

INVESTERING

[JUNI 2008]

TEMA

STIGENDE GLOBALT ENERGIBEHOV ØGER FOKUS PÅ ALTERNATIV ENERGI

Temainvesteringer med kapitalgaranti
– Banker, BRIK-lande, Råvarer, S&P 500

Modvind på aktiemarkedet

Rom-klubben fik ret før tiden

Danske Bank

03	MAÑANA
04	STIGENDE GLOBALT ENERGIBEHOV ØGER FOKUS PÅ ALTERNATIV ENERGI
14	KØB SOL MED BESKYTTELSESAKTOR
16	FINANSKRISEN ER AFTAGENDE – MEN INFLATIONEN TRUER
17	AKTUELLE OBLIGATIONSANBEFALINGER
18	AKTIEANBEFALINGER – SCHNEIDER ELECTRIC, H&M, CONOCOPHILIPS, SWEDISH MATCH
20	MODVIND PÅ AKTIEMARKEDET
22	TEMAINVESTETERINGER MED KAPITALGARANTI
26	INFLATIONSTRUSLEN I EMERGING MARKETS
27	KORT NYT
30	ROM-KLUBBEN FIK RET FØR TIDEN
33	EMISSION MED FORTEGNINGSRET I CARLSBERG
33	SELVANGIVELSEN 2007 SAMT ÆNDRING AF ÅRSOPGØRELSEN
34	SKATTENEDSLAG FOR SENIORER
36	NATIONALØKONOMI FOR ALLE: DYRE DRENGE MED EN VIGTIG OPGAVE
37	MODELORTEFØLJER FOR OBLIGATIONER
38	TEMPERATURER I VERDENØKONOMIEN
39	AKTIEOVERSIGT

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

Udgiver: Danske Bank

Holmens Kanal 2-12 · 1092 København K

Telefon 33 44 00 00

SWIFT: DABADKKK

www.danskebank.dk/kontakt

Redaktion: Niels Adelmark (ansvarshavende)

og redaktør Flemming Østergaard.

Redaktion afsluttet den 10. juni 2008

Grafisk design og produktion: Datagraf

Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri

Forside: Getty Images

TEMA STIGENDE GLOBALT ENERGIBEHOV ØGER FOKUS PÅ ALTERNATIV ENERGI

Investering, nyheder og analyser i Netbanken

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

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

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

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

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

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

Mañana

I dele af Latinamerika har man en tendens til at sige *mañana*, når der er ting, der skal ordnes, men som ikke er livsnødvendige. *Mañana*. I morgen.

Det har vi i den rige del af verden ofte rystet lidt på hovedet over. Men sandheden er, at vi i mange år har haft en *mañana*-holdning til fx vores levevis. Forbrugsmodellen i de udviklede lande indebærer et enormt ressourceforbrug med mange og store miljømæssige skadevirkninger.

I dag er vi i en situation, hvor vi skal til at betale for mange års *mañana*. Især igennem det seneste år er en række globale flaskehalse pludselig vokset frem. Det gælder den truende fødevarerangel, de eksplosivt voksende råvarepriser, global vandmangel, og ikke mindst de tegn på klimaforandringer, der er observeret gennem de seneste mange år.

Hvor mange penge det vil koste at gøre noget ved den globale opvarmning, er der delte meninger om. Men man kan jo starte med at spørge sig selv, hvilken værdi man tillægger det, at de kommende generationer vokser op i et stabilt klima – frem for et med flere hedeølger, orkaner, oversvømmelser, tørker, ændrede regnmønstre, ændrede økosystemer, øget udbredelse af tropiske sygdomme, millionflugt fra hårdt ramte regioner – og mange døde mennesker.

Denne værdi af fremtidige generationers velbefindende og omkostningerne ved skadevirkningerne af global opvarmning har økonomerne vanskeligt ved at kvantificere. Nicholas Stern,

økonomen, der udarbejdede en detaljeret rapport for den britiske regering om de økonomiske perspektiver af den globale opvarmning, satte den fremtidige værdi af klodens klima og de klimatiske skadevirkninger højt, da han anvendte en diskonteringsrente på 1,4 pct. Mens professor William Nordhaus på Yale University (der har sine tilhængere, især i USA) sætter den lavt med en diskonteringsrente på 6 pct. I praksis betyder det, at Stern argumenterer for, at der skal bruges mange penge nu og de næste 50 år for til gengæld at opnå en stabilisering af klimaet, som er en enorm global samfundsmæssig gevinst på sigt. Mens Nordhaus' beregninger siger, at det ikke er umagen værd at gøre noget ved sagen i større omfang.

I virkeligheden behøver man ikke gøre det så kompliceret. Det handler i bund og grund om, at sikre en bæredygtig udvikling, så planeten også kan bære ni mia. mennesker i 2050.

Men faktisk er vi nået dertil, hvor udvikling af alternativ energi ikke længere kun er et spørgsmål om moralsk ansvarlighed over for fremtidige generationer. Verden kommer nemlig til at mangle energi, og det økonomiske incitament til udvikling af teknologien bag alternative energikilder og øget energieffektivitet er stærkere end nogensinde. Verdens olieproduktion har formentlig toppet, selv om man har fundet nye, men vanskeligt tilgængelige oliereserver. Og olie, gas og kul er ikke nok til at dække verdens hastigt voksende energibehov. Udvikling af alternativer er

ganske enkelt nødvendige for at undgå en situation, hvor prisen på energi bliver så høj, at den fører verden ud i permanent lavvækst og geopolitiske konflikter. Bolden er derfor spillet over til politikerne og i særdeleshed erhvervslivet, hvis innovationsevner man ikke skal undervurdere.

Vi sætter i dette nummer særlig fokus på den globale opvarmning og klodens stigende energibehov – og de muligheder, der er for at imødegå problemerne. Det bliver først og fremmest nye teknologier, implementeret hurtigt og i en global skala, der skal sikre den fremtidige energiforsyning og samtidig afbøde de værste skadevirkninger af klimaændringerne. Det handler om de teknologier, der har med alternative energikilder at gøre, udvikling af selve energiinfrastrukturen, et højere niveau for energieffektiviteten, eldrevne biler og et langt bedre elnet, der optimerer fordelingen af elektricitet.

Velkommen til transformationen af det oliebaseerede samfund. Der er ingen vej udenom.



Stigende globalt energibehov øger fokus på
alternativ energi





På Goldman Sachs' tredje energikonference var der blandt deltagerne udbredt enighed om, at alternativ energi er et vækstområde, der ikke nødvendigvis går hånd i hånd med de makro-økonomiske tendenser. Klimaforandringer kombineret med et stærkt stigende globalt energibehov vurderes at generere nogle af de mest attraktive nye forretningsmuligheder i det 21. århundrede.

Holdningen til alternativ energi blandt befolkninger, politikere og finansielle markeder har ændret sig markant siden starten af 2006, hvor USA's præsident Bush lancerede en ambitiøs energiplan for USA, der bl.a. ved anvendelse af alternative energikilder senest i 2025 skal have frigjort landet for afhængighed af olieimport fra Mellemøsten.

Afgørende for en stærkere fokus på alternativer til de fossile brændstoffer har ikke mindst været de mange målinger og observationer af klimaforandringer og ændrede økosystemer, som i 2007 kulminerede med rapporten fra FN's klimapanel IPCC, baseret på data fra over 2500 klimaforskere m.v. over hele kloden siden 2002.

Rapporten konkluderede, at de menneskelige udledninger af drivhusgasser, især CO₂, med 90 pct. sikkerhed medfører en global temperaturstigning, hvis konsekvenser kan blive katastrofale, hvis udledningen fortsætter uhindret.

Det har også været stimulerende for de politiske tiltag på globalt plan, at den britiske økonom, Nicholas Stern og hans analysegruppe, i en rapport for den britiske regering samme år, præsenterede de første omfattende beregninger af, hvad det vil koste for verdenssamfundet at foretage de nødvendige tilpasninger for at bremse den globale opvarmning – og hvad det koster i sidste ende, såfremt vi ikke gør noget.

Men størst betydning for den stigende fokus på emnet har muligvis slet ikke været bekymring for den globale opvarmning og de konsekvenser, den måtte medføre. Det handler mere banalt om, at verdens energibehov er stærkt stigende og udbudet af fossile brændstoffer, selv med store investeringer i bl.a. oliesektoren over de kommende år, med al sandsynlighed ikke vil være i stand til at følge med.

De seneste skøn peger på, at verdens energiforbrug – især som følge af udviklingsøkonomiernes hastige fremmarch – i 2030 vil være 50 pct. højere end i dag, og skulle olie alene dække en sådan vækst i efterspørgselen, ville det kræve for-





Lars Skovgaard Andersen, Senior Equity Adviser,
Group Wealth Management, Danske Capital



René Stentoft, Afdelingschef,
Group Wealth Management, Danske Capital

øgelse af den globale olieforsyning svarende til et nyt Saudi-Arabien hvert syvende år.

Med andre ord: Hvad enten man tror på menneskeskabte klimaforandringer eller ej, så er der et meget stærkt økonomisk incitament for at udvikle alternative energikilder og øge energieffektiviteten.

Dette har medvirket til for alvor at sætte gang i både forskningen, omfanget af nystartede virksomheder inden for alternativ energi og de finansielle markeder. Og det har fået også de store finanshuse, investeringsbanker og venturefonde til at fokusere på branchens enorme vækst- og indtjeningsmuligheder.

Energikonference i New York

Allerede i foråret 2006 tog Danske Bank emnet om global opvarmning og alternativ energi op og fremhævede de store vækst- og investeringsmuligheder, mens selv de største investeringsbanker på globalt plan har været mere langsomme i optrækket.

I dag er også finansverdenens tunge drenge stærkt fokuserede på de vækstmuligheder, der ligger i en transformation af menneskets oliebaserede samfund.

Heriblandt Goldman Sachs, der netop har afholdt en konference om emnet i New York. Danske Bank havde to udsendte medarbejdere på konferencen, Chief Dealer René Stentoft og Senior Equity Advisor, Lars Skovgaard Andersen.

»Der var rift om stolene på konferencen, der var den 3. i rækken afholdt af Goldman Sachs. En god indikator for den øgede interesse kan man som udgangspunkt finde i det stigende deltagerantal gennem de tre konferencer. Det første år var der blot et par hundrede deltagere, i 2007 var deltagerantallet oppe på 600, og i år var der tilmeldt 1.000 deltagere fra hele verden,« siger René Stentoft, der er afdelingschef for det team, der på aktiesiden er det faglige bagland for bankens investeringsrådgivere.

Deltagerskaren var en blanding af aktieanalytikere, videnskabsfolk, politikere, fondsforvaltere og naturligvis folk med forskelligartet tilhør i energisektoren, der gav et rigtig godt billede af, at interessen for emnet er stærkt tiltagende.

Energikrisen har vakt amerikanernes interesse

Debatten om klimaforandringerne har hidtil ikke været nok til at vække interesse fra den brede amerikanske befolkning. Det har derimod den eksplosive udvikling i priserne på olie og kul inden for det seneste halve år – og seneste prognoser.

For blot 2-3 år siden havde vi en oliepris på 50 dollars pr. tønde. I dag er vi over 130, og Goldman Sachs har i en nylig analyse spået, at vi sandsynligvis vil nå en pris på 150-200 dollars inden for de kommende 6-24 måneder. Flere andre store finanshuse har justeret deres prognoser i samme retning.

»Rent politisk blæser der også nye vinde, som understøtter den alternative energi. De amerikanske politikere har brugt de senere år på at diskutere, om der er et reelt klimaproblem. Det er man så kommet frem til, at der er, og nu er der klare tegn på, at man vil tage yderligere fat fra den kant. Men det vil give store udfordringer for Det Hvide Hus. Olieafhængighed er et »nationalt sikkerhedstema«, og der er tradition for, at de store amerikanske olie giganter har stor en finansieringsrolle bag det politiske spil, og at lobbyismen her trives på højt plan,« siger René Stentoft.

Udsigt til øgede investeringer

Han mener, at vi vil opleve massivt øgede investeringer i alternativ energi.

»Der er ingen tvivl om, at flere og flere investorøjne rettes mod de forretningsmæssige muligheder, som alternativ energi indebærer. Det er nærmest et uendeligt univers med idéer og projekter inden for dette område, og vi vil fremover fortsat opleve en tiltagende markedsinteresse og søgen efter at være med i jagten på fremtidens energikilder og herved få andel i den fremtidige værdiskabelse. Vi har haft stor fokus på emnet gennem de senere år, og som et naturligt element i vores løbende opdatering var konferencen i New York en oplagt mulighed for at få en fornemmelse af, hvad der fra politisk side er fokus på, samt ikke mindst med egne øjne og ører at konstatere, at

de store internationale investorer har travlt med at øge indsigt og viden om emnet og identificere de forretningsmæssige muligheder forud for øgede investeringer,« påpeger René Stentoft.

Paneldiskussion

Konferencen foregik som en paneldiskussion med udvalgte eksperter om forskellige delelementer af alternativ energi. Blandt deltagerne var repræsentanter for vindmølleproducenter/underleverandører, solcelleproducenter/underleverandører, forsyningsselskaber, vindfarme og producenter af Smart Grids og biobrændsel.

Overordnet set var der enighed om, at vi står over for et gigantisk vækstområde. Faktisk var konklusionen, at klimaændringer repræsenterer de største nye forretningsmuligheder i det 21. århundrede.

Og vi er kun lige begyndt, fordi det hidtil er gået langsomt af flere årsager. For det første er den aktuelle miljømæssige situation uden fortilfælde – og det-

te forveksles af mange mennesker med, at det dermed er usandsynligt. For det andet har teknologien gjort det lettere at udvinde energi af ikke-vedvarende energikilder, så vi overser de miljømæssige implikationer. Og for det tredje, kortsigtet fokus i forretningsplanlægning, investeringsanalyser og politik har skabt en illusion af, at der ikke er noget i vejen på lang sigt.

Forsigtighed tilrådes

De gode argumenter for investering i alternativ energi er åbenlyse for investorer. Men man skal være forsigtig.

«Investering i alternativ energi er forbundet med relativt stor risiko. Det er selskaber, der er meget følsomme over for skift i markedsstemningen, over for udsigt til recession og olieprisfald m.v. Desuden er der mange konkurrenter i markedet, og når vi taler om relativt umodne teknologier bag fx biobrændsel og solenergi, kan nye teknologiske gennembrud komme fra en uventet kant og ændre billedet dra-

stisk. Man bør ikke entydigt satse på en enkelt teknologi men sprede sig over flere samt flere forskellige led i værdikæden,« understreger René Stentoft.

Der er således mange andre muligheder end energiteknologierne i sig selv. Eksempelvis det netværk, der skal transportere strømmen fra de nye kilder. Der er behov for et Smart Grid – et »klogt elnet«.

En vigtig driver bag den store og stadig stigende fokus på alternativ energi er som før nævnt nemlig ikke bare klimaforandringer. Det er i lige så høj grad, at verdens energibehov vokser så hurtigt, at man med de nuværende traditionelle energikilder ganske enkelt ikke kan følge med.

Verden kommer til at mangle strøm, hvis ikke man i de nærmeste år får sat en masse nye tiltag i gang.

Derfor er der også udsigt til massive investeringer i byggeri af A-kraftværker, solcellefabrikker osv. – kort sagt bygnin- ger og infrastruktur i meget stor skala.

Effektivitet

Udviklingen af teknologier til udnyttelse af alternative energikilder foregår intenst i bestræbelserne på at reducere udledningen af drivhusgasser. En anden løsning ligger lige for. Nemlig en mere effektiv udnyttelse af energien.

Det Internationale Energiagentur, IEA, der er en slags tænketank inden for energiens verden, har i deres mest optimistiske fremtidsscenario taget udgangspunkt i, at energieffektivitet vil sørge for 2/3 af den forventede reduktion af drivhusgasser.

Og forskningsafdelingen hos det globale konsulenthus, McKinsey Global Institute, har estimeret, at bedre energieffektivitet vil kunne bringe verden halvvejs mod det mål, som er fremhævet af klimaforskerne. McKinsey begrundet optimismen med, at i modsætning til de fleste andre tiltag til reduktion af drivhusgasser, så vil en global fokus på energieffektivitet faktisk være profitabel. De tiltag, som beregninger-

ne har taget udgangspunkt i, er baseret på eksisterende teknologier, og estimeres at kunne genere et årligt afkast på 17 pct. og et minimum på 10 pct.

IPCC, FN's klimapanel, har lavet tilsvarende beregninger, og estimerer at energieffektiviserende investeringer i fx Storbritannien og Grækenland vil kunne reducere disse landes udledninger med hhv. 20 og 25 pct.

Med andre ord: Store investeringer i energieffektivitet vil mere end betale for sig selv, og det vil ske relativt hurtigt. På globalt plan mener McKinsey, at investeringsbehovet vil være 170 mia. dollars årligt indtil 2020 – men det er faktisk kun 1,6 pct. af det beløb, der årligt anvendes på faste investeringer.

Bedre energieffektivitet kan i sagens natur opnås mange steder. Det gælder bedre isolering af bygninger, reduktion og optimering af varmemeforbruget, øget brug af offentlige transportmidler,

mere brændstoføkonomiske biler, hybridbiler som bl.a. udnytter kinetisk energi ved opbremsning m.v.

Philips (sparepærer), *Toyota* (GS, Køb) og *Honda* (GS, Neutral) (brændstoføkonomiske biler, hybridbiler) er eksempler på selskaber, der i større eller mindre omfang beskæftiger sig med energieffektivisering. Mere specialiseret er et selskab som *Rockwool* (DE, Hold) der laver isoleringsmateriale. Og *St. Gobain* (GS, Neutral), der er et clean tech-selskab med en bred produktvifte. *Compagnie de St. Gobain* er faktisk verdens største producent af isoleringsmaterialer, der spænder vidt over forskellige glasprodukter, keramik, isolering, plastic, og byggematerialer som tagbelægning, murbeklædning m.v.

Blandt de andre oplagte muligheder for at øge energieffektiviteten er at optimere strømforbruget. Her kommer *Smart Grid* ind i billedet.





» Statslige energisubsidier er firdoblet i 2007. I dag er 25 pct. af verdens olieforbrug subsidieret.

Smart grid

Alternativ energi og energiforsyningen generelt er i dag tilsluttet et netværk, hvorigennem strømmen sendes til forbrugerne. Men systemet i dag er forældet og formår ikke at dække det faktiske elbehov på optimal vis. Og desuden er det ikke gearet til at håndtere den ujævne strømforsyning fra alternative energikilder som fx vind og sol.

Det skal der laves om på. Både i USA, Europa og en lang række lande verden over er der over de kommende år planlagt en storstilet implementering af *Smart Grid* – det »kloge elnet«.

»Smart Grid blev der talt meget om på konferencen. Et sådant system vil for det første give forsyningsselskaberne digital kontrol over elnettet og mulighed for at omdirigere strømmen. Dels vil det optimere fordelingen af strømmen i forhold til behovet, dels vil det resultere i, at nedbrud af elnettet undgås i fremtiden eller i hvert fald minimeres. Systemet vil konstant overvåge sin egen tilstand og slå alarm, hvis noget går galt – og derefter selv automatisk sørge for de udbedringer, der skal forhindre, at en

krisesituation løber løbsk,« siger Lars Skovgaard Andersen.

For forbrugerne og erhvervslivet er det også en stor fordel. Man vil kunne se hvilke priser, der er på strømmen fra forskellige udbydere og vælge frit. Lige som man også vil kunne se, hvilken strøm, der kommer fra vedvarende energikilder, og vælge om man vil købe den – på et hvilket som helst tidspunkt af døgnet.

En række forsyningsselskaber i USA har allerede i det seneste halve år øget investeringerne i Smart Grid. Fokus på el-nettet og effektiviteten er sat i gang i nogle stater, mens den amerikanske regering har bedt de øvrige stater om inden for 18 mdr. at komme med deres bud på, hvad de vil gøre for at gøre el-nettet mere effektivt.

