



INVESTERING

[MAJ 2008]

ER DET NU MAN SKAL KØBE BANKAKTIER?

Aktiemarkederne fortsætter
stigningen på kort sigt

Landbrugsekspert:
Fødevarekrisen er overstået
om et år

Renterne vil falde

Råvarepriserne – spekulanter
eller fysisk behov, der står bag?

Ejendomsværdiskat af
udenlandske ejendomme

Danske Bank

04	AKTIEMARKEDERNE FORTSÆTTER STIGNINGEN PÅ KORT SIGT
07	AMERIKANSK PRIVATFORBRUG BREMSER OP
08	ER DET NU, MAN SKAL KØBE BANKER?
10	INVESTÉR I FINANSAKTIER MED BEGRÆNSET RISIKO
12	FINANSKRISEN - DET SIDSTE KAPITEL ER IKKE SKREVET ENDNU
16	RENTERNE VIL FALDE
17	NYERE EJERLEJLIGHEDER OVERSVØMMER MARKEDET
18	KORT NYT - INTERNETTET, HJERNEFORSKNING, FREMTIDSVISIONER
20	AKTIEANBEFALINGER - AKER SOLUTIONS, FORTUM, BMW, SALZGITTER
22	HVAD GEMMER SIG BAG RÅVAREPRISERNE? - SPEKULATION ELLER FYSISK BEHOV?
24	LANDBRUGSEKSPERT: FØDEVAREKRISEN ER OVERSTÅET OM ET ÅR
26	KORT NYT - ETHANOL, GRØN BENZIN, OLIE, PESTICIDER
28	FRADRAG FOR TAB PÅ BØRSNOTEREDE AKTIER FRA 2009
30	EJENDOMSVÆRDISKAT AF UDENLANDSKE EJENDOMME
32	CENTRALBANKER - FANGET I RENTEKLEMMEN
33	MODELPORTEFØLJER
34	TEMPERATURER I VERDENSØKONOMIEN
35	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 6. maj 2008

Grafisk design og produktion: Datagraf
Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri

Forside: Getty Images

ER DET NU MAN SKAL KØBE BANKAKTIER?

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.

Aktieinvestorens dilemma

Det er altid svært at vide, hvornår man skal gå ind og ud af aktiepositioner.

Aktierne er dog lettere at håndtere i et økonomisk opsving, som understøttes af optimisme, faldende risikoaversion og et økonomisk bedre fundament for virksomhedernes salgs- og indtjeningsmuligheder.

Vi er ikke i et opsving lige nu. Bankens økonomer forventer dog, at USA vil rejse sig i andet halvår, omend en ny, mindre svaghedsperiode mod slutningen af året er sandsynlig, når effekten af skattepakken fortoner sig. Europa er ikke så langt som USA i konjunkturcyklen, og her ventes en mere udpræget nedtur i andet halvår, men det er endnu vanskeligt at sige, hvor hårdt europæerne bliver ramt, og hvornår det vender.

Men man skal ikke vente på, at den økonomiske bund kan aflæses i de faktiske nøgletal, som jo i sagens natur altid er forsinkede. Aktiemarkedet har det nemlig med at tage glæderne på forskud. Historien viser, at aktiemarkedet begynder at stige pænt i det halve år, før bunden i realøkonomien rent faktisk nås. Og denne stigning tegner sig for op mod halvdelen af stigningen i de første tre år af et nyt bullmarked.

Nu skal man jo passe på med at agere ud fra, hvordan tingene plejer at være. Den økonomiske krise adskiller sig fra andre ved, at finanssektoren i særlig grad er tyngt af finanskrisen og mistilliden bankerne imellem. Og historien viser, at aktiemarkedet ikke rejser sig over en bred kam, før bankerne har styrken til at føre an og fungere som løftestang for det øvrige marked.

Med en boligkrise i USA, der næppe er overstået foreløbig, er der lagt op til yderligere tab for bankerne i USA. Muligvis vil de øgede hensættelser, der for tiden finder sted i en del af disse banker, være tilstrækkeligt til at opfange dem – og dermed kan hensættelserne i sig selv betyde, at fremtidige dårlige nyheder i betydelig grad er afspejlet i kurserne.

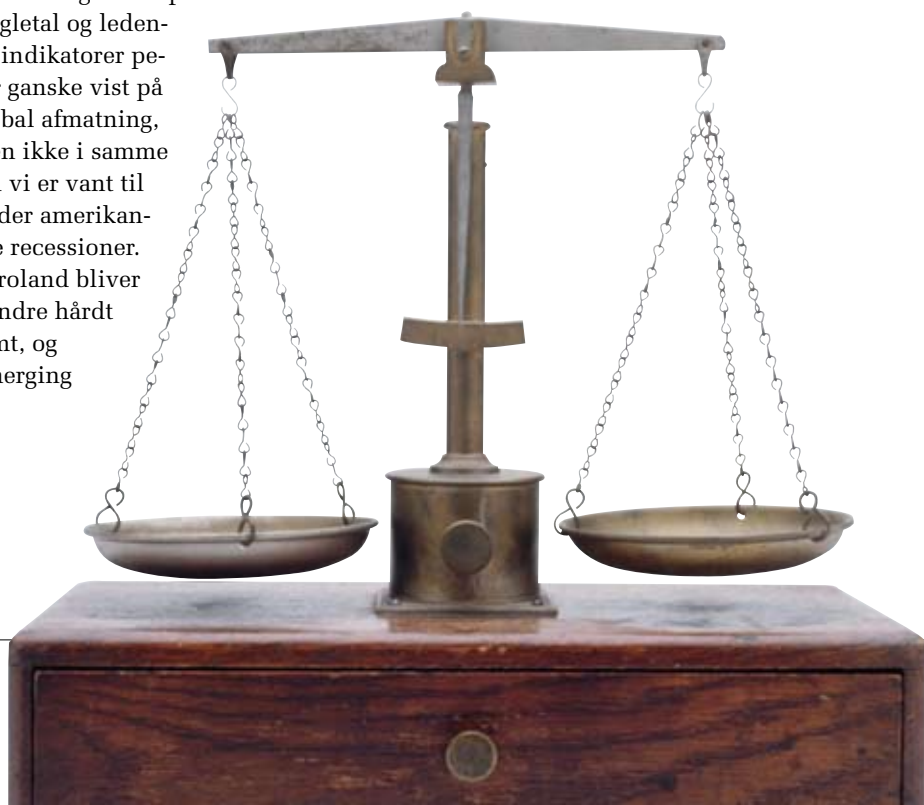
Men vi er i en periode, hvor fårene skilles fra bukkene. De mere risikovillige banker har de senere år vundet markedsandele fra de mest kapitalstærke og bedst diversificerede banker. Nu er rollerne byttet om, og de sidstnævnte er langt bedre rustede til den kommende tid. Og selv om det måske ikke ligefrem tegner alt for lyst for bankaktierne, så bør man – hvis man ønsker at deltage aktivt på aktiemarkedet – have en vis del af sådanne finansaktier i porteføljen. De solide, kapitalstærke europæiske banker uden den store eksponering over for de famøse subprimeobligationer har nemlig et godt udgangspunkt for at kunne profitere på en realøkonomisk vending. Og disse har som bankaktier generelt lidt store kurstab, siden krisen startede – i en grad, som i en del tilfælde er ufortjent.

Men det er et vanskeligt marked at agere i. Vi kommer ikke udenom, at der er mange usikkerhedsfaktorer såsom en stadig truende finanskriser, vaklende boligmarkeder, faldende privatforbrug, fødevarerkrise, prissekspllosionen på andre råvarer og Emerging Markets-aktier prissat som de udviklede markeder.

Samtidig er der positive forhold. Nøgletal og ledende indikatorer peger ganske vist på global afmatning, men ikke i samme stil vi er vant til under amerikanske recessioner. Euroland bliver mindre hårdt ramt, og Emerging

Markets løfter mere af læsset end nogensinde. Selskaber uden for finanssektoren er sunde – hverken overinvesterede eller forgældede. Og så er aktierne faktisk på den laveste value-ring i 10 år. Indtjeningen i både amerikanske og europæiske selskaber skal falde med 23 pct., hvis aktiernes valuering versus obligationer skal svare til niveauet i 2003-2007. Og det er trods alt langt fra de otte pct., som bankens aktiestrateg mener, at indtjeningsforventningerne til dette år bør nedjusteres med.

