

INVESTERING

[JUNI 2007]

FOKUS PÅ

STÆRK TRO PÅ EUROPÆISKE AKTIER

Stærke trends:

Global infrastruktur

Trådløs kommunikation

Alternativ energi

Danske Bank

- 04 GOLDMAN SACHS TROR PÅ EUROPA OG ASIEN
- 06 TYSKLAND BLANDT DE MEST INTERESSANTE MARKEDER I EUROPA
- 06 FARE FOR KORREKTION PÅ AKTIEMARKEDET
- 07 USA STØTTER DEN ALTERNATIVE ENERGI
- 08 SOL, VIND OG RENE BILER
- 10 FREMTIDEN ER TRÅDLØS
- 14 STÆRK TREND I INFRASTRUKTUREN
- 16 GODE ARGUMENTER FOR RUSSISKE RUBELOBLIGATIONER
- 18 UDNYT GODE OG DÅRLIGE TIDER FOR VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER MED UNIKT OBLIGATIONSPRODUKT
- 20 OPSPARING FOR VIRKSOMHEDSMIDLER KONTRA PENSIONS MIDLER
- 22 FORSIKRING MOD FALDENDE AKTIEMARKEDER
- 24 AKTIEANBEFALINGER - ORKLA, SIMCORP, BAYER AG, DANAHER CORP.
- 26 KORT NYT
- 28 OLIE- OG BENZINMARKEDET UNDER PRES
- 29 MODELPORTEFØLJER FOR OBLIGATIONER
- 30 TEMPERATURER I VERDENSØKONOMIEN
- 31 AKTIEOVERSIGT

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

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

Redaktion: Steen Reeslev (ansvarshavende)
og WEB-redaktør Flemming Østergaard.
Redaktion afsluttet den 4. juni 2007.

Grafisk design og produktion: Datagraf
Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri



FOKUS PÅ EUROPÆISKE AKTIER

Investering, nyheder og analyser i Netbanken

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

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

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

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

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

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

Har aktiemarkedet nået toppen?

Det amerikanske aktiemarkeds hovedindeks, S&P 500, overgik for nylig rekorden fra marts 2000, som dengang blev starten på en stor nedtur, der varede frem til 2003. Men siden 2003 har aktiemarkedene generelt haft nogle forrygende år med rekordhøje vækstrater i indtjeningen, understøttet af omfattende rationaliseringer, omstruktureringer og gældsomlægninger i krisestårene 2000-2002 – og med historisk lave renter som et afgørende brændstof, der stadig gælder i dag, hvor virksomhedernes pengekasser bugner, og gælden er i bund.

At rekorden fra 2000 slås igen, har affødt en naturlig debat om, hvorvidt vi nu igen står over for en længere periode med kursfald på aktiemarkedet. P/E for S&P 500 er på 18, mens den var 28 i marts 2000. Men et enkelt nøgletal fortæller naturligvis ikke meget, og det er et faktum, at der er mange potentielle risikofaktorer i mar-

kedet, som hver for sig kan få stor betydning. Det gælder fx det amerikanske husmarked, overopledning i Kina, renteforhøjelser og stigende inflation, Iran-konflikten, stigende olie- og benzinpriser osv.

Markedet er i en følsom fase, og det sås allerede i februar i år, hvor en større korrektion på Shanghai-børsen sendte chokbølger gennem det globale finansielle system. Markedet rejste sig dog relativt hurtigt igen, og siden da har investorerne fået en lidt mere forsigtig tilgang til risiko

– om end nogle iagttagere mener, den stadig er lidt for afslappet.

Goldman Sachs tror på Europa og Asien

Investeringsbanken Goldman Sachs er ikke i tvivl om, at aktiemarkedet stadig har mere i sig. De største forventninger knyttes til Asien, der er den mest interessante region blandt Emerging Markets, som efter nogle fantastiske år efterhånden har nået prisniveauet, der nærmer sig vestlig standard.

Blandt de udviklede markeder tror investeringsbanken mest på Europa, hvor alt tyder på fortsat stærk vækst – med et vigtigt lokomotiv i form af Tyskland, som ikke har ladet sig bremse af hverken momsforhøjelsen på 3 pct. eller en betydelig afmatning i USA. Meget tyder på, at det tyske aktiemarked bliver et af de mest attraktive i Europa både i år og næste år.

Danske Banks aktiestrateg er også optimist for året som helhed, men advarer dog om, at vi på kort sigt kan stå over for en korrektionsfase. Investorerne er nemlig i stigende grad bekymrede for de mange luren-de risikofaktorer, og det kan udløse en periode med »profittaking«. Men markedet kommer op igen.

For selv om USA har nået toppen fra 2000 og Europa også nærmer sig, så er det samlede billede markant anderledes end for syv år siden. Dengang var aktiemarkedene generelt båret af overdrevne forventninger til Internettet og informationsteknologien, mens det i dag mere er fundamentale faktorer, der driver værket. Afmatningen af verdensøkonomien er beskeden, renterne er fortsat lave, virksomhederne er velpolstrede og foretager ikke store investeringer på et løst grundlag. Der er masser af penge i det globale system, og obligations- og ejendomsmarkedet er ikke attraktive alternativer til aktiemarkedet.

Løbet er ikke kørt endnu

Den opadgående trend, som aktiemarkedet generelt har befundet sig i siden 2003 er ikke slut endnu.

Men vi er i en fase, hvor nogle markeder og selskaber har nået niveauer, der gør det svært at retfærdiggøre yderligere stigninger, mens andre har mere i sig. *Stockpicking og trends* er nøgleord. Der er gode muligheder for at finde attraktive aktier med et betydeligt vækstpotentiale. Ikke mindst i de tre stærke trends, som vi fremhæver i dette nummer.



Peter Oppenheimer,
global aktiestrateg hos
Goldman Sachs

Goldman Sachs tror på Europa og Asien

Investeringsbanken Goldman Sachs, som Danske Bank har et tæt samarbejde med, forventer, at aktier i globalt perspektiv vil være et godt sted at investere i det kommende års tid. Størst forventning har banken til Asien, mens Europa sniger sig ind på andenpladsen

Mod slutningen af 2006 var økonomerne i Goldman Sachs (GS) ved at blive ret pessimistiske med hensyn til udsigterne for verdensøkonomien i 2007. Men de senere måneders nøgletal har vist, at der ikke er grund til den store bekymring. Den globale økonomi er ikke på vej til en hård landing i år. Tværtimod mener bankens makroøkonomer nu, at verdensøkonomien vil vokse med realt 4,4 pct. i 2007, hvilket i historisk perspektiv er et ganske højt gear. Det er godt nyt for aktiemarkedet, påpeger Peter Oppenheimer, der er bankens globale aktiestrateg.

»Den høje globale vækst er understøttende for aktiemarkedet, som også er støttet af generelt sunde balancer hos virksomhederne og en fortsat høj aktivitet på M&A (fusioner og opkøb, red.),« siger aktiestrategen.

Størst forventninger til Asien

Makroøkonomerne betegner den beskedne nedgang i den globale, økonomiske vækst som en »happy slow-

down«, hvor USA vil tegne sig for en vis afmatning, men Europa og Asien fortsat vil levere stærk vækst. Dette danner fundamentet for, at aktiemarkedet kan fortsætte den stigende tendens generelt, men det bliver i et noget langsommere tempo end det, vi oplevede i anden halvdel af 2006.

Dengang blev tendensen til afmatning i den globale økonomi imødegået af flere faktorer.olieprisen faldt, hvilket lettet bekymringen over de amerikanske vækstudsigter. Den japanske yen blev svækket, og det støttede de globale likviditetsstrømme via yen carry trades (lån i yen til meget lav rente og placering i en anden valuta/obligationer med højere rente). Kredit-spænd blev yderligere indsnævret, hvilket gav mere næring til den allerede heftige M&A-aktivitet. Og slutteligt var indtjeningsvæksten i virksomhederne stadig relativt stærk.

»Det ser ud til, at disse faktorer i løbet af dette år vil ebbe ud eller endog gå i bakgear. Vi forventer således fortsat stigende oliepriser og et gennemsnit for 2007 på 69 dollars pr. tønde (se s. 28). Vi forventer, at yen vil stige til 105 over for USD på 12 mdr. sigt. Og vi forventer, at kreditspændene ikke indsnævres herfra (se s. 18) samt, at indtjeningsvæksten i virksomhederne aftager,« påpeger Peter Oppenheimer.

Troen på, at Asien og Europa holder vækstkruen solidt i vandet er baggrunden for, at der også til disse regioner knyttes de største forventninger til aktiemarkedene.

»Vi har de største forventninger til Asien (ekskl. Japan), hvor vi tror på et afkast i omegnen af 16 pct. i det kommende års tid, drevet primært af en stærk vækst i den underliggende indtjening. På kort sigt tror vi dog samtidig, at markederne i regionen er mere sårbare over for en korrektion, nu hvor de på relativt kort tid er skudt i vejret efter korrektionen i februar. Men dybden af et eventuelt tilbageslag vil være begrænset af den mere forsigtige positionering blandt investorerne nu, end det var tilfældet før februarkorrektionen,« siger Peter Oppenheimer.

Asien er overvægtet i GS' globale portefølje, og der knyttes særligt store forventninger til Kina og Korea.

11 pct. afkast i Europa

Europa er den region, som Oppenheimer har de næststørste forhåbninger til med et forventet afkast på 11 pct. over de næste 12 måneder.

Den bløde afmatning i verdensøkonomien og udsigten til en fortsat pæn vækst i Europa, trukket af især en stærk indenlandsk efterspørgsel, vurderes af Oppenheimer som understøttende for de europæiske aktiemarkeder, og han mener, at vi nu har lagt den største usikkerhed om den økonomiske fremtid bag os. Han betegner den moderate tilbagegang i verdensøkonomien som et miljø, der ikke kalder på et klart skifte fra cykliske aktier til defensive aktier. Peter Oppenheimer peger på tre vigtige temaer, som investorerne bør lægge til grund for deres europæiske investeringer:

1. Korrektionen i februar resulterede ikke i samme grad som korrektionen i maj i 2006 i, at sektorerne blev prissat med en større forskel. Der er i dag særligt gode muligheder for at finde attraktive aktier, der har udsigt til at levere en højere vækst end gennemsnittet.
2. GS ser fortsat den amerikanske forbruger som sårbar, mens den indenlandske efterspørgsel i Europa er i fremgang. GS råder derfor til at undgå sektorer, der er stærkt eksponerede til den amerikanske forbruger.

3. GS forventer fortsat stærk aktivitet i M&A samt LBO (Leveraged Buy-Outs). GS fokuserer på de sektorer, hvor aktiviteten med stor sandsynlighed vil være stærkest, og i nogle tilfælde hvor de fundamentale forhold er under forværring. GS tager potentiel M&A samt LBO-aktivitet i betragtning i sektor anbefalingerne.

Japan på tredjepladsen

Oppenheimer fastholder en forventning om, at investeringer og forbrug vil føre til en reacceleration i japansk økonomi i andet halvår og medvirke til at skabe fundamentet for en indtjeningsvækst på 10 pct. TOPIX-indekset har i den seneste tid handlet i intervallet 1650–1750, men GS fastholder troen på, at 1800 nåes ved årets udgang.

Nye regler har fra og med maj gjort det muligt for udenlandske selskaber at opkøbe japanske med brug af aktier. Oppenheimer tror ikke, at vi vil se fjendtlige overtagelser af japanske selskaber. Kombineret med en fornyet, øget aktivitet blandt aktionærerne samt øget global konkurrence kan den reelle trussel om selskabsovertagelser dog føre til mere indenlandsk orienteret industriel konsolidering i form af M&A, restrukturerings af drift og balanceoprørelser så vel som LBO's. De områder, der med størst sandsynlighed vil gennemgå en sådan konsolidering er byggeri, detail, føde- og drikkevarer samt elektrisk maskineri. Dette tema vil sandsynligvis også understøtte, at valueaktier på kort sigt stadig vil klare sig bedre end det generelle marked. »

GS' globale aktiestrateg anbefaler følgende sektorer og aktier som nogle af de attraktive i Europa:

Sektor	Selskab
Banker	BBVA, Credit Agricole SA
Forsikring	Azimut Holding, Munich Re (reg)
Teknologi i medicinalektoren	Nobel Biocare, Optos Pic
Olieserviceindustrien	Acergy, Prosafe ASA
Teknologisk hardware	Apcos AG
Telecom	Royal KPN NV, Telecom Austria

Investeringsbeviser:

Tyskland et af de mest interessante aktiemarkeder i Europa

» Sidste år lagde afdeling Tyskland i Danske Invest afstand til det hjemlige felt af foreninger med tyske aktier. I år er det blevet til et afkast på 17 pct., og trods en blød måned i maj er afdelingen stadig foran benchmark. Chefporteføljeforvalter Ivan Larsen fra Danske Capital, forklarer her den seneste udvikling i porteføljen.

»I forhold til vores benchmark tabte vi i maj. Det skyldes især, at to af vores selskaber i porteføljen kommer med et skuffende regnskab. Det drejer sig om Dräegerwerke, der producerer medicinskudstyr til bl.a. skadestuer og banken IKB Deutsche Industriebank.«

Med få undtagelser som kemi- og pharmavirksomheden Bayer (se s. 24) har Danske Invest Tyskland længe haft en overvægt af Small- og Midcap-aktier. Men nu er der også blevet plads til et andet af tysk industris flagskibe, Daimler, som er den største investering i afdelingen.

»Vi købte en mindre portion aktier inden nyheden om frasalget af den tabsgivende amerikanske Chrysler-division, men vi var en smule sene til at komme ud af startblokken. Det kostede noget performance, og vi har siden benyttet lejligheden til at købe yderligere op i aktien,« forklarer Ivan Larsen.

Med det seneste opkøb af aktier er mere end 8,5 pct. af den samlede formue er placeret i den snart tidligere tysk-amerikanske bilproducent.

»Daimler er en attraktiv investering. Sammenlignet med konkurrenterne drager Daimler fordel af en såkaldt højere »pricing power«, der gør at man kan tage mere for en Mercedes end f.eks. BMW kan tage for en bil i samme klasse. Kort sagt tjener Mercedes mere per enhed end flere andre producenter af biler i luksussegmentet. Ledelsen i hovedsædet i Stuttgart har været dygtig, og med frasalget af Chrysler er man samtidig sluppet af med en større økonomisk byrde i forhold til udgifter til sygesikring til de tidligere amerikanske ansatte.«

Hvilke andre temaer er der i porteføljen?

»Selv om der nu er blevet plads til Daimler i porteføljen foretrækker vi stadig mindre selskaber, hvor det er nemmere at finde lokale monopoler. Vi har i nogen tid været eksponeret mod den tyske byggesektor, hvor vi har fundet et par rigtig interessante investeringer, bl.a. Bauer, som er det selskab, der har gjort det suverænt bedst. Siden vi startede afdelingen op i sommeren 2006 er aktien er gået fra kurs

Fare for korrektion på aktiemarkedet

Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug, fastholder sin forventning om, at 2007 bliver et godt aktieår.

»Men inden nytårsaften kan vi godt opleve lidt bølgegang. Jeg tror, at vi på kort sigt kan stå over for en fase, hvor investorerne vælger at tage gevinster hjem, og det vil føre til en mindre, generel korrektionsfase,« siger Morten Kongshaug.

Han nævner følgende faktorer, som peger i retning af, at vi står over for en periode med »profit-taking«:

- Yen-carry trades er tilbage. Dvs. de forretninger, hvor spekulanter optager lån i yen til ekstremt lav rente og sætter pengene i andre aktiver, ofte med en gearing. En forretningsform, der er yderst risika-

bel og kan medvirke til at accelerere en periode med kursfald.

- Aktiebørsen i Shanghai, hvor februar- og marts-korrektionen startede, er klart overophedet, og gevinsthjemtagning kan let udløse et nyt kursskred og skræmme markedet igen.
- Det amerikanske husmarked har ikke rejst sig endnu og en opstramning af lånevilkårene i USA's realkreditmarked fastholder et »blødt« boligmarked.
- Frygten for inflation i USA har spredt sig og denne tendens vil sandsynligvis fortsætte i de kommende måneder i lyset af de høje metalpriser, en svagere USD og stigende globale arbejdsomkostninger.
- USA's privatforbrug vil sandsynligvis falde i andet kvartal som følge af stigningen

i benzinpriserne i første kvartal og det usikre husmarked.