»Implementering af Smart Grid i USA og mange andre lande verden over vil indebære enorme investeringer, og det er derfor naturligt at kaste blikket på selskaber, der beskæftiger sig med dette i en eller anden form,« understreger Lars Skovgaard Andersen.

Comverge (GS, Køb) er et sådant selskab. Comverge, et mindre selskab, der er blandt de førende i branchen, beskæftiger sig med mange elementer inden for Smart Grid såsom intelligente termostater, måleinstrumenter, automatiserede energistyringssystemer til både husholdninger og industrien.

Sempre Energy er et forsyningsselskab, der er langt i opbygningen af et Smart Grid, for at kunne være klar til at levere strøm til rene elbiler samt næste generation af hybridbiler, plug-in hybridbiler, hvor elkraft er en del af brændstoffet.

Det skal dog tilføjes, at ved at foretage investeringer i Smart Grid er man tidligt ude. Udvikling og implementering af Smart Grid i stor skala vil tage lang tid, og det er vanskeligt at sige, hvilke teknologier og selskaber, der løber af med sejren. Men forventningerne til Smart Grid er meget store og derfor kan det ikke udelukkes, at der på kort sigt er basis for massive kursstigninger i de selskaber, der er relateret til Smart Grid.

Energiinfrastruktur

Ud over det helt åbenlyse i at spare på energien, retter fokus sig i stigende grad mod udbygning af vores »rygrad« inden for energifrembringelse: Energiinfrastrukturen.

»Smart Grid bliver en integreret del af infrastrukturen, når den implementeres i de kommende år. Derudover handler udbygning af energiinfrastrukturen om selve bygningen af A-kraftværker, gas/olieraffinaderier, kulskraftværker, solcellefabrikker, udbygning af el-nettet for at kunne klare højere belastning og eller for at forbinde nye energikilder med forsyningsselskaber. De fleste relevante selskaber at koncentrere sig om i den forbindelse finder vi

blandt ingeniør- og byggevirksomheder,« siger Lars Skovgaard Andersen, der ser meget store vækstmuligheder i energiinfrastruktur i de kommende år.

Det er ikke noget nyt fænomen, at netop denne type selskaber har det godt, når råvarepriserne stiger. Disse selskaber stiger typisk i kurs, når råvarepriserne er i anden halvdel af sin cyklus, da indtjeningen i denne periode vokser kraftigt i takt med, at råvareproduktionskapaciteten søges udvidet via massive investeringer.

Af anbefalede selskaber i det amerikanske marked kan nævnes *Jacobs Engineering* (GS, Køb) og *Toshiba* (GS, Køb). Goldman Sachs' førstevalg er Ja-

cobs Engineering. Selskabet har i GS' vurdering den bedste trackrecord og bedste ledelse.

Shaw Group (GS, Neutral) er om nogen endnu bedre eksponeret, men har desværre for dem en knap så god ledelse og har skuffet for mange gange til, at GS kan give selskabet topkarakter. Omvendt er det et af de reneste spil inden for energiinfrastruktur suppleret med A-kraft eksponering via en 20% ejerandel af A-kraftentreprenøren Westinghouse (Toshiba ejer de sidste 80%), og derfor får den aktuelt en Neutral-anbefaling af GS.

Elektriske biler og batterier

Nu er der gået over 20 år siden den danske »Ellert«, så dagens lys, men der er stadig et stykke vej endnu, før den elektriske bil for alvor slår igennem. Sammenlignet med computerchips, der i mange år har fordoblet deres ydeevne hvert andet år, så har fremskridtene inden for batteriudvikling nemlig været langt mere beskedne. Men der er grund til optimisme i og med, at fokus er skiftet. Teknologien spås en meget hastig udvikling i de nærmeste år i takt med den enorme mængde af risikovillig kapital, der tilflyder alle initiativer, som er baseret på alternativer til fossile brændstoffer.

Unoterede *Tesla Motors* har forelø-

big taget teten med en bil, der kan accelerere fra 0 til 100 km/t på fire sekunder. Tesla Roadster's aktionsradius er 350 km på en enkelt opladning. Med en pris på 110.000 USD i USA er den endnu ikke interessant for den gennemsnitlige amerikaner – eller danskerne, selv om elbiler foreløbig slipper for registreringsafgift.

Tesla Motors er blandt de førende i branchen, men udsigten til den elbil fra selskabet, der kunne blive folkeeje, afhænger i høj grad af, om batteriproducenterne formår at udvikle mere effektive batterier.

Det er en vanskelig opgave. Men der forskes heftigt i batterier disse år, og

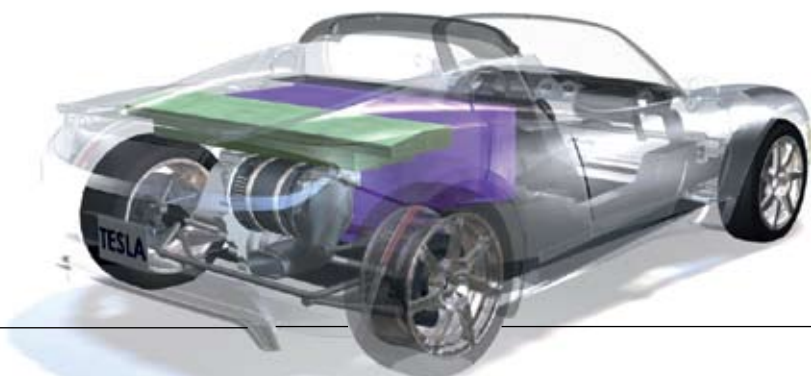
når løsningen er der, så har de elektriske biler det afgørende fundament for en eksplosiv vækst.

Både *Toyota* (GS, Køb) og *General Motors* (GS, Neutral) har planer om at lancere Hybrid Plug-in biler fra 2010. Dvs. biler, som udover at kunne køre på fossile brændstoffer og udnytte den kinetiske energi ved opbremsning, også vil kunne lades op med strøm, så en vis aktionsradius bliver mulig med el som drivkraft alene.

Ekspllosionen i mobiltelefoner har i vid udstrækning nydt godt af lithium-ion batterier, og disse spås nu en stor fremtid i bilerne også. Således bruges der i dag flere forskningspenge på lithium-ion batterier end på resten af batteriforskningen.

Lithium-ion batterierne findes i forskellige varianter hos forskellige producenter, og det er endnu svært at sige, hvilke der løber af med sejren, da hver især har sine egne problemer. Toyota er i gang med sin egen udvikling af batterier i samarbejde med *Matsushita* (GS, Neutral), men ønsker ikke at oplyse,

»



hvilken kemisk variant, der benyttes. GM tester batterier fra både *A123 Systems* og *Compact Power* for bilen Chevy Volt – en bil, der snart introduceres på markedet med en aktionsradius på 40 miles og en lille forbrændingsmotor, som genoplader batteriet, når det er nødvendigt. Chevy Volt forventes masseproduceret sent i 2010 – hvilket af eksperter vurderes som ambitiøst og lidt af en satsning, da balancen mellem succes og fiasko i høj grad afgøres af batterierne.

Der er endnu et stykke vej, før det perfekte batteri er fundet. Men når det sker, vil batterivirkomhederne og hele branchen med elektriske biler stå over for en vækstmæssig eksplosion.

Og udfordringen med batterier er en opgave, som ikke kun bilbranchen er interesseret i at løse. Det er eksempelvis også hele industrien omkring alternativ energi, da man i dag har det problem, at det er svært at gemme overskudsstrøm på batterierne. Normalt leveres 20-25 pct. af Danmarks samlede elforsyning af vindkraft, men på dage med særlig meget blæst er det over 100 pct. Og det der er over 100 pct., må vi sende videre til vore naboer – billigt eller nogle gange gratis.

DONG har indgået samarbejde om elbiler

Men elbilens fremtid afhænger ikke kun af batterierne. En betydelig modvilje mod elbilen hænger også sammen med, at man selv med et opladet batteri og en aktionsradius på 200-300 km i nogle af de bedste elbiler på markedet har en åbenlys risiko for at »løbe tør«. For en bilejer, der er vant til, at man altid kan finde en tankstation, hvis man er ved at løbe tør for benzin, så er det svært at vænne sig til elbilen med de forhold, der er i dag. I dag skal man hele tiden have overblik over, hvor meget strøm, der er på batterierne, og med en opladningstid på ad-



Den israelske erhvervsmand, Shai Agassi, står bag et projekt, hvis vision er - i første omgang - at bilparken i Israel og Danmark skal bestå af elbiler. Strømmen skal leveres af hhv. sol og vind.

skillige timer betyder det, at handlefriheden med en elbil er begrænset.

Før elbilen slår igennem, selv med den bedste batteriteknologi til rådighed, så skal der være lige så rig mulighed for at tanke elbilen som benzinbilen. Og selve optankningen skal foregå lige så hurtigt. Den problemstilling har den israelske erhvervsmand Shai Agassi funderet over, og det var baggrunden for, at han i 2007 forlod en topstilling i softwareselskabet SAP for at grundlægge *Project Better Place*.

Projektets vision er, at forureningsfrie elbiler skal erstatte benzin- og dieselslugerne, og strømmen hertil skal komme fra vedvarende energikilder. Og den helt vitale del af projektet er, at der skal etableres et bredt net af stationer, hvor man enten kan oplade sine batterier eller bytte sit flade batteri ud med et fuldt opladet.

Det er netop mangelen på et sådant netværk, der for alvor har hindret erhvervslivet i at udvikle elbiler i stor skala. Som Shai Agassi udtaler til Politiken, ville elbiler uden et netværk af opladningsmuligheder og batteriombytningsstationer svare til, at man har en mobiltelefon, men ikke nogen bagvedliggende infrastruktur med kommunikationssatellitter og antenner.

Den israelske præsident Shimon Peres fik nys om Agassi og hans visioner i 2006 og introducerede ham for bl.a. ministerpræsidenten Olmert, der lovede, at Israel ville være foregangsland. Forud for World Economic Forum i 2007 sendte Shimon Peres invitationer til topcheferne for de fem største selskaber i bilindustrien. Kun præsidenten for Renault-Nissan, Carlos Ghosn,

var positiv og indstillet på at gøre visionerne til virkelighed.

I marts i år kunne danske DONG så meddele, at det var blevet hovedpartner i projektet, som skal udbrede de forureningsfrie biler i både Danmark og Israel. I Israel skal strømmen komme fra solenergi og i Danmark fra vindmøller.

Det er planen, at Project Better Place skal levere den infrastruktur, som sikrer opladning og batteriombytning på stationer jævnt fordelt over hele Danmark. DONG skal levere den grønne strøm. Nissan har sammen med NEC i Japan udviklet den avancerede lithium-ion batteripakke, der indgår i elbilen – som leveres af Renault-Nissan til salg på det danske marked omkring 2010-11.

Elbillisterne skal så leje batteriet af DONG, og får derefter mulighed for at bytte batteriet eller oplade det på stationerne rundt omkring. En udskiftning af batteriet tager kun to minutter.

»Med projektet håber vi at yde et væsentligt bidrag til at reducere CO₂-udslippet fra den danske vognpark. Vi får samtidig en hel ny mulighed for at lagre den ustabile elproduktion fra vindmøllerne, da elbilerne typisk vil blive opladet om natten, hvor udnyttelsen af energiproduktionen er lav,« udtalte administrerende direktør i DONG Energy, Anders Eldrup, i forbindelse med præsentationen af aftalen.

En af grundene til, at Danmark blev valgt som samarbejdspartner i projektet er dels vores store produktion af vindenergi, dels at introduktion af elbiler indtil videre støttes af regeringen med 0% i registreringsafgift.



Solenergi

Solenergi spås en meget stor fremtid, men branchens udfordring er stadig at lave solceller, der er effektive nok. Men der er utrolig stor fokus på emnet, og næsten hver uge rapporteres om nye markante fremskridt i laboratorierne verden over, ikke mindst i USA. Verdens førende og mest veletablerede solcellefabrikanter findes i Japan og Tyskland, men i USA har erhvervslivet lugtet guld. Der er omkring 120 selskaber i USA, og heraf ligger de 70 i Silicon Valley, som allerede har fået kælenavnet Solar Valley.

Ikke desto mindre har den amerikanske finansverdens fokus på selskaberne hidtil været begrænset, men nu er de ved at vågne op til dåd.

First Solar (GS, Køb) og *Sunpower* (GS, Køb) har begge en unik teknik, der gør dem så konkurrencedygtige, at el produceret af deres solsystemer om kort tid forventes, at nå samme prisniveau som traditionelt frembragt el fra kraftværkerne.

First Solar bruger »thin film«-teknikken til deres solceller. Sådanne solceller er lidt mindre effektive end traditionelle solceller, men til gengæld er de langt billigere, da de kun anvender omkring 1 pct. af den mængde silicium, der bruges i de traditionelle. Polysilicium er en knap ressource og vil ifølge branchen selv være det nogle år frem. Dette har ført til, at flere selska-

ber køber producenter af polysilicium for at sikre deres forsyning af den vigtige råvare.

Sunpower bruger mere polysilicium, og burde derfor ikke være lige så interessant som *First Solar*, men selskabet har en teknik, der gør cellen meget effektiv, og derfor optager de meget mindre plads end fx »tynd film«-cellerne. Ser man derfor på, hvor meget et opsat og tilsluttet system baseret på Sunpowers teknologi, så er Sunpowers celler lige så billige som *First Solar*'s.

Som de forgående tre år forventer GS i øvrigt faldende priser på silicium, og dette bør derfor være ekstra interessant for en aktie som Sunpower når/hvis det sker.

Suntech (GS, Køb), som er et kinesisk solcelle selskab, har for at spare på de knappe resurser (menneskelig arbejdskraft) investeret i automatisering. Selskabet har derudover købt op i siliciumproducenter. *Suntech* har en stærk tilstedeværelse i Fjern- og Mellemøsten og bliver særlig fremhævet af Goldman Sachs i relation til Mellemøsten.

Når det regner på præsten, drypper det på degnen, og solcelleunderleverandørerne kan melde om gode tider. Det gælder eksempelvis *Meyer Burger* (GS, Køb), hvis tillid til sektorens potentiale afspejler sig i ledelsens optimistiske retningslinjer for årets salg, indtjening og vækst.

Risiciene ved investeringer i selskaber relateret til solenergi er, at det er en så relativt umoden teknologi, at man endnu ikke kan sige med sikkerhed, hvilken teknologi, der bliver den dominerende.

Thin film er en lovende teknologi. En anden går på celler, der udnytter et større spektrum af lyset. Også her er der særdeles lovende resultater, men som så mange andre af de lovende resultater, der jævnligt bliver præsenteret, er der foreløbig kun tale om laboratorieforsøg.

Det er derfor endnu for tidligt at sige, hvilken teknologi, der løber af med sejren i stor kommerciel skala. Foreløbig er *First Solar* og *Sunpower* blandt de absolut stærkeste i branchen, da de netop har udviklet teknologier, der er økonomisk bæredygtige i stor skala.

Investering i selskaber relateret til solenergi kan kun anbefales kunder, der er helt klar over risikoen i de særdeles volatile aktier. Netop pga. risikoen for, at det enkelte selskabs teknologi overhales af andre, bør man sprede sig over flere selskaber med forskellige teknologier. Vi anbefaler en kurv af *First Solar*, *Sunpower*, *Meyer Burger* og/eller *Suntech*. Ønsker man ikke eksponering i solenergiaktier via direkte aktienvesteringer er optioner en mulighed (se s. 14-15).

»

» Verdens energibehov vil stige med 50 pct. frem mod 2030. Heraf vil Emerging Markets tegne sig for 74 pct. af stigningen.

Atomkraft

Atomkraft er med de nuværende priser på fossile brændstoffer konkurrencedygtig, og er præget af høj kapacitet – vigtige faktorer i en verden, hvor energibehovet ventes at stige med 50 pct. over de næste 20 år.

Der var udbredt enighed på konferencen om, at man er tvunget til at imødegå det stigende energibehov og den globale opvarmning med mere atomkraft. USA halter på den front efter flere andre lande i udbygningsplanerne. Således er nye kraftværker under udvikling i både Europa og Asien, og annonceringen af nye kontrakter begynder også at dukke op i lande som Sydafrika. USA får i dag dækket 20 pct. af sin elforsyning med A-kraft, og hvis den andel skal fastholdes, kræver det etablering af 20-30 nye kraftværker over de næste 10-15 år (der er ikke bygget et nyt siden 1989). Se tidligere afsnit om energiinfrastruktur.

Verden som helhed får dækket 16 pct. af elbehovet via A-kraft, men for at kunne følge med stigningen i den globale efterspørgsel efter strøm kræves det, at A-kraft tegner sig for en andel på 25 pct.

Der er med andre ord lagt op til massive investeringer i A-kraft de kommende år, og det vil påvirke hele værdikæden i branchen lige fra leverandører af komponenter til uranproducenterne.

Af interessante selskaber i sektoren kan nævnes forsyningsselskaber, som har erfaring med og til stadighed udvikler alternativ energi, da de har en markant fordel i fremtidens energimarked. Det gælder fx det finske forsyningsselskab *Fortum* (DE, Køb), der udover kulkraft og vandkraft også producerer en betydelig mængde af sin energi via A-kraft – baseret på en teknologi, der på konferencen blev fremhævet som den bedste i branchen.

British Energy (GS, Køb) er Storbritanniens største energiproducent med otte atomkraftværker, der har en kapacitet 10.000 MW. I tillæg hertil har selskabets elværk, der kører på kul, en kapacitet på 1.960 MW. Dermed dækker selskabet godt og vel en sjettedel af Storbritanniens samlede energiforbrug.

Franske *EDF Energies Nouvelle* (GS, Køb) er Europas største producent af el via A-kraft.

Exelon Corporation (GS, Conviction Buy) er et amerikansk forsyningsselskab, der arbejder med energieffektivitet, vandenergi, vind- og solenergi og er USA's største producent af el via A-kraft. 60 pct. af selskabets energi produceres af A-kraft. Exelon er blevet opjusteret af GS og to andre store finanskure på det seneste.

»Det spiller i den forbindelse utvivlsomt en rolle, at den amerikanske kongres senere i denne måned skal debattere et lovforslag (Liebermann-Warner, red.) som bl.a. handler om, at industrien og kraftværkerne skal pålægges kraftige restriktioner omkring udledningen af CO₂. Sandsynligheden taler dog for, at lovforslaget bliver afvist, men på et tidspunkt bliver det vedtaget, og vi får et kvotesystem i USA, der minder om det europæiske. Det vil betyde, at de forsyningsselskaber, hvis energiproduktion i stor udstrækning baserer sig på CO₂-neutrale kilder som fx atomkraft, vind, vand og sol, vil stå stærkt. Og det gælder i særdeleshed Exelon, som leverer størstedelen af sin energi fra energikilder, der ikke udleder CO₂,« siger Lars Skovgaard Andersen.



» USA producerer 8 mio. tønder olie dagligt, men forbruger 20 mio. tønder.

Biobrændsel

Biobrændselssektoren har trange tider i og med, at inputprisen (korn) stiger mere end udbudsprisen (ethanol). Men med fokus på en udvikling af 2. generations konversionsteknikken, som gør det muligt at anvende affald, planteaffald, træflis m.v., så er der – i kombina-

tion med den meget høje oliepris – stadig et godt økonomisk argument for selskaberne på sigt.

Deciderede ethanol-selskaber anbefales dog ikke p.t., men det kunne være en overvejelse værd at indlemme *Novozymes* (DE, Akkumulér) i porte-

føljen. *Novozymes* er verdens førende enzymfabrikant og står stærkt i udviklingen og senere kommercialisering af 2. generations konversionsteknikken, da netop enzymer er afgørende i denne proces.