Med andre ord: Der er mange usikkerhedsfaktorer i en skønsmos blanding af negative og positive forhold. Investorens dilemma består i at være aktiv i dette marked. For når markedet kører igen, kan det gå stærkt. Derfor bør man etablere en portefølje som, udover en vis andel af sunde og solide finansaktier, har udgangspunkt i kvalitetsselskaber, der med lav gæld i forhold til egenkapitalen er ret upåvirkelige over for kreditkrisen, og samtidig i kraft af et stærkt brand og/eller en strukturel efterspørgsel har udsigt til en stabil indtjening.





Aktiemarkedene fortsætter stigningen på kort sigt

Der er udsigt til, at den positive tendens, der har præget aktiemarkedene siden midten af marts, vil fortsætte mindst tre måneder endnu, men derefter er det mere usikkert.

Tålmodighed er en dyd. Også på aktiemarkedet. Og lige nu er der mange faktorer, der gør, at man stadig bør klappe den ofte omtalte hest og overveje sine investeringer nøje, når man bevæger sig rundt på aktiebørserne. Som beskrevet i artiklen s. 12 er det særligt bekymrende, at finanskrisen kan blive værre endnu, foranlediget af især en forværring af den igangværende nedtur på det amerikanske boligmarked.

»Vi er i en krise, hvor risikoaversionen er høj. Og det hænger sammen med det trykkede boligmarked i USA, mangelen på likviditet og bankernes

kreditopstramning – vi har døbt det en tre-i-én krise, da de tre forhold hænger nøje sammen og kan forværre hinanden. Først når vi får en stabilisering af det amerikanske boligmarked, får vi et solidt udgangspunkt for en normalisering af finanssektoren og dermed et godt fundament for et sundt aktiemarked,« siger Morten Kongshaug, Danske Banks aktiestrateg.

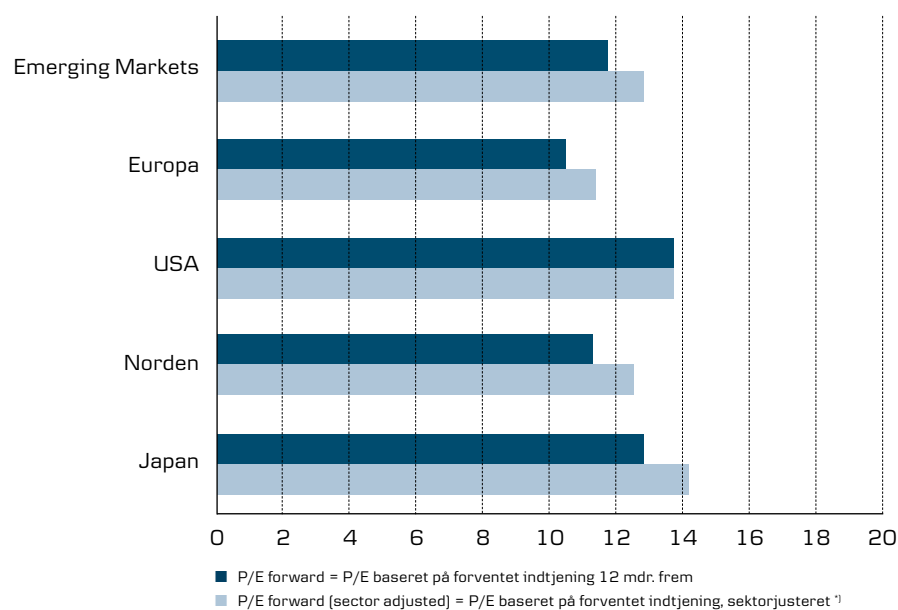
Dér er vi ikke endnu. Vi er i en situation med mange sår i finanssektoren, som det tager tid at læge. Dertil kommer, at vi er i en fase med afmatning i verdensøkonomien, måske recession i

USA, som endnu ikke er afspejlet i konsensusvurderingen af virksomhedernes indtjening. Ifølge Kongshaug er de amerikanske indtjeningsforventninger 8 pct. over det niveau, der må anses for realistisk i den aktuelle situation. Og netop en generelt negativ fokus på indtjening kan skabe en dårlig stemning i aktiemarkedet og er derfor en potentiel risikofaktor.

Og nu til det positive...

Men når det er sagt, så må vi også fremhæve de positive ting. Og lad os lige fokusere på USA først, for vi kom-

Regionale P/E-værdier



*) DER ER FORSKEL PÅ, HVOR MEGET DE ENKELTE SEKTORER FYLDER I DE ENKELTE MARKEDER, HVORFOR P/E ALENE KAN GIVE ET MISVISENDE BILLEDE, NÅR MAN SAMMENLIGNER MARKEDERNE. SEKTORJUSTERET P/E (MED USA SOM BASE) GIVER ET MERE REELT BILLEDE AF DE FORSKELLIGE MARKEDERS VALUERING I FORHOLD TIL HINANDEN.

mer ikke udenom, at det er afgørende for retningen på de øvrige udviklede landes aktiemarkeder, hvordan det går på det amerikanske – ikke mindst fordi, at finanskrisen først og fremmest er et amerikansk problem, og den økonomiske nedtur er værst »over there«.

Ser man på aktiekurserne og stemningen i markedet i USA, så er investorerne forberedt på en amerikansk recession. Faktisk er kurserne på et niveau, som i absolutte termer er billigt – og også relativt, dvs. i forhold til obligationer. Man får samtidig en i historisk perspektiv ganske god risikopræmie for at investere i aktier for tiden.

Virksomheder uden for den finansielle sektor er generelt sunde, er ikke overinvesterede og har i modsætning til tidligere økonomiske nedture ikke behov for at reducere omkostningerne heftigt (gælder også i Europa).

Og så er der effekten af de økonomiske stimulanser. Fra begyndelsen af maj til midten af juli vil skattelettelserne på 100 mia. dollars begynde at nå ud til forbrugerne. Som bekendt har også den amerikanske centralbank

gjort sit til at stimulere økonomien ved at sætte renten ned med 3,25 procentpoint siden september 2007. Men det er primært sket for at støtte finanssektoren, som pga. de store tab i kølvandet på subprimekrisen, er præget af mistillid bankerne imellem. Derfor får rentenedsættelserne ikke den stimulerende effekt, de ville få med en normal finanssektor. Tværtimod har de ikke engang været nok til at undgå opstramning af kreditgivningen til både virksomheder og forbrugere. Først når finanssektoren normaliseres, vil den lempelige pengepolitik kunne mærkes på økonomien.

I Europa har ECB endnu ikke pillet ved renten, og her koster det som udgangspunkt 1-2 procentpoint mere i rente for virksomhederne at låne penge end før krisen.

Sektorer frem for regioner

Ser man på P/E i de forskellige markeder – dvs. hvor meget man med de gældende aktiekurser betaler for en kroners overskud i virksomheden – så er der ikke de store forskelle på de for-

skellige markeders gennemsnit.

Set i det lys er det umiddelbart mere attraktivt på den globaliserede markedsplads at sprede sine investeringer med udgangspunkt i sektorer.

Men når det er sagt, er det vigtigt også at henlede opmærksomheden på, at der er forskel på, hvor de forskellige lande befinder sig i den økonomiske cyklus.

Verdensøkonomien som helhed er i en afmatningsfase, men der er ikke noget, der indikerer en forestående recession. Faktisk viser OECD's ledende indikator, der historisk set er et ganske godt pejlemærke, at de udviklede økonomier som helhed formentlig ikke er så langt fra bunden.

Ser man på de store regioner hver for sig, tegnes et mere nuanceret billede. Lignende økonomiske indikatorer peger således på, at det især er USA og Japan, der er tæt på bunden.