- Regnskabsperioden for første kvartal er afsluttet og fokus på de globale aktiemarkeder vil sandsynligvis skifte til makro-økonomiske faktorer. Det vil tage 1-2 mdr. før de globale aktiemarkeder igen vil opleve, at selskabernes indtjening igen bliver en drivende faktor. Den amerikanske regnskabssæson for første kvartal var stærkere end ventet, men indtjeningsestimater for hele året har ikke været positivt påvirket, idet revisioner for de kommende kvartaler har været negative.
- Opstramningen af den globale likviditet fortsætter. Både ECB og Peoples Bank of China har renteforhøjelser i vente.



16,5 til 60 – og alene i år er aktien steget 80 pct. Vi har benyttet den seneste tid til at tage profit hjem og reduceret beholdningen en smule. Vi er dog stadig godt eksponeret mod byggeri, hvor vi senest har deltaget i børsnoteringen af Wacker Construction.«

Hvordan er udsigterne for det tyske aktiemarked?

»Den tyske erhvervstillid har længe været stærk, og tysk økonomi viser fortsat styrke – senest med et solidt tal for forbrugertilliden. Som rene »stock pickers« er vi ikke afhængige af, at det overordnet går godt for den tyske økonomi, men det er da positivt, at også forbrugerne ser lyst på udviklingen. Samtidig forsætter selskaberne med at overraske positivt med stærke regnskaber. Jeg vil nødtigt sætte procenter på, men jeg forventer, at det tyske aktiemarked vil være blandt de mest attraktive i Europa både i år og i 2008,« lyder vurderingen fra cheffortfølgeforvalter Ivan Larsen.

»En korrektionsfase vil imidlertid ikke være starten på et bearbejdet. Dertil er de makro- og mikroøkonomiske betingelser for favorable, og selskabsindtjeningen vil efter alt at dømmes stadig vokse med en årsvækst på 5-10 pct. i de kommende kvartaler,« beroliger Morten Kongshaug.

Han tilføjer, at fusioner og opkøb stadig vil støtte markederne igennem 2007, og hvis investorerne inkluderer Finans, Energi og/eller Materialer i deres porteføljer er valueringen af globale aktier stadig attraktiv. Dertil kommer, at obligationsrenterne stadig er for lave til, at udløse en hård landing i efterspørgselen fra de globale husholdninger, som p.t. understøttes af stærke arbejdsmarkedsbetingelser.

»Vi fastholder derfor vores forventninger om, at vi ved årets slutning vil se kursniveauer i Norden og Europa, som ligger 5-10 pct. over det niveau vi havde ved indgangen til maj måned,« siger aktiestrategen.

USA støtter den alternative energi

En afgørende faktor for udviklingen af alternativ energi er den »grønne bølge« i USA, som i høj grad understøtter den stærke globale trend i sektoren

På Goldman Sachs' konference om alternativ energi for nylig i New York, hvor repræsentanter fra Danske Bank også deltog, blev det tydeliggjort, at også i USA er opmærksomheden på udvikling af alternative energikilder til de fossile brændstoffer meget stor. Det gælder både fra Det Hvide Hus og det amerikanske erhvervsliv.

Bush-regeringen har kun til dels nævnt global opvarmning som en begrundelse for, at den fremtidige energiforsyning i stigende omfang bør baseres på vedvarende energikilder. Den største motivation for de Republikanske magthavere til at ændre energipolitikken i den retning bunder i et ønske om at frigøre sig fra afhængigheden af olieimport fra Rusland, Sydamerika og især Mellemøsten.

Hvad angår konkrete skridt i prioriteringen af de energipolitiske målsætninger, der blev skitseret allerede i starten af 2006, er det på kort sigt interessant at holde øje med Energy Independence Week i starten af juli, hvor der lanceres to nye politikker.

Dels Securing Americas Energy Independence Act of 2007, hvor det forventes, at tilskud/skattefradrag til solenergi forlænges til at gælde til 2016 (nu 2008) og uden loft på ordningen. Det er sådanne tiltag, der har været stærkt medvirkende til at sikre Tysklands stærke markedsposition inden for solenergi i globalt perspektiv.

Dels handler energiugen også om introduktionen af en ny RPS-politik (Renewable Portfolio Standard). I oplægget lægges der op til, at amerikanske forsyningsselskaber skal få





Der er store forventninger til solenergi de kommende år

» min. 20 pct. af deres energi i 2020 fra alternativ energi – et mål i stil med det, der for kort tid siden blev vedtaget i EU. Desuden skærpes kravene til 2010-målet – hvilket især kommer vindenergien til gode.

Planerne for USA omtaler ikke reduktion af CO₂. Det er i den forbindelse værd at bemærke, at amerikanerne anser det globale marked for handel med CO₂-kvoter for uhensigtsmæssigt i og med, at mere rige og mere forurenende lande principielt kan købe sig fra en svag fokus på alternativ energi. USA mener, at vejen frem er en stærk fokus på alternativ energi, som i sig selv vil begrænse CO₂-udledningen.

Afgørende for om USA's bestræbelser på at fremme den alternative energi bliver succesfulde, er imidlertid om der skabes et solidt fundament i form af bl.a.:

1. Fælles standarder. Fælles standarder var et afgørende fundament for Internet-revolutionen.
2. Langsigtede løsninger. Bl.a. i form af tilskud/fradrag som kan medvirke til starten på investeringer i et bedre produktionsapparat, hvilket bl.a. vil reducere flaskehalse.
3. Etablering af et fælles net på tværs af statsgrænser, således at el/energi kan transporteres og udnyttes på effektiv vis.

Erhvervslivet kæmper for skrappe CO₂-krav

En ting er Bush-regeringens fokus på alternativ energi, som endnu ikke har været særlig vidtgående. I det amerikanske erhvervsliv finder man et langt større engagement og vigtige initiativer, ikke overraskende naturligvis fra selskaber, som har særlig kommerciel interesse i en øget fokus på alternativ energi.

Således pågår der heftigt lobbyarbejde fra organisationen US Climate Action Partnership, som indeholder selskaber som BP, Caterpillar, Dupont og General Electric (GE), om at få vedtaget skrappe krav til CO₂-udledning end Kongressen foreløbig har lagt op til. Dels vil selskaberne herved score vigtig »grøn goodwill«, men mere vigtigt er det, at de alle sidder inde med vigtig viden om teknologier, som vil kunne drage fordel af en skrappe kurs over for udledning af drivhusgasser.

Sol, vind

Sol, vind og Clean Cars ventes at være blandt topscorerne de nærmeste år, når der skal skrives nye kapitler i historien om den alternative energi

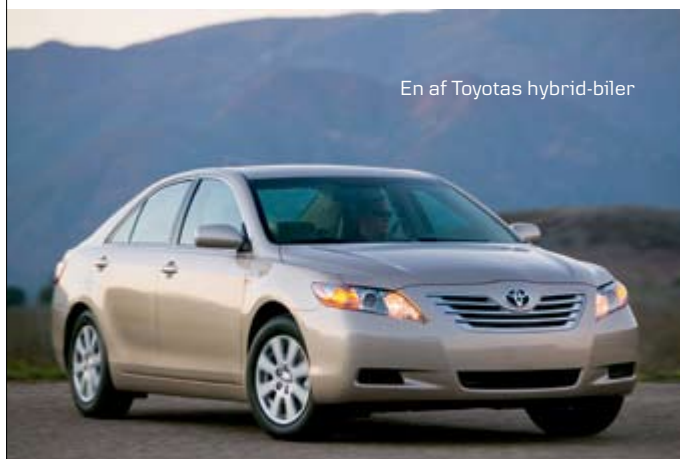


FOTO: TOYOTA

På konferencen om alternativ energi i New York for nylig var der indbudt en række selskaber og andre interessenter, som gav deres bud på alternativ energi og de respektive undersektorer.

The sunny side of Wall Street

På solsiden blev fronterne trukket op af en velkendt ventureinvestor, Vinod Khosla, der bl.a. har bragt Sun Microsystems på børsen. Nu driver han Khosla Ventures, der investerer i teknologi og alternativ energi, bl.a. inden for biomasse og solenergi.

Khoslas kæphest inden for solenergi er soltermiske anlæg – dvs. spejle, der kanalisere energien mod et solfangertårn, hvor der produceres el vha. en dampgenerator. Khosla argumenterede for, at verden vil nå den største effekt ved at bruge sådanne anlæg frem for solcelleanlæg – og han fremhævede bl.a. beregninger, der viste, at det ikke længe er rentabelt at bygge nye kulkraftværker men derimod soltermiske anlæg.

Ifølge Americas Department of Energy vil man ved at anvende 8 pct. af Nevadas ørken til opstilling af sådanne anlæg kunne dække hele USA's elektricitetsbehov. Et interessant tankeeksperiment, men det bliver næppe ved mere end tanken.

og rene biler



FOTO: TOYOTA

Skulle det føres ud i praksis, ville det kræve etablering af et omfattende el-net med opbakning fra de mange amerikanske stater, hvor holdningen til alternativ energi er vidt forskellig – og det tror selv de mest optimistiske tilhængere af alternativ energi ikke på er realistisk.

Solenergien går dog efter alt at dømme alligevel en lys fremtid i møde i USA i form af solcellebaserede anlæg, som ikke forudsætter etablering af store transportnet, men kan opsættes lokalt og uafhængigt. Der ventes en stærk vækst globalt i denne sektor, understøttet af et forventet gennembrud i USA. I Tyskland, der er blandt verdens absolut førende inden for solenergi, ventes en lavere vækst grundet udfasningen af de årelange skattebeholdninger, der har været stærkt medvirkende til Tysklands topposition i sektoren. Til gengæld ventes stor vækst i Italien, Grækenland og Spanien.

Solcellernes problem er som før nævnt i disse spalter, at det knappe og dyre materiale, polysilicium, er en afgørende bestanddel i langt de fleste solceller i dag, og omkostningen og ef-

ektiviteten af solcellerne er stadig ikke tilfredsstillende. Fremtiden forventes at ligge i de såkaldte thinfilm-solceller, der anvender under 1 pct. af det silicium, der indgår i de øvrige solceller, men her er effekten dog heller ikke god nok endnu. Thinfilm-celler har i øvrigt bedst effekt i områder tættere på ækvator, hvor solen står højere på himlen. Mens de polysilicium-baserede klarer sig bedre længere væk fra ækvator. General Electric, der er blandt de globale virksomheder, der fokuserer mest på alternativ energi, skønner, at solenergisektoren vil omsætte for 72 mia. USD i 2010.

The answer is blowing in the wind

Vindenergi er, som i den øvrige del af verden, også i USA den mest modne af de teknologier, der udnytter vedvarende energikilder. Men der er fortsat store vækstmuligheder, og fra vindmøllebranchen selv ventes næste store skridt at være off-shore mølleparker.

Forsigtige skøn på udviklingen i USA alene går på en vækst på gennemsnitligt 15 pct. årligt i de næste 25 år.

Clean Cars

Flexifuel biler – dvs. biler, der kan køre på benzin alene eller en blanding af bioethanol og benzin har længe været kendte og udbredte i Brasilien, der er verdens førende producent af bio-brændsel.

Verdens førende bilfabrikanter retter nu også blikket mod denne biltype, heriblandt Ford, som følger af den særlige fokus som mange lande har fået på biobrændsel. Generelt ventes det også at vi i de kommende år vil se en øget efterspørgsel mod og udvikling af biler med en bedre brændstoføkonomi som følge af de høje olie- og benzinpriser.

Hybridbiler er også i stigende fokus. Hybridbiler kører dels på benzin (evt. også iblandet ethanol), dels el fremstillet af den kinetiske energi ved bilens opbremsning og deceleration. Blandt de selskaber, som hævder at have udviklet batterier med en blanding af effekt og vægt er Energy Conversion og Maxwell Tech.

Både hybrid- og rene el-biler ventes at se dagens lys i stigende omfang de kommende år – og der er allerede 70 modeller på tegnebrættet, rettet mod lancering i 2010. I 2016 ventes det, at der vil være to mio. enheder på vejene i USA og 4,5 mio. i resten af verden.

Hvad skal man investere i?

Når en teknologi er udviklet, er det typisk de store selskaber, der tager over og står for den fremtidige innovation og udvikling – som det er tilfældet inden for vindenergi, der er den mest modne branche inden for vedvarende energi.

Men de øvrige branchers teknologier er stadig i en ret tidlig fase, og her er det de små selskaber, der er de »alkymister« man som investor skal holde øje med.

Blandt de aktier, som Goldman Sachs og Danske Equities anbefaler er følgende:

Selskab	Sektor
Roth & Rau	Solenergi
Phoenix Sonnenstrom	Solenergi
Sunways	Solenergi
Vestas	Vindenergi
Orkla	Solenergi, siliciumproduktion
REC	Solenergi
Neste Oil	Biobrændsel
Novozymes	Bioethanol
Alfra Laval	Biobrændsel
Rockwool	Isolering (energibesparelse)
Saintgobain	Isolering (energibesparelse)
General Electric	Mange områder inden for alternativ energi
Thielert	Energibesparelse

Mobiltelefonen holdt sit indtog i folks lommer og dagligdagen i starten af 90'erne.

Det var ikke ligefrem fikse apparater, men denne mulighed for trådløs kommunikation slog hurtigt an i den brede befolkning i de udviklede lande, og udviklingen har de seneste mange år været eksplosiv. I dag er 2,8 mia. mobiltelefoner i brug rundt om på kloden, og tallet vokser med 1,6 millioner om dagen

Fremtiden er trådløs

Men mobiltelefonen var kun det første store skridt ind i teknologiens trådløse æra. De nye anvendelsesmuligheder handler ikke kun om at forbinde mennesker, men også masser af ting. Det blev for nylig påpeget af det ansete økonomiske tidsskrift, *The Economist*, i en

stor undersøgelse af fremtiden for den trådløse kommunikation.

På de følgende sider kan du se eksempler på de områder, hvor vi vil opleve den trådløse teknologi blive anvendt.



Landbrug – Trådløse systemer på landbrugsjorden vil måle temperatur, fugtighed m.m. og styre vandingsystemer.



Skovbrug – Trådløse sensorer smides fra fly ud over et skovområde for præcist at identificere områder i brand samt hvor branden bevæger sig hen.



Olieproduktion – På et olieraffinaderi er der mange forhold, der skal overvåges og det er en bekostelig affære. Med trådløs kommunikation, som BP er begyndt at anvende på Cherry Point Refinery i Blaine, Washington, er der mange penge at spare. Tim Shooter, som arbejder med fremtidig teknologi hos BP estimerer, at ved at opgradere visse overvågningsprocesser til trådløse systemer vil hvert raffinaderi kunne spare mindst en mia. dollars om året.



Hoteller – Flere hoteller i USA og Canada har installeret digitale termostater, som kan styres trådløst fra receptionen. Dermed spares mange penge på unødigt opvarmning og brug af aircondition, når gæsten ikke er på værelset.



Militær – Trådløse sensorer smides ud over en krigszone og sensorerne opfanger vibrationer og lyd, så man kan identificere fjendens fremmarch og positionering – og naturligvis også enhver form for anvendelse af nukleare, biologiske eller kemiske våben.

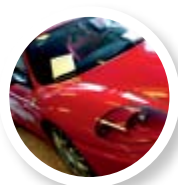
Biler – Trådløse sensorer på bilens vitale dele vil kunne rapportere om defekte dele – før de er helt kaput. *General Motors* har allerede i dag en service kaldet OnStar, som over 4 mio. kunder abonnerer på. Systemet diagnosticerer motorproblemer – også før bilen er brændt sammen – via et trådløst system og tilkalder assistance – også efter en ulykke – via et tryk på en knap. I Japan er der forsøg i gang, som skal forhindre kollisioner mellem biler vha. trådløse systemer, som advarer bilisterne i faretruende situationer. Både i USA og Europa overvejes på politisk plan forslag om, at udstyre alle biler med udstyr, der automatisk vil tilkalde udrykningstjenester i tilfælde af ulykker.