Vindenergi

På vindsiden var der det småt med nye briser, men også her går det godt. USA er i fuld gang med at udbygge vindenergisektoren med bygning af vindmølleparker m.v. Også i Kina er der kraftig vækst i vindenergi, og her er det blevet vanskeligt for de udenlandske vindmøllefabrikanter at følge med, da kineserne har etableret deres egne selskaber.

I vindenergisektoren forventer man at nå 50GW installation i 2012 – betydeligt over de 20 GW sidste år. Det mest optimistiske bud på længere sigt lyder på 200 GW i 2020.

Vindselskaberne oplever højere afkast i takt med, at elprisen stiger. Rent vækstmæssigt bliver det dog sværere for selskaberne at agere, da de gode vindområder i kendte markeder allerede er taget.

Nye områder som Italien giver til-

skud, men har dårlige vindforhold, hvorimod Polen er landet, hvor der nu er kamp om pladserne for at opnå de bedste placeringer.

Vindenergi er som solenergi en attraktiv sektor, men også stadig afhængig af tilskud nogen tid endnu. Der er tale om en moden teknologi, hvilket indebærer, at risikoen er mindre, men det er afkastudsigterne også.

Følgende vindaktier kan anbefales: *Vestas* (DE, Køb), *Gamesa* (GS, Køb), *Nordex* (GS, Køb) og *EDF Energies Nouvelle* (GS, Køb). De tre første er rendyrkede vindenergiselskaber, mens franske EDF udover at være Europas største producent af A-kraft også har stærk fokus på de vedvarende energikilder vand, biomasse, sol og vind – hvor vindenergi udgør det største og hurtigst voksende segment.



VÆR OPMÆRKSOM PÅ ...

... at alternativ energi er en særdeles volatil sektor, som er følsom over for en lang række forhold. De viste anbefalinger kan derfor være ændrede siden redaktionens slutning. Du bør derfor kontakte din rådgiver, før du foretager dine investeringer.

NASA-rapport peger på menneskeskabte klimaændringer

En ny undersøgelse foretaget af NASA viser, at menneskeskabte klimaændringer har haft indvirkning på en lang række af Jordens naturlige systemer, som optøende permafrostområder, planter, der blomstrer tidligere over hele Europa og søer, der viser faldende produktivitet i Afrika.

Cynthia Rosenzweig på NASA's Goddard Institute for Space Science i New York og videnskabsfolk fra 10 andre institutioner har kædet fysiske og biologiske effekter siden 1970 sammen med temperaturstigninger. Resultaterne er præsenteret for nylig i *Nature*, hvori det konkluderes, at menneskeskabt opvarmning har resulteret i et bredt spektrum af indvirkninger over hele kloden.

»Mennesket influerer klimaet gennem stigende udledning af drivhusgasser. Opvarmningen påvirker fysiske og biologiske systemer, som kan observeres i global skala med ændringer i Nordamerika, Europa og Asien,« siger Cynthia Rosenzweig.

De observerede påvirkninger går i de fysiske systemer på smeltende gletschere og permafrostområder og varmere floder og søer. De biologiske systemer er også påvirket på en lang række måder, såsom tidligere plantevækst om foråret, trækfugle der ankommer tidligere og plante- og dyrearter, der bevæger sig nærmere polerne og opad højdemæssigt, mens der også er betydelige ændringer af fisks adfærd og planktons ud-

bredelse i oceaner, floder og søer.

Forskerne viser i deres analyse, at i global skala er 90 pct. af de observerede ændringer konsistente med opvarmning. Andre drivkræfter, såsom omdannelse af skovområder til landområder, blev udelukket som en faktor med afgørende indflydelse på de observerede ændringer.

På nogle kontinenter, herunder Afrika, Sydamerika og Australien, er dokumentationen af observerede ændringer i fysiske og biologiske systemer stadig sparsom. Forfatterne bag rapporten konkluderer, at de miljømæssige systemer på disse kontinenter kræver yderligere undersøgelser, især i de tropiske og subtropiske områder.



Køb sol med beskyttelsesfaktor

Solenergi spås en fremtid som en af de mest dominerende alternative energiformer. Allerede nu er der en enorm vækst i branchen, og Sunpower er blandt verdens førende selskaber.

Jorden modtager mere energi fra solen på en time end hele klodens energiforbrug på et helt år. I det (sol)lys er det naturligvis nærliggende at udvikle teknologier, der i stor stil kan udnytte dette, og det gøres der i sandhed også forsøg på i disse år.

Der findes allerede mange forskellige teknologier til udnyttelse af solenergien, men ingen af dem har endnu nået målet: En energiproduktion, som – når alle omkostninger er gjort op – leverer strøm lige så billigt som et traditionelt kulfyret kraftværk.

Men nogle af de mere erfarne selskaber i branchen har udviklet solceller så effektive og billige, at de er tæt på – ikke mindst, når man begynder at tale

om opstilling af solcelleparker i stor skala, hvor stordriftsfordelene bliver markante. Sunpower befinder sig med sin teknologi i solcelleproducenternes Champions League, og har gode kort på hånden for at tjene meget store penge.

De mange lovende forskningsresultater omkring solenergi fra laboratorier verden over er naturligvis potentielle trusler, men det har lange udsigter, før de nye teknologier kan anvendes i kommerciel skala. Sunpower har derfor virkelig gode muligheder for vækst og bugnende ordrebøger i de nærmeste år.

Følsom over for markedsstemningen
Selskabets potentiale er markedet naturligvis opmærksom på, og alene sid-

ste år steg aktien 800 pct. Finanskrisen og de alle de andre kriser har imidlertid sendt aktien tilbage i år, da selskaber i denne branche er særdeles følsomme over for ændringer i markedsstemningen og truende skyer i den økonomiske horisont. Vi er imidlertid af den opfattelse, at de ekstremt høje energipriser, det stigende globale energibehov og den store fokus på klimaforandringer og alternativ energi betyder, at potentialet er meget stort for et selskab som Sunpower. En risiko udover konkurrerende teknologier er naturligvis olieprisen, der kan falde, hvis verdens store økonomier går i recession. Men selv i det tilfælde er der næppe udsigt til det store prissfald på olie,

Fig. 1
Afkast-/risikoprofil for købt call på Sunpower

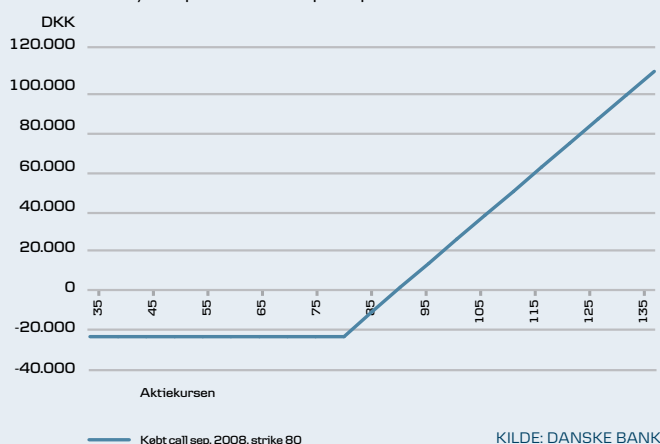
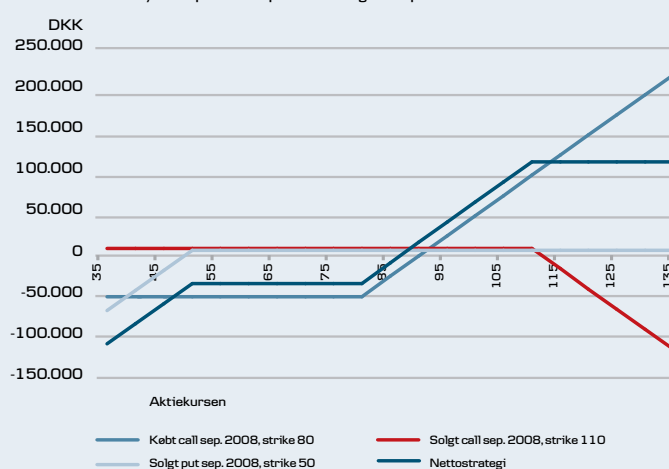


Fig. 2
Afkast-/risikoprofil for optionsstrategi i Sunpower



gas og kul. Verden mangler energi, og den trend er uafvendelig med store fremadstormende udviklingsøkonomier, der tegner sig for den største vækst i energibehovet.

Køb en call

Vi kommer dog ikke udenom, at investering i solenergi kræver hår på brystet og is i maven, og det kan afholde nogen fra at investere direkte i aktierne. Her kommer optionernes styrke ind i billedet. Ved fx at investere i Sunpower via en købt call-option er det potentielle tab begrænset til optionspræmien. Men stigningspotentialer er ubegrænset.

Vi viser her (figur 1) et eksempel på en købt call med udløb i september. Der er tale om fem kontrakter med en aftalekurs på 80 – hvilket svarer til spotkursen i skrivende stund. Den samlede pris er 24.640 kr. I optionstermer svarer dette til 9,60 – dvs. der opnås en nettogevinst på optionen, hvis spotkursen stiger til over 89,60. Hvis optionen ved udløb er 80 eller derunder, har man tabt optionspræmien på 24.640 kr. Men stiger den til fx 110 (aktien toppede i november 07 i 165), så er der en nettogevinst på knap 48.000 kr.

Du kan øge afkastpotentialer

Hvis man føler sig så overbevist om

aktiens potentiale, at man er villig til at løbe en større risiko, kan man vælge at kombinere den købte call med en solgt put-option samt en solgt call-option med en aftalekurs hhv. betydeligt under og over den aktuelle spotkurs på aktien.

I det konkrete eksempel vist i fig. 2 forpligter man sig via den solgte put-option til at købe aktien til kurs 50, hvis aktiekursen er på det niveau eller lavere ved udløb. Det betyder, at man i princippet har en risiko for, at aktien kan falde helt ned til kurs nul – hvilket dog må anses for helt urealistisk givet potentialer i solenergisektoren samt sundhedstilstanden i det veldrevne selskab.

Den solgte call-option på aftalekurs 110 betyder, at man afskriver sig kursstigninger på aktien udover 110. Selv om man forpligter sig til at sælge aktien til kurs 110 uanset, hvor meget aktien stiger derover, betyder det ikke, at man har risiko for ubegrænset tab. Man har jo samtidig den købte call-option med aftalekurs på 80, og gevinsten på denne opvejer tabet på den solgte call-option, hvis aktiekursen går over 110.

Gevinst på strategien opnås i intervallet 80-110. En nettogevinst opnås dog først fra og med en aktiekurs på 85,9 da den samlede præmie for strategien først er tjent ind her.

Strategien involverer 10 kontrakter. Prisen for den købte call løber op i 48.400 kr., mens man får hhv. 8.925 kr. og 7.000 kr. ind i præmie for hhv. den solgte call og den solgte put. I alt koster denne strategi godt 32.000 kr. at etablere. Lidt dyrere end den rene call (fig. 1), men til gengæld er gevinstpotentialer mere end dobbelt så stort i intervallet 80-110. Fx vil en aktiekurs ved udløb på 110 her give en nettogevinst på knap 112.000 kr. mod knap 48.000 kr., hvis man nøjes med den rene call-option. Prisen for dette større gevinstpotentialer er naturligvis den større risiko.

Det skal i øvrigt understreges, at man ikke behøver at vente til udløb for at fastlåse en gevinst eller begrænse et tab på optionsstrategier. Man har altid mulighed for at indgå modsatrettede forretninger og dermed lukke en position før udløb.

Slutteligt skal det fremhæves at i og med, at volatiliteten er så høj i aktier af denne type, kan billedet have ændret sig markant fra redaktionens slutning og til du læser disse linjer. Er du derfor interesseret i, at etablere en position som de viste i Sunpower eller andre solenergiselskaber, bedes du henvende dig til din rådgiver for at få belyst, hvordan situationen aktuelt ser ud.

Skatteregler

Den skattemæssige behandling af en købt call-option (fig. 1) afhænger af, om optionen udnyttes, sælges eller udløber uudnyttet.

Call-optionen udnyttes

Udnyttes optionen, og leveres aktien, anses den leverede aktie for anskaffet til optionsprisen tillagt præmie for optionen. Ved et senere salg af aktien beskattes investor efter de almindelige regler.

Call-optionen udløber uudnyttet

En betalt præmie kan ikke fratrækkes, hvis optionen udløber uudnyttet.

Call-optionen sælges

Hvis aktieoptionen sælges, så beskattes gevinst eller tab efter reglerne for finan-

sielle kontrakter. Se nedenfor.

Anvendes den beskrevne optionsstrategi (fig. 2) beskattes gevinst og tab på optionen efter reglerne for finansielle kontrakter, da der er indgået modgående kontrakter. Gevinst og tab på finansielle kontrakter opgøres efter lagerprincippet – dvs., at beskatning sker af årets værditilvækst på kontrakten.

For personlige investorer gælder følgende:

- Gevinst på kontrakten medregnes ved opgørelsen af kapitalindkomsten.
- Tab kan ikke fratrækkes men alene fremføres til modregning i gevinst på øvrige finansielle kontrakter, herunder i gevinster på aktieindeks og visse strukturerede obligationer m.v.

- Tab, som ikke overstiger tidligere års beskattede gevinster på finansielle kontrakter m.v., kan dog fradrages ved opgørelsen af kapitalindkomsten.

For selskaber gælder følgende:

- Gevinst medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.
- Tab på købte call-optioner eller solgte put-optioner kan fratrækkes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.
- Tab på øvrige kontrakter kan ikke fratrækkes, men alene modregnes i gevinster på øvrige aktiebaserede kontrakter.

Bliver aktien leveret anses den for købt eller solgt til børskursen på udnyttelsestidspunktet.

Finanskrisen aftager – men inflationen truer

Danske Banks renteanalytikere mener, at den senere tids stigninger i amerikanske renter er for høje i lyset af den økonomiske udvikling i landet.

Finanskrisen og frykten for et sammenbrud i det finansielle system har været aftagende siden midten af marts. Det har medført en øget appetit på risiko blandt investorerne og en mindsket lyst til at købe statsobligationer – og ført til rentestigninger.

Rentestigningerne har fået yderligere næring af øget frygt for inflation i kølvandet på de stigende priser på råvarer, ikke mindst olieprisens himmelflugt skaber bekymring.

Det aktuelle billede af amerikansk økonomi står ikke mål med de kraftige stigninger i renterne. Korrektionen på boligmarkedet er fortsat i gang, kreditkrisen betyder fortsat strammere kreditbetingelser, og inflationen er høj som følge af fødevarer- og energiprisernes himmelflugt - forhold, der udhuler forbrugernes købekraft.

Samtidig er dynamikken på arbejdsmarkedet vendt, og ledigheden stiger. Godt nok er der udsigt til et midlertidigt rygstød til forbruget hen over sommeren som følge af udbetalingen af store skatterabatter, men de vil i vid udstrækning blive sparet op og modvirkes af stigningerne i energipriserne. Det betyder, at væksten vil falde tilbage igen sidst på året og skabe fornyet usikkerhed.

”Den økonomiske politik i USA er dog via penge- og finanspolitik blevet lempet kraftigt for at imødegå vækstenedgangen. Samtidig hjælper svækkelsen af dollaren eksportvirksomhederne. På denne baggrund venter vi et begyndende opsving i amerikansk økonomi i løbet af 2009,” siger chefanalytiker Allan von Mehren.

Også i Euroland går det for tiden

nedad bakke, og væksten ventes at falde yderligere tilbage i andet halvår. Forbrugsvæksten blev aldrig stærk under opsvinget og rammes nu af den høje inflation, der udhuler købekraften. Samtidig er eksport- og investeringsvæksten på vej ned. Derudover er der i stigende grad problemer på en række boligmarkeder i Euroland. Tyskland har klaret sig forholdsvis godt, men også her er der nu stigende tegn på afmatning, selv om ledigheden netop har sneget sig ned under otte pct. for første gang i 12 år.

Dermed er der ikke nogen stærk vækstmotor til at drive Euroland fremad. På den baggrund er der lagt op til en løbende forværring af vækstudsigterne igennem resten af 2008 og ind i 2009.

ECB lægger op til renteforhøjelse

Men aftagende vækst er ikke det eneste problem. Inflationen i Euroland er nu langt over centralbanken ECB's målsætning på 2 % årligt, og der er udsigt til, at den vil forblive høj i længere tid.

”Inflationen kan ramme 4 % i løbet af efteråret, og vi skal sandsynligvis ind i 2009, før inflationen igen kommer under 3 %. ECB har for nylig udtrykt stor bekymring for inflationsudviklingen og vi forventer nu, at ECB hæver renten i juli,” påpeger chefanalytikeren.

Markedet har allerede indpriset renteforhøjelser fra ECB over de kommende 12 måneder på samlet næsten et helt procentpoint. Allan von Mehren tror dog ikke, at ECB i perioden vil hæve renten mere end 0,25 procent-

point i juli. Han forventer derfor, at markedet vil korrigere inden for de nærmeste seks måneder. Det vil betyde, at rentekurven som er fladet markant på det seneste igen vil stejle en anelse – hvilket taler for, at obligationsinvestorerne aktuelt bør lægge sig i det korte 2-5 årige segment.

Fed færdig med rentenedsættelser

Den amerikanske centralbank, Federal Reserve (Fed), er færdig med at sætte renten ned og ser tiden an for at vurdere, hvordan den kraftige lempelse af penge- og finanspolitik virker.

”Eufori over den finansielle krises hastige tilbagetog og Fed på ”hold” har betydet, at obligationsrenterne i USA er steget kraftigt. Vi mener dog, markedet tager fejl, når det priser to renteforhøjelser i år i USA og tre næste år. De økonomiske udsigter er for svage til at retfærdiggøre renteforhøjelser i den størrelsesorden. Vi skal formentlig langt ind i 2009, før det bliver aktuelt. I det lys virker rentestigningerne overgjort, og vi venter lavere amerikanske renter på kort sigt,” understreger Allan von Mehren.

Han understreger, at det afgørende er om inflationsforventningerne generelt begynder at stige. I så fald kan det føre til et bredere prispres, som det bliver vanskeligere at få ned senere.

Den amerikanske rentekurve ventes at stejle på kort sigt i takt med, at markedet når frem til en erkendelse af, at forventningerne om fem renteforhøjelser på et år er urealistiske. Kurven vil flade igen på langt sigt, når økonomien stabiliserer sig.

Aktuelle obligationsanbefalinger

Der er udsigt til renteforhøjelser fra ECB. Bankens renteanalytikere mener dog, at de forventninger, der pt. ligger i markedet er for høje.

Den europæiske centralbank har skærpet retorikken markant på det seneste, og det står nu klart, at europæisk økonomi trods afmatningen ikke skal forvente en hjælpende hånd i form af rentenedsættelser til foråret. Tværtimod er der lagt op til renteforhøjelser, og markedet indpriser allerede en samlet renteforhøjelse over de kommende 12 måneder på knap et procentpoint.

Vurderingen hos bankens renteanalytikere er dog, at dette er skudt over målet og tror ECB højst vil hæve renten med 0,25 procentpoint i juli. Det betyder, at rentekurven - som er fladet markant på det seneste efter, at markedet har erkendt, at rentestigninger venter i horisonten – ventes at stjele igen inden for de kommende seks måneder. Korrektionen i renterne vil primært komme i de korte ende, hvorfor vi anbefaler, at man

koncentrerer sig i de 2-5 årige papirer.

Personbeskattede investorer anbefales at placere sig i flex-obligationer med 2- til 5-årig løbetid, da vi forventer at et eventuelt rentefald vil være størst her. Dette kan eventuelt gøres ved en kombination af 2 % RD 2010 og 2 % RD 2016.

Bruttobeskattede investorer anbefales også at placere sig i obligationer med 2- til 5-årig løbetid, hvilket kan gøres med 4% RD 2011 eller 4% RD 2013, evt. kombineret med en 6 % RD 2038 uden afdrag, da det giver en god merrente pga. af en høj kuponrente.