Eurozonen er i en mere tidlig fase, men til gengæld er den ikke så svag som normalt i nedgangsperioder – og udgangspunktet for vore makroøkonomers forventninger er da også, at ned-





turen ikke bliver nær så slem i Euro-land som i USA.

BRIK-landene – Brasilien, Rusland, Indien, Kina – er først begyndt at vise tegn på afmatning, men det sker fra et højt niveau.

Økonomer: USA vender i andet halvår

På det seneste har nøgletallene bekræftet, at Europa er på vej ned i gear. Danske Banks økonomer forventer, det vil fortsætte i de kommende måneder og tvinge ECB til rentenedsættelser i andet halvår. USA, derimod, skønnes at rejse sig til efteråret som følge af skattelettelsernes positive indvirkning. Men effekten vil fortone sig, og når den falder væk omkring nytår, er der derfor risiko for endnu en svag periode – særligt fordi pengepolitikken vil være lidt længere om at virke på grund af problemerne i det finansielle system. Den efterfølgende periode skønnes dog ikke at blive så svag, som den periode USA oplever nu, og i løbet af 2009 vil økonomien rejse sig med tiltagende styrke – muligvis efter nye rentenedsættelser af den amerikanske centralbank.

Selv om det bliver relativt kortvarigt, er der ikke desto mindre en vending i sigte for amerikansk økonomi, og det er interessant. Selv om det kan være svært at finde optimismen frem, når ledigheden stadig stiger, privatforbruget falder og boligpriserne rasler ned, så viser historien nemlig, at aktiemarkedet altid er foran.

Aktiemarkedet vender før økonomien

Markedet stiger typisk et halvt år, før økonomien rent faktisk vender. Og det gælder om at være med her. For historien viser også, at denne fase tegner sig for halvdelen af stigningen på aktiemarkedet i de første tre år af et bullmarked.

Derfor kan det være værd at holde øje med det amerikanske marked, selv om det ser mørkt ud på mange vigtige økonomiske fronter. Når markedet kører igen, går det stærkt.

Men selv om prognoser og ledende økonomiske indikatorer signalerer, at vi måske nærmer os en vending i økonomien, så bør man være forsigtig. Der

er visse forhold, som det er vanskeligt at gisne om. Finanskrisen og boligmarkedet er fx vigtige jokere, som med en udvikling i den gale retning vil kunne trække den økonomiske krise i langdrag.

Når et aktiemarked skal rejse sig igen og etablere en sund trend, så skal det finansielle system være i en sund forfatning, da det nu engang er en forudsætning for et velfungerende erhvervsliv, at den nødvendige kapital er tilgængelig til rimelige renter. Men det kniber det med i USA og til dels Europa, så længe bankerne nærer mistillid til hinanden. Og med udsigt til flere tab og stigende hensættelser er det ikke lige om hjørnet, at vi vil se stigende finansaktier over en bred kam.

Først når tilliden er genetableret i finanssektoren, og vi med nogenlunde sikkerhed kan sige, at der ikke er nye store tab i vente, er fundamentet herfor til stede. Og et aktiemarked kan nu engang ikke rejse sig med fuld styrke, hvis finansaktierne ikke viser vejen.

Anbefalinger

Så altså. På den ene side og på den anden side. Positive og negative faktorer. Når billedet ser sådan ud, bør man være forsigtig.

»Som udgangspunkt skal man finde en balance mellem cykliske og defensive selskaber – og en vis eksponering i sunde finansaktier, da aktiemarkedet ikke kan rejse sig, uden de er med. Hovedvægten i porteføljen bør ligge på selskaber, der er ret upåvirkelige over for højere renter. Det vil sige de godt

strede virksomheder med lav gæld i forhold til egenkapitalen. Det betyder i realiteten, at man skal rette blikket mod sektorerne Sundhed, Detailhandel og Kapitalgoder,« siger Morten Kongshaug.

Hvis vi retter blikket mod det nordiske marked, så er disse råd og kriterier afspejlet i den aktuelle Select List (se tabel).

Hvad angår de amerikanske aktier, så passede hovedindekset S&P 500 for nylig 1400 – to måneder før forventet Morten Kongshaugs tidligere prognose. Han tror, at den aktuelle styrke og gode stemning, der præger markedet lige nu, vil kunne løfte markedet til 1500 på blot tre mdr. sigt.

Men derefter er billedet mere usikkert, hvorfor 1500 derfor også foreløbig fastholdes som det mest sandsynlige niveau for S&P 500 ved årets udgang.

Usikkerheden går på flere forhold. Det handler om de realøkonomiske effekter af skattepakken, som er vanskelige at vurdere. Det samme gælder de pengepolitiske lempelser, der ikke har den ønskede stimulerende effekt med finanskrisen og dårligt fungerende kreditmarkeder. Og så er der usikkerheden om boligmarkedet – yderligere prisfald vil svække privatforbruget endnu mere.

Slutteligt er det selve valueringen af de amerikanske aktier. Et indeksniveau omkring 1500 er faktisk et fair prisniveau i den aktuelle situation, som ikke peger på en indtjeningsvækst i virksomhederne, der berettiger et højere niveau.

Forbrugsgoder	Finans	IT
Hennes & Mauritz	TrygVesta Sydbank	
Forbrugsvarer	Sundhed	Materialer
Swedish Match	William Demant AstraZeneca Genmab Novozymes	
Energi	Industri	Telekom
	NKT Sandvik	TeliaSonera
Forsyning		
Fortum		

Amerikansk privatforbrug bremser op

Krisen i amerikansk økonomi sætter nu også sine spor hos den almindelige amerikanske forbruger

USA er stadig ubestrideligt verdens største økonomi. Og privatforbruget alene dækker over 70 pct. af landets BNP. Det betyder, at de amerikanske forbrugeres adfærd spiller en vigtig rolle for resten af verdensøkonomien.

Frem til sommeren 2007 var tale om pæne vækstrater i det amerikanske privatforbrug, men de seneste tre måneder har der været tale om nulvækst.

Det kommer ikke som nogen overraskelse for Danske Banks USA-ekspert, senioranalytiker Peter Possing Andersen. Han ser en opbremsning i privatforbruget som en naturlig følge af den afmatning, der finder sted i den amerikanske økonomi generelt, og han påpeger samtidig, at det ikke er usædvanligt, at det tager en vis tid, før en økonomisk nedtur kan aflæses i privatforbruget.

Opsvinget, der gik forud for den nuværende finanskrisen, var kendetegnet ved at være svagere end tidligere. Men det fik ikke forbrugerne til at spænde livremmen ind, hvad angår forbruget. Det var opsparingen, der måtte holde for fremfor langvarige forbrugsgoder som biler, TV, køkkenudstyr – og ikke mindst »fornøjelser«.

Men nu begynder forbrugerne altså at kunne mærke krisetiderne på pengepungen. I modsætning til tidligere nedgange i amerikansk økonomi som fx 2000, er der i den aktuelle nedtur ikke tale om, at forbrugeren i samme omfang fravælger langvarige forbrugs-

goder. I højere grad er det »fornøjelser«, såsom restaurantbesøg, rejser og ferier, som forbrugerne skærer ned på for at få budgettet til at hænge sammen i hverdagen.

Detailsalget flytter sig også fra de relativt dyre high-end mærker inden for tøj, varige forbrugsgoder og dagligvarer. Allerede i februar 2008 sås de første tegn på, at forbruget af dagligvarer flytter sig fra specialbutikker til store kæder som fx Wal-Mart. Og ifølge analytiker Søren Mose Nielsen, Danske Capital, er det en udvikling, der bygger på to hovedfaktorer, som har betydning for de amerikanske forbrugere i hverdagen; prisen på benzin og de øgede udgifter til mad.

Stigende lønninger er blevet fortæret af den galopperende olie- og benzinpris, mens vedvarende høje fødevarerpriser også har udhulet den almindelige amerikanske forbrugers rådighedsbeløb. Alt imens ledigheden er stigende. *Reuters/University of Michigan Consumer Sentiment Index* viser da også, at forbrugerne nu har det mest negative syn på deres økonomi siden 1980.