Mobilefoner – I Sydkorea har landets største mobiloperatør, *SK Telecom*, planer om i år at introducere en abonnementservice til kunderne. For fem dollars om måneden får 120.000 husholdninger mulighed for via mobiltelefonen at checke termostaten, tyveri-alarmen, brandalarmen samt lyset. Teknologichefen, Barry West, hos den amerikanske mobiloperatør, Sprint Nextel, har visioner om en verden, hvor en kunde, der køber en vaskemaskine eller et TV i en hvilken som helst forretning, kan forbinde apparaterne til Sprints netværk og styre dem via mobiltelefonen (dog ikke putte tøj i vaskemaskinen).

Bygninger – Ikke alene kan man via trådløse systemer også kontrollere lyset i bygninger, de kan også udbygges til at være røgalarmer og udpege lokationen, hvor en brand er i gang. *Philips* planlægger at introducere trådløse lyskontrollsystemer i kommercielle bygningen inden for fem år.

Forskerne arbejder samtidig på at lave systemer, der giver et overblik over hvor bestemte apparater og genstande befinder sig i bygningen til brug på fx hospitaler eller til forebyggelse af tyverier.

Vejafgifter – På betalingsveje slipper man for bøvlet med køer ved betalingsboerne med brug af sensorer, der registrerer bilens nummer. Regningen slipper man ikke for. I Tyskland har lastbilerne allerede siden 2005 anvendt et lignende system.



RFID – De bittesmå *Radio Frequency Identity Tags* har mange anvendelsesmuligheder. En privatskole i Tokyo udstyrer børnenes skoletasker med en sådan, så man altid ved, hvor de er (i hvert fald tasken). Og to natklubber, Baja Beach Club i Barcelona og Rotterdam har hver hhv. 94 og 70 medlemmer, som har fået implanteret en RFID under huden, så de bliver identificeret ved indgangen og ved baren, hvor de får deres drinks uden at skulle have pungen op af lommen. Det kræver ikke megen fantasi at forestille sig RFID som afløser for kreditkort, pas, billetter til offentlige transportmidler osv. Allerede nu kan *Apples* iPod og *Nikes* løbesko kommunikere, så musikafspilleren vælger musik, der passer til løbetempoet. Store organisationer som hospitaler, detailhandler og militæret anvender i stigende omfang RFID til at styre lagerbeholdningerne.

Bilforsikring – »Pay-per-view« kender vi fra TV. Sidste år introducerede to britiske forsikringsselskaber *Norwich Union* og *Royal & Sun Alliance* »Pay-as-you-drive«-konceptet på bilforsikringer. Bilen udstyres med GPS og en mobilforbindelse. I fx *Norwich Unions* ordning koster det en penny pr. mile at køre nedad motorvejen en søndag eftermiddag – en strækning og et tidspunkt, hvor ulykker er sjældne. Derimod koster det 1 GBP pr. mile at køre rundt i byen en lørdag aften, hvor risikoen er langt større.

»

» Svært for investor

De viste anvendelsesmuligheder er kun en flig af dem, vi kan ane i dag, og en endnu mindre del af de muligheder, der vil opstå med tiden. Den trådløse kommunikation vil ramme et væld af brancher, og det gør det umuligt at sige på forhånd, hvilke virksomheder, der vil finde de største guldårer.

Det er ikke blot de teknologiske virksomheder, der har muligheden. Det er i høj grad også de selskaber, der forstår at anvende de teknologiske muligheder til produkter og serviceydelser, som slår an blandt forbrugerne. Kreativiten og innovationen vil blomstre, virksomhederne vil være hurtige til at kopiere andres succeser, og som investor gælder det om at finde de bedste koncepter før alle andre og score gevinsten, når vækst- og indtjeningspotentialet i den pågældende virksomhed har topet.

Men for at kunne blive blandt vinderne på investorsiden må man følge udviklingen meget tæt. Så der er kun en ting at sige: *Stay connected*.

»Det bliver svært at være utro i det trådløse samfund. Pas på at konen (eller manden) ikke smækker en RFID på din jakke.«



Sundhed – Et meget stort potentiale spås inden for sundhed, når teknologien gør det muligt at implantere små trådløse sensorer, der måler bestemte forhold hos folk med kritiske sygdomme. PillCam, opfundet af *Given Imaging* i Israel, er et lille kamera på størrelse med en meget stor pille, som patienten skal sluge. Kameraet (der kommer ud ad naturligvej vej igen) tager en masse billeder af mave-/tarmsystemet, der sendes trådløst til en modtager, som patienten bærer på brystet.

Medtronic udvikler mange trådløse produkter til brug i sundhedsbranchen. Sidste år fik selskabet godkendt en implanterbar defibrillator (til at genoprette normal hjerterytme), som trådløst linker op med hospitalsudstyr eller et overvågningsapparat i hjemmet.

Medtronic konkurrerer med *CardioMEMS*, *St. Jude Medical* og *Rezon Medical Technologies* om at komme først på markedet med et apparat, rettet mod de mange millioner mennesker, som lider af kongestiv hjerteinsufficiens. Når appa-

ratet er implanteret, vil det måle tryk og væske inde i patientens hjerte og trådløst sende disse data videre til en ekstern enhed. Med et sådant apparat vil patienterne blive tidligt advaret om begyndende abnormalitet.

For folk med sukkersyge er der også godt nyt. *Sensors for Medicine and Science (SMSI)* udvikler pt. en glukose sensor, som skal placeres under huden på armen og som har forbindelse til en ur-lignende måler.

Det amerikanske forsvars forskningsenhed, DARPA, har udviklet en lille chip, som sættes ind i øret og måler vitale forhold såsom kropstemperatur, puls og blodtryk.

Længere ude i fremtiden ventes implantering af chips efter operationer, som giver vigtige informationer om patientens tilstand efter operationen. Og der ventes også små implanterbare apparater, som kan give løbende behandling og fx via trådløs kommunikation kan brænde nye kræftceller af i et område, som tidligere har været behandlet.



Musefælder – Fælder til mus, rotter o.lign. kræver naturligvis jævnligt tilsyn. *Rentokil* har allerede opfundet musefælden, der automatisk giver besked om, når der er gevinst.



Trådløs kommunikation vil forandre alt

Kenneth Guckler er manden bag The Economist's særtillæg om fremtiden for den trådløse kommunikation. I et interview med tidsskriftet fortæller han, hvor vi står i dag i forhold til de mange visioner om det trådløse samfund. »Mange af teknologierne er her allerede, men de er kun implementeret i meget begrænset omfang, og det har mange årsager. Der er ingen eksisterende industri bagved, ingen teknologiske »økosystemer«, og priserne er stadig for høje. Ønsker man fx et trådløst styringssystem til lys m.v. i en stor kom-

merciel bygning, findes der ikke noget enkelt selskab, der kan levere varen. Men det er på vej, for vækstfundamentet er ikke til at komme udenom. Fordi idéen om trådløs kommunikation er baseret på mikroprocessoren, så ser vi den samme omkostningsreduktion, størrelsesreduktion og innovationsspring, som eksisterer i computerindustrien. Dét er det nye, og det forandrer alt,« siger Kenneth Guckler, der mener at den trådløse kommunikation vil eksplodere inden for de næste 5-10 år.

»Big Brother is watching you«

GEORGE ORWELL KUNNE I SIN ROMAN 1984 (FRA 1949)

UMULIGT FORUDSE DET TRÅDLØSE SAMFUND, MEN ESSENSEN I ROMANEN VAR EN ADVARSEL MOD FARETRUENDE TENDENSER I DET MODERNE SAMFUND, SOM ORWELL ANSÅ FOR TRUSLER MOD DEN FRIE TANKE. BLANDT DET TRÅDLØSE SAMFUNDS STORE UDFORDRINGER BLIVER NETOP AT UNDGÅ EN TRANSFORMERING TIL OVERVÅGNINGSSAMFUNDET.



Energi – Trådløse apparater kræver strøm, uanset hvor små de er. Derfor forskes der på livet løs for at finde måder, hvorpå man skaber trådløs energi, så man slipper for kabler og batterier. Der er forskellige komplicerede metoder, som det ligger uden for dette magasins rammer at beskrive, men her skal nævnes to af dem, der er længst fremme.

Powercast er et relativt nyt selskab, som i år har præsenteret en metode, der gav selskabet prisen for *Best Emerging Technology*. Kort fortalt går metoden ud på, at man har en sender på væggen, som sen-

der radiobølger med lav styrke. Radiobølgerne ændrer frekvens, når de rammer vægge og andre objekter. En lille modtager i det apparat, der skal bruge strømmen, opfanger frekvenserne omkring det oprindelige udgangsniveau. Op til 70 pct. af radiosignalets energi opfanges på denne måde, og konverteres til strøm. Denne form for energitransport virker dog kun inden for få meter. Senere på året vil *Philips* sende lysapparater på markedet, som udnytter metoden – bl.a. lys på juletræet, så det er slut med at falde i ledningen, når man trasker rundt om træet.

En anden metode, præsenteret af *Marin Soljacic* fra *Massachusetts Institute of Technology*, handler om magnetiske felter. Når to objekter resonerer på samme frekvens, transporterer de også energi. Brug af magnetisk resonans tillader transport af energi i brugbare mængder og næsten udelukkende til apparatet, der skal bruge strømmen. Også denne metode kan kun bruges til energitransport inden for få meter, men ikke desto mindre har *Marin Soljacic* siden præsentationen i efteråret været ombejlet af ventureinvestorer, der lugter guld.

En veludviklet infrastruktur under stadig udvikling er meget afgørende for et lands økonomiske vækstmuligheder. Goldman Sachs peger på, at massive investeringer i infrastrukturen over de kommende år er afgørende for, at BRIK-landene kan fortsætte deres hastige catch-up proces mod vestlig økonomisk standard.

Stærk trend i infrastrukturen

Infrastrukturen i et land er afgørende for den økonomiske vækst. Veje, jernbaner og havne er nødvendige til vare- og persontransport, telefonlinjer er essentielle for markederne og elektricitet er livsnerven for de fleste funktioner i et moderne samfund – og det samme gælder naturligvis vand.

Ikke noget overraskende nyt i disse udsagn, som jo lyder meget logiske og intuitive, men betydningen af infrastrukturen vil alligevel kunne overraske de fleste. Beregninger fra Verdensbanken viser således, at en forøgelse af infrastrukturen på 1 pct. er tæt forbundet med en forøgelse af BNP på 1 pct. Andre studier viser, at forskelle i brugen af infrastrukturen – hvilket relaterer sig både til kvaliteten såvel som kvantiteten – tegner sig for 25 pct. af væksthforskellen med Øst-Asien og Afrika i perioden 1970-1990 – og for mere end 40 pct. af væksthforskellen mellem højindkomst- og lavindkomstlande i samme periode. Lignende undersøgelser viser også, at den forskel i BNP pr. indbygger som udviklede sig mellem Latinamerika og Øst-Asien i 80'erne og 90'erne for en stor dels vedkommende skyldtes utilstrækkelige investeringer i infrastrukturen i Latinamerika.

Globalisering øger krav til infrastrukturen

Investeringer i infrastrukturen vil også blive stadig vigtigere i takt med, at globaliseringen bliver dybere, påpeges det af investeringsbanken Goldman Sachs.

»Serviceydelser kræver omfattende og pålidelige infrastrukturnetværk, især i telebranchen, hvor deltagelse i global varehandel i en »just-in-time«-økonomi be-

tyder, at leverandørerne må være i stand til at klare stramme deadlines på pålidelig vis. Infrastruktur kan også forbedre den menneskelige kapital, hvilket er en nøgelfaktor i vores langsigtede vækstmodeller,« lyder det fra Sandra Lawson, analytiker hos Goldman Sachs, og henviser til, at asfalterede veje giver mulighed for at flere børn kan komme i skole, mens elektricitet giver både børn og voksne mulighed for at læse og studere i de mørke timer.

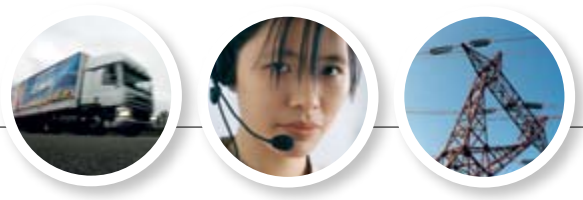
Tilsvarende giver bedre adgang til rent vand færre sygdomme, og folk får bedre mulighed for at deltage i mere økonomisk produktive aktiviteter frem for at spille tiden med at bære vand over lange strækninger eller stå i kø. En udbygning af infrastrukturen er med andre ord afgørende for et lands økonomiske udvikling, og det samme gælder naturligvis vedligeholdelsen af det eksisterende.

»Forbedringer i infrastrukturens kvalitet og kvantitet spiller også en vital rolle i reduktionen af den økonomiske ulighed i globalt perspektiv – hvilket indikerer, at infrastruktur er et vigtigt mål for programmer, der har til hensigt at reducere fattigdommen. Infrastruktur har tilsyneladende en uforholdsmæssig positiv effekt på de fattige i form af at reducere produktions- og transportomkostninger og ved at udvide fattige menneskers adgang til markederne,« siger Sandra Lawson.

Status på verdens infrastruktur

Elektricitetsfremstilling er et nøgleområde for investering i BRIK-landene (**B**rasilien, **R**usland, **I**ndien,





Kina), hvor BNP pr. indbygger er gennemsnitligt tre gange lavere end i G6-landene. Forskellen mellem de fire BRIK-lande er bemærkelsesværdig: Rusland producerer næsten lige så meget **elektricitet** pr. indbygger som Storbritannien og 75 pct. af G6-niveauet – hvorimod Indien kun kan svinge sig op på 9 pct. af Ruslands niveau. I N-11 gruppen – dvs. de øvrige udviklingslande, der på basis af befolkning og potentiale spås at blive store økonomiske aktører med tiden – er Korea allerede på G6-niveau, mens Iran og Mexico ligger tæt på BRIK-gennemsnittet og Egypten og Tyrkiet laver allerede i dag lige så meget strøm pr. hovede som Kina og Brasilien.

Den mest bemærkelsesværdige og konsistente historie om infrastruktur i det seneste årti er udbredelsen af **mobiletelefoner**, som har overgået fastnettelefoner rundt om på kloden. Der er nu flere mobiletelefoner end fastnettelefoner i G6 og BRIK-landene som helhed samt i N11-gruppen undtagen tre lande – og der er flere mobiletelefoner end mennesker i fx Italien og Storbritannien. Også her er der store forskelle på BRIK-landene. Ruslands penetrationsrate på mobiletelefoni er 10 gange større end Indiens, mens Brasiliens er næsten 40 pct. højere end Kinas. Korea har en af de højeste penetrationsrater i verden, men i syv af de øvrige N11-lande er penetrationsraten omkring 10 pct., hvilket indikerer et betydeligt vækstpotentiale, hvis indkomstniveauet stiger.

Dækningen af **vej- og jernbanenet** er meget forskellig, også blandt de udviklede lande, og man kan ikke sige noget generelt om, hvad der er et »passende« niveau. Japan er det land i verden med den tætteste dækning af asfalterede veje, mens USA har en dækning på niveau med Vietnam eller Philippinerne. Som en kontrast hertil kan nævnes, at Bangladesh har en dækning som G6-gennemsnittet. Et tilsvarende diversificeret billede tegner sig inden for jernbanenet.

Noget tyder på, at kvaliteten af netværk i nøgleområder er af større betydning end den overordnede trans-

portstatistik. I de senere år har fokus på transportinvesteringer været rettet mod projekter som betalingsveje mellem større byer, tunneller, broer og lufthavne, men internationalt sammenlignelige data på disse projekter er ikke tilgængelige.

Adgang til **vand og sanitet** er vanskeligt at måle. Officielle data viser markante forbedringer siden 1990, så der er opnået rimelige niveauer i både BRIK-lande og N11. Kvalitet og pålidelighed er imidlertid vanskeligt at måle, og de officielle data overvurderer formentlig fremgangen, mener GS-analytikeren.

»Selv om adgang til vand og sanitet ikke er et tema i G6, vil industrialisering, klimaforandringer og urbanisering i stigende grad belaste vandforsyningen i de kommende år,« siger Sandra Lawson.

Store investeringer i vente

I lyset af de nævnte data er det nærliggende at spørge, hvor store investeringer i infrastrukturen verden har brug for.

