald gør bankens reto-

rik det næppe realistisk at tro på en rentenedsættelse, som ellers var priset ind i markedet for få måneder siden.

Man kan altså sige, at rentestigningerne er en forventelig reaktion på det makroøkonomiske billede, der tegner sig, men det er naturligvis også interessant at kigge på, om en ”normalisering” af de lange renter er en del af forklaringen på den kraftige adfærdsændring i obligationsmarkedet.

Er det asiaternes skyld?

Den observerede udvikling med en noget stejlere rentekurve ses normalt, når centralbankerne i deres pengepolitik ikke er langt nok fremme i skoene til at dæmpe et stigende inflationspres. Men det kan også være udtryk for, at investorerne begynder at forlange en højere risikopræmie for at sætte penge i obligationer med lang løbetid. Hvis det er tilfældet, kan det betyde, at obligationsmarkedets gåde snart er historie.

For at belyse det, har Danske Analyse set på den tilsyneladende mest udbredte forklaring på udviklingen. Nemlig den, at det er en ændret adfærd hos de asiatiske centralbanker, der har fået de lange renter i USA og Europa til at stige så kraftigt på kort tid.

Adskillige asiatiske lande, med Kina som den vigtigste, har ladet den amerikanske dollar være bestemmende for udviklingen i deres egen valuta siden slutningen af 90'erne. Vedvarende store overskud på betalingsbalancens løbende poster har resulteret i en hidtil uset stigning i valutareserverne, og disse penge er primært blevet investeret i amerikanske og europæiske penge- og obligationsmarkeder. I USA alene skønnes stigningen i udlandets køb af amerikanske obligationer isoleret set at have sænket obligationsrenterne med 50-150 bp. Hensigten med de amerikanske køb har været at hindre en stigning af de asiatiske valutaer over for dollaren.

Herved har de asiatiske centralbanker også lempet de lokale pengepolitiske betingelser markant og således i høj grad medvirket til, at den amerikanske lavrentepolitik er blevet eksporteret ud af USA.



I de seneste måneder har tegn på stigende inflationspres kombineret med et stærkt politisk pres for større valutafleksibilitet indikeret, at de asiatiske lande gradvist vil tillade valutastyrkelse over for USD. Når det sker, vil ophobningen af valutareserver ændres, og strømmen af penge til vestlige pengemarkeder vil aftage.

Danske Analyse mener dog ikke, at dette duer som forklaring på mere end en beskeden del af de seneste rentestigninger. Argumentet er, at når udenlandske investorer sælger amerikanske obligationer i stor stil vil det kunne ses i priserne på andre finansielle aktiver – således burde dollaren falde. Men dollaren er steget over for både JPY og EUR de seneste uger. Ganske vist er USD dog faldet over for de asiatiske valutaer siden marts, hvilket umiddelbart giver næring til teorien, men faktisk er de asiatiske valutaer som IDR, MYR og INR faldet over USD i netop den periode, hvor de amerikanske obligationsrenter steg mest.

Ser man på aktiemarkederne i Asien den senere tid, så har de klaret sig bedre end de amerikanske og europæiske, hvilket umiddelbart støtter idéen om skiftet i pengestrømmen fra de asiatiske centralbanker, men dette kan helt eller delvist også tilskrives en stærkere fundamental støtte i Asien. Heller ikke obligationsmarkederne giver nogen bekræftelse af teorien, idet flere asiatiske markeder ganske vist har klaret sig noget bedre end USA og Euroland, men andre har til gengæld leveret ganske kraftige rentestigninger.

Vækst forklarer rentestigningerne

Der er altså ikke overvældende beviser for, at teorien om de asiatiske centralbankers ændrede investeringsadfærd forklarer, hvorfor de lange obligationsrenter i USA og Europa er steget kraftigt på så kort tid. Som før nævnt menes valuta-reservernes anvendelse til opkøb af amerikanske statsobligationer at have sendt obligationsrenterne ned med 50-150 bp i forhold til »normalen«, og derfor vil det naturligvis have en tilsvarende effekt, når pengene trækkes ud igen. Det ville imidlertid kræve en voldsom omrokering af pengestrøm-

men på kort tid fra USA- og Euro-obligationer til andre aktivtyper, og det er der altså ikke nogle tal, der bekræfter.

De rentestigninger vi har oplevet på kort tid, kan for størstedelens vedkommende forklares ud fra, at vækstforventningerne i markedet pludselig er blevet mere optimistiske. Når obligationsrenter stiger fordi væksten er stærk, så er implikationerne for risikable aktiver ikke nødvendigvis særlig store – og altså ikke nødvendigvis dårligt nyt for hverken aktie- eller kreditmarkederne.

Gåden består – men løses gradvist

Obligationsmarkedets gåde er altså fortsat et faktum. De lange obligationsrenter ligger stadig 100-150 bp lavere end de burde – den fremskredne økonomiske cyklus, inflationspresset, den lave ledighed og de høje råvarepriser taget i betragtning. Og selv om gåden er en kompleks størrelse, hvis samlede effekter vi ikke kan gennemskue, så er den overordnede forklaring på den atypiske situation, at det er en følge af den ekstremt ekspansive pengepolitik i de senere år, som har skabt en hidtil uset global pengeoverflod. Det er først nu centralbankerne for alvor er begyndt at stramme op på denne likviditet, og det vil gradvist »løse gåden« over de kommende 12-18 måneder, mener Danske Analyse.

Der vil ske en gradvis stigning i investorernes krævede risikopræmie for at investere i obligationer – en proces, der får yderligere næring af, at den globale økonomi langsomt, men sikkert er på vej mod en inflationær overophedning.

Lige nu har vi formentlig overstået den rentestigning, som kan begrundes med skærpede vækst- og inflationsforventninger – måske er der endda tale om en overreaktion. På kort sigt vurderes rentestigningerne derfor ikke at udgøre nogen »trussel« mod risikable aktiver som aktier og kreditobligationer, og volatiliteten vil måske falde igen.

Men obligationsmarkedets gåde er sandsynligvis ved at nærme sig sin løsning, og yderligere salgspres i obligationer vil derfor kunne tolkes som en bekræftelse af, at processen er i gang. En proces, som vil kunne gøre ondt på andre aktivtyper.



Når renten stiger på en obligation, så falder kursen. Og når kursen falder, kan man købe lånet tilbage for færre penge, end man oprindeligt fik i hånden. Det handler om opkonvertering og skrå konvertering.

Skær restgælden ned ved en skrå konvertering

Opkonvertering

Hvis man f.eks. optog det fastforrentede lån 4% 2038 til kurs 98-99 for et par år siden, så kan man glæde sig over rentestigningerne, der har sendt kursen ned under 88. Umiddelbart noget, der tyder på, at man kan skære mere end 10 pct. af restgælden på lånet ved en førtidsindfrielse nu.

Men man skal i samme forbindelse også have et nyt lån, for lånebehovet er der jo stadig. Og her har man reelt to muligheder. Enten kan man tage et nyt fastforrentet lån – og her er det 6% 2038, der ligger tættest på kurs 100 i øjeblikket. Eller man kan tage et FlexLån®.