Forbrugernes opbremsning ventes at fortsætte i de nærmeste måneder. Mens Det Hvide Hus og centralbanken krydser fingre for, at opbremsningen afbødes af skattepakken på 100 mia. dollars samt en aftagende finanskrisen og mere lempelige kreditforhold.



Er det nu, man skal købe banker?

Selv om de værste tab formentlig er overstået, er det sandsynligvis for tidligt at købe stort ind i finansaktier. Men hold øje med de mest kapitalstærke og bedst diversificerede banker som de senere år har tabt markedsandele til mere risikovillige banker. Disse banker er langt bedre rustede til den kommende tid.

Vi er i regnskabssæsonen, hvor også bankerne skal fortælle, hvordan det er gået i årets første kvartal. I USA har *Bank of America* været blandt de mere skuffende. Ikke så meget pga. tabet, men især pga. de store hensættelser, hvilket er et utvetydigt signal om, at banken venter fortsat store tab. Derimod var *JP Morgan* overraskende lidt bedre, end hvad analytikerne generelt havde regnet med til trods for et fald i indtjeningen på 50 pct. i forhold til samme periode i fjor. En stor del af tabet kan imidlertid tilskrives øgede hensættelser som gardering mod yderligere potentielle tab på boliglån, kreditkort og andre låntyper. For *JP Morgan* er nemlig også bekymret for fremtiden. Som bankens chef James Dimon udtalte:

»Vores forventning er, at det økonomiske miljø fortsat vil være svagt og kapitalmarkederne vil stadig være under pres. Disse faktorer har påvirket og vil sandsynligvis stadig bidrage til vores tab på kredit, og negativt påvirke vores overordnede forretningsomfang og indtjening – formentlig gennem resten af året eller længere.«

I Europa var *Credit Suisse* den første af de store europæiske banker, og den skuffede med et tab større end ventet, primært forårsaget af nedskrivninger på lån til kapitalfondes buy-out forretninger samt realkreditpapirer på i alt 5,2 mia. dollars. Heller ikke topchefen i *Credit Suisse* ser en snarlig afslutning af kreditkrisen.

En række andre europæiske og amerikanske banker har præsenteret deres regnskaber, og billedet har generelt været relativt store tab og dystre forventninger til fremtiden. Medvirkende til bankernes slunkne tro på den umiddel-

bare fremtid er, at der fortsat er en betydelig tillidskrise i finanssektoren.

Pengemangel

Overordnet kan man sige, at bankerne mangler penge for tiden. Tillidskrisen bankerne imellem afspejler sig bl.a. i relativt høje interbankrenter – dvs. de renter, som bankerne skal betale, hvis de låner penge af hinanden.

Men bankerne er altså også i gang med at stabilisere deres kapitalposition for øjeblikket. Det kommer til udtryk i øgede hensættelser for dels at genopbygge reserverne, som tabene har tæret på, dels at opbygge reserverne til et niveau, så de kan absorbere de forventede tab i den kommende tid.

Men det er ikke alle, der bare kan fikse det problem med øgede hensættelser. I nogle banker har tabene været så store, at der skal tilføres ny kapital udefra.

Den seneste tid har derfor udover lidt opmuntrende regnskaber også budt på adskillige banker, der har været ude i markedet og hente kapital via udstedelse af aktier. Mest opmærksomhed vakte *Royal Bank of Scotland* med en aktieudvidelse på 112 mia. kr.

Aktieemissioner er som udgangspunkt godt nyt for kreditorerne, hvis betalingssikkerhed dermed bliver bedre – og det afspejler sig i stigende obligationskurser. For aktionærene er det derimod ikke særlig attraktivt, at der kommer flere aktionærer i virksomheden, og der dermed er flere, der skal dele overskuddet.

Derfor har nogle banker valgt en obligationsløsning i stedet, mens andre har valgt en kombination af aktier og obligationer for at dele sol og vind lige.

Payback time

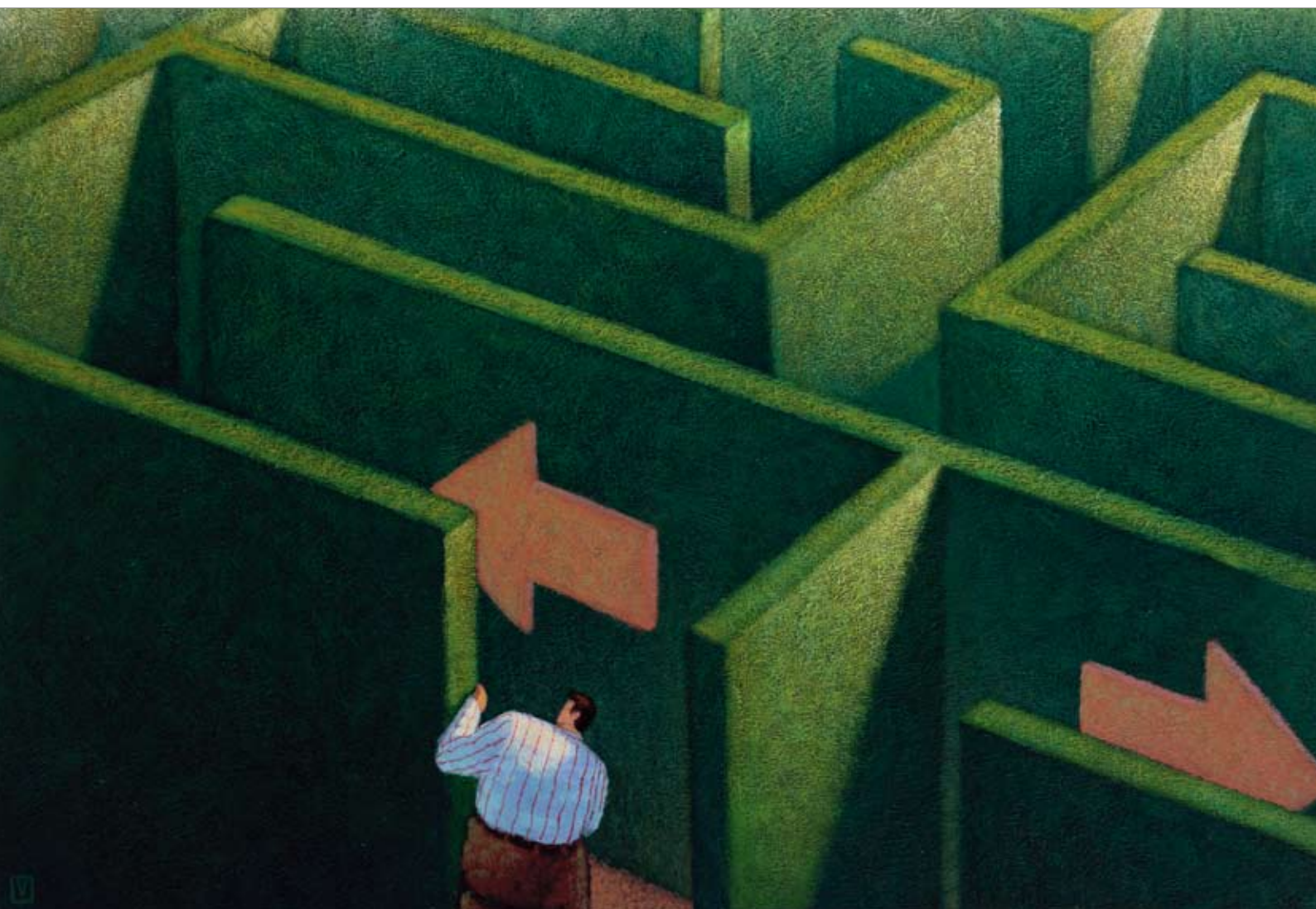
Bankernes pengeproblemer er de ubehagelige tømmermænd efter flere år med rekordlave renter, massiv udlånsvækst og snævre rentemarginaler. Ejendomspriserne er generelt steget ganske voldsomt i perioden, og det var ikke noget problem i starten. Men de senere år har boligpriserne toppet og vendt, og det har bankerne i deres långivning til nye boligkøbere ikke taget højde for i tilstrækkelig grad.