»Det korte svar er: Meget store. Vores estimater viser, at økonomisk vækst i G6, BRIK og N11 samlet vil kræve investeringer i infrastrukturen på 770 mia. dollars årligt frem til 2010,« påpeger Lawson.

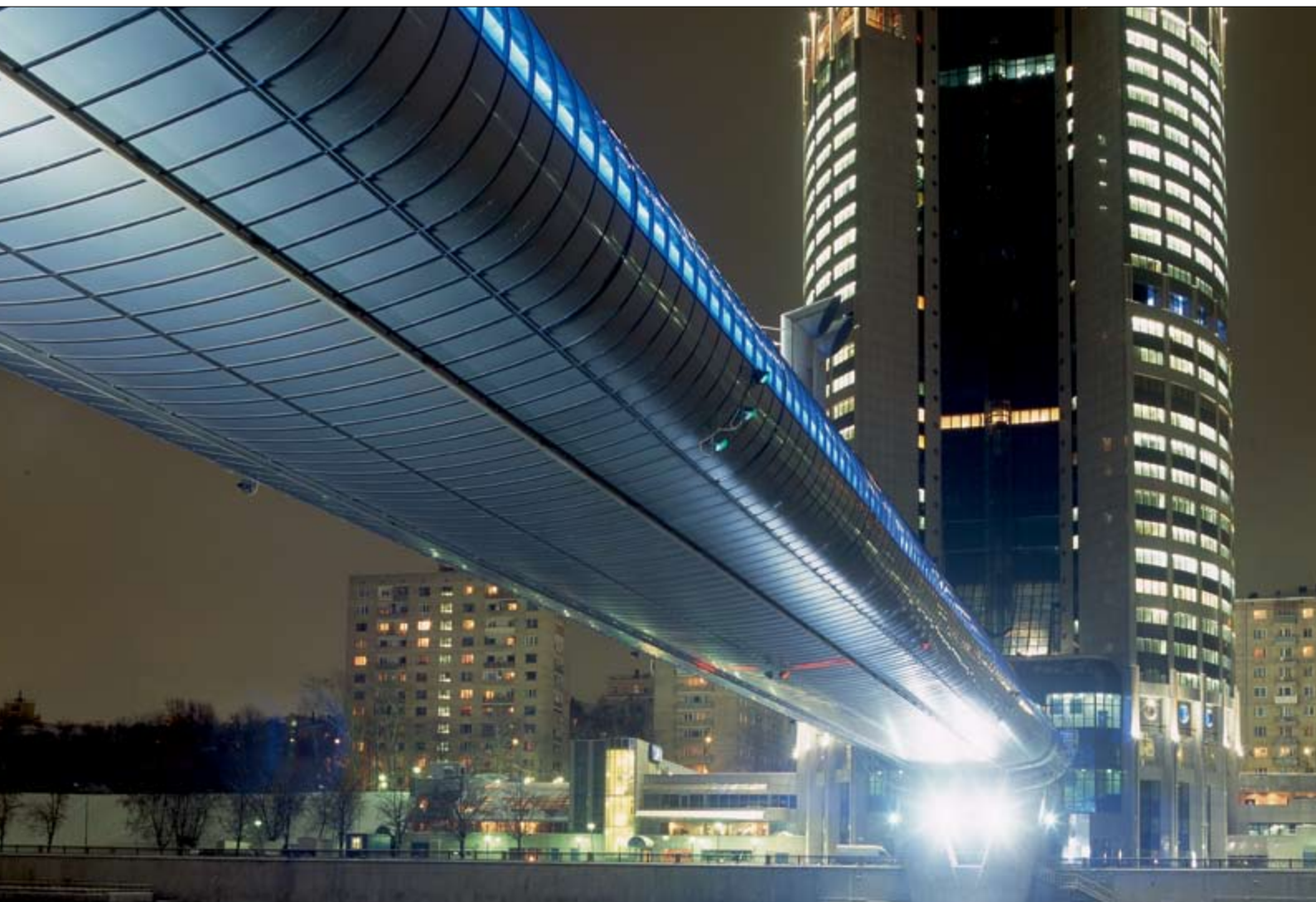
På regionsbasis er behovet størst i BRIK-landene, hvor kravet er investeringer på næsten 400 mia. dollars årligt. I G6 er det vedligeholdelse frem for nyinvesteringer, der er i fokus, og her er kravet 260 mia. dollars årligt. Og i N11-gruppen lyder GS' estimater på 120 mia. dollars årligt.

GS' estimater forudsætter naturligvis en betydelig politisk opbakning i de respektive lande, og denne vil utvivlsomt være meget forskellig. Men uanset hvordan det spænder af, er der lagt op til store investeringer i verdens infrastruktur i de kommende år, og det er ensbetydende med store vækst- og indtjeningsmuligheder for en lang række virksomheder.

I boksen herunder kan du se nogle af de attraktive selskaber, der beskæftiger sig med infrastruktur i en eller anden form.

Goldman Sachs etablerede allerede sidste år en portefølje inden for infrastruktur, der består af disse aktier

Selskab	Fokusområder
Abertis Infraestructuras SA	Transport
Brisa Autestradas Priv Shr	Transport
Energias de Portugal SA	Elektricitet, Gas, Tele, Affald
Gas Natural STG SA	Gas, Tele
Dominion Resources Inc/Va	Elektricitet, Gas
Southern CO	Elektricitet, Gas, Tele
Enel Spa	Elektricitet, Tele
Snam Rete	Gas
Terna Spa	Elektricitet
Kelda Group Plc	Affald, Vand
National Grid PLC	Elektricitet, Gas
Scottish Power PLC	Elektricitet
United Utilities PLC	Elektricitet, Tele, Affald, Vand
AWG PLC	Gas, Tele, Vand
Hong Kong & China Gas	Gas
Hong Kong Electric Holdings	Elektricitet
Tokyo Electric Power Co Inc	Elektricitet
RWE AG	Gas, Affald, Vand
Suez SA	Elektricitet, Gas, Affald, Vand
Veolia Environnement	Transport, Affald, Vand



Rusland har for mange stadig en klang af høj risiko, KGB, katastrofeøkonomi og et demokrati, der til tider minder om et diktatur. Ikke ligefrem et sted man sender sparepengene hen. Men faktum er, at Rusland i dag har en bomstærk økonomi og en markant undervurderet valuta – det skorter faktisk ikke på gode argumenter for at investere i den russiske rubelobligation, som Danske Bank for nylig har udstedt

Gode argumenter for russiske rubelobligationer

Det kan ikke nægtes, at de seneste 100 år for Rusland har været ret dramatiske. Revolution i 1905. 1. verdenskrig. Revolutionen i 1917. Zarens abdikation. Russisk borgerkrig. Lenins bolsjevisme. Stalins diktatur. 2. verdenskrig med op mod 50 mio. døde. Jerntæppets oprettelse. Cubakrisen. Den kolde krig. Våbenkapløbet mod USA. Gorbachov og Perestrojka. Jerntæppets fald.

Sovjetunionens opløsning. Jeltsins lemfældige privatisering. Devaluering i 1998. Putins trang til at puste sig op over Vesten.

Rusland i udviklingsøkonomiernes superliga

Den turbulente fortid og de stadig aktuelle politiske spændinger bør imidlertid ikke afholde investorerne

fra det store land. Ganske vist har de mange års plan-økonomi under Sovjet-styret og dermed udelukkelse fra markedsøkonomiens effektiviserende, motiverende og udviklende kræfter bevirket, at Rusland i dag må regnes til de såkaldte Emerging Markets. Men ingen med indsigt i landets økonomiske forhold er i tvivl om, at her er tale om en udviklingsøkonomi i den absolutte superliga. Som det er tilfældet med Brasilien, Indien og Kina regnes der også med, at Rusland i løbet af de kommende år bliver en af verdensøkonomiens helt store spillere.

Rusland er nemlig godt på vej. Siden 2000 er økonomien i gennemsnit vokset med 6 pct. årligt, og de seneste data viser vækstrater, der nærmer sig 8 pct.

Der er ingen tvivl om, at det økonomiske opsving for alvor blev startet af de stigende energipriser, som startede opturen i 2002 efter krisen i 1998. De højere priser for olie og gas har sendt indtjeningen markant i vejret i eksportsektoren, som er vokset dramatisk de seneste 5–6 år. Dette har sendt det russiske handelsoverskud i vejret og haft en positiv effekt på både de offentlige og private finanser.

Det offentlige budget har nydt godt af stigende energipriser, primært gennem direkte eksport via statsejede energiselskaber og indirekte gennem højere skattebetalinger, der stammer fra eksporttold på energiprodukter.

Den private sektor har tydeligvis også nydt godt af stigende energipriser i takt med, at indtjeningen er steget, og arbejdsløsheden er faldet betydeligt. Den private sektor er i øjeblikket den stærkeste drivkraft bag den økonomiske vækst i Rusland.

Tredjestørste valutareserver i verden

Det store overskud på handelsbalancen betyder, at de eksterne balancer i Rusland er meget stærke. Dette har bl.a. medført, at valutareserverne er bygget op i et sådant omfang, så de nu er de tredjestørste i verden – et forhold, som i høj grad medvirker til at understøtte troen på den russiske rubel.

Den russiske rubel (RUB) er bundet op på en valutakurv bestående af euro (EUR) og dollar (USD). Den russiske centralbank styrer RUB med hård hånd, og de daglige udsving mod valutakurven er meget beskedne.

Der er imidlertid et stærkt revalueringspres mod RUB som følge af de stærke eksterne balancer, og det faktum, at RUB faktisk må betegnes som en undervurderet valuta på det nuværende kursniveau.

Centralbanken bruger valutakursen som et værktøj til at styre inflationen, idet det russiske pengemarked

endnu er ret umodent, hvilket begrænser de pengepolitiske styringsmuligheder. De senere år har centralbanken således tilladt en vis styrkelse af RUB over for valutakurven for at lægge en dæmper på et stigende inflationært pres i økonomien. Alene sidste år steg RUB med 4 pct. mod valutakurven.

Rubelen vil stige 2 pct. årligt over de næste to år

»Vi forventer, at denne trend vil fortsætte i 2007/08 da de inflationære tendenser stadig er der. Men den tilfaldte stigning i valutakursen bliver dog nok noget lavere – formentlig omkring 2 pct. årligt,« siger Lars Rasmussen, analytiker med speciale i udviklingsøkonomierne.

Han anser valutarisikoen for ret begrænset, idet den russiske centralbank kun tillader meget beskedne udsving i RUB.

»Det bør dog nævnes, at udviklingen i EUR/USD er en risikofaktor for en position i rublen. En svagere dollar betyder - alt andet lige - at rublen vil stige mest mod dollaren og klare sig dårligere mod euro – og omvendt, hvis dollaren stiger mod euro,« påpeger Lars Rasmussen.

Attraktiv obligation i en verden med få alternativer

Danske Banks nyligt udstedte obligation har en løbetid på 18 måneder, og en kuponrente på 5,5 pct.

Ikke en overvældende høj kuponrente, men Lars Rasmussen mener, at det især i dette tilfælde vil være misvisende at bruge kuponrenten som pejlemærke for om obligationen er værd at sætte penge i.

»En kuponrente på 5,5 pct. lyder måske isoleret set ikke af så meget, når der er tale om en udviklingsøkonomi. Men denne obligation er speciel, idet den russiske økonomi må betegnes som meget solid med stærke balancer og en valuta, der er undervurderet med 10–15 pct. Oveni kuponrenten venter derfor med stor sandsynlighed en valutagevinst på et par procentpoint årligt over de kommende par år,« siger Lars Rasmussen og tilføjer, at obligationen også skal sammenlignes med alternative investeringsmuligheder i den mere risikable ende af investeringsuniverset.

Således er prisniveauet på aktier i Emerging Markets efterhånden ved at nærme sig vestlig standard, og kun dele af de asiatiske aktiemarkeder ser ud til at kunne belønne investorerne med afkast, der står mål med den underliggende risiko. Og på obligationsmarkedet tyder alt på, at kreditobligationer i bedste fald holder niveauet – i værste fald står over for en periode med kursfald.

Udnyt gode og dårlige tider for virksomhedsobligationer med unikt obligationsprodukt

I samarbejde med en af verdens absolut førende kapitalforvaltere inden for virksomhedsobligationer lancerer Danske Bank nu som den første udsteder i Danmark et unikt obligationsprodukt. I forhold til eksisterende produkter på det danske marked er *Danske Credit-linked Note* med fokus på virksomhedsobligationer unikt pga. en høj grad af fleksibilitet i investeringsrammerne, der giver mulighed for gode afkast i både gode og dårlige tider

Renteforskellen mellem virksomhedsobligationer og statsobligationer – også kaldet kreditspændet – er de seneste år indsnævret væsentligt.

Rationaliseringer og konsolideringer af virksomhederne samt gunstige konjunkturer har drevet kreditspændene ind til historisk lave niveauer. Spørgsmålet er nu, hvorvidt markedet forbliver på dette lave niveau – eller om kreditspændene skal udvides. Begge situationer kan udnyttes investeringsmæssigt, men kræver dog bredere investeringsrammer end normalt.

Derfor lancerer Danske Bank nu *Danske Credit-linked Note*, hvor der både vil være mulighed for at udnytte en yderligere indsnævring af kreditspændet (kurserne stiger på virksomhedsobligationerne) og at positionere sig til stigende kreditspænd (kurserne falder på virksomhedsobligationerne).

Det vil bl.a. også være muligt at indgå relative forretninger mellem to specifikke selskaber. En relativ forretning kan beskrives ved »spekulation« i, at et selskab udvikler sig bedre end et andet. Dette er en afvigelse i forhold til almindelig investering i virksomhedsobligationer.

Hvad er en Credit-linked Note?

En Credit-linked Note er en obligation, hvor afkastet er relateret til afkastet af

en kreditportefølje. Du vil løbende modtage 0,25% i årlig rentebetaling, og kursen på udløbstidspunktet vil være afhængig af, hvordan den underliggende kreditportefølje har udviklet sig.

Der er tilknyttet en kapitalgaranti til Credit-linked Noten, hvilket betyder, at du ved notens udløb altid som minimum vil modtage 85% af de 100%, som du investerede. Da kapitalgarantien kun gælder på udløbstidspunktet, anbefaler vi, at produktet holdes til udløb.

Hvordan er kreditporteføljen sammensat?

Kreditporteføljen styres af kreditforvalteren AIG, som afgør investeringsforholdene. Porteføljen kan investeres både i virksomhedsobligationer og kreditderivater udstedt i ratingkategorien Investment Grade.

I denne ratingkategori finder vi blandt andet selskaber som Danske Bank A/S, VW AG og L M Ericsson AB. Derudover har kapitalforvalteren mandat til maksimalt at investere 15% i obligationer, der er rated High Yield, dvs. obligationer, hvor der er større risiko for, at den udstedende virksomhed ikke kan leve op til sine betalingsforpligtelser.

Dette er et vigtigt mandat, da inve-

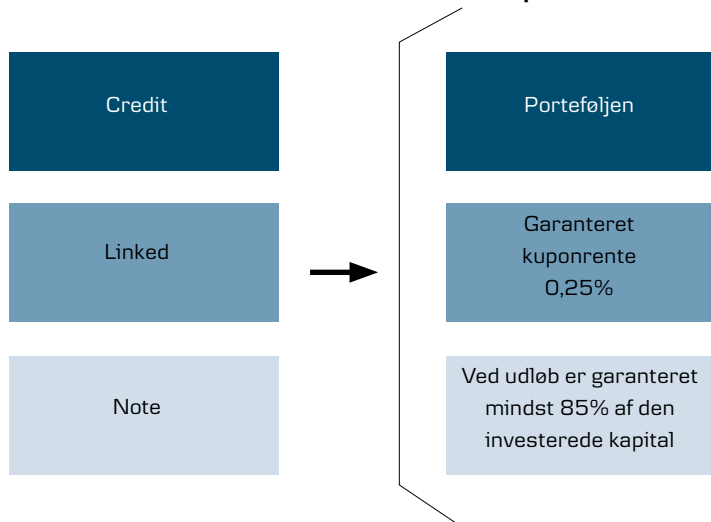
steringsafdelinger med fokus på Investment Grade virksomhedsobligationer normalt tvinges til at sælge obligationer, der downgrades til High Yield, på det dårligste tidspunkt – nemlig lige efter downgradingen er blevet en realitet. AIG har mulighed for at afvente et mere gunstigt tidspunkt, og har desuden muligheden for aktivt at vælge High Yield-obligationer, som er særligt attraktive og måske oven i købet har gode chancer for en snarlig opgradering til Investment Grade.