For de risikovillige investorer kan det også være værd at holde øje med de såkaldte virksomhedsobligationer. Det er obligationer udstedt af virksomheder, og risikoen for at udstederen ikke kan leve op til sine betalingsforpligtelser er dermed større end ved statsobligationer, der i de udviklede

lande reelt er risikofrie. Man kan få et indtryk af denne risiko ved at se på den rating, som de internationale kreditvurderingsbureauer har tildelt den enkelte obligationsserie. Vi vil ikke her gennemgå hele ratingstrukturen, men blot påpege, at rating A angiver en god kreditværdighed, B lidt dårligere osv. Jo dårligere rating, desto højere rente tilbydes på obligationerne.

Før finanskrisen eskalerede var kreditspændet – dvs. rentespændet i forhold til risikofrie 10-årige statsobligationer – kommet meget langt ind. Så langt, at man for alle ratingkategorier reelt ikke blev belønnet tilstrækkeligt for den underliggende risiko. I dag er kreditspændet udvidet betydeligt. Holder tendensen til, at finanskrisen er aftagende, så kan det for den risikovillige investor være interessant at investere i udvalgte virksomhedsobligationer for en mindre del af porteføljen.

Virksomhedsobligationer					
Kuponrente	Udsteder	Udløbsdato	Rating	Valuta	Eff. Rente
4,750	ISS GLOBAL A/S	18-sep-10	B-	EUR	6,533
8,875	FS FUNDING	15-maj-16	Caa1	EUR	9,117
8,250	NORDIC TELE HLDG	01-maj-16	B+	EUR	8,833
10,357	NORDIC TELE HLDG	01-maj-16	B+	EUR	10,971
6,750	ERICSSON	28-nov-10	BBB+	EUR	6,322
6,000	SAS AB	20-jun-08	B1	EUR	5,589
4,875	CARLSBERG AS	04-jun-09		DKK	5,594
4,000	FIH	06-aug-09	A1	DKK	7,461
6,240	DNBA29	10-sep-10		NOK	6,905
6,580	DNBA33	11-mar-11		NOK	7,000
6,870	DNBA35	04-apr-11		NOK	6,903

Ufortjent rabat på Schneider Electric

Franske Schneider (GS, Køb, kursmål EUR 100) er en global spiller inden for elektricitets- og automatiseringssystemer, elektriske motorer og kontrolpaneler. Selskabet opererer under tre hovedsegmenter: elektrisk distribution, automatisering og kontrol samt sikker energi. Selskabet har primært aktiviteter i Europa, Asien og Nordamerika og omsatte i 2007 for EUR 17,3 mia.

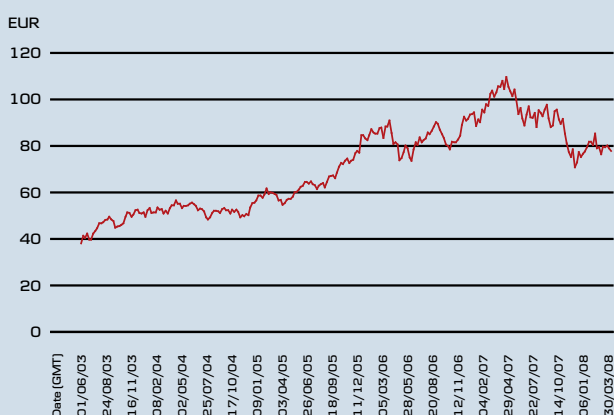
Schneider-aktien har klaret sig 18% dårligere end konkurrenterne år-til-dato. Ifølge Goldman Sachs (GS) tilskrives dette, at investorerne har indregnet en markedsituation, som er værre, end det rent faktisk er tilfældet.

Markedet har antaget en eksponering på 100 pct. over for det usikre forbruger- og byggemarked, men GS mener, at Schneider kun er 41 pct. eksponeret over for disse markeder, mens de resterende 59 pct. er eksponeret over for mere modstandsdygtige markeder.

Fremadrettet forventes det, at Schneider vil kunne forbedre marginerne indenfor Service og Installation. Service står for 10% af salget og Installation ca 20%, og selv om selskabet ikke offentliggør marginerne inden for disse segmenter, tyder kommentarer fra ledelsen på, at de ligger omkring 9%. Ved at kigge på konkurrenterne forventes det, at marginerne indenfor Service kan forbedres helt op til 20%.

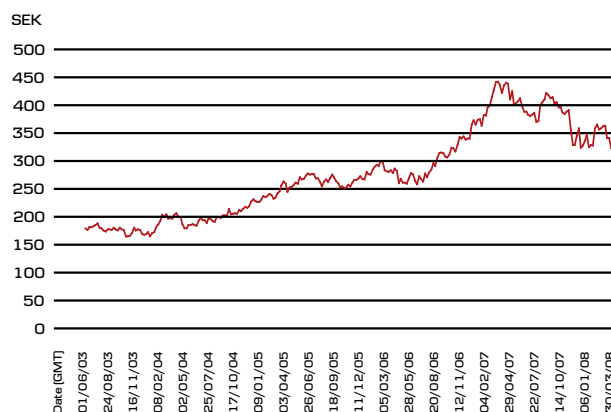
Schneider har stærke forventninger til helåret 2008, som står i kontrast til, at aktien handles med en aktuel rabat til sektoren på 3 de nøgletal EV/EBITA, P/E og FCF på henholdsvis 16%, 27% og 46%.

Primære risici forbundet med aktien er yderligere nedgang i byggemarkedet i USA og Europa.



KILDE: REUTERS

Graferne viser kursudvikling for de respektive aktier. Bemærk, at tidligere års afkast ikke er en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Afkastet tager ikke højde for handelsomkostninger eller udviklingen i valutakursen.



KILDE: REUTERS

Stabile Hennes & Mauritz ekspanderer i Asien

Modegiganten H&M's strategi er »mode og kvalitet til den bedste pris«, og det har selskabet levet op til i flere årtier. Selskabet driver mere end 1.500 butikker i 26 lande og har 60.000 ansatte. Omkring 90 pct. af salget finder sted i Europa, men selskabet har rige muligheder for fortsat global vækst. H&M ekspanderer særligt i Asien nu, hvor Kina og Japan er særligt interessante.

H&M følger en strategi om åbning af 10-15 pct. nye butikker årligt og nyder pt. godt af den svage amerikanske dollar samt dets forhandlerværdi, når der skal købes ind.

For butikker, der har været åbnet mere end et år, har selskabet vist en flot gennemsnitlig vækst i salget på 4,5 pct. pr. måned i de seneste fem kvartaler. Selskabet har desuden udbetalt fem pct. i dividende i flere år, hvilket er et attraktivt direkte afkast. Selskabet viste i 2007 omsætningsvækst på 14,5 pct. til SEK 78 mia. eksklusiv moms og nettoresultatet steg 18,3 pct. til SEK 13,588 mia.

H&M's P/E er nu på det laveste niveau i 10 år, men Danske Markets Equities (DME) anbefaler dog, at man pt. ikke lægger for meget vægt på sådanne aktienøgletal på grund af usikkerheden ved detailrelaterede selskaber, når afmatning sætter ind. I øvrigt er det muligt, at netop den aktuelle afmatning, som langt fra er slut endnu og presser forbrugerne med de samtidig stigende udgifter til mad og benzin, kan føre til, at flere forbrugere vælger en moderigtig men lidt billigere sammensætning af garderoben - dvs. flere kan vende sig mod H&M.

DME sætter kursmålet til SEK 485 pr. aktie for de kommende seks måneder.





ConocoPhillips i oliesuperligaen

Amerikanske ConocoPhillips er blandt verdens største selskaber inden for olie, raffinaderier og energiforsyning. Selskabet tilhører gruppen af »supermajor oil companies«, der ligeledes tæller Royal Dutch Shell, Total, BP, Exxon Mobil, Chevron. Selskabet er organiseret i seks divisioner og driver blandt andet 19 raffinaderier i hele verden. Det er den næststørste benzinproducent i USA og den femtestørste på verdensplan.

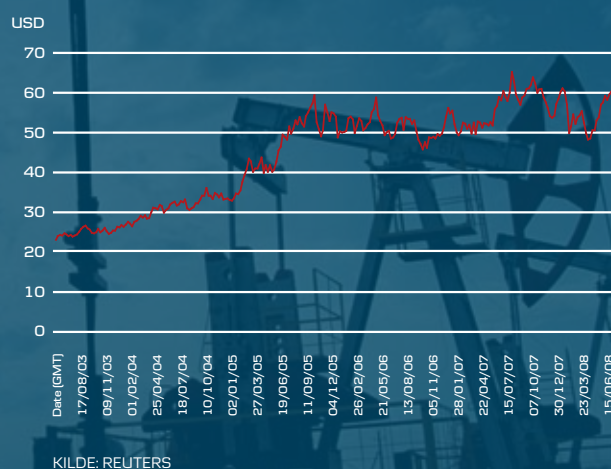
ConocoPhillips' regnskab for første kvartal af 2008 viste et nettoresultat, der oversteg markedets forventninger. Ifølge Goldman Sachs (GS) lå produktionen på linie med deres estimater, men fremhæver, at selskabet har formået at sænke omkostningerne samt realisere et større overskud på dets investeringer i det delvist statslige russiske olieselskab Lukoil. ConocoPhillips nyder desuden godt af de høje gaspriser.

GS mener fortsat, at de stærke takter for energipriserne og særligt naturgaspriserne, vil fortsætte. Således har GS fornylig ændret sin prognose for olieprisen til USD 148 pr. tønde i 2008. Til sammenligning bygger GS's kursmål for aktien på USD 96 på en oliepris i 08/09/10 på henholdsvis USD 108/110/120. En højere oliepris vil altså øge sandsynligheden for en positiv overraskelse.

Eksponeringen mod raffinering er på 23% (nedbragt fra 35% sidste år), hvilket er på linie med sammenlignelige selskaber, hvor gennemsnittet er på 20%. GS ser forsat kortsigtet pres på indtjeningen indenfor raffinering, men det er indregnet i forventningerne i markedet, og Conoco's eksponering

mod en stigende oliepris mere end opvejer enhver svaghed fra raffineringssiden. Risikoen for selskabet ligger i en svækkelse af den globale økonomi og lavere energipriser.

Fremadrettet er katalysatorerne, at selskabets aktiekurs vil komme til at afspejle den høje oliepris. Det forventes ligeledes at være positivt for aktiekursen, at amerikanske investeringsfonde vil øge andelen af olieselskaber i deres porteføljer, hvor de for tiden har en undervægt. Selskabet aflægger regnskab for 2. kvartal 2008 den 25. juli 2008.



Swedish Match i vækst

Swedish Match har hovedsæde i Stockholm og producerer snus, cigarer, pibetobak og andre tobakstyper samt lightere og er verdens største producent af tændstikker. Selskabet ejer flere aktiviteter i udlandet, bl.a. i Indonesien, hvor det har indgået en joint venture, der skal forbedre positionen i Sydøstasien.

Swedish Match har netop udnævnt 37-årige Lars Dahlgren, tidligere CFO, til ny topchef og bestyrelsesformand.

Det skandinaviske marked for snus har vist en stærk udvikling med en stigning på 15 pct. i omsætningen for første kvartal af 2008 og hele 24 pct. stigning på det amerikanske marked, blandt andet som følge af rygeforbud, der gør de røgfrie produkter særligt attraktive.

Aktien handles til en P/E (baseret på forventet indtjening for 2008), der er omkring 13 pct. lavere end konkurrenternes, og samtidig på det laveste niveau i 10 år. Aktien har desuden en markant defensiv profil og holder ofte et stabilt niveau, når resten af markedet er særligt nervøs.

En anden styrke ved Swedish Match er en stærk pricing power – dvs. efterspørgselen efter selskabets kvalitetsprodukter er så solid, at priserne ikke presses til trods for de usikre tider.

Selskabet har så stærkt et cash flow, at DME venter, at op imod 30 pct. af selskabets nuværende værdi kan blive tilbage-

talt til aktionærerne over de kommende tre år i form af udbytter og aktietilbagekøb.

Danske Markets Equities (DME) har netop hævet forventningerne til nettoresultatet for Kv. 2- Kv. 4 med to procentpoint som følge af et bedre prismix for produkterne. De dyreste produkter viste omsætningsvækst på hele 19 pct. i første kvartal i år, og det norske toldfrie marked har også vist stærke takter.

DME fastholder sin Køb-anbefaling på aktien og sætter kursmål til SEK 165 pr. aktie.





Modvind på aktiemarkedet

De globale aktiemarkeder har vist sig at være under større pres end forudset af bankens aktiestrateg for nogle uger siden.

USA er ubetinget verdens største økonomi og verdens største aktiemarked. Da det store land samtidig er længere igennem den konjunkturmæssige afmatningsfase end Europa, er det naturligt, at verdens internationalt orienterede investorer holder skarpt øje med tilstanden på det amerikanske marked.

Regnskabssæsonen for årets første kvartal er i skrivende stund netop overstået, og billedet er ikke til at tage fejl af. Generelt har virksomhederne måttet konstatere, at dette blev det tredje kvartal i træk med faldende indtjening. I forhold til første kvartal i fjor blev indtjeningen i gennemsnit godt 16 pct. lavere, når man betragter billedet for de 500 virksomheder, der indgår i det ledende aktieindeks, S&P 500.

De generelle forventninger, der knytter sig til andet kvartal peger på, at yderligere nedgang i indtjeningen er uundgåelig. Derimod er der en udbredt tro på, at udviklingen vender i tredje kvartal.

Ændret prognose på kort sigt

Ser man på udviklingen siden midten af marts, så er det støt og roligt gået

fremad på det amerikanske aktiemarked, understøttet af en aftagende finanskrisen og attraktiv værdiansættelse. Men når aktierne stiger uden, at samfundsøkonomien som sådan er i bedring samtidig med, at indtjeningsforventningerne løbende nedjusteres, betyder det naturligvis, at aktierne efterhånden vil udtømme deres potentiale. Og der er vi ved at være på kort sigt, især i betragtning af den senere tids udvikling.

»De globale aktiemarkeder er under større pres end vi havde forudset for nogle uger siden, da vi hævdede vores sandsynlige mål for markederne på tre måneders sigt. Vi tror fortsat på, at både det amerikanske, de nordiske og de øvrige markeder i udviklede lande slutter året på et højere niveau end det aktuelle. Vi fastholder således vores forventning om, at S&P 500 i USA slutter året på 1500 (pt. 1360, red.). Men inden for de nærmeste måneder vurderer vi ikke, at det amerikanske marked kan nå højere end 1400,« siger Morten Kongshaug.

Det er især de voldsomt accelererede energipriser samt fortsatte ned-

skrivninger fra finanssektoren, der har overrasket strategen negativt.

»Denne usikkerhed omkring finanssektoren og energipriserne er ganske enkelt for hård en cocktail for aktiemarkederne. Først når vi får stabilitet på mindst et af de to forhold, vil markederne vende tilbage til deres opsvingsfase,« siger Morten Kongshaug.

Fastholdt prognose ved årets slutning

Men forventningerne om højere niveauer ved årets slutning fastholdes imidlertid, og det har aktiestrategen flere begrundelser for.

»Når vi stadig ser et markedspotentiale i andet halvår, er det fordi, vi mener, at både det amerikanske og det europæiske marked har indregnet en recession på 2-3 kvartaler, som kan reducere indtjeningspotentialet i virksomhederne med 22 pct. samt, at udviklingsøkonomierne fortsætter med at køre i et højt vækstgear, hvilket afspejles i bl.a. fragtrater og energipriser. Dertil kommer, at arbejdsmarkederne ikke er inflaterede i modsætning til de fleste råvaremarkeder, og det er en vigtig faktor for virksomhederne. Det be-



tyder, at virksomheder uden for finanssektoren såvel i Norden som andre markeder kan holde indtjeningsmarginerne relativt høje i andet halvår til trods for aftagende økonomisk aktivitet og stigende inputpriser fra andre fronter i både Europa og Nordamerika,« påpeger aktiestrategen.

På den anden side af årsskiftet er det vanskeligere at vurdere, hvordan markederne vil arte sig. Hvis man kan bruge historien som en retningslinje, så er det, at virksomhederne endnu ikke for alvor har mærket kreditopstramningerne som følge af finanskrisen. Det tager tid, før strammere kreditbetingelser filtreres igennem til erhvervslivet. Sandsynligheden taler for, at det vil begynde at sætte sine negative spor på indtjeningen i 2009.

For det amerikanske marked trækker det i den anden retning, at det såkaldte »housing affordability indeks« er vendt. Dette indeks, baseret på medianhuspris, median familieindkomst og den 30-årige realkreditrente, fortæller noget om, hvad amerikanerne har råd til, når vi taler bolig, og det ser altså lovende ud.

Morten Kongshaug fremhæver, at dette indeks og den kontrollerede lønudvikling er faktorer, som kan opveje de negative indtjenings effekter af kreditkrisen og energipriserne i andet halvår og starten af 2009 – derfor troen på, at S&P 500 når 1500 til nytår.

USA foran Europa

»Hvis vi skal forsøge at sammenfatte det aktuelle billede af de respektive markeder, så ser det overordnede billede af USA bedre ud end det europæiske. Selv om USA har været hårdere ramt af finanskrisen end Europa, så er krisen for aftagende. Samtidig har amerikansk økonomi fået betydelige stimulanter fra både penge- og finanspolitikken, og eksportvirksomhederne har fået en markant forbedring af konkurrenceevnen i kraft af det store fald i dollaren, som over for eksempelvis euroen lyder på over 40 pct. siden 2002. Vi tror, at USA er tæt på nå bunden til trods for de stigende oliepriser. Det betyder, at når energipriserne stabiliserer sig og/eller byggeriet indikerer at have nået bunden, så vil Wall Street fortsætte det markedsop-

sving, der startede i marts,« siger Kongshaug.

Europæiske økonomier er ikke så langt i konjunkturforløbet som USA, og afmatningen vil formentlig fortsætte et stykke ind i 2009, mens USA vil kunne rejse sig tidligere. Den høje inflation i Europa gør, at vi ikke ser rentenedsættelser foreløbig. Tværtimod tyder ECB's retorik på, at centralbanken vil hæve renten flere gange. Således priser markedet en rentestigning ind på næsten et helt procentpoint over det næste år (se s. 16).

»Samtidig har de europæiske eksportorienterede virksomheder stignende problemer med konkurrenceevnen som følge af dollarsvækkelsen. Der er stadig muligheder for at finde attraktive aktier i Europa, herunder Norden, men det kræver en mere kritisk, selektiv tilgang i modsætning til det amerikanske aktiemarked, der efterhånden har et bedre økonomisk udgangspunkt,« siger Morten Kongshaug, som tilføjer, at udsigt til en svag dollarstyrkelse støtter købsargumentet for amerikanske aktier selvom valutaeksposering alt andet lige øger risikoprofilen.

Temainvesteringer med kapitalgaranti

Danske Bank sender fire såkaldt strukturerede obligationer på markedet, baseret på stærke temaer.

Vi har i adskillige måneder befundet os i et marked præget af usikkerhed. I takt med stigende renter på kreditobligationer m.v., faldende boligpriser, tvangsauktioner, styrteddykkende subprimeobligationer og, svigtende betalinger på samme har en del banker i især USA men også til dels Europa lidt store tab og forårsaget en decideret finanskrisen. Det har tvunget bankerne til at stramme op på kreditbetingelserne over for både forbrugerne og erhvervssektoren. Dette har forstærket den konjunkturmæssige afmatning, der naturligt var i vente efter fire års rekordhøj vækst i verdensøkonomien, som bl.a. havde ført til stramme arbejdsmarkeder.

Aktiemarkedet har reageret negativt i denne periode, da indtjeningsmulighederne for virksomhederne er blevet ringere, og investorernes lyst til risiko er blevet mindre. Aktier havde (modsat IT-boblen) imidlertid ikke nået urealistisk høje niveauer, før krisen satte ind. Og de aktuelle kursniveauer er nu på et realistisk niveau, hvorfra de kan udvise pæne stigninger fremover, forudsat finanskrisen er ovre det værste og den realøkonomiske nedtur i USA, Europa og verdensøkonomien generelt bliver begrænset, som de fleste økonomer spår.