Værst er det naturligvis i de amerikanske banker, der i den grad har undervurderet risikoen. Men også en del europæiske banker har i *easy money*-æraen været lidt for ukritiske med långivningen, og i nogle tilfælde gjort ondt værre ved at åbne op for belåning af friværdien til investeringsformål.

Det er ikke blot boliglån, der volder bankerne problemer nu, men også andre låntyper – billån, forbrugslån m.v. – der på mere eller mindre lemfældig vis er blevet langet over disken.

Og så skal man naturligvis ikke glemme, at også bankerne selv i mange tilfælde lod sig friste af de muligheder, som den rigelige likviditet i det globale pengesystem åbnede op for. En del banker har selv foretaget ofte gearede investeringer i aktiver, hvis afkast slet ikke stod mål med den underliggende risiko.

Der er med andre ord regninger, der skal betales nu – og det er kunderne, der får dem. De må trods fortsat lave renter finde sig i større rentemarginaler. Dvs. forskellen mellem ind- og udlånsrenter bliver større. Det er dog ikke umiddelbart det indtryk, man får i Danmark, når man ser, hvordan bankerne i øjeblikket nærmest kappes om at tilbyde de bedste højrentekonti. Men det er



en afspejling af den aktuelle tillidskrise mellem bankerne. Det er svært at skaffe kortsigtet kapital, og derfor tyr man til at låne flere penge af kunderne til en højere rente.

Udenlandske bankers mindre risikovillighed ses derimod tydeligt på deres mere begrænsede lyst til at låne penge ud. Mere risikable projekter dumper nu, når kreditvurderingen foretages. Og generelt er udlånsrenterne steget, både for privatpersoner og virksomheder.

Noget kunne tyde på, at bankaktierne går trange tider i møde. Finanskrisen vil stadig trække dybe spor, og hensættelser og nedskrivninger af tab på udlån m.v. vil præge billedet i de kommende måneder. Og indtjeningsvæksten vil i mange tilfælde gå ned. Men det vil også være en periode, hvor man skiller fårene fra bukkene.

De mere risikovillige banker - med

fx Northern Rock som et grelt eksempel - har de senere år erobret markedsandele fra de mest kapitalstærke og bedst diversificerede banker. Nu er rollerne byttet om og sidstnævnte er langt bedre rustede til den kommende tid. Det er sådanne banker, man skal koncentrere sig om i porteføljen.

For selv om det måske ikke ligefrem tegner alt for lyst for bankaktierne, så bør man - hvis man ønsker at deltage aktivt på aktiemarkedet - have en vis del af finansaktier i porteføljen. De solide, kapitalstærke banker har nemlig et godt udgangspunkt for at kunne profitere på en realøkonomisk vending og en gradvis bedring af finanskrisen.

Dertil kommer det historiske faktum, at aktiemarkedet generelt ikke rejser sig efter en større nedtur, hvis ikke finansaktierne fører an. Banksystemet er selve rygmarven i økonomien, en fundamental drivkraft for aktie-

markedet. Og først når sundhedstilstanden i bankerne er blevet bedre, vil aktiemarkedet kunne rejse sig over en bred kam.

Aktiemarkedet i både USA og Europa er i øjeblikket præget af utålmodige investorer, der med lys og lygte leder efter argumenter for at træde massivt ind i aktiemarkedet ud fra den historiske erfaring, som siger, at aktiemarkedet typisk vender et halvt år før økonomien. Men lige nu er banksystemet så tynget, at en holdbar etablering af en ny bulltrend ikke er til stede.

Ikke desto mindre skal man være beredt, for finansaktierne er generelt faldet meget kraftigt i kurs, og der kan være store gevinster at hente på de bedst kapitaliserede banker, når markedet kører igen.

Goldman Sachs har storbanken *Unicredit* samt forsikringsgiganten *Allianz* på Conviction Buy.

Investér i finansaktier med begrænset risiko

Bankaktierne, der er en afgørende løftestang for det generelle aktiemarked, når en ny bulltrend skal etableres, har fået store klø under den økonomiske afmatning og finanskrisen. Hvis bunden er nået nu, kan der være store gevinster i vente. Men timingen er uhyre vanskelig, og det samme gælder udvælgelsen af de bedste aktier. Tror man på, at finansaktierne står over for et markant opsving i den kommende tid, kan en købt call-option på et indeks af europæiske bankaktier derfor være et godt valg.

I lyset af det kraftige kursfald i finansaktierne generelt samt det faktum, at selv markant negative nyheder på det seneste ikke har ført til yderligere kraftige kursfald, er det sandsynligt, at en del investorer begynder at interessere sig for at investere i finansaktier igen.

Investorer kan investere direkte i udvalgte finansaktier. Men en anden mulighed er også at købe rettigheden til et afkast på en portefølje af europæiske finansaktier. Denne portefølje kunne eventuelt være *Dow Jones European Banks (DJ Banks)*. Indekset er sammensat af 62 europæiske banker, og de 10 største vægte fremgår af tabellen her på siden.

Ved køb af en call-option på indekset kender man sin maksimale tabsrisiko, der ikke kan blive højere end den betalte præmie. De seneste ugers stigninger har desuden betydet, at der er kommet mere ro på aktiemarkedene, hvilket har resulteret i færre udsving, og volatiliteten er dermed aftaget fra sine højeste niveauer. Dette betyder, at optionen er blevet billigere.

Du skal være opmærksom på, at den løbende ændring i optionens værdi betyder, at det i nogle tilfælde kan betale sig at lukke forretningen før udløb. En eventuel gevinst i

optionen vil ved lukning eller udløb blive differenceafregnet, da det ikke er muligt at levere et indeks.

Hvorfor købe en call-option på et indeks?

Når man er køber af en option, kender man sin maksimale tabsrisiko, den svarer til den betalte præmie. Dvs. alt efter hvor risikovillig man er, så kan man selv bestemme, hvor stor en tabsrisiko man vil løbe. Stiger markedet som håbet/forventet, så modtager man et positivt afkast.

I tabellen til højre kan det ses, at den underliggende værdi er 700.000. kr. Dette har dog kun teoretisk betydning, da man ikke på noget tidspunkt skal have dette beløb op af lommen, så længe man er køber af optionen, som i dette tilfælde. Beløbet bruges alene til at beregne gevinstens størrelse i tilfælde af en sådan. Jo større den underliggende værdi, desto større vil en eventuel gevinst være.

En sådan investering kan være relevant i banksektoren på nuværende tidspunkt, da en aftagende frygt for fremtiden kan føre til en lettet stemning og en tro på, at det værste er bag os. Skulle man derimod tage fejl, så er tabsrisikoen som nævnt begrænset.

10 største aktier i Dow Jones European Banks

Nr	Navn	Land	Procentmæssig vægt i indekset
1	HSBC Holdings Plc.	England	11,85%
2	Banco Santander SA	Spanien	7,70%
3	Unicredit SpA	Italien	6,00%
4	BNP Paribas	Frankrig	5,42%
5	Banco Bilbao Vizcaya Arg.	Spanien	4,69%
6	Royal Bank Of Scotland	England	4,04%
7	UBS	Schweiz	4,00%
8	Societe Generale	Frankrig	4,00%
9	Intesa Sanpaolo SpA	Spanien	3,95%
10	Deutsche Bank	Tyskland	3,49%

Skal du benytte futures eller optioner i dette tilfælde?

Du kan også investere i DJ Banks-indekset via futurekontrakter. Det er dog vigtigt, at du er opmærksom på den fundamentale forskel på en futurekontrakt og en købt call-option. På futurekontrakten er der ikke begrænset tab – men til gengæld betales der heller ikke nogen præmie for at indgå futurekontrakten.

Spørgsmålet om, hvorvidt det er bedst at foretage den omtalte investering via en option eller en future, kan først besvares, når forretningen er opgjort.