Det særlige ved kreditporteføljen er også, at porteføljemanageren har mulighed for at skabe et afkast ved hjælp af gearing samt at tjene penge på et papir, som lånes og straks videresælges (med det formål at tjene på kursfald).

De frie rammer giver kapitalforvalteren mulighed for at skabe et afkast ved at udnytte sin ekspertviden om markederne og den bagvedliggende organisations investeringsmæssige kompetencer.

Derudover kan kapitalforvalteren anvende relative strategier/forretninger. Et eksempel på en sådan strategi kunne være, at kapitalforvalteren forventer, at Fiat S.p.a. klarer sig bedre end markedet for virksomhedsobligationer udstedt af bilfabrikanter. For at skabe denne strategi køber porteføljemanageren eksempelvis Fiat-obliga-

Danske Credit-linked Note – tre komponenter



Hvem er AIG Global Investment Corp.?

AIG Global Investment Corporation er en del af AIG – American International Group. Selskabet blev grundlagt tilbage i 1919 af Cornelius Vander. Moderselskabet AIG ejer 100% AIG Global Investment Corp. som er en af verdens største kapitalforvaltere med USD 638 milliarder under forvaltning. AIG Global Investment har 1.800 medarbejdere, og alene analyseteamet, som er dedikeret til virksomhedsobligationer, tæller ikke mindre end 167 personer.

tioner og sælger en »kurv« bestående af obligationer udstedt af forskellige bilfabrikanter. Dette kan i aktiemarkedet sammenlignes med, at kapitalforvalteren tror, at Novo Nordisk A/S vil klare sig bedre end OMX C20-indekset. Denne forventning kan udnyttes ved at købe Novo Nordisk A/S, og sælge OMX C20 via en future eller option.

Hvorfor investere i Danske Credit-linked?

Som før nævnt befinder renteforskellen mellem virksomhedsobligationer

og statsobligationer sig på et historisk lavt niveau. Danske Bank forventer, at dette såkaldte kreditspænd vil handle på niveauet til højere. Det betyder, at der er større risiko end tidligere for, at det absolutte afkast på enten selektiv placering i virksomhedsobligationer eller investering i fonde, hvor det underliggende er virksomhedsobligationer, bliver negativt.

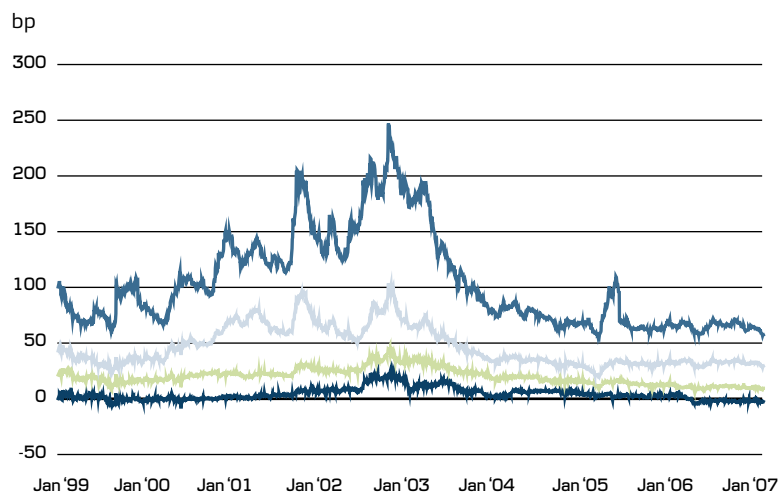
Vi mener derfor, at investering i virksomhedsobligationsmarkedet kræver andre investeringsrammer end tidligere, men med de investeringsram-

mer, som ligger til grund for Danske Credit-linked Note, er muligheden for en særdeles attraktiv investering fortsat til stede. Vi anbefaler, at Danske Credit-Link Note indgår i porteføljen med en vægt på indtil 5%.

For yderligere oplysning – samt tegning i Danske Credit-linked Note – beder vi dig rette henvendelse til din lokale investeringsrådgiver, som kan rådgive yderligere om produktet.

Tegningsperioden er fra 31. maj 2007 til 30. juni 2007.

Udviklingen i kreditspændet



Figuren viser, at rentespændet mellem Investment Grade virksomhedsobligationer og 10-årige statsobligationer i EUR er indsnævret betragteligt de senere år.

■ BBB Investment Grade
■ A Investment Grade
■ AA Investment Grade
■ AAA Investment Grade

Opsparing for virksomhedsmidler kontra pensionsmidler

Hvad er bedst?

I de senere år har mange selvstændigt erhvervsdrivende været begunstiget af gode konjunkturer, som har muliggjort en øget konsolidering af virksomhederne.

Spørgsmålet om, hvorvidt overskudslikviditet bør henstå i virksomheden eller om pensionsindbetalingerne skal forøges er dermed blevet aktualiseret.

I det følgende sammenlignes de økonomiske konsekvenser ved opsparing for virksomhedsmidler og pensionsmidler. Dernæst nævnes en række fordele ved at indskyde overskudslikviditet på pensionsordninger.

Lavere beskatning af pensionsmidler

Regeringens lovforslag om revision af selskabsbeskatningen, indgreb mod kapitalfonde m.v. er vedtaget, og selskabsskatten er nedsat fra 28 pct. til 25. pct. Acontoskatten i virksomhedsordningen er nedsat tilsvarende. Dette har virkning allerede fra indeværende år. Når midlerne hæves i virksomhedsordningen beskattes de som personlig indkomst, inkl. arbejdsmarkedsbidrag. Der gives fradrag for acontoskatten.

Afkast på pensionsmidler beskattes med 15 % PAL-skat (pensionsafkastskat). Beskatningen sker efter lagerprincippet, dvs. at der også sker beskatning af urealiserede gevinster og tab. Ved udbetalingerne fra en ratepension eller livrente beskattes de løbende ydelser som personlig indkomst, med op til 60 pct.

Som følge af den lavere beskatning af afkastet på pensionsmidler sammenlignet med acontoskatten i virksomhedsordningen, er der generelt en skattemæssigt fordel ved at foretage opsparingen i pensionsordninger.

Eksempel: Investering af virksomhedsoverskud på 100 kr.

På side 21 er vist en beregning af konsekvenserne ved investering af et virksomhedsoverskud på 100 kr. Investeringen forrentes årligt med 7 % og investeringshorisonten er 10 år..

I virksomhedsordningen kan der investeres 75 kr. efter, at der er svaret foreløbig skat på 25 pct. af overskuddet på 100 kr. For pensionsmidler kan investeres 92 kr. efter, at der er betalt arbejdsmarkedsbidrag på 8 pct., idet der er fradrag for indbetalingen i den personlige indkomst i indbetalingsåret.

Beregningerne viser, at det isoleret set er mere gunstigt at spare op for pensionsmidler end for midler i virksomhedsordningen. I eksemplet udgør provenuet for pensionsmidlerne efter skat ca. 66 kr. ved udløbet af 10-års perioden, mens det tilsvarende provenu for midler i virksomhedsordningen er ca. 61 kr. efter skat.

Det bemærkes, at fordelene ved at investere for pensions-

midler frem for midler i virksomhedsordningen afhænger af det forventede årlige afkast og investeringshorisonten. Det skyldes, at fordelene ved den lavere løbende beskatning af pensionsmidler (15 pct. PAL-skat kontra 25 pct. virksomhedsskat) slår stærkere igennem ved høje afkast og lange investeringshorisonter.

Andre fordele ved investering for pensionsmidler

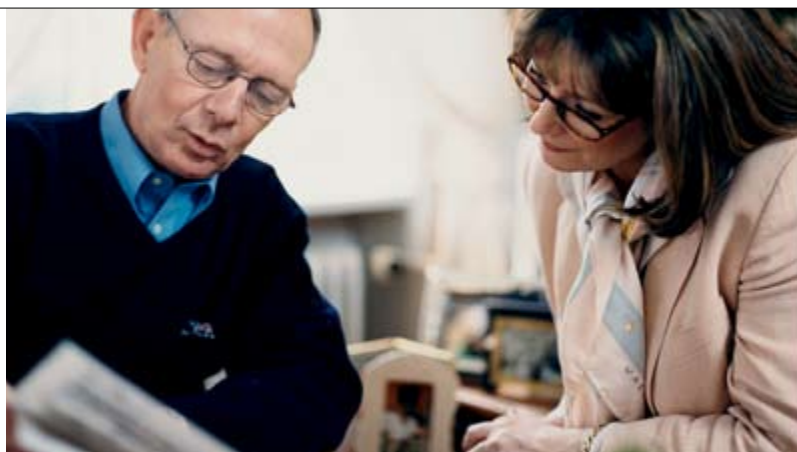
Når der skal tages stilling til, om der skal spares op for pensionsmidler, skal der ikke udelukkende fokuseres på de skattemæssige konsekvenser. Investering for pensionsmidler har nemlig også andre fordele:

- Pensionsmidler kan som udgangspunkt investeres i alle former for værdipapirer. Virksomhedens midler kan derimod ikke investeres i aktier, almindelige investeringsbeviser, indeksobligationer og uforrentede obligationer m.m.
- Opsparing for pensionsmidler udskyder beskatningen som personlig indkomst til pensionstidspunktet. Opsparing for virksomhedens midler skal beskattes året efter virksomhedsophør.
- Ved dødsfald kan f.eks. ratepensioner udbetales til arvingerne mod betaling af 40 pct.'s afgift. Der skal betales boafgift efter de almindelige regler.
- Ægtefælle eller børn kan eksempelvis indsættes som begunstiget i pensionsordningen. Udbetaling af pensionsordninger til begunstiget sker som hovedregel uden om dødsboet direkte til begunstigede.
- Pensionsmidler nyder kreditorbeskyttelse.

Hvordan?

Selvstændigt erhvervsdrivende bør som led i formueplejen løbende optimere den skattemæssige situation, herunder overveje om der skal foretages yderligere pensionsopsparing. Virksomheden bør på den ene side have tilstrækkelig kapital til rådighed for den løbende drift og fremtidige udvikling, mens pensionsalderen på den anden side bør sikres bedst muligt. Selvstændigt erhvervsdrivende kan med fradragsret i indskudsåret indskyde et beløb på pensionsordninger (ratepensioner og livrenter) på op til 30 pct. af årets driftsresultat før renter mv. og ekstraordinære poster.

Du kan kontakte din bankrådgiver, hvis du ønsker yderligere oplysninger om de praktiske muligheder og økonomiske konsekvenser.



Opsparing i virksomhed eller indbetaling på pension

Opsparing i virksomhed		år 1	år 2	år 3	år 4	år 5	år 6	år 7	år 8	år 9	år 10
Overskud		100									
Acontoskat		25									
Værdi primo		75,00	78,94	83,08	87,44	92,03	96,87	101,95	107,30	112,94	118,87
Årligt afkast	7%	5,25	5,53	5,82	6,12	6,44	6,78	7,14	7,51	7,91	8,32
Værdi ult. før skat		80,25	84,46	88,90	93,56	98,48	103,65	109,09	114,82	120,84	127,19
Acontoskat	25%	-1,31	-1,38	-1,45	-1,53	-1,61	-1,70	-1,78	-1,88	-1,98	-2,08
Værdi ultimo		78,94	83,08	87,44	92,03	96,87	101,95	107,30	112,94	118,87	125,11
Akkumuleret acontoskat											41,70
Opsparet overskud inkl. virksomhedsskat											166,81
Arbejdsmarkedsbidrag, 8%											-13,34
Personlig indkomst											153,46
Indkomstskat, 60%											-92,08
Provenu efter skat											61,39

Opsparing i pensionsordning		år 1	år 2	år 3	år 4	år 5	år 6	år 7	år 8	år 9	år 10
Overskud		100									
Arbejdsmarkedsbidrag, 8%		8									
Værdi primo		92,00	97,47	103,27	109,42	115,93	122,83	130,13	137,88	146,08	154,77
Årligt afkast	7%	6,44	6,82	7,23	7,66	8,12	8,60	9,11	9,65	10,23	10,83
Værdi ult. Før PAL-skate		98,44	104,30	110,50	117,08	124,04	131,42	139,24	147,53	156,31	165,61
PAL-skate	15%	-0,97	-1,02	-1,08	-1,15	-1,22	-1,29	-1,37	-1,45	-1,53	-1,63
Værdi ultimo		97,47	103,27	109,42	115,93	122,83	130,13	137,88	146,08	154,77	163,98
Personlig indkomst											163,98
Indkomstskate, 60%											-98,39
Provenu efter skate											65,59

* DET ER FORUDSAT, AT PERSONEN BEFINDER SIG I TOPSKATTEN I HELE FORLØBET. DET ER ENDVIDERE FORUDSAT, AT AFKASTET AF VIRKSOMHEDSMIDLERNE KAN BESKATTES MED ACOTOSKAT, DVS. AT AFKASTET IKKE SKAL HÆVES SOM KAPITALAFKAST, HVOR BESKATNINGEN KAN UDGØRE HELT OP TIL 60 PCT., HVIS KAPITALINDKOMSTEN ER POSITIV. DER ER IKKE TAGET HØJDE FOR, AT KURSGEVINSTER PÅ BLÅSTEMPLEDE OBLIGATIONER ER SKATTEFRI VED INVESTERING FOR VIRKSOMHEDSMIDLER. DER ER HELLER IKKE TAGET HØJDE FOR, AT VIRKSOMHEDSSKAT FØRST FORFALDER TIL BETALING I DET FØLGENDE INDKOMSTÅR.



Har man en forventning om faldende aktiemarkeder eller et ønske om at afdække en aktiebeholdning, gennemgås her to strategier der kan benyttes.

Forsikring mod et faldende aktiemarked

Strategi 1: Købt put-option på DAX-indekset (det tyske hovedindeks)

Formål: Forsikring mod faldende aktier med begrænset risiko.

Forventning: Negativ.

En købt put-option på et aktieindeks giver en ret, men ikke en pligt til at sælge det underliggende indeks.

Ved at købe en put-option har man retten til, at sælge »aktieindekset« frem til udløbstidspunktet. Hvis man ikke ønsker at vente til udløbstidspunktet, kan man sælge retten i markedet.

Da det er vanskeligt (hvis ikke umuligt) at levere et indeks, så afregnes put-optioner på indeks ved differenceafregning. Det betyder, at der sker en kontant afregning ved udløb, hvis retten ikke er solgt i markedet inden.

Skulle DAX-indekset ligge over aftalekursen ved udløb, er put-optionen værdiløs. Det giver naturligvis ikke mening at påberåbe sig retten til at sælge DAX-indekset på et lavere niveau end det aktuelle kursniveau (spotkursen).

Tabet på den købte put-option kan dog aldrig beløbe sig til mere end den betalte præmie, da man har ret, men ikke pligt til at udnytte put-optionen. Hvilket betyder, at man kan købe sig til en tidsbestemt forsikring mod faldende aktier.

Strategi 2: Sælg en future

Formål: Effektiv risikoafdækning mod faldende aktier med fuld risiko.

Forventning: Negativ.

Ved at sælge en future påtager man sig en forpligtelse, hvis værdi afhænger af det underliggende aktivs udvikling. Hvis man ikke ønsker at vente til udløbstidspunktet, kan man købe futuren tilbage i markedet.

Futuren adskiller sig dog væsentligt fra put-optionen på et punkt ved, at man påtager sig hele risikoen – uanset om indekset stiger eller falder. Dette betyder, at modsat put-optionen er både tab og gevinst ubegrænset.

Uanset om futuren lukkes før tid eller om den udløber, sker afregningen som ved put-optionen på DAX-indekset ved differenceafregning.

Prisfastsættelsen af en future afhænger af...

1) Renten – Alternativet til fx at købe en future er at købe de underliggende aktier. Ved køb af de underliggende aktier skal man betale ved køkets indgåelse, hvorimod futuren først afregnes ved udløb, eller når den handles tilbage. Man har således ved købet af futuren mulighed for at placere kontanterne til en kontantrente, hvilket er grunden til,

at futuren handles inklusiv en finansieringsrente.