Ulempen ved det fastforrentede 6% 2038 er naturligvis ikke til at komme udenom: Højere rente og dermed en højere månedlig ydelse.

Dette må man leve med, indtil renten falder igen, og man kan konvertere ned. Ingen ved naturligvis, hvornår det sker. Men den relativt store restgældsbesparelse som mange p.t. vil kunne opnå, gør, at man kan tåle mange år med højere ydelser på lånet, før restgældsbesparelsen er spist op. Det skal dog i den forbindelse tilføjes, at man ikke får penge i hånden ved en op-

konvertering, før renten falder igen, og man kan nedkonvertere. Den højere ydelse indtil da belaster altså budgettet.

Skrå konvertering

FlexLån® er en anden mulighed. Her er renten lavere end på både 6% og 4%-2038. Ved en såkaldt skrå konvertering, så opnår man altså både en restgældsbesparelse og en lavere månedlig ydelse.

Ulempen er naturligvis FlexLånets variable rente, som jo kan stige – hvilket vil indebære højere ydelse, uden at man opnår besparelse på restgælden, da kursen på korte FlexLån kun ændrer sig beskedent ved renteændringer.

Et alternativ til FlexLån®F1 er F3 og F5, der pga. en ret flad rentestruktur i den korte ende koster stort set det samme som F1, men som har en lidt større kursfølsomhed end FlexLån®F1.

Skal – skal ikke

Som det fremgår af tabellen er besparelsen i restgælden for et lån på en mio. kr. på godt 100.000 kr., så er der dog visse overvejelser man skal gøre sig, før man springer ud i det. Ydelsesstigningen ved at vælge 6% 2038 som

det nye lån er dog begrænset, og kan i øvrigt stort set elimineres ved, at løbetiden på lånet bliver et år eller to længere end på det gamle lån.

Har man 4% 2038 i en afdragsfri version og vælger en afdragsfri 6% 2038 som det nye lån, så er stigningen i den månedlige ydelse noget højere – en naturlig afspejling af, at rentestigninger slår 100 pct. igennem på disse lån, hvor ydelsen kun består af rentebetalinger.

Hvad angår risikoen ved at vælge FlexLån® som det nye lån, er den også begrænset. Rente på FlexLån® er så meget lavere end på 6% 2038, at der er plads til betragtelige – og efter vore økonomers renteprognoser at dømme – urealistiske rentestigninger, før FlexLånets ydelse overstiger 6% 2038.

Overordnet set er risikoen ved en op- eller skrå konvertering begrænset. Mindst er risikoen for folk, der alligevel regner med at sælge boligen inden for få år. I så fald vil det være oplagt, at det nye lån bliver et FlexLån®, der passer nogenlunde med tidshorizonten. Men et fastforrentet lån med en lidt højere ydelse vil i den begrænsede tidsperiode selvsagt heller ikke være nogen belastning.

Ændring i restgæld og ydelse ved lånomlægning			
Bestående lån	Nyt lån	Ændring i restgæld	Ændring i månedlig nettoydelse
4% 2035 • Obligationslån (88,3)	6% 2038 • Obligationslån (99,2)	-102.000 kr.	+155 kr.
4% 2038 • Obligationslån (87,4)	6% 2038 • Obligationslån (99,2)	-111.000 kr.	+115 kr.
4% 2038 • Obligationslån (87,4)	FlexLån® F1 (99,6)	-111.000 kr.	-400 kr.
4% 2038 • Obligationslån afdragsfrit (85,9)	6% 2038 • Obligationslån afdragsfrit (99,1)	-124.000 kr.	+661 kr.

KILDE: REALKREDIT DANMARK

NOTE: ÆNDRINGEN I RESTGÆLD ER ANGIVET I HELE 1.000 KR. ÆNDRING I MÅNEDLIG YDELSE ER BEREGET PÅ FØRSTE ÅRS YDELSE EFTER 33 % SKAT.

TALLENE I PARENTES ANGIVER KURSEN 12. JUNI 2007.

Lempelse af regler for lån til selskaber

I forbindelse med, at det er blevet muligt for bankerne at udbyde de såkaldte SDO-lån (særligt dækkede obligationer), er skattereglerne også ændret, så selskaber nu uden negative skattemæssige konsekvenser kan optage obligationslån.

Kontantlån eller obligationslån i danske kroner

Efter de gamle regler, som var gældende indtil 1. juli 2007, skulle selskaber normalt afholde sig fra at optage obligationslån i danske kroner.

Det skyldtes, at selskaber, der optog lån i danske kroner som opfyldte mindsterenten, ikke kunne få fradrag for kurstab på lånet, når tilbagebetaling af lånet skulle ske til en forud fastsat overkurs.

Da obligationslån ofte hjemtages til en kurs under 100, opstår der ved tilbagebetalingen et kurstab, som ikke kan fradrages.

Efter de gamle regler var det derfor mest fordelagtigt for selskaber at optage kontantlån, idet kurstabet på obligationerne ved sådanne lån bliver konverteret til en fradragsberettiget rente, ligesom et eventuelt kurstab ved en ekstraordinær indfrielse altid kan fradrages.

Nye regler

Ifølge de nye regler har selskaber nu fradragsret for kurstab på lån i DKK uanset rentesats, og uanset om det skal indfries til en forud fastsat overkurs. Det er en betingelse, at lånet ydes med fuld sikkerhed i

- fast ejendom
- skibe, eller
- i form af garanti fra offentlige myndigheder inden for EU/EØS mv.

Det indebærer, at selskaber der optager eller overtager sådanne lån den 1. juli 2007 og senere kan få fradrag for kurstab, som opstår ved løbende afvikling af lånet eller ved en ekstraordinær indfrielse.

Beskatning af obligationsejerne

Selv om selskaber efter de nye regler har fradragsret for kurstab på sådanne obligationslån, er der som udgangspunkt ikke sket ændringer af beskatningen af långiverne (obligationsejerne). Obligationsejerne kan således fortsat være skattefrie af kursgevinster på disse lån efter reglerne for blåstemplede obligationer.

Der er dog indført en særlig værnsregel for hovedaktionærer m.fl., hvorefter hovedaktionæren m.fl. skal beskattes af kursgevinsten på sådanne lån til selskabet.

Værnsreglen er indført for at forhindre, at hovedaktionæren ved at foretage udlån til sit eget selskab opnår, at en kursgevinst på fordringen kan realiseres skattefrit, mens selskabet kan opnå fradrag.

De nye regler har virkning for fordringer (obligationer), der udstedes fra og med den 1. juli 2007.

Personlige låntagere

Der er ikke ændret på reglerne for beskatningen af personlige låntagere ved optagelse af lån i danske kroner. For personer er det derfor som udgangspunkt fortsat mest fordelagtigt at optage obligationslån frem for kontantlån, når der er tale om fastforrentede lån i danske kroner.