I en usikker periode som nu, hvor risikoen er aftagende, men fortsat er på et højt niveau, taler meget dog for at benytte optionen med den begrænsede risiko, hvis du ønsker at satse på, at banksektoren går mod bedre tider.

Eksempel på en købt call-option i DJ European Banks

Det underliggende aktieindeks	DJ European Banks
Udløbstidspunkt	20. juni 2008
Aftalekursen	370
Spotkursen	366
Præmie pr. kontrakt	12,10
Kontraktstørrelsen	50
Underliggende værdi i DKK	700.000
Antal kontrakter	5
Handles i EUR, der ligger i kurs	7,47
Samlet præmie inkl. omk. i DKK	24.000
Reel anskaffelseskurs ekskl. omk.	382,10

Da det er svært at forudsige, hvor et eventuelt afkast vil dukke op inden for banksektoren, kan det være anbefalelsesværdigt at foretage investeringen med udgangspunkt i et indeks frem for at satse på enkelte udvalgte banker.

Vælger man at tage 24.000 kr. op af lommen og køber retten til at købe DJ Banks-indekset på kurs 370 - og man tager fejl, hvis indekset mod forventning falder – så taber man højst de 24.000 kr.

Har man derimod ret, og indekset stiger, vil man modtage det positive afkast fra og med kurs 370. Inden man kan opgøre sin endelige gevinst, skal man dog huske på, at man har betalt 24.000 kr. for gevinstmuligheden, og på udløbstidspunktet skal man have indhentet dette, før der er tale om en egentlig gevinst.

Strategien kan i skrivende stund betegnes som en relevant strategi i det aktuelle, økonomiske og finansielle miljø. Men billedet kan hurtigt ændre sig, og er du interesseret, bedes du henvende dig til din investeringsrådgiver, for at høre om strategien stadig hænger sammen.

Beskatning af call-optioner på aktieindeks

Optioner på aktieindeks anses skattemæssigt for at være finansielle kontrakter. Det betyder, at gevinst og tab på såvel købte som solgte call-optioner beskattes efter særlige regler.

Gevinst og tab på finansielle kontrakter opgøres efter

- Lagerprincippet – dvs., at beskatning sker af årets værditilvækst på kontrakten.
- Separationsprincippet – beskatning af kontrakten uafhængigt af de underliggende aktier i indekset.

For **personlige investorer** gælder følgende:

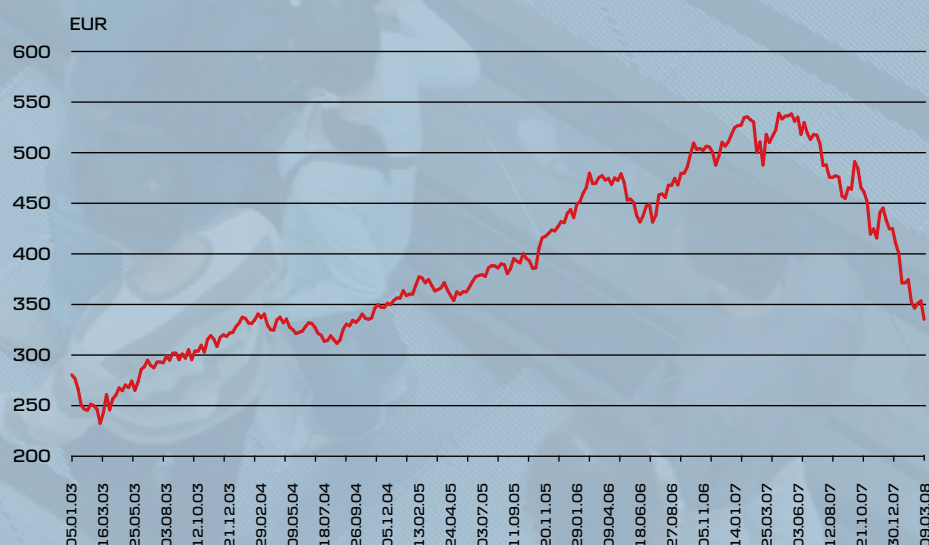
- Gevinst på kontrakten medregnes ved opgørelsen af kapitalindkomsten.
- Tab kan modregnes i gevinst på øvrige finansielle kontrakter, herunder i gevinster på aktieindeks og visse strukturerede obligationer m.v. Uudnyttede tab kan fremføres uden tidsbegrænsning.
- Tab, som ikke overstiger tidligere års beskattede gevinster på finansielle kontrakter m.v., kan dog altid fradrages ved opgørelsen af kapitalindkomsten.

For **selskaber** gælder følgende:

- Gevinst medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.
- Tab på købte call-optioner på aktieindeks kan fratrækkes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.

Købte futures på aktieindeks beskattes efter samme regler som købte call-optioner på aktieindeks.

Kursudvikling på DJ European Banks



Kurstigningerne opbygget gennem opsvinget siden 2003 er næsten forsvundet under finanskrisen



»Kan man ikke længere betale sine realkreditlån, sender man altså bare nøglerne til kreditforeningen – jingle mail kaldes den nye trend, som allerede er startet af subprimelåntagerne.«

Finanskrisen

– det sidste kapitel er ikke skrevet endnu

I historien om finanskrisen er der begrundede forhåbninger om, at det værste af subprimeballaden er overstået. Men et nyt kapitel med nye hovedrolleindehavere kan give historien en ny dramatisk drejning – til det værre.

Der er forhåbninger om, at vi er ved at have overstået det værste af subprimekrisen. De banker og andre aktører, der har spillet med på subprimeobligationerne, er efterhånden ved at have dan-
net sig et nogenlunde overblik over, hvor meget de har tabt. Sådan er i hvert fald den generelle holdning – en vurdering, som dog også er forplumret af håb.

Redningsaktionen af Bear Stearns var vigtig i forhindringen af en finansiel nedsmeltning i USA. Og selv om den endnu større bank, Lehman Brothers – en af verdens største – også har været nævnt som potentiel kandidat til det næste kollaps, så tyder udviklingen dog på, at investeringsbanken selv kan ride stormen af. Og da der i skrivende stund ikke er dukket nye skeletter frem af finanssektorens åbenbart mange hemmelige skabe, så er der grund til at tro, vi har været igennem de værste kapitler af subprimeballaden.

Men historien er ikke slut endnu. Som i enhver god spændingsroman er der nemlig mange »mistænkte«, mange interessekonflikter og ballademage-
re, så der i afslutningen af hvert kapi-

tel er flere spørgsmål end svar og nye »cliffhangers«. I denne »pageturner« om finanskrisen fx yderligere downgrading af flere monoliners – de forsikringsselskaber i USA, som lever af at forsikre mod tab på låntagere, der ikke kan betale på deres obligationsgæld. Inflationstruslen, der lurar i horisonten, og gør det risikabelt at sætte renten yderligere ned. Stigende ledighed. Faldende privatforbrug. Eskalerende priser på energi, føde og metaller. Og boligmarkedet.

Da privatforbruget udgør over 70 pct. af USA's BNP er den sidstnævnte faktor ret afgørende. Boligpriserne falder, og der har i særlig grad været fokus på, at det netop går ud over subprimelåntagerne – dem, som bankerne og realkreditinstitutterne ikke burde have leget så lemfældigt med.

Nu fylder subprimelåntagerne ikke så meget i det samlede billede – op mod 15 pct. siger statistikken – men prisfaldet rammer selvfølgelig også de mere kreditværdige primelåntagere.

Men de kan vel bære det, skulle man mene. Det er vel fornuftige mennesker med en fornuftig økonomi.

Lokkerenter

Nix. Det er nemlig ikke bare subprimelåntagerne, men også primelåntagerne, der har ladet sig friste af de senere års nyskabelse i amerikansk realkredit:

Teaserrenterne.

Dvs. realkreditlånene starter ud med en lav rente de første år og bliver derefter sat højere op. Det mest udbredt subprimelån hedder »2/28« i fagsproget. Et 30-års lån med en lav rente i de første to år. Renten er blevet forhøjet på de fleste af disse lån, og det har betydet, at mange låntagere, som netop købte i den sidste fase af boligprisboblen, har svært ved at betale deres lån.