Usikkerheden lurar imidlertid for, at tingene arter sig værre end ventet, men det er nu engang de betingelser, man som investor må agere under. Når

alt ser rosenrødt ud, er markedet kørt for længst. Historien viser eksempelvis, at et halvt år før bunden nås i realøkonomien under en lavkonjunktur, starter en stigning i aktiemarkedet, der ofte viser sig at være halvdelen af de samlede stigninger i de tre første år af et nyt bullmarked.

Derfor må man – hvis man ønsker at være med som investor – indstille sig på en vis risiko. Men det er naturligvis ikke alle investorer, der er interesserede i at investere i et marked, der stadig er præget af megen usikkerhed. Til sådanne investorer er de *strukturerede obligationer med kapitalgaranti* et relevant produkt.

Danske Bank tilbyder i denne tid tegning i fire strukturerede obligationer med baggrund i stærke strukturelle temaer (BRIK-lande og råvarer) og kursmæssigt gunstige indgangsniveauer (banker og S&P 500).

Udsteder af obligationerne er Danske KommuneKredit på råvarer og BRIK, mens svenske Kommuninvest står bag banker og S&P 500. Organisationerne er sammenslutninger af hhv. de svenske og danske kommuner og vurderes af de internationale kreditvurderingsbureauer til at have samme kreditværdighed som den danske stat.

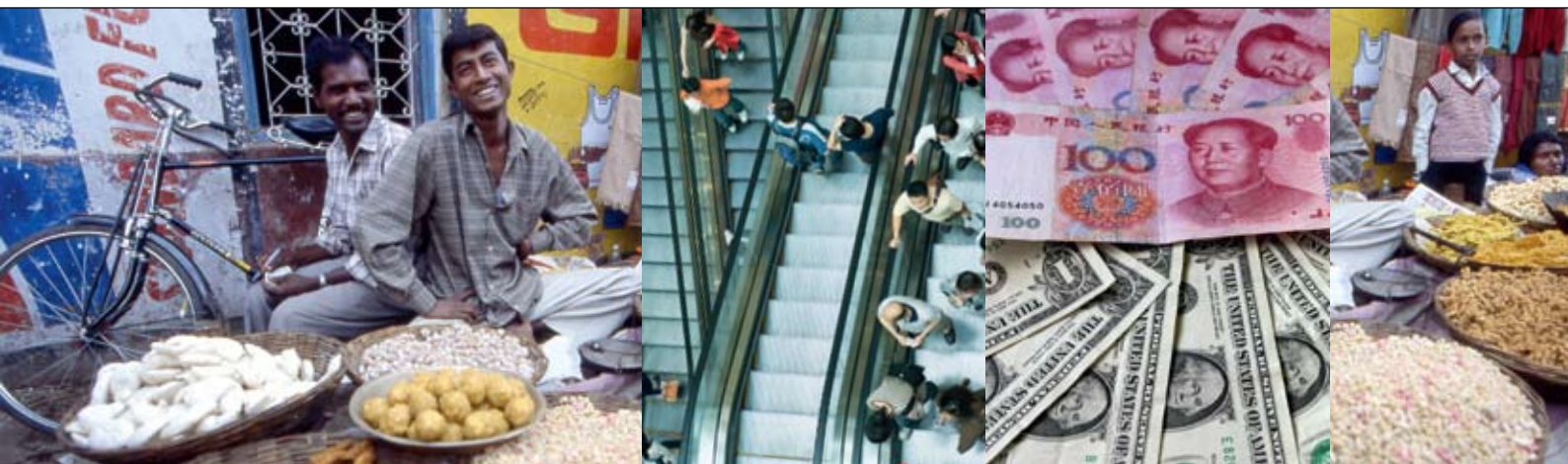
Hvad er en struktureret obligation?

En struktureret obligation er et værdipapir med en beskeden eller ingen rente i løbetiden. Til gengæld får man

en garanti for en indfrielseskurs ved udløb på typisk 100 eller tæt på. Garantien koster naturligvis penge, og det er her de manglende renter på papiret kommer ind i billedet. De renter, man reelt kunne have fået ved at investere et tilsvarende beløb i obligationer med samme løbetid, anvendes af udstederen til at købe optioner for, så den garanterede indfrielseskurs kan opnås. Det skal i øvrigt tilføjes, at den garanterede indfrielseskurs på en struktureret obligation kun gælder, hvis man beholder papiret til udløb.

Når man strikker et struktureret produkt sammen, er der flere knapper, man som udsteder kan skrue på. Man kan fx beslutte, at en tilfredsstillende indfrielseskurs er 95, hvilket i praksis betyder, at man får flere penge til at købe optioner for, og dermed kan forbedre den såkaldte deltagelsesgrad. Deltagelsesgraden udtrykker, hvor stor en procentdel af stigningen i det underliggende aktiv, man opnår. En deltagelsesgrad på 95 i et produkt, hvor det underliggende aktiv er et aktieindeks, betyder således, at kursen på den strukturerede obligation stiger med 95 pct. af stigningen i aktieindekset.

Man kan også vælge at forbedre deltagelsesgraden ved fx at supplere med salg af optioner, så man afskriver sig stigninger i det underliggende aktiv over et vist niveau. Eller man kan udstede obligationen til fx kurs 105.



S&P 500 – USA's aktiemarked

Banken udbyder to aktieindekserede obligationer – *Kommuninvest S&P 500 Basal – 2011* og *Kommuninvest S&P 500 Offensiv – 2011*.

Baggrunden for at vælge netop det amerikanske marked frem for det europæiske er bl.a., at USA er længere gennem afmatningsperioden og, at de amerikanske virksomheder i kraft af den kraftige dollarsvækkelse har en konkurrencemæssig fordel i forhold til de europæiske konkurrenter.

Danske Banks aktieeksperter vurderer, at store amerikanske aktier vil være en attraktiv investering over de næste tre år. Store selskaber vil have fordele frem for mindre selskaber i et marked med stigende usikkerhed. Større selskaber er nemlig typisk kendetegnede ved at have diversificerede

porteføljer, hvad angår produkter, leverandører og geografiske områder – og er derfor sikret en mere stabil indtjening end mindre selskaber, der ofte er mere nicheorienterede.

Obligationerne er stående lån, der ikke giver rente. Et eventuelt afkast bestemmes af, hvor meget kursen på det underliggende aktieindeks stiger eller falder. Falder indekset i forhold til startværdien, er du sikret en indfrielseskurs på 100 for Basal og 95 for Offensiv, hvis du beholder obligationerne til udløb, men du mister overkursen på obligationerne.

Den garanterede minimumkurs på disse aktieindekserede obligationer opnås ved, at man til gengæld giver afkald på stigninger i det underliggende aktieindeks over et vist niveau. For

Basal og Offensiv er disse grænser på hhv. 38 pct. og 52 pct.

Det betyder altså, at man med Basal ikke vil nyde godt af stigninger i S&P 500 over 38 pct., mens grænsen er 52 pct. for Offensiv. Når du skal træffe valget mellem Basal og Offensiv, skal du altså beslutte, om du, ved køb af Basal, foretrækker et tab på højst fem kurspoint i forhold til tegningskursen på 105 og et stigningspotentiale i aktieindekset på maksimalt 38 pct. – eller om du er villig til, ved køb af Offensiv, at kunne tabe op mod 10 kurspoints i forhold til tegningskursen mod til gengæld at have muligheden for at nyde godt af evt. stigninger i aktieindekset på helt op til 52 pct.

BRIK-landene – de stærkeste udviklingsøkonomier

KommuneKredit BRIK Plus – 2011 er baseret på en ligelig vægtning af fire aktieindeks i *Emerging Markets*. Det drejer sig om *Hang Seng China Enterprise*, der følger alle 37 kinesiske virksomheder noteret på Hong Kong-børsen (H-aktier). *Deutsche Börse India Index*, der består af de 14 største indiske virksomheder. *Russian Depository Receipts Index* bestående af 12 store likvide aktier på det russiske marked. Samt *Standard & Poor's Latin America 40 Index*, der dækker aktiemarkedene i latinamerikanske lande som Mexico, Brasilien, Argentina og Chile. Indekset består af 40 aktier med hovedparten i

de to førstnævnte lande. Der er tale om en deltagelsesgrad på 100, en tegningskurs på 110, en indfrielseskurs på min. 100 og maks. 155.

Obligationen er med de fire indeks således eksponeret i særlig grad mod BRIK-landene, der er en populær samlet betegnelse for Brasilien, Rusland, Indien og Kina - de fire største Emerging Markets. Befolkningsmæssigt repræsenterer de fire BRIK-lande mere end 40% af verdens befolkning med Kina og Indien, som de to klart største lande med befolkninger på henholdsvis 1,3 mia. og 1,1 mia. På grund af de lavere velstandsniveauer fylder BRIK

noget mindre i verdensøkonomien - godt 20% målt på BRIK-landenes andel af verdens samlede bruttonationalproduktet. Kina's økonomi er den klart største blandt BRIK-landene – næsten lige så stor som Indien, Rusland og Brasilien tilsammen.

BRIK-landene får større og større betydning for den globale økonomi. Det skyldes først og fremmest, at væksten i BRIK-landene er markant højere end i eksempelvis USA og EU. I det igangværende årti har væksten i BRIK-landene foreløbig været godt tre gange større end i USA og EU. Den gode vækst i de senere år skyldes dels gun-





Beskatning af strukturerede obligationer

De strukturerede obligationer beskattes efter særlige regler for finansielle kontrakter. Gevinst og opgøres efter lagerprincippet – dvs., at årets værditilvækst på obligationen beskattes, uanset om der ikke er realiseret gevinst.

For personlige investorer, der køber obligationerne for fri midler, gælder følgende:

- Gevinst på obligationerne medregnes i af kapitalindkomsten
- Tab, som ikke overstiger tidligere års beskattede gevinster på finansielle kontrakter m.v. fratrækkes
- Tab herudover kan fremføres til modregning efter særlige regler

Købes obligationerne for pensionsmidler, beskattes afkastet med 15 pct.

For selskaber gælder, at gevinst og tab opgøres efter lagerprincippet og medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.

stige konjunkturer, dels at der er sket strukturelle økonomiske forbedringer i BRIK-økonomierne.

BRIK-landene er derfor i stigende grad blevet vækstdynamoen i den globale økonomi. I det igangværende årti er næsten 40% af den globale vækst kommet fra BRIK-landene. I både 2008 og 2009 vil vi formentlig opleve, at næsten 50% af den globale vækst kommer fra BRIK-landene i takt med, at væksten forventes at komme ned i USA og Europa i kølvandet på den igangværende finansielle krise og de

stærkt stigende olie- og råvarepriser.

BRIK-landene er ikke immune over for lavere vækst i USA og Europa, og vil selv opleve en vis afmatning i 2008 og 2009. Men den vil være relativt beskeden, fordi væksten i BRIK-landene som helhed i øjeblikket understøttes af en stærk indenlandsk efterspørgsel. Højere inflation er det, der i øjeblikket bekymrer de politiske beslutningstagere i BRIK-landene mest – ikke lavere vækst. Når det er sagt, så er der naturligvis risiko for, at den globale vækstnedgang bliver så voldsom, at det for

alvor river BRIK-landene med i faldet. Rusland og Brasilien vil eksempelvis være meget følsomme overfor en vækstnedgang, som udløser store fald i olie- og råvarepriserne.

Men overordnet set må det konkluderes, at BRIK-landene er brikker i det globale økonomiske puslespil, som vil få stadig større betydning. Og kortere internationale lavkonjunkturer vil ikke kunne være i stand til at dæmpe den voldsomme udvikling i de indenlandske økonomier, som er i gang og vil vare i mange år frem.

Bankerne – skil fårene fra bukkene

I takt med at finanskrisen siden sommeren 2007 er blevet forværret, har finanssektoren især i USA og Europa fået det stadig vanskeligere. Det har mod forventning vist sig, at mange store banker under »easy money«-æraen, hvor der var rigeligt med kapital men knaphed på interessante obligationer, fordi rentespændene i forhold til statspapirer var drevet så langt ind, havde ladet sig friste til i meget stor grad at købe de amerikanske subprimelån.

Da subprimelåntagerne kom i betalingsproblemer – næppe overstået endnu – måtte en del banker notere meget store tab og etablere store hensættelser. Noget tyder dog på, at de fleste »skeletter er ude af skabene« og at vi – under antagelse af, at de overståede årsregnskaber har tegnet et retvisende billede, som det hedder i revisorsprog - har set det værste.

Finanskrisen kan dog endnu ikke siges at være overstået. Dels er der fort-

sat risiko for ubehagelige overraskelser, og dels er der fortsat betydelig mistillid mellem bankerne, som hæmmer likviditetsflowet bankerne imellem. Begge forhold tvinger bankerne til en restriktiv udlånspolitik, og en del mangler kortsigtet kapital.

I det lys er det naturligt at spørge, hvorfor man overhovedet skal overveje at investere i finansaktier. Svaret er, at finansaktierne er blevet straffet af aktiemarkedet over en bred kam – en naturlig reaktion på, at mange banker undervejs i finanskrisen i nogle tilfælde har forsøgt at skjule, at de rent faktisk var heftigt involveret i tab på subprimeobligationer og andre aktiver, ofte via gearede positioner. Der er løbende kommet ubehagelige overraskelser fra uventede kanter, og det har betydet, at investorinteressen for finansaktier har været til at overse.

Men i denne proces er mange banker, som har haft relativt begrænsede

tab, blevet straffet kursmæssigt uforholdsmæssigt meget i forhold til de tungt involverede banker. Derfor er der en række banker, der begynder at se kursmæssigt attraktive ud i lyset af, at der er flere basale forhold i bedring.

For det første har nationalbankerne via forskellige tiltag medvirket til, at bankerne kan få dækket de mest basale likviditetsbehov. For det andet har de hårdest pressede banker formået at rejse kapital i markedet via aktieemissioner og/eller obligationsudstedelser, hvilket også tyder på, at investorernes holdning til bankerne er blevet mere positiv. For det tredje er vi efter al sandsynlighed ovre det værste, hvad angår pludselige meddelelser om store tab. Bankerne har generelt forsøgt at imødegå de tab, der måtte vente forude med øgede hensættelser. Disse forhold medvirker til, at tillidskrisen bankerne imellem er for aftagende.

Langt fra alle finansaktier har dog



Er du interesseret i at investere i en eller flere af disse temabaserede obligationer bedes du henvende dig til din rådgiver, som også kan oplyse dig om de skattemæssige aspekter m.v.

Tegningsperioden for S&P 500 løber fra 26. maj til 20. juni. Tegningsperioden for BRIK og Råvarer løber fra 19. juni til 4. juli og for Banker fra 23. juni til 4. juli. Vær i øvrigt opmærksom på, at de angivne deltagelsesgrader m.v. i denne artikel endnu ikke er endeligt fastsat. Det sker først kort før udstedelsen.

forudsætningerne for at rejse sig forretningsmæssigt og kursmæssigt i de næste 2-3 år. Men de største og mest kapitalstærke og diversificerede banker står med gode kort på hånden. Vi har i den

strukturerede obligation *Kommuninvest – Finans 2011* udvalgt en kurv af de tre største nordiske og de syv største europæiske banker. Det er vores vurdering, at dette indeks med en tidshori-

sont på tre år har gode muligheder for at give et kursmæssigt stærkt afkast.

Obligationen udstedes til kurs 105, den garanterede indfrielseskurs er 95 og deltagelsesgraden er 100.

Råvarer – en langsigtet væksttrend

Den økonomiske afmatning, især i USA, har ikke fået råvarene til at falde – snarere tværtimod. Priserne på industrielle metaller har over en bred kam stabiliseret sig, hvorimod landbrugs- og energipriserne er skudt yderligere i vejret. Tilsyneladende er efterspørgslen stærkere end nogensinde før.

Årsagen er ikke mindst Kina. Den kinesiske økonomi er ikke længere bare afhængig af at eksportere til Vesten. Den indenlandske økonomi har taget over som vækstmotor. Der er kun få tegn på, at de råvaretunge byggeinvesteringer i boliger, infrastruktur og produktionsapparat vil aftage nærværdigt de kommende år. Fortsat vækst i kinesiske investeringer er en af årsagerne til, at vi ser gode muligheder for prisstigninger for *kobber* og *aluminium* på tre års sigt.

Den stigende velstand for den almindelige kineser begynder også at sætte sit spor på råvaremarkederne. Benzin og elektricitetsforbruget stiger dag for dag. Men også forbruget af fødevarer ventes at stige yderligere de kommende år. En stigende andel af befolkningen ventes – som mange andre Emerging Markets-lande - at bevæge sig »op« i middelklassen i de kommende år.

Det vil betyde stigende forbrug af fødevarer – og ikke mindst af forædlede fødevarer som kød og mælk. Når store befolkningsgrupper efterspørger fx kødprodukter, stiger efterspørgslen efter afgrøder til foder af dyrene. Selvom landbruget generelt er hurtigt til at omstille sig til ændrede forbrugsmønstre, løser det ikke det grundlæggende problem, at udbuddet af opdyrkelig land på kortere sigt er konstant og måske endda faldende i lyset af stigende urbanisering og klimaændringer.

Men landbrugspriserne understøttes ikke bare af stigende forbrug til fødevarer og foder, men også den store fokus på biobrændsel. Med de stigende oliepriser må produktionen af ethanol og biodiesel fortsat forventes at være høj og stigende de kommende år. Også omkostningssiden i landbruget presser priserne op i takt med markante prisstigninger på kemikalier, kunstgødning, energi og arbejdskraft det seneste år - en tendens, der ventes at fortsætte de kommende år.

I vores råvarestruktur har vi valgt at investere i *sojabønner* og *hvede*, hvor vi ser gode prisudsigter i forhold til dagens prisniveau. Investering i landbrugsvarer sammen med olie udgør desuden »inflationsdelen« i råvarekurven. Energi og fødevarer er netop årsa-

gen til en stigende andel af den globale inflation – olie og fødevarer er så at sige inflation. Med stigende globalt inflationspres mener vi det er vigtigt at have en aktivklasse som råvarer i porteføljen, som ikke bliver negativt påvirket af inflation.

Olie er uundgåelig i enhver diversificeret råvarekurv. Det er den absolut vigtigste råvare og ændringer i olieprisen påvirker andre aktivklasser mærkbart. Det er især olie, som giver spredningen eller diversificeringen i forhold til andre aktivklasser i porteføljen.

På trods af de stigende oliepriser gennem 2008 kan der meget vel være endnu højere oliepriser på vej på tre års sigt. Der er således meget, der tyder på, at produktionen af olie uden for OPEC kun kommer til at stige i et beskedent omfang de kommende år samtidig med, at efterspørgselen er stigende grundet den stigende efterspørgsel fra Emerging Markets. Dette peger på, at der er behov for en meget høj oliepris for igen at skabe ligevægt mellem udbud og efterspørgsel i olie-markedet.

KommuneKredit – Råvarer 2011 har en deltagelsesgrad på 100, og en garanteret indfrielseskurs på 100.

Inflationstruslen i Emerging Markets

Mange udviklingsøkonomier tynges af stigende inflation og aftagende vækst. Det er nu centralbankerne skal vise, at de er uafhængige instanser, der ikke giver efter for politisk pres.

Selv om udviklingsøkonomierne i stigende grad drives af indenlandsk efterspørgsel, så er de stadigvæk afhængige af eksport til de udviklede lande. Det betyder, at de også oplever en nedgang i væksten som følge af den aktuelle afmatning i USA og Europa.

Når væksten går ned, er det naturligt at forsøge at stimulere økonomien via finans- og/eller pengepolitik. Forudsat, at inflationen tillader det. Og det gør den ikke i mange udviklingsøkonomier lige nu, som oplever den ubehagelige cocktail af aftagende vækst og høj og stigende inflation.