Det skyldes, at en kursgevinst ved en ekstraordinær indfrielse af et kontantlån i danske kroner, er skattepligtig, medmindre kursgevinsten realiseres i forbindelse med et salg af ejendommen.

Lempelse af regler for tinglysningsafgift

Reglerne for betaling af afgift ved tinglysning af pantebreve med pant i fast ejendom er blevet ændret. Tidligere skulle der altid betales tinglysningsgebyr på 1.400 kr. samt en tinglysningsafgift på 1,5 % ved optagelse af tillægslån mv.

For lån tinglyst fra og med den 1. juli 2007 skal der ikke længere betales nyt tinglysningsgebyr og tinglysningsafgift ved hjemtagelse af nyt tillægslån og ved omprioritering, hvis det pantsikrede beløb ikke overstiger den tinglyste hovedstol på det oprindelige lån.

Eksempel

En ejendom bliver prioriteret med et fastforrentet lån på 1.000.000 kr. Efter 5 år er lånet nedbragt med 80.000 kr., således at restgælden udgør 920.000 kr. Der ønskes herefter optaget et nyt tillægslån på 80.000 kr.

Hvis kunden tinglyste det oprindelige lån før 1. juli 2007, skulle der betales et tinglysningsgebyr på 1.400 kr. og tinglysningsafgift på 1,5 % af 80.000 kr. eller i alt 2.600 kr., når tillægslånet tinglyses.

Tinglyses det oprindelige lån den 1. juli 2007 eller senere, skal der ikke betales tinglysningsgebyr og tinglysningsafgift, når tillægslånet tinglyses. Der spares dermed 2.600 kr.

Det bemærkes, at det er en forudsætning for afgiftsfriheden, at tillægslånet ikke er større end 80.000 kr. svarende til det beløb, hvormed det oprindelige lån var nedbragt. Er tillægslånet større, skal der betales nyt tinglysningsgebyr på 1.400 kr. og tinglysningsafgift af det overskydende beløb.

Afgiftsfriheden gælder også ved en fuld omprioritering af ejendommen under forudsætning af, at hovedstolen på det nye lån ikke overstiger hovedstolen på det oprindelige, dvs. 1.000.000 kr.

Stærk dækproducent

Den japanske dækproducent Bridgestone er blandt verdens tre største dækproducenter. I 2006 opnåede selskabet et salg på JPY 2.991 mia. (133,6 mia. kr.) og et nettoresultat på JPY 85,1 mia.

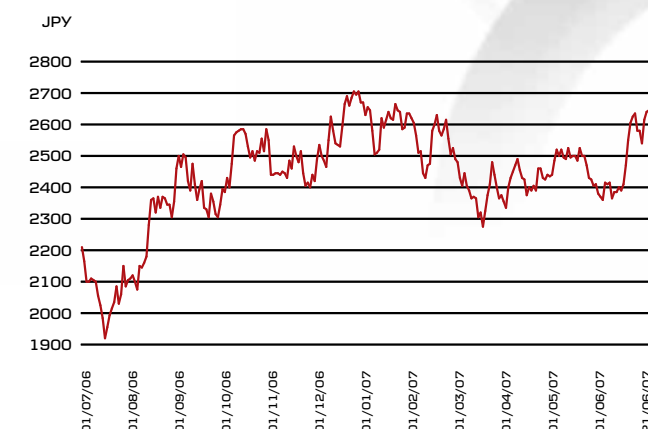
Selskabet opjusterede i juni måned forventningerne til årets resultat til JPY 211 mia. fra JPY 191 mia. som følge af den svagere yen i første halvår.

De primære risici for Bridgestone består i stigende priser på råvarer, lavere salgspriser og en stigning i yenen. Derudover kan en stigning i olieprisen medføre et mindre forbrug af dæk.

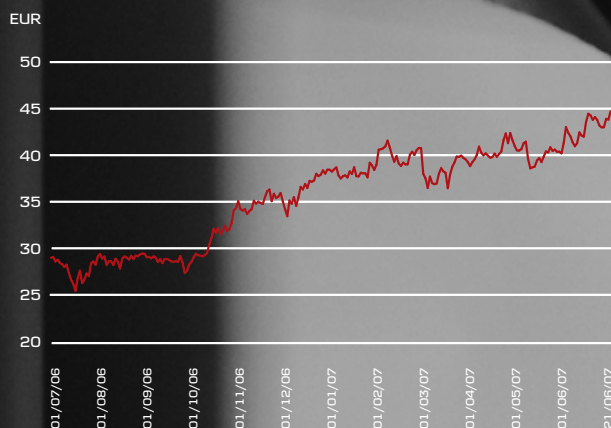
Goldman Sachs (GS) har en mere optimistisk holdning til selskabet end ledelsen selv. GS mener bl.a., at der er udsigt til en større svækkelse af yen over for USD og euro end ledelsen i Bridgestone har antaget i deres forventninger. Samtidig tror GS, at gummipriserne vil falde, hvilket vil kunne mærkes for dækproducenterne, idet gummi tegner sig for omkring 25 pct. af omkostningerne til råvarer.

Gummipriserne steg 64 pct. i 2006, hvilket skabte frygt i markedet for, at tendensen ville fortsætte gennem hele 2007, og det har medført generelle kursfald på dækproducenterne.

GS mener, at i lyset af det forestående fald i gummipriserne og en efterspørgsel på dæk i både Europa og USA, der p.t. overgår markedets forventninger, er Bridgestone undervurderet, og aktien forventes at stige med 20 pct. på 12 mdr. sigt. Bridgestone er på GS' Conviction Buy-List over særligt attraktive aktier.



Finsk maskinproducent i verdensklasse



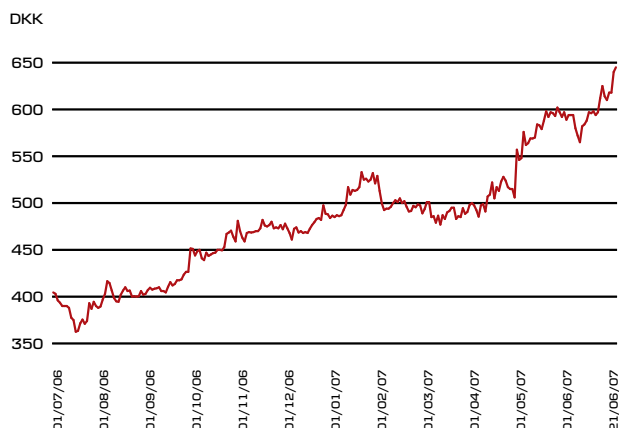
Metso er en global udbyder af maskiner og systemer til procesindustrien samt udbyder af know-how og eftermarkedsservice. Selskabets kerneområder er papirmasse, papirindustri, mineralindustri, automation, biomasseforbrænding og kontrolteknologi.

Selskabet er i en positiv udvikling for tiden på flere områder. Således meddelte selskabet i starten af juni, at ordreindgangen i andet kvartal er langt stærkere end i det tilsvarende kvartal året før. Samtidig oplever Metso en stærk efterspørgsel, som giver mulighed for at nettogælden kan reduceres hurtigere end ventet.