Men også primelåntagere, som de senere år enten har købt bolig eller øget belåningen, har i mange tilfælde ladet sig friste af de lån, der har en såkaldt ARM option indbygget. Dvs. en mulighed for at betale mindre rente på lånet det første par år, samt mindre eller ingen afdrag. Man kan endda vælge at betale så lidt i rente, at gælden vokser i op til 4-5 år, indtil et nærmere fastsat loft nås. Vælges den sidste løsning, vil betalingen herefter blive på næsten det dobbelte i resten af løbetiden.

»

Goldman Sachs: USA's boligmarked fortsætter ned

Goldman Sachs er blandt de mange, der mener, at det amerikanske boligmarked skal væsentlig længere ned. I en dugfrisk analyse spår den store investeringsbank, at de amerikanske huspriser vil falde med gennemsnitligt 30-35 pct. i reale termer over det kommende halvandet år. Det vil trykke privatforbruget og den generelle efterspørgsel i USA et godt stykke ind i 2009, og tilføre banksektoren yderligere tab.



» Især i Californien, den amerikanske stat, der faktisk alene kan bryste sig af at være verdens syvendestørste økonomi, har disse lån været populære. Måske en følge af, at det også er her, der især er set voldsomme prisstigninger på boliger.

Indtil 2007. Set over det seneste år er priserne i den solrige stat i gennemsnit faldet med 26 pct. Og det mest foruroligende ved den udvikling er nok, at kun en meget lille del af ARM lånene har nået det punkt, hvor betalingskravet strammes drastisk.

I praksis betyder det, at mange primelåntagere faktisk allerede nu oplever, at deres realkreditlån er større end værdien af boligen. Og da der ikke er

noget, der tyder på, at prisfaldet stopper foreløbig, vil mange flere komme i klemme – ikke mindst når betalingskravene stiger, som de gør for en stor dels vedkommende lige nu.

Jingle mail

I Danmark hænger man på gælden, uanset hvad huset er værd. Men i USA er det anderledes. Som i Danmark er belåningsgrænsen med realkredit (som har 1. prioritet) ganske vist typisk 80 pct. Men antag nu, at en låntager i USA har købt en bolig til 5,0 mio. kr. og lånt de 4,0 mio. kr. Finanskrisen indtræffer, den økonomiske nedtur forværres, og han kan ikke længere betale sine lån. Samtidig er prisen på hu-

set faldet med 50 pct. – dvs. til 2,5 mio. Boligejeren kaster håndklædet i ringen, og går sin vej. Långiveren må nøjes med 2,5 mio. kr. på en tvangsauktion og vinke farvel til de resterende 1,5 mio. kr. af lånet.

Kan man ikke længere betale sine realkreditlån, sender man altså bare nøglerne til kreditforeningen – *jingle mail* kaldes den nye trend, som allerede er startet af subprimelåntagerne. Eneste konsekvens er, at man forringer sin credit score, dvs. muligheden for at få et nyt lån. Men det er i virkeligheden ikke så slemt, som hvis man misser betalingerne på flere forskellige låntyper – så billån, kreditkort m.v. kommer i første række for tiden. Des-

uden er det hurtigere at genopbygge credit score efter at have sendt en jingle mail – 2 år eller mindre – i forhold til, hvis man blev boende, og kampen med betalingerne endte med en bankerot, som typisk indebærer, at kreditværdigheden først er genoprettet efter 3 år.

Konklusion: Fortsætter prissfaldet på boligmarkedet i større stil, så er der altså lagt op til, at bankerne og realkreditinstitutterne også vil tabe store penge på primelåntagerne – og dermed vil finanskrisen fortsætte i lang tid endnu.

Balladen om Freddie og Fannie

Interessant i den forbindelse er naturligvis, hvor store tabene vil blive hos de største realkreditinstitutter. De to altoverskyggende realkreditinstitutter i USA er Freddie Mac og Fannie Mae. Disse selskaber må naturligvis ikke gå ned med flaget. Men hvis nu tabene blev så store, at de ville gøre det uden hjælp – hvor stor skulle denne hjælp fra statskassen og dermed skatteborgerne så være?

Det har kreditvurderingsbureauet Standard & Poor's vurderet. Estimatet lyder på 420-1.100 mia. dollars. S&P påpeger samtidig, at hvis de to finansgiganter skal reddes, kan det måske blive så dyrt, at statens AAA-rating af statsobligationer, den højest mulige, kommer i fare. Hvis det sker, så vil al statslig låntagning fremover blive dyrere.

S&P understreger, at estimatet ikke skal tolkes som udtryk for, at bureauet forventer, at de to finanshuse går ned. Men der er bekymring for den effekt, som problemer hos de to kunne få for hele låneindustrien, da de er blevet et uundværligt led i den finansielle fødekæde efterhånden.

Begge institutter sørger for, at realkreditmarkedet fungerer ved at købe store puljer af lån og sælge dem videre som værdipapirer. Og inden for min-

dre end et år er denne rolle blevet markant større. Ved udgangen af januar i år var således 82 pct. af alle realkreditlån i USA bakket op af et af de to institutter mod 46 pct. i andet kvartal 2007. Denne voldsomme stigning i markedsandelen er en følge af, at mange mindre konkurrenter og markedsdeltagere er gået ned eller har stoppet/neddroglet deres udlån, da de ikke har kunnet afsætte deres obligationer i det kriseramte marked.

Fannie Mae og Freddie Macs eksponering er primært mod de såkaldte confirming loans – dvs. lån udstedt til låntagere med god betalingsevne og store udbetalinger. Men trods kun begrænset eksponering til subprimelån har faldende boligpriser og et stigende antal tvangsauktioner ikke desto mindre påført begge finanshuse store tab.

Både Federal Reserve og Det Hvide Hus er naturligvis klar over, at netop disse to er for store til at falde. Derfor fik de for nylig dels lempet deres kapitalkrav for at tilføre det likviditetshungrende kreditmarked penge i størrelsesordenen 200 mia. dollars. Dels fik de hævet grænsen for individuelle lånearrangementer fra 417.000 dollars til 729.750 dollars. Hvilket imidlertid også øger risikoen, bl.a. fordi defaultraten (andel af lån med betalingsstop) er højere på større lån end mindre.

Investorerne er også bekymrede for, hvordan det går med Freddie og Fannie. Merrenten på realkreditpapirer fra de to i forhold til 10-årige amerikanske statsobligationer er 2,25 pct. i forhold til 1,7 pct. i starten af året.

Store banker øger hensættelserne

Også de store banker mærker krisen – Bear Stearns var langt fra den eneste. I den senere tid er det især storbanken Bank of America, der har tiltrukket sig opmærksomhed. Banken præsenterede for nylig regnskab for årets første kvar-

tal, og det afslørede handelsrelaterede tab på 1,31 mia. dollars. Men det var ikke det værste. Det var derimod de ekstra hensættelser på 6 mia. dollars, som er et tillæg til bankens reserver, stødpuden mod de forventede tab på lån.

Sådanne hensættelser er baseret på bankens egne vurderinger af historiske tab på lån og prognoser for de aktuelle lån. Når et lån anses for umuligt at hente hjem, nedskrives det, og tabet tages fra reserverne. Det er her de ekstra hensættelser kommer ind i billedet, da de skal opbygge reserverne til det lovpligtige niveau kombineret med forventninger til fremtidens dræn på reserverne. Det der chokerede markedet med Bank of America var størrelsen af hensættelserne, som langt overgik de faktiske tab i kvartalet. Det betyder, at banken vurderer meget store tab i de kommende kvartaler.

Bank of America er næppe en enlig svale, og derfor er de store banker i USA næppe noget, man skal investere i endnu.

Det gælder også de mindre banker. Disse banker har hidtil ikke været forbundet med de store tab, da de ikke i samme omfang som de store har været involveret i gearede komplekse, strukturerede subprimerelaterede papirer.

Men nu hvor den økonomiske nedtur forværres, ledigheden stiger, energi- og fødevarekrisen gør ondt i budgettet og boligpriserne falder, så begynder tabene på lån også at kunne mærkes i de mindre banker.