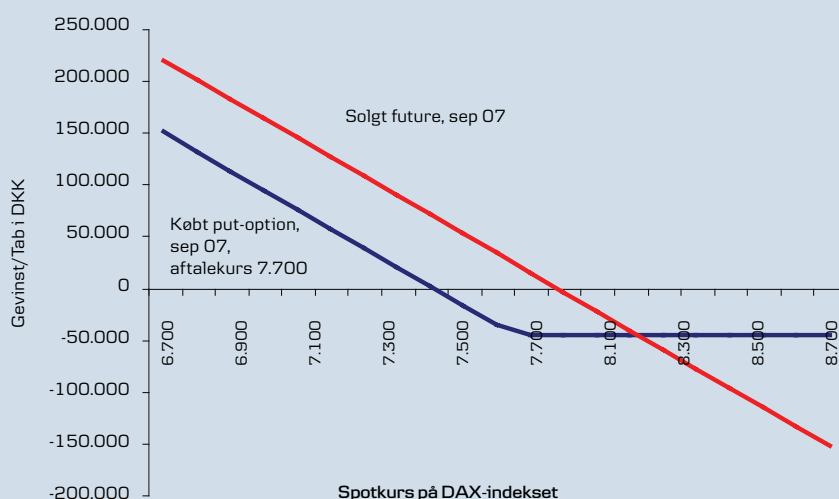
2) Løbetiden – rentetillægget afhænger af futures løbetid. Jo længere løbetid, jo større rentetillæg ved salg eller køb af en future.

3) Dividender – en future giver ikke rettighed til udbyttebetaling, derfor afregnes futures altid eksklusiv udbytter i kontraktens løbetid.

Dette betyder, at futuren ikke handles på en egentlig aftalekurs som put-optionen. Futuren afregnes derimod til den til enhver tid gældende futurekursen (dvs. kursen på det underliggende aktieindeks + rentetillægget).

At futuren handles til spotkursen, og der ikke betales en præmie, er blandt andet medvirkende til, at futuren er mere effektiv til at immunisere risikoen i aktieporteføljer.

Afkast-/risikoprofil for de to strategier



Sammenfatning

I grafen side 22 ses tab- og gevinstforholdene på udløbsdagen. Begge strategier vil give tab, hvis den negative forventning ikke holder stik. Det er dog også tydeligt, at afkastet på futuren i flere tilfælde vil give positivt afkast samt et højere positivt afkast end put-optionen. Dette skal dog sammenholdes med, at risikoen på futuren er større.

Illustrationen fortæller ikke hele historien om det samlede afkast-/risikobillede, idet den bagvedliggende aktieportefølje, man ønsker at beskytte, ikke indgår i grafikken. Den gevinst, der opnås på fx futurekontrakten i et faldende marked, resulterer derfor ikke i en gevinst lige ned i lommen for investor. Gevinsten er reel nok, men den opvejes samtidig af det tilsvarende fald i den bagvedliggende aktieportefølje. Stiger aktiemarkedet mod forventning, vil man på tilsvarende vis heller ikke opleve en samlet nettogevinst, idet gevinsten på aktieporteføljen opvejes af et tilsvarende fald på den solgte future. Man siger derfor, at aktieporteføljen er immuniseret.

Lidt anderledes er det med put-optionen. Stiger aktiemarkedet mod forventning, får man fuld gevinst på aktieporteføljen, dog fratrukket prämien for den købte put-option. Falder aktiemarkedet, så vil den faldende værdi af aktieporteføljen blive imødegået af en tilsvarende gevinst på put-optionen (fratrasket optionsprämien), hvis kursen på DAX ligger under optionens aftalekurs på udløbsdagen.

De viste strategier behøver ikke nødvendigvis blive brugt som risikoafdækning, men kan også bruges i en mere aktiv strategi. Dvs. har man ikke en bagvedliggende aktieportefølje, man ønsker at beskytte, men stadig ønsker at udnytte forventningerne om et faldende marked, så kan man med fordel anvende solgte futures eller købte put-optioner med et aktieindeks som det underliggende. I så fald kan nettogevinsten på de to eksempler aflæses direkte i grafen.

Handel med optioner samt futures 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 praktiske forhold ved handel med optioner og futures.

Eksempel på købt put-option på det tyske DAX-indeks

Det underliggende aktieindeks	DAX
Udløbstidspunkt	21. sep. 2007
Aftalekursen	7.750
Spotkursen på DAX-indekset	7.775
Prämie pr. kontrakt	238,40
Kontraktstørrelsen	5
Antal kontrakter	5
Handles i EUR, der ligger i kurs	7,47
Underliggende værdi i DKK	1.450.000
Samlet prämie inkl. omk. i DKK	45.834
Reel anskaffelseskurs ekskl. omk.	7.512
Reel anskaffelseskurs inkl. omk.	7.504
Difference til spotkursen inkl. omk.	3,49%

Eksempel på solgt future på DAX-indekset

Det underliggende aktieindeks	DAX
Udløbstidspunkt	21. sep. 2007
Spotkursen på DAX-indekset	7.775
Futurekurs	7.877
Kontraktstørrelsen	25
Antal kontrakter	1
Handles i EUR, der ligger i kurs	7,47
Underliggende værdi i DKK	1.450.000
Finansieringsrenten p.a.	4,24%

Skat og handel med optioner og futures på DAX-indeks

Futures og optioner på et aktieindeks anses skattemæssigt for at være finansielle kontrakter.

Det betyder bl.a. at

- gevinst og tab på kontrakterne opgøres uden hensyn til de underliggende aktier i indekset
- gevinst og tab på kontrakterne opgøres efter lagerprincippet, hvor såvel realiserede som urealiserede gevinster beskattes årligt.

Personlige investorer er skattepligtige af gevinster på optioner og futures på aktieindeks, mens tab normalt kun kan modregnes i andre gevinster på finansielle kontrakter, samt i gevinst på visse strukturerede obligationer. Tab kan dog fratrækkes i det omfang, tabet ikke overstiger tidligere års beskattede gevinster på finansielle kontrakter m.v.

Selskaber er ligeledes skattepligtige af gevinster på optioner og futures på aktieindeks. Tab på købte futures eller købte call-optioner på aktieindeks kan dog fratrækkes, mens tab på solgte futures og købte put-optioner på aktieindeks kun kan modregnes i andre gevinster på aktiebaserede finansielle kontrakter efter særlige regler.

Orkla-konglomeratet

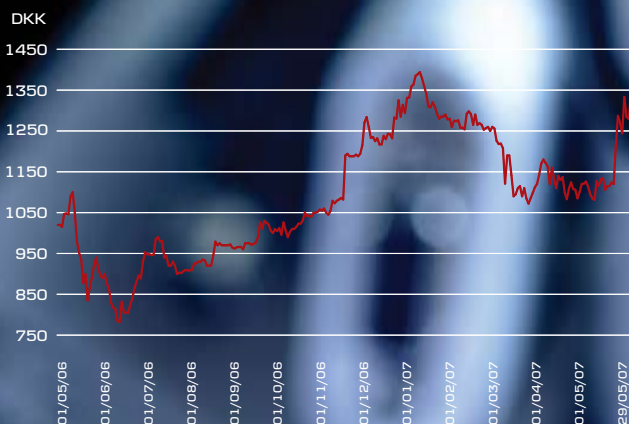
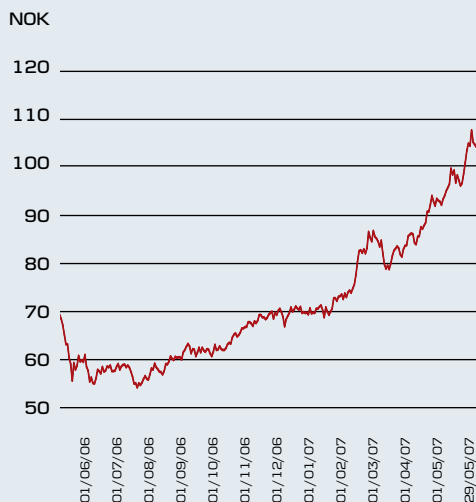
Orklas konglomerat er spredt over over vidt forskellige brancher. Orkla leverer forbrugsvarer til detailbranchen i Norden såsom fødevarer, produkter til personlig hygiejne, kosttilskud, snacks og tekstiler. Desuden produceres aluminium, kemikalier og andre materialer, og Orkla er også repræsenteret i ejendomsbranchen og finansielle investeringer.

Størstedelen af Orklas forretningsområder er skabt gennem en særdeles aktiv opkøbsstrategi. Orkla har gennem årene været i stand til at skabe stor værdi og vækst i selskabet via kompetente opkøb og salg af virksomheder og store aktieposter i stærke selskaber.

Det er denne værdiskabelse, der er Orklas styrke og erklærede fokusområde, og det gør, at man som investor bør holde øje med det norske konglomerat. For investor er et konglomerat ofte vanskeligt at gennemskue, da der ikke er nogen entydig fokus, og de mange vidt forskellige forretningsområder gør det vanskeligt at vurdere potentialet og retningen for den samlede koncern.

Men Orkla har vist sig særdeles dygtige til at købe selskaber til attraktive priser på de rigtige tidspunkter, udvikle selskaberne med succes og i en del tilfælde foretage senere salg på gunstige niveauer. Orklas ledelse har vist stor dygtighed i at aflæse tidens trends, og det seneste eksempel på dette er konglomeratets indtræden i solenergi via opkøb af Elkem Solar og en aktiepost på 40 pct. i REC.

Orkla kom i begyndelsen af maj med regnskab for første kvartal, hvor de fleste af selskabets forretningsområder og investeringsporteføljen viste overraskende resultater.



SimCorp strammer fokus

SimCorp udvikler og markedsfører software, uddannelse, competenceprogrammer samt konsulenttydelser til finansielle virksomheder.

Selskabets primære indtjening kommer fra softwaredelen, og indtil for nylig bestod dette område af to kerneprodukter, SimCorp Dimension og IT/2 Business. Sidstnævnte har aldrig været den samme succes som Dimension, og derfor valgte ledelsen for nylig at frasælge produktet.

Fokus ligger herefter på SimCorp Dimension, der er et af de mest avancerede og omfattende systemer til kapitalforvaltning, som findes på markedet i dag.

Danske Equities opjusterede kursmålet for SimCorp til DKK 1.500 per aktie, efter et godt regnskab for første kvartal, hvor salget og driftsresultatet overgik både Danske Equities (DE) forventninger og konsensus. DE vurderede samtidig, at selskabets ledelse er konservativ i dens udmeldinger om forventet salg og indtjening for 2007.

SimCorp fik ydermere fire nye klienter i første kvartal og annoncerede, at det franske forsikringselskab SCOR har afgivet en ordre på SimCorp Dimension til andet kvartal. Dette er SimCorps første ordre fra en fransk virksomhed, hvilket understøtter produktets fleksibilitet. SimCorps vækst overgår samtidig sammenlignelige selskaber.

Bayer lægger kursen om

Tyske Bayer AG er i disse år igennem en række store omvæltninger, der vil ændre virksomhedens struktur betydeligt fra et stort ufokuseret industri-konglomerat med kemi som vigtigste forretningsområde til en trestrengt struktur med medicinalområdet som det vigtigste.

Senest har Bayer gennem opkøbet af Schering for knap 15 mia. EUR i foråret 2006 styrket medicinalområdet betydeligt og synergifordelene ved købet vil være store de kommende år. Da Bayer samtidig har frasolgt mindre forretningsområder gennem de senere år fremstår Bayer i dag som et

mere fokuseret selskab, der markant bedre end tidligere vil være i stand til at tilpasse sig ændrede markedsforhold.

Med en bred vifte af medici-





Danaher har mange strenge at spille på

Danaher Corp. er et såkaldt multiindustrielt selskab, et højteknologisk konglomerat, som er i den globale front på flere højteknologiske områder. Selskabet udvikler industrielle teknologier til luftfart, militær, miljø og medicinalindustrien.

Danaher er på det amerikanske finanstidsskrift Fortunes eksklusive superliga, *Fortune 500*, over de særligt attraktive amerikanske selskaber, og er netop blevet opgraderet til Goldman Sachs' [GS] amerikanske *Conviction Buy List*, som er investeringsbankens liste over de mest attraktive aktier i USA p.t.

Aktien er særlig interessant lige nu, da den handles til et P/E-niveau, som historisk set ligger i den lave ende i forhold til konkurrenterne – og det sker på et tidspunkt, hvor den økonomiske cyklus er i en så moden fase, at investorerne netop burde købe førsteklases multiindustrielle selskaber som netop Danaher. GS vurderer, at i takt med at de amerikanske indu-

strielle markeder fortsætter med at geare ned, vil Danahers stærke internationale og ikke-cykliske mix af forretningsområder appellere til investorerne, især inden for medicinalindustrien (27 pct. af omsætningen) og vand (10 pct.).

GS forventer, at investorerne – efter en sæsonmæssigt stærk optur i de cyklisk mest følsomme aktier – i de kommende måneder vil foretage en sektorrotation tilbage mod de bedste multiindustrielle selskaber som reaktion på afmatningen i amerikansk industri. Af andre kurstriggere på kort sigt kan nævnes den accelererende organisk baserede vækst i omsætningen i 2. kvartal samt muligheden for endnu et opkøb.

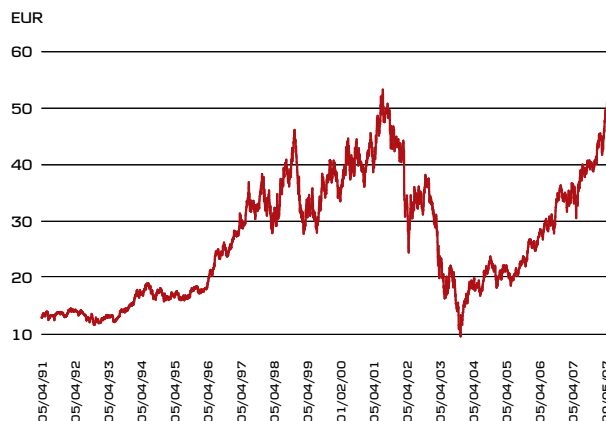
GS' aktuelle kursmål på 12 mdr. sigt lyder på 81 – dvs. et potentiale på 14 pct. – og det baseres bl.a. på en forventning om, at Danahers stærke markedsposition og lave risiko bør få aktien til igen at handle med en betydelig kurspræmie i forhold til konkurrenterne, som det historisk har været tilfældet.



nalprodukter er Bayer ikke voldsomt afhængig af enkelte produkter og med en acceptabel portefølje under udvikling virker aktien ganske attraktivt prisfastsat.

Bayer handles på niveau med den europæiske kemisektor, men med en pæn rabat til medicinalsektoren. I den forbindelse er det værd at nævne, at den nuværende transformation fra et kemifokuseret konglomerat til et mere rendyrket medicinalsselskab inden for de seneste 10 år er gennemført på sammenlignelig vis i AstraZeneca og Novartis med en efterfølgende reprisering af aktierne på et højere niveau.

Investeringsbanken Goldman Sachs [GS] har en Køb-anbefaling på Bayer, og mener, at Bayer-aktiens øgede eksponering overfor medicinalindustrien endnu ikke er reflekteret i aktiekursen. De positive forventninger understøttedes desuden af det seneste regnskab, hvorefter GS opjusterede dets kursmål til EUR 61 per aktie (aktuel kurs 39).





Dollarens nedtur over for euro er snart slut

Det europæiske aktiemarked ser for det kommende års tid mere attraktivt ud end det amerikanske. En afgørende faktor for de europæiske virksomheder er imidlertid, om dollaren svækkes yderligere over for euroen. Men hvad er det egentlig, der skaber valutakursbevægelserne?

Spørgsmålet er enkelt, men det er svaret ikke. Bestemmende for et lands valutakurs er nemlig et komplekst sammenspil af en masse forskellige faktorer, såsom produktivitet, inflations- og renteforskelle mellem landene, handels- og betalingsbalancen, væksten i pengemængden, de offentlige budgetter, forskelle i det økonomiske væksttempo m.v.