Mandatum (se s. 26) har på denne baggrund opjusteret forventningerne til Metsos cash flow, og baseret på disse estimater handler det finske selskab målt på EV/EBIT-multipler for hhv. 2008 og 2009 med rabatter på hhv. 24 og 32 pct. i forhold til sammenlignelige selskabers median. De tilsvarende rabatter på P/E for de to år er hhv. 23 pct. og 28 pct.

Mandatum anfører, at den nuværende kurs for Metso er så lav, at den ikke en gang afspejler divisionen Metso Papers eftermarkedssalg, der udgør 30 pct. af omsætningen.

Mandatum forventer, at et realistisk 12 mdr.-kursmål er EUR 55 – et stigningspotentiale på over 20 pct.



Novozymes – lovende perspektiver for enzymer til vaske- midler og bioethanol

Novozymes er en af verdens førende bioteknologiske virksomheder indenfor enzymer og mikroorganismer. 30 pct. af Novozymes' omsætning hentes i vaskemiddelenzymer – et marked, der har været præget af flade vækstrater de senere år. Men dette marked er i forandring på flere områder – bl.a. i form af, at tendensen går mod vask på lave temperaturer, og dette kræver flere enzymer.

Ellers er det store samtaleemne i forbindelse med Novozymes *bioethanol* – til trods for, at det langt fra er her de fleste penge hentes endnu. Men der er i øjeblikket meget stor global fokus på udvikling af bioethanol som et vigtigt alternativ til fossile brændstoffer, og i denne produktionsproces spiller Novozymes' enzymer en vigtig rolle.

På kort sigt består en betydelig risiko i mangel på korn, der kan medføre yderligere stigninger i kornpriserne og dermed lægge pres på ethanolproducenterne. Men det er ikke den nuværende produktionsteknologi, der kan blive en guldgrube for Novozymes. Det kan derimod 2. generations konversionsprocessen, hvor man kan udnytte celluloseholdigt plantemateriale frem for fødevarerprodukter. Enzymer er et vigtigt led i denne produktionsproces, men enzymomkostningen skal reduceres yderligere 4–5 gange og de øvrige procesomkostninger skal også reduceres, før den samlede pris er konkurrencedygtig med stivelsesbaseret ethanol og benzin.

Novozymes venter en vækst i enzymer til ethanolproduktion på 25 pct. til 30 pct. i 2007 og en vækst på 20 pct. til 25 pct. i de kommende tre til fire år. Danske Equities (DE) finder især, at Kina virker lovende, eftersom Novozymes samarbejder med den største udbyder af bioethanol. DE vurderer, at nyheder om lancering af nye produkter og flere alliancer kan være blandt de mulige triggere af aktiekursen her i 2007.

McGraw-Hill: Skolebøger og kreditvurderinger

McGraw-Hill er oprettet i 1888 med hovedkvarter i New York og er i dag moderkoncern for 3 selvstændige forretningsområder inden for undervisningsmaterialer, finansiel service og information & media.

Væsentligste forretningsområde er finansiel service, der hovedsagligt dækker over kreditvurderingsselskabet Standard & Poors. Divisionen vægter med 44% af omsætningen og hele 78% af indtjeningen før skat, renter og afskrivninger (EBITDA) for 2006. S&P har en unik markedsposition inden for kreditvurdering af obligationsudstedere, men tilbyder derudover en lang række finansielle ydelser fra banklån til aktieanalyser, ligesom selskabet står bag en række kendte aktieindeks herunder selvfølgelig det anerkendte S&P 500.

Et af verdens største forlag for skolebøger udgør et andet vigtigt forretningsområde, der bidrager med 40% af koncernomsætningen og 26% af EBITDA.

Selskabets mindste forretningsområde er inden for information & media med godt 16% af volumen og dækker over en række radiostationer og magasiner som eksempelvis Business Week.

Geografisk er USA det væsentligste forretningsområde med 75% af omsætningen. I disse år skabes væksten dog hovedsagligt i Europa og Asien, hvor bl.a. behovet for kreditvurderinger af obligationsudstedere er stigende, hvilket Standard & Poors nyder godt af. Da øgede offentlige udgifter til indkøb af undervisningsmaterialer samtidig tegner lovende for forlagsvirksomheden, er der gode vækstudsigter for McGraw-Hill i det kommende års tid.

McGraw-Hill er karakteriseret som en vækstaktie, da den er kendetegnet ved vækstrater, der overgår S&P 500 på indtjening pr. aktie, frit cash flow, omsætning og egenkapitalforrentning.



USA, Europa og Kina vil i de kommende fem år investere mere end 800 mia. kr. i vindkraft, estimerer analyseinstituttet CLSA, der er en del af den franske storbank Crédit Agricole.

Når man skal mindske CO-udledningen er de forskellige metoder typisk forbundet med en vis omkostning. Men når det handler om lys, der tegner sig for 19 pct. af verdens elforbrug, vil forbrugere og virksomheder med lavenergipærer både kunne spare penge og reducere CO2-udledning, viser beregninger fra det svenske forsyningsselskab, Vattenfall. Set fra et makroøkonomisk synspunkt vil de altså øge frem for reducere økonomisk vækst. Lavenergipærer er noget dyrere end normale pærer, men er med et 80 pct. lavere strømforbrug tjent ind på et år. Desuden er levetiden 10 gange så lang.

Rentestigningerne fortsætter

Danske Banks rentestrateg tror vi vil se kraftige rentestigninger til efteråret og anbefaler korte obligationer.

Efter kraftige rentestigninger i de foregående måneder er renterne faldet en anelse de seneste uger. Men det er bestemt ikke udtryk for, at rentemarkedet allerede har toppet.

»Det vi oplever lige nu er bare en mindre korrektionsfase, som formentlig vil vare henover sommeren – en korrektion, som er naturlig efter de meget kraftige rentestigninger på kort tid. Men til efteråret vil vi se kraftige rentestigninger igen,« siger Pär Magnusson, der er aktiestrateg i Danske Bank.

Forklaringen er inflation. Efter Danske Analyses vurderinger tyder alt på, at USA's inflation vil tage til igen, og det er tilsyneladende ikke en opfattelse som deles af markedet.

»Vi adskiller os fra den generelle markedsholdning på to punkter: Markedet frygter et skred i det amerikanske boligmarked mere end vi gør, og tror at inflationen er på vej ned,« siger rentestrategen.

I markedet tror flertallet bl.a. at den amerikanske centralbank sætter renten ned næste gang, der pilles ved rentevåbnet. Således ligger der en gennemsnitsforventning om, at Fed sætter renten ned med 18 bp til efteråret.

»Får vi ret i vores forventning om tiltagende inflation i USA, vil Fed være tvunget til at sætte renten op næste gang, og det vil være en ubehagelig overraskelse for markedet, hvis vi får ret,« siger Pär Magnusson.