Det interessante er at se, hvordan de enkelte landes centralbanker håndterer situationen. I de udviklede lande har man en mangeårig tradition for, at centralbankerne er helt uafhængige og har et selvstændigt mandat til at tage upopulære beslutninger, når det er nødvendigt. Som fx at hæve renten for at bekæmpe inflation på et tidspunkt, hvor de folkevalgte politikere måske

hellere så en rentenedsættelse for at få mere gang i økonomien.

Det er nu centralbankerne i mange udviklingsøkonomier skal stå deres prøve. De fleste centralbanker i disse lande har kun 5-10 års erfaring med officiel status som uafhængig, og de har indtil nu kun skullet agere i de gyldne år med høj vækst og lav inflation.

Den ukrainske centralbank skiller sig ud, som en af de centralbanker, der har håndteret situationen dårligst. Centralbankens ledelse har store problemer med at tage de beslutninger, der økonomisk set er de mest fornuftige. Det skyldes en stærkt politiseret bestyrelse, der er under stor indflydelse af den ukrainske industri. Sådan har det været i flere år og resultatet er skræmmende med en aktuel årlig vækst i pengemængden på 50 pct. og en inflation over 30 pct.

Vælger centralbankerne i andre udviklingsøkonomier på lignende vis at give efter for politisk pres og nedsætte

renten, øger de risikoen for en løbsk inflation. Det vil sende obligationskurserne ned og svække valutaen. Da importandelen er høj i disse lande vil en svagere valuta øge inflationen. For landets eksportvirksomheder vil en høj inflation svække konkurrenceevnen.

»Vi er mest bekymrede for de øst- og centraleuropæiske lande. I de asiatiske lande spiller politisk indblanding en mindre rolle, og generelt er der en mere uafhængig styring af pengepolitikken,« siger Lars Rasmussen, analytiker med speciale i udviklingsøkonomierne.

Men risikoen for at flere lande bøjer sig for et pres til en mere lempelig pengepolitik er til stede i mange lande. At fødevarerpriserne er steget over 40 pct. på et år betyder særlig meget i de fattige lande, hvor fødevarer udgør en stor andel af husholdningsbudgettet.

»I sådanne lande er der en betydelig risiko for social uro, og det kan friste til nemme løsninger for at afhjælpe situationen for forbrugerne,« siger Lars Rasmussen.

Et andet problem i visse lande er energipriserne. Således er der i nogle lande en stor subsidiering af energi. Således har Kina et prisloft for benzinpriserne, så forbrugerne oplever benzinpriser, der reelt burde ligge 70-80 pct. højere. Men med de stadig stigende energipriser er det efterhånden en dyr forretning for staten, som betyder, at man kan blive tvunget til at skære ned på andre områder af de offentlige udgifter. Fjernes eller udfases subsidieringen af energi vil forbrugerne imidlertid også fra denne kant rammes hårdt – hvilket også vil kunne udløse social uro.

Blandt BRIK-landene skiller Brasilien og Rusland sig ud ved at være store eksportører af råvarer og energi. Så længe råvarepriserne holder sig oppe, står de stærkt. Ydermere understøttes de af stor kapitaltilstrømning. Falder råvarepriserne generelt, vil de stå over for større udfordringer, mens det vil gøre situationen lettere for Indien og Kina.



Den ukrainske centralbank lader seddelpressen køre og har – som følge af en stærkt politiseret bestyrelse – ikke hidtil ikke haft fokus på inflationen, der er ved at løbe løbsk. Analytikerne i Danske Bank udtrykker bekymring om, at centralbankerne i andre udviklingsøkonomier, især i Øst- og Centraleuropa, er i stand til at modstå politisk pres i disse tider, hvor væksten falder og inflationen stiger.



Danske Invest blandt de billigste investeringsforeninger

En undersøgelse i Dagbladet Børsen viser, at Danske Invest er den af landets større investeringsforeninger, der samlet set har det laveste omkostningsniveau på aktieafdelinger.

Kun tre foreninger er ifølge Børsens undersøgelse samlet set billigere, men ingen af dem kan sammenlignes med Danske Invest. Således har LD Invest ikke samarbejdsaftaler med nogen banker og kan derfor ikke tilbyde investeringsrådgivning. SKAGEN Fondene tager et performance fee, hvis de klarer sig godt, så de er reelt dyrere, end det fremgår af undersøgelsen. Og Profil Invest har kun én fond - og er i øvrigt ved at blive nedlagt.

»Undersøgelsen viser, at Danske Invest har et meget konkurrencedygtigt omkostningsniveau. Min ambition er, at Danske Invest skal have de samlet set bedste investeringsmuligheder, når man ser på afkast, omkostninger, informationsniveau og adgang til kvalificeret investeringsrådgivning«, siger adm. direktør i Danske Invest, Thomas Mitchell.

Hovedforeninger - Årlig Omkostning i Procent (ÅOP) 2007 (detailafdelinger)

Aktieafdelinger				
Rang	Forening	Antal	Gns.	Vægtet
1	LD Invest	3	1,06	1,08
2	SKAGEN	3	1,71	1,43
3	Profil Invest	1	1,57	1,57
4	Danske Invest	47	1,6	1,6
5	Nordea Invest	20	1,92	1,78
6	Sparinvest	17	1,02	1,87
7	Midtinvest	6	1,98	1,88
8	Nykredit Invest	9	1,97	1,92
9	Lån & Spar	5	2,16	1,93
10	Investin	2	2,03	2,03
11	Etik Invest	1	2,06	2,06
12	BankInvest	27	2,35	2,18
13	SEBinvest	4	2,35	2,19
14	Jyske Invest	17	2,13	2,23
15	Nielsen Global Value	1	2,25	2,25
16	Dexia Invest	2	2,29	2,29
17	Carnegie WorldWide	5	2,48	2,31
18	Sydinvest	14	2,14	2,34
19	EGNS-INVEST	9	2,23	2,36
20	ATRIUM Value Partner	1	2,36	2,36
21	ABN AMRO Invest	6	2,6	2,45
22	ValueInvest	3	2,46	2,45
23	Alm. Brand Invest	4	2,6	2,55
24	Gudme Raaschou Invest	4	2,77	2,92
25	Tema Kapital	2	3,21	3,24

KILDE: DAGBLADET BØRSEN. DE TO KOLONNER YDERST TIL HØJRE VISER HHV. ET SIMPELT GENNEMSNIIT OG ET FORMUEVÆGTET GENNEMSNIIT AF ÅOP I FORENINGERNES AKTIEBASEDE AFDELINGER.



Nye gennembrud i solenergi

Forskere hos computergiganten IBM har opnået lovende resultater med at koncentrere solenergien med en stor linse, der formår at opfange rekordhøj energi på 230 watt på en kvadratcentimeter stor solcelle. Problemet med at gøre noget tilsvarende har hidtil været den enorme varme, der opstår. Ved at koncentrere hvad der svarer til lyset fra 2000 sole opstår der en enorm varme, som er i stand til at smelte rustfrit stål. Men ved at bruge IBM's egen teknologiske vi-

den om afkøling af computerchips, har forskerne været i stand til at afkøle solcellen fra 1600 grader til kun 85 grader.

Et andet gennembrud er opnået af forskere i nanoteknologi, der har haft gode resultater med nanowires. De har vist sig at kunne fungere som supermotorveje for elektroner, og vil dermed kunne give solceller baseret på den såkaldte »thin film«-teknologi et markant løft i effektiviteten.

Amerikansk boligkrise kun halvvejs

Den mest ubehagelige trussel mod amerikansk økonomi er boligmarkedet. Priserne er faldet 7-8 pct. i gennemsnit siden toppen sidste år, men Goldman Sachs tror, vi skal se fald på yderligere 11-12 pct. Og investeringsbankens model siger, at seks stater – Arizona, Florida, Maryland, Virginia, Californien og New Jersey – vil opleve prisfald på 25 pct. eller mere. Hvis det sker, vil forbrugernes adfærd blive strammet endnu mere op.

IMF: Tab på USA's boliglån kan løbe op i 1000 mia. dollars

Ifølge nyhedsbureauet Bloomberg har bankerne globalt tabt 382,6 mia. dollars på finanskrisen og kun rejst 269,6 mia. dollars i ny kapital. Det taler for, at bankerne i en rum tid fremover fortsat vil stramme lånebetingelserne.

IMF, den Internationale Valutafond, vurderer, at faldende priser på det amerikanske boligmarked og et stigende antal tvangsauktioner kan føre til yderligere tab på 565 mia. dollars. IMF anslår, at tab på de amerikanske boliglån kan løbe helt op i 1000 mia. dollars.



Klimaforskernes Manhattan-projekt

Verdens klimaforskere har planer om at etablere et supercomputer-center, som kan give langt bedre detaljerede prognoser for fremtidige lokale klimaændringer. Forskerne sammenligner det med bygningen af den internationale partikelaccelerator ved Geneve og Manhattan-projektet under 2. verdenskrig, der førte til udviklingen af atombomben.

Målet er en computerkraft på 100 petaflops – dvs. en kraft, der er 2000 gange større end, hvad klimaforskerne har adgang til i dag, når de arbejder med deres modeller.

De fleste regeringer betragter nu klimaændringer som uundgåelige og ønsker detaljerede lokale prognoser, som kan hjælpe dem med at forberede og tilpasse sig.

Økonomen Jeffrey Sachs fra Columbia University i New York, der er kendt som forkæmper for de fattige lande og en bæredygtig udvikling for Jorden som helhed, udtalte i relation til projektet, at der vil være stor interesse fra politikerne i at investere de hundreder af millioner dollars i projektet, der er nødvendige, hvis videnskabsfolkene kan love svar på nøglespørgsmål om vandforsyning, tørke, sundhed og fremtidig fødevarerforsyning. Sachs påpegede også, at klimaforskerne hidtil har nedtonet usikkerhederne i deres modeller for herved at styrke deres argumenter om, at klimaændringerne er kendsgerninger. Forskerne erkender på deres side, at de må forbedre deres globale modeller og langsigtede prognoser for at kunne transformere dem til detaljerede prognoser, der er anvendelige for de respektive regeringer.

De nuværende modeller er ikke avancerede nok og kan eksempelvis ikke imitere nøglekarakteristika ved det eksisterende klimasystem. Fænomener fra atlantiske orkaner og europæiske tørker til El Niño og istiderne har de ikke formået at indarbejde i algoritmerne.

Men ikke alle forskere mener, at øget computerkraft er løsningen, når der er så mange elementer af klimasystemet, som man ikke forstår fuldt ud. Og andre mener, at klimamodellerne ikke er den fulde løsning, hvis man ignorerer faktorer, som ikke har noget med drivhusgasser at gøre. Fx kan vestafrikanske tørker afhænge af afkøling på den nordlige halvkugle, som forårsages af forurening med aerosoler fra industrien – faktorer, som faktisk modvirker den globale opvarmning i et vist omfang. Tilsvarende kan australske tørker delvist skyldes hullet i ozonlaget over Antarktis.



Aftalekonti vs obligationer

Bankerne, især de mindre, mangler kortfristet kapital, og det er baggrunden for de mange tilbud på højrentekonti, der tilbydes for tiden med renter på 5-6 % for en bindingsperiode på typisk 1-2 år.

Men selv om det umiddelbart lyder fristende, så skal man overveje nøje om en indlånskonto er det bedste valg, hvis man har en større sum penge, man ønsker forrentet sikkert i en periode.

For det første er der indskydergarantien, som kun dækker 300.000 kr. For det andet er der naturligvis forrentningen efter skat.

Hvis man har mere opsparing end gæld, og det handler om frie midler, så er der tale om positiv kapitalindkomst. Det betyder, at renteafraksten på en indlånskonto beskattes med op til 59 pct. Hvis man ser på obligationsmarkedet, så er der attraktive obligationer med udløb i 2009 og en kupon-

rente på 2 pct., som giver et langt bedre afkast. Da mindstereenten for et par år siden i en periode var på 2 pct., blev der nemlig udstedt en del realkreditobligationer med en kuponrente på 2 pct. At de overholdt mindsterentekravet ved udstedelsen betyder, at de er blåstemplede – og det indebærer, at kursgevinsten er skattefri.

Sammenligner man afkastet på fx RD 2% 2009 med en aftalekonto betyder det, at kravet til renten før skat på aftalekontoen er på 7,72 %. Det kan ingen højrentekonto hamle op med i praksis.

Hvis aftalekontoen skal slå RD 2% 2009

Obligation	Skattesats	Krav til rente på højrentekonto
RD 2% 2009	33%	5,5%
RD 2% 2009	45%	6,27%
RD 2% 2009	59%	7,72%

Efterspørgselen reagerer på olieprisen

Prisudviklingen i råvaremarkedet har været meget forskelligartet på det seneste. Metaller som zink, nikkel og bly har været under betydeligt prispres i maj. Nikkelpriserne faldt i maj med 22 pct. og er nu 44 pct. nede siden årsskiftet. Nikkelpriserne er under pres som følge af lavere efterspørgsel fra sektoren, der arbejder med rustfrit stål.

Oliepriserne steg derimod 10 pct. i maj og er nu næsten fordoblet på et år.

Danske Banks råvareanalytiker, Arne Lohmann Rasmussen, forventer imidlertid, at oliepriserne forbliver omkring det aktuelle niveau på omkring 130 USD pr. tønde resten af året og falder en anelse i 2009.

»Vi tror ikke på scenariet med 200 USD pr. tønde. Vi vil snarere fremhæve, at vi nu begynder at se en vis effekt på efterspørgselssiden. Vi ser asiatiske lande reducere deres benzinsubsidier,

og den amerikanske forbruger køber mindre benzin end i 2007. Det ser ud til at folk, inklusiv stater, langt om længe agerer som om de høje oliepriser fastholdes i overskuelig fremtid. Der er dog i vores øjne stadig en meget stram situation på oliemarkedet. Men ikke nok til at presse oliepriserne markant højere op,« mener Arne Lohmann Rasmussen.

IEA nedjusterer forventninger til global olieproduktion

Energibranchens tænketank, Det Internationale Energiagentur (IEA), er i gang med at undersøge tilstanden i verdens 400 bedste oliefelter. Resultaterne offentliggøres først endeligt i november, men konklusionen er allerede klar: Fremtidige olieforsyninger kan vise sig at være langt lavere end hidtil antaget.

I adskillige år har IEA forudsagt, at forsyningerne af råolie og andre flydende brændstoffer vil bøjse svagt opad for at følge med den stigende efterspørgsel. I 2030 blev der således spået en daglig produktion på 116 mio. tønder olie, fra de aktuelle 87 mio. Men

nu er agenturet bekymret for, at aldrende oliefelter og nedtonede investeringer vil betyde, at olieproducenterne får svært ved at overgå 100 mio. tønder dagligt i de næste to årtier.

Undersøgelse

Bankgiganten Citigroup lavede forud for skattepakkens ikrafttræden en undersøgelse af, hvordan forbrugerne vil bruge pengene. Heraf fremgår det, at 23,3 pct. planlægger at bruge pengene til opsparing, mens 34 pct. vil betale udestående regninger eller reducere gæld. De penge, der rettes mod for-

brug, vil ifølge undersøgelsen typisk gå til dagligvarer og mindre forbrugsvarer, mens der ikke er udsigt til, at pengene vil blive anvendt som supplement til større køb.

Hvordan forbrugerne senere på året vil arte sig afhænger meget af udviklingen i fødevarer, energipriser, boligmarkedet, ledigheden og de økonomiske udsigter generelt. Foreløbig kan forbrugerne ikke selv se meget lys i horisonten. Den seneste forbrugertillidsundersøgelse viste, at forbrugernes forventninger til fremtiden ikke har været så pessimistiske siden 1980.

Rom-klubben fik ret før tiden

Den aktuelle krise med globale flaskehalse, forureningsproblemer og klimaændringer burde ikke komme bag på nogen. Vi var advaret. Mener Dennis Meadows.

»Hvis de aktuelle vækstrends i global befolkning, industrialisering, forurening, fødevareproduktion og udtømming af ressourcer fortsætter uændrede, så vil grænserne for vækst på denne planet nås inden for de næste 100 år.«

Et højaktuelt udsagn i lyset af den aktuelle krise med forurening, klimaændringer, overfiskeri og globale flaskehalse i form af en løbsk prisudvikling på næsten alle råvarer. Men det var faktisk den overordnede konklusion på Rom-klubben's analyse af menneskehedens levevis og klodens bæreevne, *Grænser for vækst* for 36 år siden.

»Vores oprindelige prognoser i 1972-udgaven af *Grænser for vækst* markerede, at de store pres i begrænsning af befolkning og industri ville begynde at vise sig i perioden efter 2020. Men fysisk vækst har været en smule hurtigere, end vi regnede med, og flere positive loops er blevet udløst, fx med klimaændringerne og værdien af den amerikanske dollar. Disse loops stimulerer ændringer i sig selv. Så presset på mange områder er allerede synligt, og det vil tiltage enormt over de næste

tre dekader. For de industrialiserede samfund – både demokratier og diktaturer – forventer jeg, at der vil blive flere ændringer i de næste 30 år, politisk, økonomisk og socialt, end i de foregående 100 år,« siger Dennis Meadows til INVESTERING.

Han var med til at udarbejde *Grænser for vækst* i 1972 sammen med kollegerne Donella Meadows, Jørgen Randers og William Behrens III. Baggrunden for den dystre fremskrivning havde sit udgangspunkt i en på det tidspunkt avanceret computermodel af verden, som simulerede en række scenarier for den sandsynlige udvikling. Alle modelsimulationer viste, at det globale samfund før eller siden ville støde på det naturlige systems grænser med mange mere eller mindre katastrofale effekter til følge, hvis verdenssamfundet fortsatte i samme høje vækstgear.

Er de aktuelle problemer udtryk for, at vi har nået grænserne for vækst nu?

»Nogle af de aktuelle vanskeligheder, der forvirrer vores ledere, er resultaterne af mere kortsigtede dynamikker, såsom råvareproduktionscykler. De vil

blive modereret i takt med, at produktionskapaciteten kommer på niveau med efterspørgselen. Men det er hævet over enhver tvivl, at det globale samfund begynder at være vidne til de uundgåelige resultater af, at presse væksten i befolkning, forbruget af energi og forbruget af materialer til niveauer langt over hvad, der er bæredygtigt. Og det globale samfund gør ikke et særligt effektivt job hverken mht. at forstå situationen eller iværksætte de rette politiske tiltag. Fx er det ret sikkert, at global olieproduktion allerede har passeret sit maksimum. Men USA's officielle prognoser går på en olieproduktion over de kommende 30 år, som er 60 pct. over det aktuelle niveau. En mere sandsynlig udvikling derimod vil ifølge World Energy Group's prognoser i Tyskland være, at råolieproduktionen vil være 50 pct. under det aktuelle niveau i 2030.«

Løsningerne handler vel om en blanding af politiske tiltag, en grundlæggende ændring af vores levevis og i særdeleshed en innovativ erhvervssektor. Tror du, at virksomhederne vil frembringe de nødvendige løsninger?