USA har i mange år levet med et højt underskud på betalings- og handelsbalancen på 4-6 pct. af BNP og de makroøkonomiske ligevægtsteorier om valutamarkedet har tilsagt, at for at genoprette balancen, må dollaren svækkes.

Det talte man om allerede i

90'erne, men det skete ikke. For udover at det kan spille en rolle at netop USD er verdens hovedvaluta, så har globaliseringen og de åbne grænser ændret de økonomiske spilleregler i et vist omfang. Aktiemarkederne blev fra midten af 90'erne mere globale, og udviklingen af aktiekulturen i Europa betød, at investorenes porteføljer blev langt mere internationale, og i denne proces blev især amerikanske aktier inddraget. Dette skabte en markant kapitalstrøm til USA, der mere end opvejede den svækkelse, som underskuddet på de økonomiske balancer i forhold til omverdenen tilsagde.

Hvor skal dollaren hen?

Siden 2002 er dollaren svækket markant over for EUR, og faldet blev primært udløst af, at renten blev relativt lav i USA. For selv om lave renter på sigt taler for en stærkere valuta, hvis det er permanent og strukturelt betinget, så spiller investorenes adfærd også en vigtig rolle. Investorer-

ne i både obligationer og valuta er nemlig interesserede i at få et godt renteafløb, og her tog bl.a. EUR og de europæiske obligationer sig relativt bedre ud.

Men hvor skal dollaren så hen herfra? Det har vi spurgt Danske Banks chefanalytiker på valuta, Teis Knuthsen, om.

»Den aktuelle svaghed har sin baggrund i, at bevægelserne i USD er nært forbundet med konjunkturcyklen i USA sammenlignet med Europa. Og netop Europa befinder sig i et stabilt opsving, mens USA er i en svagere vækstperiode. Samtidig har den amerikanske centralbank sat renteforhøjelserne i bero – i modsætning til ECB og de fleste andre centralbanker, der er i gang med stramninger,« siger Teis Knuthsen, der mener, at disse forhold taler for en svagere USD over for EUR, da det udover vækstmæssige forskelle også er af afgørende betydning for styrkeforholdet mellem de to valutaer, hvordan renteforskellen ser ud.

Amerikansk professor: Aktiemarkedet bør ligge 25 pct. højere

S&P 500 har netop overgået rekorden fra marts 2000, og det har naturligvis skabt debat om, hvorvidt aktiemarkedet er ved at være for dyrt. Blandt de mere berømte eksempler på vanskeligheden i at vurdere den slags kan nævnes den daværende centralbankdirektør i USA, Alan Greenspan, der i dec. 1996 advarede om "irrational exuberance" (irrationelle overdrivelser) på det amerikanske aktiemarked. Mange økonomiske faktorer påvirker aktiemarkedet, men det er samtidig en kendsgerning, at investorenes psykologi spiller en afgørende rolle, og har en

tendens til at løfte aktiemarkedet op til uholdbare niveauer, mens de mange strå, der kan knække kamelens ryg, ignoreres. Der er altid masser af potentielle strå. Som f.eks. lige nu en eskalerende international storkonflikt med Iran. Oliepriser over 100 dollars pr. tønde. Krak på USA's boligmarked. Credit crunch. Børskrak i Kina. Recession i USA.

Man kan argumentere for, at alle sådanne potentielle risikofaktorer også bør spille ind, når man skal vurdere, om et aktiemarked er dyrt eller billigt. Men markedet har en

»Udviklingen i EUR/USD er tæt forbundet med renteforskelle. Da USD steg i 2005, hang det sammen med, at renteforskellen mellem USA og Europa blev udvidet (højere USA-renter, red.). Denne renteforskel er blevet indsnævret i 2006/07, og USD er faldet igen,« siger Teis Knuthsen.

Den aktuelle EUR/USD er omkring 1,35 og chefanalytikerens prognose lyder på 1,38 på 3 og 6 måneders sigt. På 12 mdr. sigt tror han imidlertid på, at EUR/USD er i omegnen af 1,28 – og denne forventning om en dollarstyrkelse begrundes bl.a. med en tro på, at den amerikanske økonomi rejser sig igen i andet halvår af 2007 og fremefter.

Sell in May and go away

Aktieinvestering er en svær ting, men man er hjulpet et godt stykke på vej, hvis man støtter sig til det gamle britiske ordsprog "Sell in May and go away, but remember to come back in September" eller den amerikanske "Halloween Indicator", som går ud på, at man kun ejer aktier fra 1. november til 30. april.

Talrige undersøgelser af aktieinvestering i vinterhalvåret kontra sommerhalvåret har konkluderet det samme på forskellige markeder og i forskellige tidsperioder: Vinterhalvåret giver et langt bedre afkast end sommerhalvåret.

Investerede man eksempelvis **10.000 USD** i det amerikanske aktieindeks *Dow Jones Industrial Average* for **56 år siden**, ville man i dag stå med **544.323 USD**, hvis man udelukkende havde haft positionen i vinterhalvåret **november-april**. Men havde man derimod udelukkende koncentreret sig om aktier i **maj-september** perioderne, så ville man have et **tab på 272 USD**.

Det foreløbig bedste bud på hvorfor den mystiske sæsoneffekt er der, er, at en betydelig del af investorerne får en ændret holdning til risiko, når de skal på ferie. Enten fordi de i ferieperioden ikke er i stand til at følge markedet så tæt og derfor ikke ønsker at være så eksponeret. Eller også fordi de er nødt til at sælge ud af aktierne for at få råd til at holde ferie. Denne ændring i risikoaversion har den effekt på aktiemarkedet, at købelysten bliver væsentlig reduceret. Der forlanges en højere risikopræmie for at spille med på aktiemarkedet, og det udmønter sig i kursdannelsen ved, at kurserne får svært ved at bevæge sig opad.



klar tendens til at forestille sig et Guldlok-scenario – ikke for varmt, ikke for koldt, men lige tilpas.

En af finansverdenens højst estimerede guruer, den amerikanske professor i finansiering, Jeremy Siegel fra Wharton School, vakte opsigt med en klumme i *Financial Times* for nylig, som kan forekomme lidt Guldlok-agtig.

Han pegede på, at vi de seneste mange år har oplevet et markant fald i omkostningerne ved aktiehandel, og dermed er det blevet langt billigere at etablere en globalt diversificeret portefølje. Samtidig er den økonomiske ud-

vikling blevet langt mere stabil, ikke mindst takket være bedre pengepolitik og en stadigt voksende servicesektor, der er langt mere stabil end fremstillingssektoren.

Disse faktorer kan meget vel betyde, at det langsigtede gennemsnitsniveau for S&P 500 ligger på 20 – hvilket betyder, at aktierne ud fra denne betragtning alene bør ligge 25 pct. over det historiske gennemsnit på 14,4. Ikke blot i USA, men også i resten af de udviklede landes aktiemarkeder, der også har de lave handelsomkostninger og den økonomiske stabilitet. Mener altså Jeremy Siegel.



Olie- og benzinmarkedet under pres

Priserne på olie og benzin er igen skudt i vejret, og det samlede billede tyder på, at stigningerne fortsætter henover sommeren

Olie- og benzinprisen er igen på vej op mod niveauer vi på den anden side af årtusindskiftet ville have anset for utænkelige. Der er flere årsager til, at det nu igen strammer til på markederne for verdens primære energikilder.

Sammenslutningen af olieproducerende lande, OPEC, spiller en væsentlig rolle. Allerede sidste år da olieprisen var på vej ned mod 50 dollars pr. tønde bebudede OPEC, at man ville skære ned på olieproduktionen for at imødegå yderligere prisfald, og begrundelsen var dels en varm vinter på den nordlige halvkugle, dels at verdensøkonomien tydeligvis sagtens kunne køre i et højt gear selv om olieprisen var tredoblet på fire år. Noget som er kommet bag på mange økonomer, men ikke desto mindre et faktum, som OPEC ikke overraskende ønsker at spinde guld på.

Europa og Asien (især Kina) og til dels Japan står til at levere stærk vækst i år og dermed er der også lagt op til, at den globale industrikonjunktur er vej op igen. Dermed vil en stærk efterspørgsel på olie også gøre sig gældende i år – og estimerer peger på, at den globale efterspørgsel vil stige med 2 pct. i 2007 som følge af den globale økonomiske vækst. I lyset heraf har Det Internationale Energiagentur, IEA, henstillet til OPEC om at øge produktionen igen, men det er indtil videre blevet overhørt af den magtfulde organisation, som i dag dagligt producerer 2 mio. tønder mindre end for to år siden.

Da der traditionelt også er sæsonmæssig tendens til stigende efterspørgsel efter olie i løbet af sommeren, samtidig med at geopolitiske spændinger i en del olieproducerende lande også påvirker forventningerne til olieprisen, er der overvejende sandsynlig-

hed for, at olieprisen stiger noget over det nuværende niveau – også selv om Danske Analyse faktisk forventer, at OPEC vil efterkomme IEA's krav i et vist omfang henover sommeren. Ikke fordi IEA ønsker det, men fordi den høje oliepris er et stærkt incitament til at øge produktionen. Bankens analytikere tror dog ikke, at det med udsigt til en ny optur i den globale industrikonjunktur vil være nok til at forhindre yderligere fald i OECD-landenes olielagre.

Skal man prøve at tage selv de mest pessimistiske briller på, så er der dog næppe grund til at frygte en oliepris, der nærmer sig 100 dollars pr. tønde, hvis f.eks. Iran rammes af en international olieblokade pga. landets fortsatte uranberigelse. OPEC's pris for at begrænse produktionen er netop, at man har en vigtig reservekapacitet, som kan blive en buffer i særlige situationer.

En mindre benzinkrise under opsejling

Men det er ikke bare olieprisen, der banker i vejret. Faktisk trækker det op til en hård sommer på benzinmarkedet. Herhjemme har benzinprisen sneget sig op på 10–10,50 kr. igen. Men for de amerikanske forbrugere gør de stigende benzinpriser mere ondt. I USA er afgifterne på langt mindre end i Danmark og Europa generelt, og derfor gør stigningerne i de rå benzinpriser ekstra ondt på forbrugerne.

Benzinprisen har nu igen nået det niveau på 3,0 USD pr. gallon (4 kr. pr. liter), som sidst blev nået i efteråret 2005 i kølvandet på Katrina-orkanens ødelæggelser af vigtige raffinaderier i den Den Mexicanske Bugt. Men dette er næppe toppen.

Der er adskillige forklaringer på, hvorfor benzinpriserne er steget så

markant gennem de seneste måneder, ikke mindst i USA. Trods den svagere amerikanske økonomi i årets første kvartal har efterspørgselen været usædvanlig stærk. Men mere vigtigt er det, at det amerikanske benzinmarked har lidt af lav produktion eller raffinaderikapacitet de senere måneder. Baggrunden er, at vedligeholdelse af raffinaderier i vid udstrækning er blevet udskudt de seneste to år, som følge af Katrina-orkanens ødelæggelser i 2005, som begrænsede raffinaderikapaciteten markant. Den aktuelle bølge af vedligeholdelse betyder, at raffinaderiudnyttelsen lige nu er på 89,5 pct. – betydeligt under niveauet før Katrina i 2005.

Kombinationen af stærk benzinefterspørgsel og lav raffinaderikapacitet har betydet kraftige indhug i benzinlagrene, især i USA, hvor niveauet er det laveste i 16 år, når man tager i betragtning, at forbruget i dag er højere.

Raffinaderierne tjener godt på den aktuelle benzinknaphed. Normalt lyder den margin, som raffinaderierne får ud af, at forarbejde en tønde råolie til benzin, på 10 USD på dette tidspunkt at året, men den aktuelle pris er på 34 USD. En så høj margin udlignes typisk ret hurtigt ved at importen øges, men da høj vækst i Europa, Asien, Emerging Markets og Japan også indebærer høj benzinefterspørgsel og aktuelt lave benzinlagre, så er import ikke løsningen for USA lige nu. Og da raffinaderierne samtidig ikke har mulighed for at øge produktionen, så er der lagt op til yderligere indhug i de amerikanske benzinlagre og dermed højere benzinpriser i de kommende måneder – med stor sandsynlighed til et niveau endnu højere end i 2006, hvor olieprisen samtidig var omkring 75 USD pr. tønde.

Modelporteføljer for obligationer

OPDATERET 25. MAJ 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	3,11%	2,83%	0,59	0,59	3,54%	3,52%	20 926507 RD 6.0 A 10/01/2032	5,71%	9,59	3,29	4,86%	5,09%
50 927104 RD 2.0 01/01/2009	3,39%	3,10%	1,57	1,53	3,23%	3,24%	40 927465 RD FRN 07/01/2010	-	-	0,08	4,51%	4,50%
20 927112 RD 2.0 01/01/2010	3,51%	3,22%	2,54	2,41	3,10%	3,16%	20 976113 4.27NYKcfio16	-	-	3,19	4,76%	5,07%
10 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	3,17%	2,71%	6,62	5,80	2,20%	2,77%	10 927376 4.78RDcf638	-	-	3,98	4,62%	5,04%
							10 927384 4.78RDcfio638	-	-	4,33	4,62%	5,09%
100	3,34%	3,03%	2,03	1,91	3,17%	3,24%	100			2,17	4,66%	4,85%

Personbeskattede med tidshorisont 3-7 år							Personbeskattede med tidshorisont 3-7 år					
	DB eff. rt.		Varighed		Hpr. 59% skat			DB-eff.rt.	Varighed	Hpr. ved 0% skat		
% andel Fondskode Papir	Skat	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	% andel Fondskode Papir	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.
	45%	59%	Var.	Var.	12 md.	12 md.		0%	Var.	Var.	12 md.	12 md.
15 927104 RD 2.0 01/01/2009	3,39%	3,10%	1,57	1,53	3,23%	3,24%	15 927317 RD 4.0 Aio 10/01/2038	5,20%	11,27	9,18	3,93%	5,04%
35 927112 RD 2.0 01/01/2010	3,51%	3,22%	2,54	2,41	3,10%	3,16%	15 927295 RD 5.0 Aio 10/01/2038	5,53%	11,06	7,82	4,49%	5,35%
25 927406 RD 3.0 A 10/01/2018	3,28%	2,82%	4,61	4,33	2,52%	2,90%	10 926507 RD 6.0 A 10/01/2032	5,71%	9,59	3,29	4,86%	5,09%
25 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	3,17%	2,71%	6,62	5,80	2,20%	2,77%	25 927465 4.04Cibor6 2010	-	-	0,08	4,51%	4,50%
							20 976113 4.27NYKcfio16	-	-	3,19	4,76%	5,07%
							20 927384 4.78RDcfio638	-	-	4,33	4,62%	5,09%
100	3,35%	2,98%	3,89	3,57	2,76%	3,01%	100			4,07	4,54%	4,97%

Personbeskattede med tidshorisont over 7 år							Personbeskattede 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	3,39%	3,10%	1,57	1,53	3,23%	3,24%	35 927317 RD 4.0 Aio 10/01/2038	5,20%	11,27	9,18	3,93%	5,04%
15 927112 RD 2.0 01/01/2010	3,51%	3,22%	2,54	2,41	3,10%	3,16%	15 927295 RD 5.0 Aio 10/01/2038	5,53%	11,06	7,82	4,49%	5,35%
15 927406 RD 3.0 A 10/01/2018	3,28%	2,82%	4,61	4,33	2,52%	2,90%	10 926507 RD 6.0 A 10/01/2032	5,71%	9,59	3,29	4,86%	5,09%
35 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	3,17%	2,71%	6,62	5,80	2,20%	2,77%	10 927465 4.04 Cibor6 2010	-	-	0,08	4,51%	4,50%
25 927430 RD 4.0 A 10/01/2038	2,89%	2,28%	11,38	8,37	1,44%	2,41%	10 926113 4.27NYKcfio16	-	-	3,19	4,76%	5,07%
							20 927384 4.78RDcfio638	-	-	4,33	4,62%	5,09%
100	3,19%	2,74%	6,31	5,23	2,31%	2,81%	100			5,73	4,41%	5,05%

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.