Han anbefaler, at man som investor holder sig til korte europæiske obligationer fremover. Og fraråder de tilsvarende amerikanske, hvor rentestigningerne ventes kraftigst inden for det kommende halve år. Han tilføjer dog, at variabelt forrentede obligationer kan være en mulighed - herved får man mulighed for også at nyde godt af, at Danske Analyses forventning om en dollarstigning på 6 pct. over for DKK inden for de kommende 12 mdr. holder stik.



Ny anbefalingsstruktur i Danske Equities

Danske Bank har som et led i sin internationale ekspansion og strategi købt den finske bank Sampo i år. Den finske bank har sin egen aktieanalyseafdeling, Mandatum, og den vil fremover dække de finske selskaber på Danske Banks liste over nordiske aktier.

Mandatum og Danske Equities har hidtil haft forskellige anbefalingsstrukturer, men benytter nu lejligheden til at lave en fælles. Herunder ses den nye struktur sammenlignet med den gamle. En afgørende forskel er, at der fremover anvendes en 6 mdr. tidshorisont mod før 12 mdr.



Markedets bekymring over inflationen deles ikke af Jim O'Neill, chefen for Goldman Sachs' økonomiske analyseafdeling.

"Prispresset er aftagende i USA og har ikke rigtigt materialiseret sig i Japan, og mens der er "lommer" af inflation i flere lande, så forventer vi fortsat en lidt aftagende global inflation i 2007 og 2008," siger Jim O'Neill.

Det estimeres, at hvis Japan skal nærme sig andre udviklede landes niveau, så vil der i de kommende år blive kanaliseret opsparinger til en værdi af 2.000 mia. USD over i de finansielle markeder – en fordobling af de japanske husholdningers investeringer i kapitalmarkederne.

Danske Capital: Investeringsbeviser

Europæiske aktier har det godt

For godt syv år siden startede en nedtur på aktiemarkedet, der varede næsten tre år.

I dag har aktiemarkederne i Europa (og USA) igen nået rekordniveauet fra dengang, og spørgsmålet er, om vi bør være nervøse for en gentagelse?

»Mit klare svar er nej. Aktiekurserne er ganske vist steget markant på fire år, men det er indtjeningen også. Siden bunden blev nået i 2002, er de europæiske selskabers indtjening faktisk steget med 250 pct. i gennemsnit. Indtjeningsforventningerne for de kommende 12 mdr. i forhold til den aktuelle kurs indebærer en P/E på 13, og det er ikke dyrt,« siger Henrik Fænøe.

Kriseårene var anderledes

Han er chef for europæiske aktier i Danske Capital – divisionen, der styrer en stor del af investeringsafdelingerne i Danske Invest, herunder DI Tyskland, DI Europa og DI Select Europæiske Small/Mid Cap.

Han mener, at det økonomiske

miljø er væsentligt anderledes end sidste gang vi så disse kurs-niveauer.

»I 2000–2002 var verden præget af lavvækst, erhvervsinvesteringerne faldt dramatisk og selskabernes indtjening faldt med en tredjedel. Vi forventer, at den globale vækst, herunder den europæiske, vil holde sig på et pænt niveau i år. Vi er ganske vist i en fremskreden fase af konjunkturcyklen, men afmatningen er så beskeden, at indtjeningen ikke vil blive presset. På et tidspunkt vil de økonomiske konjunkturer vende, og markedet kommer sandsynligvis til at være overvurderet. Det er bare ikke lige om hjørnet,« siger Henrik Fænøe og peger på, at virksomhedernes balancer er sunde, præget af lav gæld, stort positivt cash flow, og de er ikke overinvesterede som i kriseårene. Og de makroøkonomiske betingelser er gode med lav og stadig faldende ledighed og stigende indkomster.«

Truslerne

Men der er trusler i horisonten. Økonomierne er nu på femte år i stærk vækst, og det betyder, at vi nærmer os kapacitetsgrænsen med stigende løn- og inflationspres til følge – og det er bekymringen om dette, der har sendt de lange renter i vejret på det seneste. Men det værste er muligvis overstået og allerede inddiskonteret i rentemarkedet, da de fleste er enige om, at ECB hæver renten 2–3 gange mere i løbet af det næste års tid. Men dette, kombineret med andre latente trusler som fx det amerikanske boligmarked, gør markedet nervøst i denne tid.

»En korrektion på 5–10 pct. kan ikke udelukkes, men der er ikke grund til at forvente noget i stil med 2000. Forudsætningerne er ganske enkelt ikke til stede,« siger Henrik Fænøe, som understreger, at man altid bør have en portefølje, der er afbalanceret i forhold til det økonomiske miljø, så man er i stand til at klare de bump på vejen, der altid vil opstå.

Ny anbefalingsstruktur fra 2. juli 2007

Anbefaling	Absolut kursstigning
Køb	> 15%
Akkumulér	5% til 15%
Hold	0% til 5%
Reducer	0% til -15%
Sælg	< -15%

Tidshorisont: 6 mdr.

Tidligere anbefalingsstruktur

Anbefaling	Absolut kursstigning
Stærk Køb	> 20%
Køb	5% til 20%
Hold	-5% til 5%
Sælg	< -5%

Tidshorisont: 12 mdr.



Ofte ser man, at folk bruger frie midler til deres mere kortsigtede aktieinvesteringer, mens der udvises mere forsigtighed med pensionsmidlerne, der jo i sagens natur har et langsigtet formål. Men det bør faktisk være omvendt

Aktive aktieinvesteringer forrentes bedst i pensionsdepotet

For en aktiv aktieinvestor med mange, relativt kortsigtede investeringer er den indviklede lov om beskatning af aktieindkomst et godt argument for at investere med pensionsmidler. I pensionsdepotet er beskatningen nemlig automatisk og ganske enkel med 15 pct. af afkastet,

Men mere vigtigt er det, at forrentningen faktisk er bedre. I frie midler beskattes aktieafkast med 28 % eller 43 % ved realisering – betydeligt over pensionsmidlernes afkastbeskatning. En så markant forskel spiller over årene en meget stor rolle, når rentes rente-effekten viser sit værd.

For den aktive investor

Lad os tage udgangspunkt i en *aktiv aktieinvestor* – hvilket i dette eksempel er defineret ved, at man realiserer hele afkastet på sin portefølje en gang om året (konklusionen ændres i øvrigt ikke væsentligt, hvis man eksempelvis realiserer afkastet hvert andet år).

Investor betaler topskat (59% plus arbejdsmarkedssbidrag). Det betyder, at 100.000 kr. i frie midler svarer til en pensionsopsparing på 243.902 kr. før skat. Hvis investor fortsat betaler topskat som pensionist, bliver vedkommende altså stadig beskattet med 59 %, og nettoværdien af investeringen er altså også her 100.000 kr.

I de beregninger, der ses i tabellen »Aktiv aktieinvestor«, er der forudsat et årligt aktieafkast på 7 pct. Som det fremgår, er det tydeligvis en god idé at foretage sine aktieinvesteringer for pensionsmidlerne.