»Jeg tror, der er mange muligheder for virksomhederne og investorerne til at tjene penge ved at levere delvise, men brugbare løsninger på de aktuelle problemer. Der vil også være mange chancer for at tabe penge. Men finansielle institutioner og erhvervslivet kan ikke alene løse de problemer, vi står overfor. Det vil kræve et vedholdende, velovervejet samarbejde mellem mange sektorer i samfundet. Og også, som du påpeger, ændringer i vores livsstil. Først må vi erkende, at der absolut ikke er nogen attraktiv løsning tilgængelig, så længe befolkningen bliver ved at vokse. At stoppe befolkningsvæksten betyder på ingen måde, at problemerne elimineres. Men der er ganske enkelt ikke nogen løsninger, som kan danne fundamentet for en bæredygtig fremtid, hvis befolknings-tilvæksten fortsætter. Tilsvarende vil ønsket om at fastholde vækst i den personlige materielle levestandard også føre til en katastrofe. Det er ofte debatteret, hvor mange mennesker planeten kan bære. Det afhænger af, hvornår vi begynder at gøre en indsats, hvad vi ønsker af retfærdighed og rimelighed, gennemsnitligt velbefin-

dende og politisk frihed. Men jeg tror, at grænsen er 2-3 mia. mennesker. Ikke de over seks mia. mennesker vi har nu, og slet ikke de ni mia. mennesker, som demograferne håber vil være toppen.«

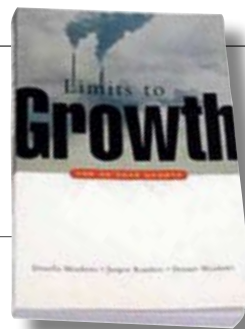
Du tror altså ikke, at de frie markeds-kræfter vil være i stand til at imødegå de udfordringer, kloden står overfor?

»Det frie marked er ikke virkelig frit. Den kombination af incitament og mekanismer, vi kalder det frie marked, kan ikke give virkelige, bæredygtige løsninger. Det er der mindst tre årsager til: For det første har markedet en meget kort tidshorisont. Vi håndterer problemer, hvortil løsningerne vil få tingene til at se værre ud over de næste årtier, før situationen begynder at se bedre ud. Hverken markeder eller politikere kan fastholde et valg af muligheder, som får tingene til at se værre og værre ud i mange år, heller ikke selv om det er åbenbart, at anstrengelserne i sidste ende vil bære frugt. For det andet, så fokuserer markedet kun på konsekvenser, som er denomineret i pengetermer. Det betyder, at de fleste miljømæssige og so-



Dennis Meadows, en af hovedforfatterne bag »Grænser for vækst« i 1972, ses her ved et foredrag på D. Mendeleev University of Chemical Technology i Moskva i 2007.

»



Dennis Meadows var blandt hovedforfatterne til den meget omtalte og dystre fremtidsprognose »Limits to Growth« (»Grænser for vækst«), der udkom første gang i 1972.

cialle konsekvenser ignoreres fuldstændigt, og vægten lægges på de rige. For det tredje, så lader markedet mange mennesker tjene enorme profitter på at gøre ting, som ikke er bæredygtige. Disse mennesker modsætter sig intenst enhver anstrengelse fra samfundets side på at blive mere bæredygtigt. De nuværende bestræbelser på at sabotere klimaændringspolitikker og et skifte til vedvarende energi er blot to eksempler. Virksomheder implementerer »grønne« politikker for at beskytte sig selv, ikke for at beskytte miljøet. Samfundet – især USA og EU – kæmper allerede nu med alvorlige problemer som følge af masseindvandring. Jeg tror ikke, at fremtidige problemer har nogle attraktive løsninger inden for konteksten af et liberalt demokrati.«

Hvis nu vi leger med tanken, at du havde global politisk magt til at gennemføre de nødvendige ændringer, hvad ville du så gøre?

»Hvis jeg havde global magt, ville jeg fokusere på forskellige prioriteter. Som en start ville jeg eliminere de faktorer, som aktuelt forhindrer folk i at få færre børn, når de ønsker det. Jeg ville øjeblikkeligt starte med reduktion af CO₂-udledning, idet globale klimaændringer har potentialet til at eliminere de nyttiggørende effekter af enhver politik, vi iværksætter på andre områder. Jeg ville beskytte frugtbarheden af vore globale vedvarende ressourcer, og restrukturere landbrugssektoren for at fremme produktion med en stærkt reduceret brug af energi og kemikalier.«

Tror vi er i stand til at afværge fødevarerkrisen – også i fremtiden – i lyset af den hastige globale befolkningstilvækst?

»De eksperter, som forudsiger, at vi kan brødføde ni mia. mennesker uden problemer, skulle først forklare, hvorfor vi i dag ikke er i stand til at brødføde godt seks mia. Der har altid været sultende folk. Hvis vi ikke var i stand til at brødføde alle tilstrækkeligt i

70'erne og 80'erne, kan jeg ikke forestille mig, hvordan vi skulle kunne gøre det i dette århundrede. Det er ikke til megen nytte at afvise problemerne i teorien, hvis vi ikke kan løse dem i praksis. Jeg forudsiger, at den totale fødevarereproduktion vil toppe inden for de kommende 10 år.«

Det er jo ikke blot olie, kul og fødevarer, der oplever massive prisstigninger, men også metaller og andre råvarer, som er nødvendige til udbygning af bl.a. infrastrukturen ikke mindst i de store udviklingsøkonomier. Har vi her en flaskehals på niveau med olien?

»Kloden har stadig en stor mængde af ikke-vedvarende ressourcer, som fx kobber. En del af den aktuelle knaphed vil forsvinde i takt med, at de rige lande bevæger sig ind i recession og råvareproduktionscyklerne starter med at producere mere output. Men vores brug af materialer er ekstremt energiintensivt. Da energi var billig, kunne vi altid finde nye forsyninger eller substitutter. Men nu hvor den globale olieproduktion har toppet, vil traditionelle metoder til håndtering af ressourceknaphed være mindre effektive,« slutter Dennis Meadows.

Dystre udsigter fra en nyligt pensioneret professor. Men Dennis Meadows ynder at provokere og puste liv i debatten nu som dengang i 1972 og i årene derefter.

Men man må medgive ham, at der er mange symptomer på, at vi er ved at nå en grænse for vækst. Der er i dag påfaldende mange paralleller til situationen i 70'erne, der også var præget af fødevarerangel, energikrise, massive klimachok (især efter en kraftig El Niño-effekt i 72), samt stigende inflation og faldende vækst (stagflation).

Men han undervurderer formentlig erhvervslivets evne til at tage udfordringerne op. Der er sket en voldsom teknologisk udvikling siden 70'erne og i dag er de innovative virksomheder i stand til at udvikle løsninger til de problemer, vi står overfor, med imponerende hastighed – hvis der er penge

i det. Og det er der med de mange globale flaskehalse. De finansielle markeder og det globale erhvervsliv har for alvor fået øjnene op for en guldgrube, der muligvis er den største i menneskehedens historie. Det strømmer ind med risikovillig kapital i meget stor skala til virksomheder, der arbejder med alternativ energi, fødevarer, forureningsbekæmpelse osv. Og det vælter ud fra laboratorier og virksomheder med lovende resultater.

Også den politiske interesse er øget i og med, at den globale økonomiske udvikling bremses op af de alvorlige ressource- og miljømæssige begrænsninger, der tårner sig op. Verdenssamfundet og planetens sundhedstilstand som sådan viser en række symptomer på overbelastning, som indikerer, at den hidtidige dominerende levevis for menneskeheden nærmer sig *Grænser for vækst*. En langt mere bæredygtig udvikling er påtrængende nødvendig. Som forfatteren og videnskabsjournalisten Tor Nørretranders tidligere har påpeget i dette magasin (marts 2008): Vi skal opgradere vores civilisation til version 2.0.

Inden for sådanne bæredygtige rammer er der naturligvis stadig muligheder for vedvarende vækst, om end vi ikke kommer uden om at håndtere befolkningsvæksten og nye forureningskilder såsom genmodificerede afgrøder, nanoteknologi osv. Nye udfordringer vil hele tiden dukke op, men vi skal lære at tænke mere langsigtet. Tiden vil vise om verdenssamfundet politisk og via en ændret levevis samt ikke mindst en innovativ erhvervssektor vil være i stand til at løfte opgaven.



Emission

med fortegningsret i Carlsberg A/S og skat



Den store emission af nye Carlsberg B-aktier er nu overstået, og de mange kunder, der havde aktier i Carlsberg A/S, har i forbindelse med fortegningssemissionen taget stilling til, om de skulle tegne nye B-aktier eller sælge de tildelte tegningsretter. I det følgende vil vi kort give et overblik over de skattemæssige konsekvenser ved nyttegning af B-aktier og salg af tegningsretter.

Personer

De tildelte tegningsretter er skattemæssigt anskaffet til kurs 0. Hvis de tildelte tegningsretter afstås, skal avance beregnes efter aktie-for-aktie metoden. Hele afståelsessummen skal tages til beskatning som aktieindkomst.

Anvendes de tildelte tegningsretter til tegning af nye B-aktier, er tegnings-

kursen anskaffelseskursen for de nye aktier. Ved et senere salg af aktierne skal gevinst og tab opgøres efter de almindelige regler. Aktiernes anskaffelsessum opgøres efter gennemsnitsmetoden, og anskaffelsessummen opgøres under et for A- og B-aktier.

En aktionær med B-aktier i Carlsberg A/S, der indgår i en skattefri beholdning af børsnoterede aktier, skal imidlertid være opmærksom på, at tegning af nye B-aktier og et efterfølgende salg af B-aktier indebærer, at de først erhvervede Carlsberg B-aktier anses for solgt først (First in - First out princippet). I denne situation vil det således være de skattefrie aktier, der sælges først.

Selskaber

De tildelte tegningsretter anses skattemæssigt for anskaffet til kurs 0 og er-

hvervet på samme tidspunkt som moderaktien. Avancer fra solgte tegningsretter, der har været ejet i mindst 3 år er skattefri, mens hele salgssummen beskattes som almindelig indkomst, hvis tegningsretterne har været ejet i mindre end 3 år.

Aktier der er tegnet på grundlag af tildelte tegningsretter anses for anskaffet på samme tidspunkt som moderaktien. Tegningskursen er anskaffelseskursen for de nye aktier. Ved et senere salg af aktierne skal gevinst og tab opgøres efter de almindelige regler. Aktiernes anskaffelsessum opgøres efter gennemsnitsmetoden, og anskaffelsessummen opgøres under et for A- og B-aktier uanset ejertid.

Avance og tab på aktier ejet i mindst 3 år indgår ikke i selskabets skattepligtige indkomst.

Selvangivelsen 2007 samt ændring af årsopgørelsen

Selvangivelsesprocessen er blevet væsentlig ændret fra og med selvangivelsen for indkomståret 2007. Senest har skattemyndighederne informeret om retningslinjer for ændring af årsopgørelsen, selv efter at fristen 1. maj er udløbet.

I februar udgaven af Investering informerede vi om de ændringer, der er ble-

vet indført for selvangivelsen for indkomståret 2007, herunder at almindeli-

ge lønmodtagere og pensionister ikke skal indsende en selvangivelsesblan-



Skattnedslag for seniorer

Så er der spændende nyt, hvis du er født i perioden fra 1946-1952. Bliver du på arbejdsmarkedet til og med det år, hvor du fylder 64 år, kan du muligvis få et nedslag i skatten.

Folketinget behandler for øjeblikket et lovforslag om skattnedslag til seniorer. Det forventes vedtaget inden sommerferien.

Lovforslaget udmønter en del af regeringens jobplan med det formål at øge beskæftigelsen blandt seniorer.

Det maksimale nedslag udgør 100.000 kr. Er du født i 1946 eller 1947 udgør det maksimale nedslag dog henholdsvis 60.000 kr. og 80.000 kr.

Nedslaget gives som hel eller delvis tilbagebetaling af arbejdsmarkedsbidraget.

Reglerne er ganske komplicerede og opnåelse af nedslaget kan i visse situationer kræve planlægning. Forslaget indeholder nemlig en række betingelser, som du skal opfylde for at blive berettiget til at modtage skattnedslaget.

Indkomstloft fra det 57. - 59. år

Din løn må højst udgøre 550.000 kr. (2008-niveau) før arbejdsmarkedsbidrag. Beløbet opgøres gennemsnitligt i de tre år, hvor du fylder 57, 58 og 59 år.

Lønnen opgøres inkl. indskud på arbejdsgiveradministrerede pensionsordninger. Det er således ikke muligt

at nedbringe indkomsten til under indkomstloftet ved at indbetale på en arbejdsgiveradministreret pensionsordning.

Hvis du vil checke om kravet til indkomstloftet er opfyldt, skal du beregne din gennemsnitlige indkomst over de 3 år, og denne gennemsnitlige indkomst skal sammenlignes med den gennemsnitlige beløbsgrænse, som er fastsat i de tre år, hvor du fylder henholdsvis 57, 58 og 59 år.

For de første årgange, der er omfattet af skattnedslaget, udgør det gennemsnitlige indkomstloft følgende beløb:

Indkomstår	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Fødselsår	Personens alder													
1946	57	58	59			62	63	64						
1947		57	58	59		61	62	63	64					
1948			57	58	59	60	61	62	63	64				
1949				57	58	59	60	61	62	63	64			
1950					57	58	59	60	61	62	63	64		
1951						57	58	59	60	61	62	63	64	
1952							57	58	59	60	61	62	63	64

	Aldersgruppe, der kan optjene maks. 60.000 kr.
	Aldersgruppe, der kan optjene maks. 80.000 kr.
	Aldersgruppe, der kan optjene maks. 100.000 kr.
	Tre år, hvor indkomsten i gennemsnit ikke må overstige 550 tkr. (2008)

KILDE: NOTAT FRA SKATTEMINISTERIET AF 28. MARTS 2008.

»

ket. SKAT har som noget nyt fremsendt en årsopgørelse og samtidig hermed et oplysningskort, som modtageren kan bruge til at give SKAT meddelelser om eventuelle ændringer.

Ændring af årsopgørelsen efter 1. maj
I samme artikel gjorde vi opmærk-

som på, at fristen for ændring af årsopgørelsen var 1. maj 2008. Imidlertid har SKAT nu oplyst, at det siden 19. maj har været muligt at du kan anmode om ændring af din årsopgørelse via TastSelv efter den 1. maj 2008. Denne mulighed kan anvendes frem til 1. marts 2009.

Du kan dog som hidtil anmode om

genoptagelse af indkomstansættelsen for 2007 frem til 1. maj 2011.

Du logger dig på TastSelv via tastSelv-koden eller en digital signatur og herefter indtaster du de nye/supplerende oplysninger. Samtidig skal du anføre en begrundelse for de ønskede ændringer.

Alternativt kan du som hidtil skrift-



Hvis du fylder 64 år.....	så er indkomstloftet.....	for gennemsnitsindkomsten...
i 2010	498.000 kr.	i 2003-2005
i 2011	511.000 kr.	i 2004-2006
i 2012	523.000 kr.	i 2005-2007
i 2013	536.000 kr.	i 2006-2008

Hvis du tjener mere, mister du retten til nedslaget

Fuldtidsbeskæftigelse

I perioden fra det år, hvor du fylder 60 år til og med det år, hvor du fylder 64 år, skal du være fuldtidsbeskæftiget.

Kravet om fuldtidsbeskæftigelse indeholder både et krav til din løns størrelse samt et krav til antal ugentlige arbejdstimer.

Hvis indkomsten er mindre, eller du ikke opfylder kravet til antal timer, mister du retten til nedslaget.

Indkomstkraft

Indkomsten i det år, hvor du fylder 60 år, til og med det år, hvor du fylder 64 år, skal årligt udgøre mindst ca. 159.000 kr. (2008-niveau)

Timekrav

Du skal arbejde mindst 27 timer om ugen hvilket svarer til, at du betaler ATP-bidrag med fuldtidssats.

I den angivne femårs-periode er der mulighed for, at du f.eks. kan have en ledighedsperiode på op til 6 måneder uden, at retten til nedslag mistes.

ATP får til opgave at føre et register over beskæftigelsesgraden for lønmodtagere, der kan komme i betragtning til skattemedslaget.

Beregning og udbetaling

Det samlede beløb til udbetaling udgør det mindste beløb af enten

- Summen af de fem års beregnede nedslag, dvs. højst 100.000 kr. (2008-niveau) eller
- 40 pct. af arbejdsmarkedsbidragsgrundlaget i det år, hvor du fylder 64 år.

Udbetalingen fordeles herefter på de to år, hvor du fylder 64 og 65 år. Fordelingen sker ud fra tidspunktet for din fødselsmåned.

Selvstændigt erhvervsdrivende

Er du selvstændig erhvervsdrivende, kan du også få del i skattemedslaget efter særlige regler.

Ved overholdelsen af indkomstloftet fra det 57. til det 59. år og indkomstkraftet for det år, du fylder 60 til det år, du fylder 64 år, er det afgørende, hvis du anvender virksomhedsordningen, hvor meget du hæver til beskattning som personlig indkomst.

Overskud der beskattes som kapitalindkomst eller spares op til 25 pct.'s virksomhedsskat indgår ikke ved opgørelsen af indkomstloftet eller lønkravet.

Som selvstændigt erhvervsdrivende har du derfor i stor udstrækning mulighed for selv at påvirke din indkomst således, at du kan opfylde betingelserne for at få udbetalt skattemedslaget.

Er du selvstændigt erhvervsdrivende skal du ikke opfylde timekravet, hvilket betyder, at der ikke stilles direkte krav til omfanget af virksomheden. Du skal altså blot have en årlig indkomst på mindst 159.000 kr. (2008-niveau) i årene, hvor du fylder 60 – 64 år. Hvis du f.eks. ejer en udlejningsejendom og dermed stadig bruger virksomhedsordningen, får du således mulighed for at hæve af tidligere opspareret overskud i en størrelsesorden, der medfører, at indkomstkraftet er opfyldt.

Hovedaktionærer

Er du hovedaktionær er det størrelsen af den personlige indkomst fra selskabet, der er afgørende ved vurderingen af indkomstloftet og indkomstkraftet.

Udbytte, der beskattes som personlig indkomst, såsom rådighed over en bil, båd, sommerbolig eller helårsbolig, indgår også. Vær opmærksom på at almindeligt udbytte ikke indgår.

VIGTIGT -

Fradrag for tab på børsnoterede aktier fra 2009

I maj-nummeret af Investering omtalte vi et lovforslag om lempeligere regler for fradrag for tab på børsnoterede aktier.

Lovforslaget er taget af bordet i den folketingssamling, men forventes genfremsat til efteråret, eventuelt med visse ændringer.

I krafttrædelsestidspunktet 1. januar 2009 kan således blive ændret.

ligt kontakte SKAT og anmode om, at der tages hensyn til de ændringer/supplerende oplysninger du måtte have. Der skal vedlægges specifikation/dokumentation for de ønskede ændringer.

Den udvidede selvangivelse

Fristen for indsendelse af den udvidede selvangivelse er som hidtil den 1.

juli. Hvis du skal indsende en udvidet selvangivelse, kan du fra og med 2. juli foretage indberetning af supplerende oplysninger via TastSelv. Denne mulighed gælder indtil 1. marts 2009.

Husk restskatten for 2007

For så vidt angår betaling af restskat for 2007, kan der frem til 1. juli beta-

les op til kr. 40.000, hvorved man sparer tillægget på 7 pct., der beregnes for restskat der betales efter den 1. juli 2008.

Det er på nuværende tidspunkt ikke muligt at undgå at betale tillæg af restskat over kr. 40.000. Betaling af restskat skulle så være foretaget inden den 17. marts 2008.

Nationaløkonomi for alle: Dyre drenge med vigtig opgave



Krisen i finanssektoren har igen rejst spørgsmålet, om branchens til tider velbetalte ansatte overhovedet gør mere gavn end skade. Svaret er ja, i hvert fald som hovedregel.

Kontrasten er til at få øje på. Toppen af børs- og bankfolk i New York har de senere år kunnet indkassere hidtil uhørte millionbeløb, og har generelt ikke ligefrem holdt lav profil, når det gælder smarte biler og dyre vaner. Samtidig er det kommet frem, at dårligt stillede amerikanere er blevet lokket ud i boligkøb, de ikke har råd til, og at konsekvenserne er en trussel mod hele det finansielle system og i sidste ende verdensøkonomien. Man kunne få den tanke, at finansfolkene ikke har løst opgaven.