Tyskland buldrer videre

Det tyske lokomotiv fortsætter ufortrødent, som var det beklædt med teflon. En betydelig afmatning i USA har endnu ikke kunnet ses i de tyske tal, og heller ikke den tyske momsforhøjelse har gjort synderligt væsen af sig. Momsforhøjelsen på 3% har dæmpet købekraften hos forbrugerne med omkring 1,25%, og forbruget er da også styrtdykket i 1. kvartal. Men virksomhederne har taget det med ro og bygget lagre op og afventer, at forbrugerne kommer tilbage til butikkerne. Alt tyder nu på, at efterspørgselen fra både amerikansk industri og tyske forbrugere vil stige pænt i de kommende kvartaler. Der kommer altså måske endnu mere kul på det tyske lokomotiv.

USA – på vej op i gear igen?

Den lavere amerikanske vækst i de senere kvartaler har i høj grad været drevet af nedturen i boligmarkedet og opbremsningen i fremstillingssektoren. Med den underliggende økonomi i god behold er udsigterne for amerikansk økonomi i høj grad et spørgsmål om retningen i disse to sektorer. I den forbindelse er forårets vending i ISM-indekset første skridt på vejen mod en bedring i vækstbilledet. En bedring som de finansielle markeder i øvrigt allerede har vejret i form af højere renter. Henover sommeren og ind i efteråret er der udsigt til flere positive signaler fra fremstillingssektoren, mens stabiliseringen i boligmarkedet samtidig vil blive mere tydelig. Det betyder, at vækstbilledet vil blive mere positivt, når vi kommer ind i andet halvår.

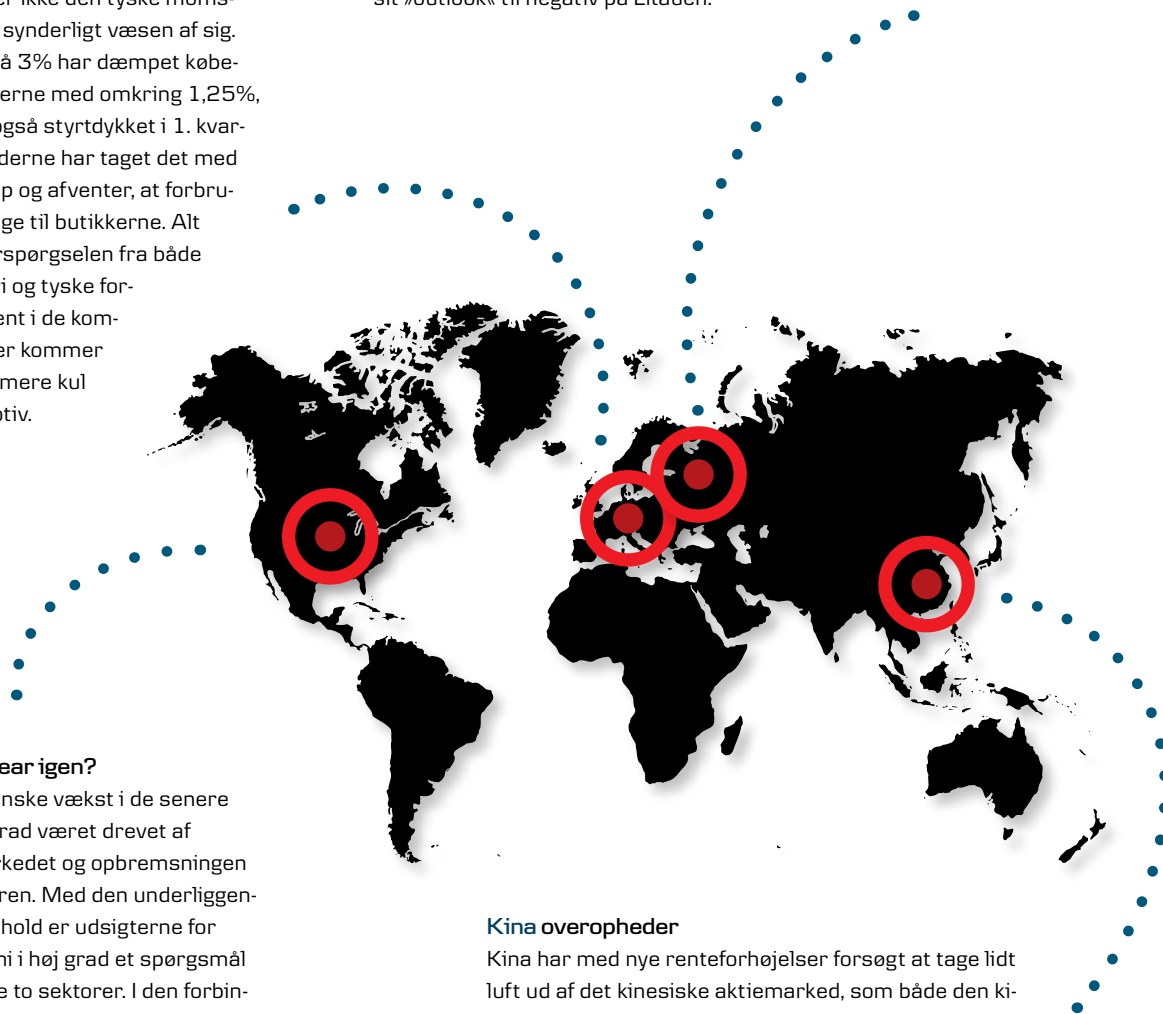
Baltikum: Usikkerheden vokser

De tre baltiske lande fortsætter med at vokse meget hurtigt – alt for hurtigt. Der er således meget tydelig tegn på overophedning i alle tre lande, og markant stigende inflations- og lønpres. Der er bestemt grund til at være bekymret for, at alle tre lande er på vej mod en hård landing i økonomien og måske også mere finansiell uro. Ubalancerne i økonomierne har fået ratingbureauerne til at udtrykke bekymringer. Således har Standard & Poor's "downgraded" Letland og ændret sit »outlook« til negativ på Litauen.

Kina overopheder

Kina har med nye renteforhøjelser forsøgt at tage lidt luft ud af det kinesiske aktiemarked, som både den kinesiske ledelse og den tidligere amerikanske centralbankchef, Alan Greenspan, frygter, er en bobbel. Finansmarkederne frygter, at et kollaps i det kinesiske aktiemarked kan kaste den kinesiske økonomi og i værste fald verdensøkonomien ud i recession.

Kina har i maj udvidet den daglige udsvingsgrænse for den kinesiske valuta, yuan, i forhold til US-dollar. Selv om det i første omgang mest har symbolsk betydning, er det et signal om en hurtigere styrkelse af den kinesiske valuta i det kommende år. Kina håber formentlig, at en stærkere kinesisk valuta kan komme de protektionistiske "høge" i den amerikanske Kongres i forkøbet. Disse høge er dog foreløbigt ikke tilfreds og allerede i juni kan der blive fremlagt lovforslag, der skal gøre det lettere at komme straffetold på kinesiske varer.



Sektor/selskab	Land	Anbefaling	Kurs 27.05.07	Kursændring i pct. Senest. md.	År til dato
Energi					
Olje- og gastjenester					
BW Offshore	NO	Køb	25,3	0,0	-3,4
Prosafte	NO	Køb	94,1	3,4	6,3
Acergy	NO	Hold	142,0	12,7	18,3
Seadrill	NO	Køb	111,8	12,8	6,2
Olje og gas					
DNO	NO	Hold	11,8	-0,4	2,9
Fred. Olsen Energy	NO	Hold	316,0	5,3	8,2
Statoil	NO	Hold	170,0	0,0	2,9
Subsea 7	NO	Køb	133,0	10,8	15,7
Materialer					
Kemikalier					
Auriga Industries A/S	DK	Køb	176,5	5,7	11,4
Novozymes	DK	Køb	597,0	18,0	22,8
Konstruktionsmaterialer					
H+H International	DK	Køb	2.160,0	15,5	17,4
Containere					
Brdr Hartmann	DK	Sælg	200,0	-2,9	-11,9
Papir & skovprodukter					
M-real	FI	n.a.			
Stora Enso	FI	n.a.			
UPM-Kymmene	FI	n.a.			
Industri					
Fly & forsvær					
SAAB	SE	Køb	183,5	-1,1	-12,6
Byggeprodukter					
ASSA ABLOY	SE	Køb	160,0	-0,3	7,4
Dantherm	DK	Køb	146,0	27,0	39,7
Flügger	DK	Hold	735,0	5,5	0,7
Rockwool International	DK	Køb	1.541,0	21,5	76,3
Entrepenører					
FLSmith & Co	DK	Køb	439,0	8,8	22,3
Højgaard Holding	DK	Køb	224,5	-4,5	-2,4
Monberg & Thorsen	DK	Hold	525,0	-2,2	8,3
Per Aarsleff	DK	Køb	619,0	8,8	22,6
Elektronik					
REC	NO	Køb	187	12,0	64,0
NKT Holding	DK	Køb	525,0	7,4	5,1
Schouw & Co	DK	Køb	534,0	8,4	48,1
Vestas Wind Systems	DK	Køb	387,5	9,0	62,3
Maskinindustri					
Alfa Laval	SE	Køb	425,0	3,7	37,5
Atlas Copco	SE	Hold	116,5	6,7	19,0
Cardo	SE	Hold	302,5	9,4	16,4
Kone	FI	n.a.			
Metso	FI	n.a.			
Munters	SE	Hold	106,0	6,4	6,7
Scania	SE	Sælg	168,0	19,5	47,3
SKF	SE	Hold	147,0	5,1	24,3
Tomra Systems	NO	Hold	49,1	3,9	14,2
Trelleborg	SE	Køb	215,0	10,5	31,1
Volvo	SE	Køb	144,5	21,2	59,4
Handel og distributører					
Brdr A&O Johansen	DK	Hold	1.780,0	0,0	7,2
DLH	DK	Hold	130,0	20,4	22,6
Solar A/S	DK	Køb	780,0	2,6	9,9
Sanistål	DK	Køb	1.230,0	7,0	43,0
Serviceselskaber					
Günnebo	SE	Hold	89,3	22,3	13,0
Securitas	SE	Hold	100,3	-2,0	-5,7
Securitas Systems	SE	Køb	24,9	-1,2	-10,1
Transport					
A. P. Møller - Maersk	DK	Hold	66.900,0	7,9	25,8
Broström	SE	Køb	150,0	4,7	0,0
DFDS	DK	Hold	747,0	-3,7	9,9
DSV	DK	Køb	114,0	8,2	10,5
Mols-Linien	DK	Køb	549,0	-2,0	15,1
SAS	DK	Køb	154,5	1,6	32,6
Torm	DK	Hold	209,5	8,1	13,2
Forbrugsgoder					
Bilkomponenter					
Varige forbrugsværer					
Bang & Olufsen	DK	Køb	722,0	-1,1	-0,8
BoConcept	DK	Køb	530,0	8,2	41,3
Ekornes	NO	Hold	138,5	-7,1	-3,2
Electrolux	SE	Hold	176,0	-4,4	50,5
Husqvarna	SE	Køb	104,0	13,2	28,8
Fritid					
PARKEN Sport & Entertainment A/S	DK	Sælg	1.865,0	-1,7	46,9
Royal Caribbean Cruises	NO	Køb	257,0	5,3	-0,8
Tekstil & Beklædning					
IC Companys	DK	Køb	340,0	2,4	-10,5
Medie					
Eniro	SE	Hold	89,5	5,0	-1,1
Metro International	SE	Sælg	8,0	3,3	-12,6
MTG	SE	Hold	403,5	4,4	-10,3

Sektor/selskab	Land	Anbefaling	Kurs 27.05.07	Kursændring i pct. Senest. md.	År til dato
Forbrugsgoder, fortsat					
Observer	SE	Sælg	31,9	8,9	-17,6
Schibsted	NO	Køb	297,0	9,6	33,2
Detailhandel					
Hennes & Mauritz	SE	Køb	439,0	1,6	26,9
Fødevarer					
Carlsberg	DK	Sælg	667,0	11,9	18,9
Cermaq	NO	Køb	104,0	-11,1	14,3
Danisco	DK	Køb	470,0	7,8	-2,3
EAC	DK	Hold	304,5	12,0	-3,6
Harboe	DK	Hold	224,0	3,7	-2,6
Orkla	NO	Køb	105,3	14,2	49,1
Marine Harvest	NO	Køb	6,4	-6,0	12,5
Royal Unibrew	DK	Hold	725,0	-3,3	-2,0
Sundhed					
Medico					
Coloplast	DK	Køb	481,0	2,3	-5,9
Getinge	SE	Køb	158,5	2,3	3,3
William Demant	DK	Køb	565,0	7,6	23,4
Biotechnologi					
ALK-Abelló	DK	Sælg	1.225,0	14,9	-13,1
Bavarian Nordic	DK	Køb	568,0	1,4	3,1
Genmab	DK	Køb	398,5	7,1	4,9
Curalogic	DK	Køb	19,3	17,7	20,6
LifeCycle Pharma	DK	Køb	57,0	8,6	1,8
NeuroSearch	DK	Køb	298,5	8,9	-7,2
Pharmexa	DK	Hold	18,7	6,3	6,9
Topotarget	DK	Hold	34,3	-3,9	-5,3
Medicin					
Lundbeck	DK	Hold	136,5	1,5	-12,4
Novo Nordisk		Køb	574,0	5,3	22,0
Finansielle selskaber					
Banker					
Amagerbanken	DK	Køb	378,0	-3,1	1,1
Danske Bank	DK	n.a.	245,0	-6,0	-2,4
DnB NOR	NO	Hold	81,4	-8,0	-8,0
Fionia Bank	DK	Hold	1.708,0	-2,4	6,8
Forstædernes Bank	DK	Stærk Køb	249,5	12,4	19,5
Jyske Bank	DK	Hold	426,0	-6,8	6,2
Nordea	SE	Køb	114,8	-1,2	8,8
Ringkjøbing Landbobank	DK	Køb	1.160,0	0,9	7,4
Roskilde Bank	DK	Sælg	631,0	-2,9	1,0
SEB	SE	Hold	226,0	-9,1	3,9
Spar Nord	DK	Sælg	137,5	-1,4	0,7
Svenska Handelsbanken	SE	Køb	201,5	-6,3	-4,1
Swedbank	SE	Sælg	249	-7,1	0,2
Sydbank	DK	Køb	305,0	-1,1	13,0
Vestjysk Bank	DK	Hold	318,0	0,0	1,6
Forsikring					
Alm. Brand	DK	Køb	392,0	-1,3	-2,0
Codan	DK	Køb	609,0	13,8	10,9
Sampo	FI	Køb	23,5	2,5	15,8
Topdanmark A/S	DK	Køb	1.040,0	-3,5	11,4
TrygVesta A/S	DK	Køb	467,0	0,1	8,2
Ejendomsselskaber					
Sjælsø Gruppen	DK	Køb	221,0	10,5	19,5
Informationsteknologi					
EDB Business Partner	NO	Sælg	52,8	-4,1	-4,5
Ementor	NO	Køb	49,8	-12,6	41,5
HiQ	SE	Sælg	39,0	9,6	-7,8
Simcon	SE	Køb	58,0	5,9	-15,0
Teleca	SE	Køb	28,9	17,0	3,6
TietoEnator	FI	Hold	23,3	3,6	-4,8
Software					
ORC Software	SE	Køb	184,5	0,3	58,4
Fast Search & Transfer	NO	Sælg	15,3	-1,9	-1,9
IBS	SE	Køb	24,0	-4,8	-8,4
ORC Software	SE	Køb	184,5	0,3	58,4
SimCorp	DK	Køb	1.284,0	14,5	-7,6
Stelelogic	FI	Køb	16,8	1,2	9,8
Kommunikationsudstyr					
Eltek	NO	Hold	57,3	-8,8	-7,3
Ericsson	SE	Køb	26,1	-0,4	-5,6
GN Store Nord	DK	Hold	65,5	4,0	-21,6
Nokia	FI	Hold	19,6	7,0	26,5
Tandberg ASA	NO	Hold	137,3	6,8	46,0
Thrane & Thrane	DK	Hold	320,0	9,6	2,1
Teleoperatører					
Elisa	FI	n.a.	21,3	-1,9	2,8
Tele2	SE	Hold	116,0	3,6	16,0
Telenor	NO	Hold	118,0	6,6	0,6
TeliaSonera	SE	Sælg	51,0	-17,7	-9,3
Forsyningsselskaber					
Elværker					
Fortum	FI	Køb	22,8	0,9	5,9

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

Disclosure

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

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

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