Det gælder især, hvis man har så store aktieindkomster, at man ligger i den høje aktieindkomstskat. Efter 30 år vil nettoværdien af investeringen således være 242.871 kr. højere, hvis den er foretaget i en pensionsordning sammenlignet med frie midler med en afkastbeskatning på 43 %. Det skal dog også tilføjes, at større pensionsopsparing kan betyde, at man får mindre i efterløn, da der sker en vis modregning alt efter hvor tidligt man går.

For den passive investor

For en *passiv investor* (se tabel) er det ikke nødvendigvis det bedste valg at investere med pensionsmidlerne. En sådan investor køber typisk aktier ud fra en meget langsigtet »køb og behold-strategi« – f.eks. i form af Tivoli-aktier, der giver visse privilegier.

Hvis man har en lang horisont (over 30 år), vil man således kunne opnå en bedre forrentning med en køb og behold-strategi i frie midler, men det forudsætter dog, at man ligger inden for 28 %-grænsen på 45.500 kr. pr. ægtefælle. Det skal i den forbindelse nævnes, at da man opbygger et ganske stort urealiseret afkast over en periode på fx 30 år, skal realiseringen af aktierne fordeles over en lang årrække for at kunne holde afkastbeskatningen på 28 %. Ved en afkastbeskatning på 43 % er pensionsmidlerne igen at foretrække.

Aktiv aktieinvestor – så meget kan en investering på 100.000 kr. blive til

	Nettoværdi efter 10 år	Nettoværdi efter 20 år	Nettoværdi efter 30 år
Frie midler v. 28 % aktieindkomstskat	163.511 kr.	267.358 kr.	437.161 kr.
Frie midler v. 43 % aktieindkomstskat	147.882 kr.	218.691 kr.	323.406 kr.
Pensionsmidler	178.242 kr.	317.701 kr.	566.277 kr.

NOTE: I FRIE MIDLER BESKATTES AKTIEINDKOMST OP TIL 45.500 KR. (2007) MED 28 % OG MED 43 % DEROVER VED REALISERING, MENS AFKAST PÅ PENSIONSMLIDLER LØBENDE BESKATTES MED 15 %. PR. 1. JANUAR 2008 INDFØRES EN NY PROGRESSIONSGRÆNSE FOR AKTIEINDKOMST I FRIE MIDLER, SÅLEDES AT DER BETALES 45 % SKAT AF AKTIEINDKOMST OVER EN GRÆNSE PÅ 100.000 KR. PR. ÆGTEFÆLLE.

Passiv aktieinvestor – så meget kan en investering på 100.000 kr. blive til

	Nettoværdi efter 10 år	Nettoværdi efter 20 år	Nettoværdi efter 30 år
Frie midler v. 28 % aktieindkomstskat	169.635 kr.	306.617 kr.	576.082 kr.
Frie midler v. 43 % aktieindkomstskat	155.128 kr.	263.572 kr.	476.899 kr.
Pensionsmidler	178.242 kr.	317.701 kr.	566.277 kr.

Modelporteføljer for obligationer

OPDATERET 3. JULI 2007

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

Personbeskattede med tidshorisont 0-3 år							Pensionsbeskattede med tidshorisont 0-3 år					
	DB eff. rt. 2]		Varighed 3]		Hpr. 59% skat 4]			DB-eff.rt.	Varighed	Hpr. ved 0% skat		
% andel Fondskode Papir	Skat	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	% andel Fondskode Papir	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.
1)	45%	59%	Var.	Var.	12 md.	12 md.		0%	Var.	Var.	12 md.	12 md.
20 927090 RD 2.0 01/01/2008	3,14%	2,86%	0,50	0,50	3,96%	3,80%	10 975478 NYK 4.0 01/01/2009	4,58%	1,46	1,48	4,48%	4,71%
60 927104 RD 2.0 01/01/2009	3,51%	3,23%	1,48	1,44	3,13%	3,37%	20 926507 RD 6.0 A 10/01/2032	5,92%	9,54	4,23	4,38%	5,69%
10 927112 RD 2.0 01/01/2010	3,56%	3,27%	2,44	2,33	2,89%	3,36%	50 927465 4.55 Cibor6 2010	-	-	0,48	4,77%	4,60%
10 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	3,32%	2,85%	6,54	5,59	0,93%	2,87%	20 927376 4.78 RD CF6 2038	-	-	4,37	3,79%	5,14%
100	5]	3,42%	3,12%	1,83	1,71	3,08%	3,41%	100		2,11	4,47%	4,94%

Personbeskattede med tidshorisont 3-7 år							Pensionsbeskattede med tidshorisont 3-7 år					
	DB eff. rt.		Varighed		Hpr. 59% skat			DB-eff.rt.	Varighed	Hpr. ved 0% skat		
% andel Fondskode Papir	Skat	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	% andel Fondskode Papir	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.
	45%	59%	Var.	Var.	12 md.	12 md.		0%	Var.	Var.	12 md.	12 md.
15 927104 RD 2.0 01/01/2009	3,51%	3,23%	1,48	1,44	3,13%	3,37%	10 975478 NYK 4.0 01/01/2009	4,58%	1,46	1,48	4,48%	4,71%
35 927112 RD 2.0 01/01/2010	3,56%	3,27%	2,44	2,33	2,89%	3,36%	15 927317 RD 4.0 Aio 10/01/2038	5,45%	11,15	8,90	1,75%	5,32%
25 927406 RD 3.0 A 10/01/2018	3,32%	2,87%	4,55	4,19	1,70%	3,00%	10 927295 RD 5.0 Aio 10/01/2038	5,71%	11,00	7,88	2,70%	5,57%
25 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	3,32%	2,85%	6,54	5,59	0,93%	2,87%	10 926507 RD 6.0 A 10/01/2032	5,92%	9,54	4,23	4,38%	5,69%
							30 927465 4.55 Cibor6 2010	-	-	0,48	4,77%	4,60%
							10 976113 4.27 Nyk CF5io 2016	-	-	4,10	3,98%	5,29%
							15 927384 4.78 RD CF6 2038	-	-	4,69	3,75%	5,22%
100		3,43%	3,06%	3,79	3,43	2,16%	3,16%	100		3,81	3,86%	5,08%

Personbeskattede med tidshorisont over 7 år							Pensionsbeskattede med tidshorisont over 7 år					
	DB eff. rt.		Varighed		Hpr. 59% skat			DB-eff.rt.	Varighed	Hpr. ved 0% skat		
% andel Fondskode Papir	Skat	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	% andel Fondskode Papir	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.
	45%	59%	Var.	Var.	12 md.	12 md.		0%	Var.	Var.	12 md.	12 md.
10 927104 RD 2.0 01/01/2009	3,51%	3,23%	1,48	1,44	3,13%	3,37%	10 975478 NYK 4.0 01/01/2009	4,58%	1,46	1,48	4,48%	4,71%
15 927112 RD 2.0 01/01/2010	3,56%	3,27%	2,44	2,33	2,89%	3,36%	35 927317 RD 4.0 Aio 10/01/2038	5,45%	11,15	8,90	1,75%	5,32%
15 927406 RD 3.0 A 10/01/2018	3,32%	2,87%	4,55	4,19	1,70%	3,00%	10 927295 RD 5.0 Aio 10/01/2038	5,71%	11,00	7,88	2,70%	5,57%
35 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	3,32%	2,85%	6,54	5,59	0,93%	2,87%	10 926507 RD 6.0 A 10/01/2032	5,92%	9,54	4,23	4,38%	5,69%
25 927430 RD 4.0 A 10/01/2038	3,01%	2,39%	11,30	8,07	-0,51%	2,56%	15 927465 4.55 Cibor6 2010	-	-	0,48	4,77%	4,60%
							20 927384 4.78 RD CF6 2038	-	-	4,69	3,75%	5,22%
100		3,30%	2,85%	6,20	5,02	1,24%	2,95%	100		5,28	3,32%	5,19%