Faktisk kan man føre spørgsmålet videre. Det finansielle system er i det hele taget stort og dyrt. I Danmark har finanssektoren (inklusive forsikrings-selskaber) over 75.000 ansatte, som jo ikke fremstiller noget konkret. De løser godt nok en praktisk opgave med at betale regninger, udbetale løn og den slags, men kan det virkelig tage så mange menneskers tid, og skabe så store virksomheder, som bankerne er?

Nej, men finanssektorens opgave er også langt større. På ethvert tidspunkt vil det være nogen, der har ressourcer, de ikke skal bruge lige nu – for eksempel den del af lønnen, der skal bruges senere på måneden, eller opsparingen

til pensionen. Og der vil være nogen, der har brug for at låne – måske for at investere i en fabrik, der skaber afkast og større velstand i fremtiden, eller måske bare for at øge forbruget nu på bekostning af fremtiden. Finanssektoren skaber forbindelsen mellem parterne.

Det ville være noget af en opgave, hvis dem, der ville låne, og dem, der ville låne ud, skulle finde hinanden i Den Blå Avis, eller hvordan det ellers kunne lade sig gøre. Udlånerne ville desuden få det problem, at deres penge ville være koncentreret hos nogle få lånere. Går en af dem konkurs, mister udlåneren en stor del af sine penge. Låntagerne vil skulle kæmpe med, at långiverne ofte vil kræve at få deres penge tilbage på ubelejlige tidspunkter.

Bankerne løser de problemer ved at stå for formidlingen. Professionel kreditvurdering mindsker risikoen for tab, og spredning over et stort antal låntagere betyder mindre sårbarhed over for en enkelt. Pengene kan lånes ud over lange perioder, fordi erfaringen siger, at der løbende kommer nye indlån ind til erstatning for de gamle – og fordi kun en lille andel af indlånerne vil hæve deres penge samtidig.

Pengene kommer ud at arbejde, og dermed skaber bankerne både bedre afkast for udlånerne og skaffer billigere lån til låntagerne. Banken beholder en bid af gevinsten selv, men alle er som udgangspunkt vindere.

Principielt fungerer værdipapirmarkedet på samme måde. Udlånerne hedder nu bare investorer, og låntagerne hedder udstedere af obligationer eller aktier. Men skalaen pr. transaktion er langt større end i bankforretningerne, og derfor er der sådan set ikke noget mærkeligt i, at nogle Wall Street-typen kan blive særdeles rige ved blot at beholde en lille del af den gevinst, de skaber for begge parter, når de formidler kapital.

Det står klart, at der er begået alvorlige fejl i banker og hos andre finansformidlere, som har bidraget til den aktuelle finanskrisen. Det er vist også klart, at hele systemet skal justeres og reglerne strammes, når det gælder amerikanske boliglån. Men kernen i systemet er god nok, og faktisk en helt central forudsætning for vores velstand. Effektiv formidling af kapital skaber store værdier, også selv om mellemmandene skal have betaling for det.

Modelporteføljer for obligationer

OPDATERET 10. JUNI 2008

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

Personbeskattede med tidshorisont 0-3 år							
% andel 1)	Fondskode	Papir	DB eff. rt. 2)		3) DB	Hpr. 59% skat 4)	
			Skat 45%	Skat 59%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
15	DK0009271041	2 D.10DS09	4,16%	3,88%	0,55	4,50%	4,54%
10	DK0009271124	2 D.10DS10	4,00%	3,71%	1,49	4,14%	3,91%
75	DK0009271207	2 D.10DS11	4,08%	3,78%	2,34	4,75%	3,64%
100		5)	4,08%	3,79%	1,98	4,65%	3,81%

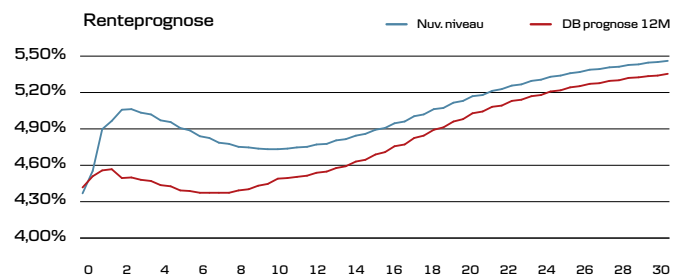
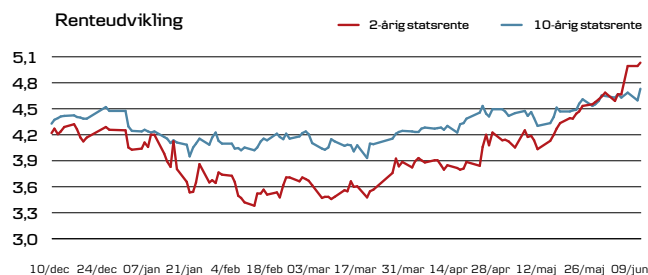
Pensionsbeskattede med tidshorisont 0-3 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat		
			Skat 0%	DB Var.		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
20	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,47%	6,26		9,07%	8,36%
30	DK0009276646	NYK FRN 01/01/2038	5,18%	-0,05		5,58%	5,57%
20	DK0009276198	RD 4.0 01/01/2010	5,52%	1,52		5,90%	5,69%
30	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	5,68%	2,39		6,65%	5,58%
100				2,24		6,66%	6,15%

Personbeskattede med tidshorisont 3-7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 59% skat		
			Skat 45%	Skat 59%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
50	DK0009271207	RD 2.0 01/01/2011	4,08%	3,78%	2,34	4,75%	3,64%
40	DK0009275117	RD 2.0 01/01/2016	3,57%	3,26%	5,92	6,33%	2,79%
10	DK0009273179	RD 4.0 Aio 01/01/2038	3,07%	2,45%	8,18	5,27%	2,91%
100			3,79%	3,46%	4,26	5,40%	3,25%

Pensionsbeskattede med tidshorisont 3-7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat		
			Skat 0%	DB Var.		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
20	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,98%	7,98		9,07%	6,29%
35	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,47%	6,26		9,07%	8,36%
10	DK0009276646	NYK FRN 01/01/2038	5,18%	-0,05		5,58%	5,57%
20	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	5,68%	2,39		6,65%	5,58%
15	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	5,52%	4,00		7,65%	4,97%
100				4,82		8,01%	6,61%

Personbeskattede med tidshorisont over 7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 59% skat		
			Skat 45%	Skat 59%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
40	DK0009271207	2 D.10DS11	4,08%	3,78%	2,34	4,75%	3,64%
10	DK0004129020	2 SKE 2015	3,49%	3,18%	5,87	6,39%	2,85%
50	DK0009273179	4 D.43D 38	3,07%	2,45%	8,18	5,27%	2,91%
100			3,54%	3,09%	5,49	5,16%	3,21%

Pensionsbeskattede med tidshorisont over 7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat		
			Skat 0%	DB Var.		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
20	DK0009273179	RD 4.0 Aio 01/01/2038	5,67%	8,18		8,10%	5,74%
30	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,98%	7,98		9,07%	6,29%
20	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,47%	6,26		9,07%	8,36%
10	DK0009276646	NYK FRN 01/01/2038	5,18%	-0,05		5,58%	5,57%
20	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	5,52%	4,00		7,65%	4,97%
100				5,99		8,23%	6,28%



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

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

Euro: Klare tegn på at Euroland er ramt

De seneste nøgletal har bekræftet, at europæisk vækst er på vej ned i gear. Nedgangen i global vækst og den stærke euro giver dårligere vilkår for eksportvirksomhederne. Afsætningen på hjemmemarkedet dæmpes af en lav vækst i privatforbruget. Husholdningernes købekraft er forringet af højere olie- og fødevarerpriser, og beskæftigelsesvæksten vil aftage i løbet af året. En klart skærpet retorik fra ECB på det seneste markerer, at økonomierne ikke skal vente en hjælpende hånd fra rentenedsættelser, tværtimod. ECB har udtrykt stor bekymring for inflation, og markedet har allerede indpriset renteforhøjelser på næsten et helt procentpoint over det nærmeste år. Vi forventer dog kun en enkelt renteforhøjelse på 25 bp til juli.

USA: Renteforhøjelser i vente

Fra begyndelsen af maj til midt i juli vil skattelettelserne på godt USD 100 mia. begynde at nå ud til forbrugerne i USA. Idéen med skattepakken er, at give økonomien et »skud i armen« og derved forhindre en yderligere opbremsning indtil rentenedsættelserne fra Federal Reserve begynder at virke. Mens skattepakken vil føre til en forbedring i forbrugstillene, vil det tage tid, før den underliggende økonomi bliver bedre. Skattepakken kan kun virke i en periode, og når den falder væk omkring nytår, er der derfor mulighed for endnu en svag periode – særligt fordi pengepolitikken kan være lidt længere om at virke på grund af problemerne i det finansielle system. Ligesom ECB har også centralbanken Federal Reserve skærpet retorikken på det seneste, og markedet har indpriset renteforhøjelser på 1,25 procentpoint over de kommende 12 måneder. Som det er tilfældet med ECB, tror vi dog heller ikke, at markedet her får ret i forventningen om så markante renteforhøjelser.

Vil Asien kunne overtage rollen som verdens vækstlokomotiv?

De eksport- og industritunge asiatiske økonomier har traditionelt været meget afhængige af det amerikanske marked. Derfor har lav vækst i USA typisk også betydet lav vækst i Asien. Mange håber, det bliver anderledes denne gang og fortsat stærke økonomier i Asien vil bidrage til at holde hånden under den globale vækst. Virkningen på væksten i Asien har endnu ikke været stor, men man begynder så småt at se de første svaghedstegn. Eksporten vil blive ramt i 2008, og væksten kommer ned i et lidt lavere tempo. Asien bliver dog stadig den del af verdensøkonomien, som kommer til at klare sig relativt godt i 2008. Bedst ser det efter vores opfattelse ud for Asiens store økonomier Kina, Indien og Indonesien. Meget eksportafhængige økonomier som Taiwan, Sydkorea og Singapore kan blive ramt hårdt.

Emerging Markets: Spillet om troværdighed

Stigende inflation og faldende vækst. Det er desværre situationen i mange Emerging Markets lande. Pengepolitikken har været relativt lempelig de sidste par år med høj vækst på globalt plan og aftagende inflationspres som følge af stigende valutaer og stabile – eller endda faldende – fødevarer- og energipriser. Den skeptiske iagttagelse vil bemærke, at centralbankerne på sin vis ikke er blevet sat rigtigt på prøve i dette miljø. Det er imidlertid nu blevet tid til den virkelige test. Fremover ser vi en risiko for, at centralbankernes uafhængighed kommer under pres i en række EM-lande, hvor politikerne ikke vil acceptere kampen for prisstabilitet, hvis den vurderes at indebære lavere vækst. Vi ser den største risiko i de lande, hvor centralbankerne kun i ringe grad har opnået uafhængighed, hvor princippet om afhængighed ikke er

100 % knæsat, og hvor der samtidig er udsligt til et højt inflationspres på grund af stigende fødevarer- og energipriser. Ukraine er et godt eksempel herpå. Det er indlysende, at landets pengepolitik har været alt for lempelig i de senere år, og væksten i pengemængden er nu mere end 50 % å/å, mens inflationen ligger over 30 % å/å. Andre lande i en lignende situation er f.eks. Kina, Indien, Rusland, Thailand, Tyrkiet, Rumænien, Indonesien og Filippinerne. Nogle af disse lande gør tilsyneladende det rigtige for at holde inflationen under låg. Kina har fx ladet renminbien stige. De fleste andre lande synes imidlertid at halte bagefter. Et eksempel herpå er Tyrkiet, hvor det tog alt for længe for centralbanken at få strammet op trods en tydelig stigning i inflationspresset.

Sektor/selskab	Land	Anb..	Kurs
Energi			
Olje- og gastjenester			
Acergy	NO	H	129,5
Aker Solutions	NO	K	144,8
Awilco Offshore ASA	NO	H	59,6
BW Offshore	NO	K	15,1
Fred Olsen Energy	NO	H	320,0
Ocean Rig ASA	NO	H	44,8
PROSAFE SE	NO	A	53,4
Seadrill	NO	R	164,3
Subsea 7	NO	H	140,3
Olje og gas			
Broström	SE	H	44,4
Neste Oil	FI	K	20,7
Norsk Hydro	NO	A	82,3
StatoilHydro	NO	A	194,1
Materialer			
Kemikalier			
Auriga Industries	DK	A	187,0
Exel	FI	R	8,0
KEMIRA	FI	K	9,2
Novozymes	DK	A	501,0
Emballage			
Brodrene Hartmann	DK	H	141,5
Huhtamäki	FI	H	7,0
Metaller & Minedrift			
Outotec	FI	K	40,4
Outokumpu	FI	R	29,4
Rautaruukki	FI	A	33,1
Talvivaara Mining Co LTD	FI	K	382,0
Industri			
Fly & forsvar			
SAAB	SE	K	168,5
Byggeprodukter			
Assa Abloy	SE	A	104,8
Dantherm	DK	A	119,0
Flugger	DK	A	495,0
H+H International	DK	K	1384,0
Rockwool International	DK	H	812,0
Uponor	FI	H	14,2
Anlæg og Maskinteknik			
FLSmidth & Co	DK	K	550,0
Højgaard Holding	DK	A	181,0
Lemminkäinen	FI	H	34,1
Monberg & Thorsen	DK	A	411,0
Per Aarsleff	DK	K	769,0
SRV	FI	R	5,7
YIT	FI	H	18,9
Elektrisk udstyr			
NKT Holding	DK	A	404,5
Renewable Energy Corporation	NO	A	155,3
Schouw & Co	DK	H	195,0
Vestas Wind Systems	DK	K	610,0
Maskinindustri			
Alfa Laval	SE	K	420,5
Atlas Copco	SE	A	98,0
Cardo	SE	R	162,0
Cargotec Corp	FI	A	27,4
Haldex	SE	H	116,0
Kone	FI	K	25,7
Konecranes	FI	K	29,3
Metso	FI	K	32,1
Morphic Technologies	SE	R	12,6
Munters	SE	A	66,3
Nibe	SE	R	49,6
Opcon	SE	K	60,5
Sandvik	SE	K	104,8
Scania	SE	R	117,3
SKF	SE	A	110,0
Trelleborg	SE	K	114,8
Volvo	SE	K	98,5
Wärtsilä	FI	K	45,1
Handel og distribution			
Brdr A & O Johansen	DK	R	1190,0
DLH	DK	H	72,5
Ramirent	FI	H	8,1
Solar	DK	K	448,0
Sanistaal	DK	R	489,0

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Industri, fortsat			
Erhvervsservice & -produkter			
Securitas	SE	A	76,5
Cramo	FI	A	12,9
Gunnebo	SE	R	49,4
Securitas Direct AB	SE	S	28,0
Niscayah	SE	A	15,9
Luftfart			
Finnair	FI	A	5,5
Shipping			
A. P. Moller - Maersk	DK	H	58200,0
Broström	SE	H	44,4
DFDS	DK	H	754,0
D/S Norden	DK	R	558,0
Mols-Linien	DK	S	215,0
D/S Torm	DK	R	159,5
Transport			
DSV	DK	K	120,8
Forbrugsvarer			
Reservele			
Autoliv	SE	H	329,5
Nokian Tyres	FI	K	32,0
Varige forbrugsvarer			
Bang & Olufsen	DK	K	267,5
BoConcept	DK	K	298,0
Eckornes	NO	K	88,8
Electrolux	SE	H	87,8
Husqvarna	SE	K	63,0
Fritidsudstyr			
Amer Sports	FI	A	12,4
Tekstiler & Beklædning			
Björn Borg	SE	K	63,8
IC Companys	DK	A	216,0
New Wave Group	SE	R	43,2
Hoteller, Restauranter & Underholdning			
PARKEN Sport & Entertainment	DK	H	1250,0
Skistar AB	SE	R	94,5
Medier			
Alma Media	FI	S	8,7
Sanoma Wsoy	FI	K	16,4
Detailhandel			
Clas Ohlson	SE	K	92,0
Hennes & Mauritz	SE	K	333,0
Nobis	SE	K	43,2
Stormagasiner			
Stockmann	FI	K	26,1
Næring & Nydelse			
Supermarkeder			
Hakon Invest	SE	R	116,5
Kesko	FI	A	26,2
Drikkevarer			
Carlsberg	DK	AS	523,0
Harboe	DK	K	151,0
Royal Unibrew	DK	R	570,0
Fødevarer			
Atria	FI	H	14,7
Cermaq	NO	R	62,3
Danisco	DK	A	356,5
EAC	DK	A	346,5
HKScan	FI	H	9,3
Marine Harvest	NO	R	3,3
Orkla	NO	A	73,3
Tobak			
Swedish Match	SE	K	128,0
Sundhed			
Medicinalinstrumenter & -udstyr			
Coloplast	DK	R	413,5
Elekta	SE	H	111,5
William Demant Holding	DK	K	349,5
Biotechnologi			
ALK-Abello	DK	A	616,0
Bavarian Nordic	DK	A	229,0
Curalogic	DK	AS	4,0
Genmab	DK	K	274,0
Exiqon	DK	K	30,5
Karo Bio	SE	K	5,6
LifeCycle Pharma	DK	K	25,0
Neurosearch	DK	K	266,5

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Sundhed, fortsat			
Q-Med	SE	H	44,8
TopoTarget	DK	H	11,8
Farmaci			
Astrazeneca	UK	K	2180,0
Lundbeck	DK	H	119,0
Meda	SE	K	81,3
Novo Nordisk	DK	K	313,5
Finans			
Banker			
Amagerbanken	DK	K	214,0
Danske Bank	DK	IA	164,0
DNB Nor	NO	H	72,2
Fionia Bank	DK	S	113,0
Forstædernes Bank	DK	K	117,0
Jyske Bank	DK	H	327,5
NORDEA	SE	R	96,8
Pohjola Bank	FI	R	13,1
Ringkjøbing Landbobank	DK	A	782,0
Roskilde Bank	DK	A	213,0
SEB	SE	A	137,3
Spar Nord	DK	R	89,0
Svenska Handelsbanken	SE	R	167,5
Swedbank	SE	H	146,5
Sydbank	DK	K	198,8
Vestjysk Bank	DK	H	199,0
Forsikring			
Alm Brand	DK	H	311,5
Sampo	FI	A	18,3
Topdanmark	DK	H	810,0
TrygVesta	DK	K	377,5
Fast ejendom			
Sjælsø Gruppen	DK	A	113,5
Informationsteknologi			
Columbus IT Partner	DK	K	6,3
IT-konsulenter			
EDB Business Partner	NO	R	35,0
EDB Gruppen	DK	K	160,0
EMENTOR	NO	K	38,7
HiQ International	SE	A	31,8
Ixonos	FI	K	3,8
Semcon	SE	K	75,3
Sysopen Digia	FI	A	3,1
Teleca	SE	K	9,3
TietoEnator	FI	K	14,7
Software			
Cision AB	SE	H	19,7
IBS	SE	H	11,5
Comptel Corporation	FI	A	1,4
Danware	DK	S	67,0
Maconomy	DK	H	16,9
Orc Software	SE	S	115,5
Simcorp	DK	K	919,0
Telelogic	SE	H	20,7
TECNOMEN	FI	A	1,1
Kommunikationsudstyr			
Eltek	NO	A	39,6
ELCOTEQ	FI	S	6,7
Ericsson	SE	R	16,1
GN Store Nord	DK	A	30,9
Nokia	FI	R	18,2
Salcomp	FI	S	3,5
Tandberg	NO	K	90,6
RTX Telecom	DK	R	29,6
Thrane & Thrane	DK	K	270,0
Højteknologi			
Aspocomp Group	FI	R	0,1
Telekommunikation			
Telekommunikationsydelse			
ELISA	FI	K	14,0
Tele2	SE	H	129,3
Telenor	NO	K	109,8
TeliaSonera	SE	H	52,3
Forsyningselskaber			
Elværker			
Fortum	FI	K	30,3

Tidshorisonten for anbefalingerne er 6 mdr.

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

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

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

Disclosure

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

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

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

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

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

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

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

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

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.