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

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

Euroland – intet ser ud til at stoppe ECB's renteforhøjelser

Med fornyet styrke i amerikansk industri ser Europa ud til at kunne fortsætte det stærke opsving igennem året. Især Tyskland nyder godt af stærk eksport til Asien og Østeuropa – men også af bedre indenlandske takter. Valget af Sarkozy åbner op for skattelettelser i Frankrig, samtidig med at konjunkturerne trækker fransk industri i høje omdrejninger. Den dårlige nyhed er, at det formentlig får ECB til at blive ved med at forhøje renterne – og forlænge svagheden i det danske boligmarked. Danske Analyse venter en ECB-rente på 4,75% i starten af 2008.

USA i bedring trods svaghed på boligmarkedet

Nervøsiteten for de finansielle efterdønninger fra opbremsningen i det amerikanske boligmarked blev forøget igen efter, at investeringsbanken Bear Sterns måtte lukke to hedgefonde efter svære tab relateret til realkreditån til de svage betalere («subprime» låntagere). Til gengæld ser økonomien i bred forstand til at være i bedring – erhvervstillsidindeksene viser fornyet vækst trods det svage boligmarked, drevet af en pæn forbrugsudvikling og stærk indkomstvækst.

Rusland tæt på overophedning – stærkere valuta i kortene

Efter en række år med høj vækst, ekspanderende offentligt forbrug, stigende beskæftigelse og lønninger, oplever den russiske forbruger en stor indkomstfremgang. Det stimulerer privatforbruget, som accelerer pænt. Boligsektoren har også mærket til opsvinget, idet priserne er stigende, og nye byggeprojekter skyder op overalt. Den russiske økonomi ekspanderer derfor i øjeblikket så hurtigt, at inflationen tager til igen. Vi venter, at centralbanken vil levere en række pengepolitiske stramninger i løbet af det kommende års tid for at stramme de pengepolitiske betingelser op. Stramningerne vil blive leveret gennem gradvise opskrivninger af valutaen over for rublens valutakurv bestående af euro og dollar.

Politisk usikkerhed i Japan

I Japan vil den politiske usikkerhed komme på dagsordenen, når der afholdes valg til overhuset den 29. juli. Den siddende LDP-regering kan miste sit flertal i overhuset, hvilket kan tvinge den siddende premierminister Shinzo Abe til at træde tilbage. Valget er først og fremmest interessant for de finansielle markeder, fordi det kan blive afgørende for hvornår og med hvor meget Bank of Japan hæver sin styrende rente. Det er i høj grad billige yen-lån, som har været med til at finansiere mere risikobetonede investeringer og medvirket til at pumpe priserne på de internationale finansmarkeder op. Rentestigninger i Japan kan derfor få global virkning.



Sektor/selskab	Land	Anbefaling	Kurs 01.07.07	Kursændring i pct. Seneste md	År til dato
Energi					
Olje- og gastjenester					
BW Offshore	NO	Akkumuler	27,8	6,1	6,1
Prosafé	NO	Køb	94,5	2,2	6,8
Acergy	NO	Hold	134,0	-1,7	11,7
Seadrill	NO	Akkumuler	127,3	14,6	20,9
Olje og gas					
DNO	NO	Hold	12,4	6,4	7,7
Fred. Olsen Energy	NO	Hold	307,5	1,0	5,3
Statoil	NO	Hold	183,5	10,2	11,0
Subsea 7	NO	Akkumuler	126,5	-3,6	10,0
Materialer					
Kemikalier					
Auriga Industries A/S	DK	Akkumuler	177,0	-0,3	11,7
Novozymes	DK	Akkumuler	640,0	7,2	31,7
Konstruktionsmaterialer					
H+H International	DK	Køb	2.423,0	1,3	31,7
Containere					
Brdr Hartmann	DK	Reducer	201,5	0,8	-11,2
Papir & skovprodukter					
M-real	FI	Reducer	4,9	-2,0	0,2
Stora Enso	FI	Hold	13,9	-2,3	14,9
UPM-Kymmene	FI	Reducer	18,4	-5,0	-4,7
Industri					
Fly & forsvar					
SAAB	SE	Køb	182,0	0,6	-13,3
Byggeprodukter					
ASSA ABLOY	SE	Køb	151,5	-3,8	1,7
Dantherm A/S	DK	Hold	139,0	-3,8	33,0
Flügger	DK	Hold	680,0	-6,0	-6,9
Rockwool International	DK	Akkumuler	1.685,0	5,4	92,8
Entrepenører					
FLSmidth & Co	DK	Akkumuler	434,0	-3,5	20,9
Højgaard Holding	DK	Akkumuler	228,0	-7,3	-0,9
Monberg & Thorsen	DK	Hold	560,0	0,9	15,5
Per Aarsleff	DK	Akkumuler	658,0	6,5	30,3
Elektronik					
NKT Holding	DK	Akkumuler	549,0	2,8	9,9
REC	NO	Køb	229,5	17,1	101,3
Schouw & Co	SE	Akkumuler	505,0	-3,8	40,1
Vestas Wind Systems	DK	Køb	361,5	-5,6	51,4
Maskinindustri					
Alfa Laval	SE	Køb	415,0	-4,6	34,3
Atlas Copco	SE	Hold	115,0	-0,4	17,5
Cardo	SE	Reducer	299,5	-2,8	15,2
Kone	FI	Køb	46,7	5,5	6,8
Metso	FI	Køb	45,3	4,0	16,2
Munters	SE	Hold	107,5	1,2	8,2
Scania	SE	Sælg	168,0	-0,3	47,3
SKF	SE	Hold	144,5	0,0	22,1
Tomra Systems	NO	Hold	52,3	8,3	21,6
Trelleborg	SE	Køb	189,0	-12,9	15,2
Volvo	SE	Hold	137,8	-3,5	51,9
Handel og distributører					
Brdr. AO Johansen	DK	Sælg	1.710,0	-3,9	3,0
DLH	DK	Hold	117,0	-8,2	10,4
Solar A/S	DK	Køb	746,0	-5,0	5,1
Sanistål	DK	Hold	1.030,0	-18,3	19,8
Serviceselskaber					
Günnebo	SE	Sælg	82,8	-6,5	4,8
Securitas	SE	Hold	109,0	7,1	2,6
Securitas Systems	SE	Akkumuler	23,4	-4,5	-15,5
Transport					
A. P. Møller - Maersk	DK	Hold	66.500,0	-1,3	25,0
Broström	SE	Køb	72,8	-4,9	-3,0
DFDS	DK	Hold	710,0	-5,2	4,4
DSV	DK	Akkumuler	108,3	-5,0	4,9
Mols-Linien	DK	Akkumuler	570,0	4,2	19,5
SAS	DK	Akkumuler	158,5	1,0	36,1
Torm	DK	Hold	208,8	-1,8	12,8
Forbrugsgoder					
Varige forbrugsgoder					
Bang & Olufsen	DK	Køb	659,0	-7,7	-9,5
BoConcept Holding A/S	DK	Køb	600,0	11,5	60,0
Ekornes	NO	Køb	134,5	-1,8	-5,9
Electrolux	SE	Hold	163,0	-6,9	39,4
Husqvarna	SE	Køb	97,5	-8,0	20,7
Fritid					
PARKEN Sport & Entertainment A/S	DK	Reducer	1.690,0	-9,6	33,1
Royal Caribbean Cruises	NO	NR	252,0	-2,3	-2,7
Tekstil & Beklædning					
IC Companys	DK	Køb	318,0	-6,3	-16,3
Medie					
Eniro	SE	RS	87,3	-1,7	-3,6
Metro International	SE	Sælg	7,1	-9,6	-22,0

Sektor/selskab	Land	Anbefaling	Kurs 01.07.07	Kursændring i pct. Seneste md	År til dato
Forbrugsgoder, fortsat					
MTG	SE	RS	443,5	10,5	-1,4
Observer	SE	Sælg	31,9	8,9	-17,6
Schibsted	NO	NR	270,0	-5,3	21,1
Detailhandel					
Hennes & Mauritz	SE	NR	406,5	-6,1	17,5
Fødevarer					
Carlsberg	DK	Reducer	667,0	-0,6	18,9
Cermaq	NO	Akkumuler	103,0	-1,4	13,2
Danisco	DK	Hold	411,5	-12,7	-14,5
EAC	DK	Hold	303,5	-1,6	-4,0
Harboe	DK	Hold	214,5	-4,0	-6,7
Orkla	NO	Akkumuler	112,0	9,0	58,6
Marine Harvest	NO	RS	6,4	-2,4	12,6
Royal Unibrew	DK	Reducer	769,0	3,2	3,9
Sundhed					
Medico					
Coloplast	DK	Akkumuler	447,5	-7,5	-12,4
Getinge	SE	Køb	148,3	-9,1	-3,4
William Demant	DK	Køb	544,0	-4,6	18,8
Bioteknologi					
ALK-Abelló	DK	Reducer	1.167,0	-5,1	-17,2
Bavarian Nordic	DK	Hold	520,0	-7,0	-5,7
Genmab	DK	NR	353,5	-9,1	-7,0
Curalogic	DK	RS	17,1	-11,9	6,9
LifeCycle Pharma	DK	Køb	55,0	-3,5	-1,8
NeuroSearch	DK	NR	281,0	-3,9	-12,6
Pharmexa	DK	NR	18,1	-5,2	3,4
Topotarget	DK	RS	30,3	-12,2	-16,3
Medicin					
Lundbeck	DK	Hold	140,0	1,8	-10,1
Novo Nordisk	DK	Akkumuler	600,0	4,5	27,5
Finansielle selskaber					
Banker					
Amagerbanken	DK	Køb	351,5	-6,8	-6,0
Danske Bank	DK	NR	226,0	-6,8	-10,0
DnB NOR	NO	Akkumuler	76,2	-4,5	-13,9
Fionia Bank	DK	Hold	1.715,0	-3,2	7,2
Forstædernes Bank	DK	Køb	232,0	-6,5	11,1
Jyske Bank	DK	Akkumuler	397,5	-6,3	-0,9
Nordea	SE	Akkumuler	107,5	-5,9	1,9
Ringkjøbing Landbobank	DK	Køb	1.035,0	-10,8	-4,2
Roskilde Bank	DK	Reducer	640,0	3,1	2,4
Sampo	FI	Køb	21,4	-8,3	5,3
SEB	SE	Hold	222,0	-3,3	2,1
Spar Nord	DK	Reducer	133,5	-4,3	-2,2
Svenska Handelsbanken	SE	Køb	189,5	-6,0	-9,8
Sydbank	DK	Køb	264,0	-12,7	-2,2
Vestjysk Bank	DK	Hold	329,0	2,7	5,1
Forsikring					
Alm. Brand	DK	Hold	347,0	-9,4	-13,3
Codan	DK	Hold	601,0	-1,2	9,5
Topdanmark A/S	DK	Hold	942,0	-8,6	0,9
TrygVesta A/S	DK	Køb	431,0	-8,7	-0,1
Ejendomsselskaber					
Sjælsø Gruppen	DK	Køb	232,5	-1,1	25,7
Informationsteknologi					
EDB Business Partner	NO	Reducer	54,0	4,4	-2,3
Ementor	NO	NR	55,0	11,1	56,3
HiQ	SE	Sælg	40,9	4,9	-3,3
Semcon	SE	Køb	63,5	8,6	-7,0
Teleca	SE	Akkumuler	29,2	2,5	4,7
TietoEnator	FI	Hold	23,9	2,0	-2,2
Software					
ORC Software	SE	Akkumuler	184,5	-4,4	58,4
IBS	SE	Køb	20,4	-13,9	-22,1
ORC Software	SE	Akkumuler	184,5	-4,4	58,4
SimCorp	DK	Akkumuler	1.320,0	-2,9	-5,0
Telelogic	SE	Akkumuler	21,0	26,5	37,3
Kommunikationsudstyr					
Eltek	NO	NR	48,5	-13,8	-21,5
Ericsson	SE	Hold	0,0	4,2	-0,7
GN Store Nord	DK	Hold	65,0	0,4	-22,2
Nokia	FI	Køb	20,8	5,4	34,4
Tandberg ASA	NO	Hold	132,8	-2,2	41,2
Thrane & Thrane	FI	Akkumuler	344,5	7,7	9,9
Teleoperatører					
Elisa	FI	Reducer	20,2	-5,4	-2,6
Tele2	SE	Hold	112,3	-2,2	12,3
Telenor	NO	Reducer	115,8	0,7	-1,3
TeliaSonera	SE	Køb	50,5	0,0	-10,2
Forsyningsselskaber					
Elværker					
Fortum	FI	Akkumuler	24,1	-4,2	10,2

Tidshorisonten for anbefalingerne er 6 mdr.

Køb: Kursen ventes at stige med over 15%. **Akkumuler:** 5%-15%. **Hold:** 0-5%. **Reducer:** -15%-0%. **Sælg:** Kursen ventes at falde med mere end 15%. **RS:** Aktien p.t. ikke dækket grundet midlertidige faktorer.

NR: Aktien dækkes ikke. **DK:** Danmark, **NO:** Norge, **SE:** Sverige, **FI:** Finland.

Disclosure

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

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

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

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