Særlig ondt gør det hos den del, der lod sig friste af *easy money*-æraen til at forfølge ambitioner om at blive stor ved at underbyde konkurrenternes tilbud på fx billån og se mindre kritisk på risikoen ved boliglån trods en årække med kraftige prisstigninger.

Så nej, det sidste kapitel i finanskrisen er langt fra skrevet endnu.



Renterne vil falde

Der er stadig udsigt til rentefald over hele linjen, mest i de kortere renter. Man bør udnytte rentefaldet ved at lægge sig i obligationer med 2-5 års løbetid, da effekten her ventes at blive størst.

Finanskrisen er ikke overstået endnu, og derfor kan vi kun råde til forsigtighed for obligationsinvestorerne. En sådan usikkerhed betyder naturligt nok, at man bør lægge sig i korte obligationer. Dermed har man udløb til kurs 100 inden for overskuelig rækkevidde og løber ikke den store risiko.

Det er imidlertid ikke blot finanskrisen, der er begyndt at sætte mere tydelige spor på vore breddegrader. Også den svækkelse vi gennem nogen tid har kunnet observere i amerikansk økonomi ventes også som en tidevandsbølge at ramme Europa i løbet af andet halvår.

Dette forventes at tvinge den europæiske centralbank (og dermed også Nationalbanken) til at nedsætte renten i flere omgange for at stimulere økonomien. Og det får naturligvis effekt på hele rentekurven.

Som det fremgår af figuren her på siden forventes det i den aktuelle renteprognose, at rentefaldet bliver størst i obligationer med 2-5 års løbetid. Det er ikke et fænomen, der er usædvanligt. Snarere er det reglen end undtagelsen, at det netop er dette segment, der bliver stærkest påvirket af centralbankernes gøren og laden – og forventningerne hertil.

I det konkrete tilfælde betyder det også, at man ikke skal lægge sig i alt for korte obligationer. Dels får man herved ikke den samme forventede kursstigning som i de 2-5 årige papirer, dels har man hurtigere problemet med geninvestering. Og det vil efter rentefaldet ske til lavere renteniveauer.

Se på Horisontafkastet

I tabellen ses et udsnit af nogle af de anbefalinger, som også fremgår af modelporteføljerne – oversigterne over bankens aktuelle anbefalinger af obligationsporteføljer som er et fast indslag på s. 33.

Bemærk, at vi her bruger begrebet Horisontafkast. Der findes ingen nøgletal, der kan forudsige et afkast præcist, men

horisontafkastet er et mere nuanceret nøgletal end fx den effektive rente, da det tager højde for en række afgørende forhold og giver en god indikation af, hvilket afkast man med en betydelig sikkerhed kan forvente. Horisontafkastet tager højde for følgende data:

- Kuponrenten
- Kursreguleringen som følge af ændringer i renteniveauet
- Ordinær udtrækning på realkreditobligationer
- Forventede ekstraordinære udtrækninger
- Ændring i den korrigerede varighed ved ændring i renteniveauet
- Genplacering af rente og udtrukne obligationer til aktuel markedsrente

Det er også vigtigt, at beregne horisontafkast for flere tidshorisonter (her 12 mdr.), hvor man tager udgangspunkt i rentekurven i dag og lader renten stige eller falde med 50 bp. Herved anvender man også obligationernes kursrisiko (varighed), og får dermed et indtryk af, hvor følsomme de enkelte obligationer er over for renteændringer.

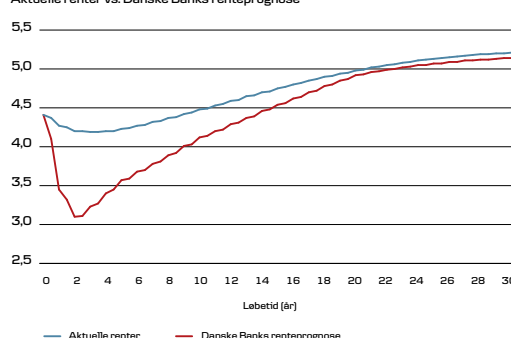
Som det fremgår af tabellen er det Skibskreditobligationer med udløb i 2013, der har det bedste horisontafkast i eksemplet. Men til gengæld har denne obligation også den højeste varighed og er dermed mere følsom over for renteændringer end fx RD 2,0% med udløb i 2010 eller 2011. Du kan se alle anbefalinger for personbeskattede og pensionsbeskattede investorer på forskellige tidshorisonter s. 33.

Har man 2% RD 2009 i sin beholdning og ens tidshorison er længere end til udløb af obligationen bør man allerede nu sælge dem og gå længere ud på rentekurven for derved at udnytte det forventede rentefald ved køb af en af nedennævnte obligationer eller en kombination af disse.

Eksempler på obligationer til personbeskattede investorer:

Papir	Horisontafkast ved 59% skat 12 mdr. sigt				Kursrisiko DB varighed
	DB prognose	Uændret rente	+50 bp	-50 bp	
RD 2,0 2010	3,32%	2,52%	2,19%	2,85%	1,60
RD 2,0 2011	4,48%	2,55%	1,73%	3,39%	2,49
SKIBE 2,0 2013	6,21%	2,76%	0,58%	5,00%	4,73
2,0% RD 2016	6,99%	2,84%	-0,29%	6,07%	6,22

Aktuelle renter vs. Danske Banks renteprognose



Nyere ejerlejligheder oversvømmer markedet

Stadig flere sælgere har svært ved at sælge på ejerlejlighedsmarkedet i København

Alene i perioden 3. kvartal 2006 til 1. kvartal 2008 har knap 9.000 ejerlejlighedssælgere i København haft så store problemer med at sælge boligen til den ønskede pris, at de enten har forladt markedet eller skiftet mægler.

Denne udvikling skyldes til dels, at hver 4. ejerlejlighed til salg netop nu er opført i 2004 eller senere. Til sammenligning udgør ejerlejligheder opført i 2004 eller senere kun 3-4 % af den samlede bestand af ejerlejligheder i København.

Spekulation har presset prisen op på nybyggede ejerlejligheder

Vi kan samtidig se, at forskellen i udbudsprisen på ejerlejligheder opført i 2004 eller senere i marts 2008 lå hele 20 % højere end udbudsprisen på ejerlejligheder opført før 2004. Det svarer til at en gennemsnitlig ejerlejlighed på 80 kvm. opført i 2004 eller senere udbydes til en pris, der ligger 630.000 kr. over en ejerlejlighed opført før 2004. (Figur 1)

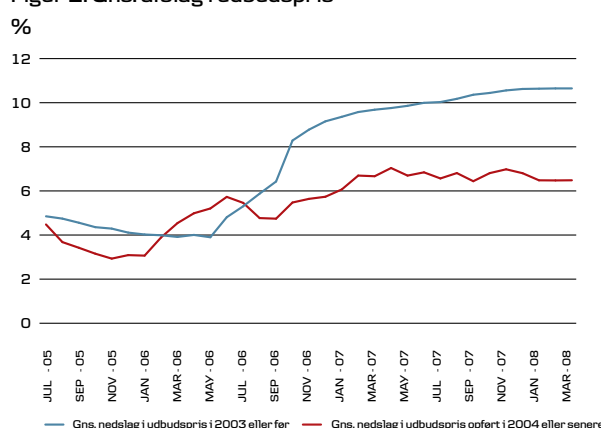
Figur 1: Gns. udbudspris Anm. Gns. kvm. udbudspris ejerlejligheder opført i 2004 eller senere er beregnet som et vægtet gns.



Mindre nedslag i udbudsprisen på nyere ejerlejligheder

Samtidig er sælger af nyere ejerlejligheder mere tilbageholdende med at give afslag i udbudsprisen. Det er bemærkelsesværdigt, at det gennemsnitlige afslag i udbudsprisen på ejerlejligheder opført før 2004 hurtigt reagerede på det markante stemningsskifte, der skete på ejerlejlighedsmarkedet i sommeren 2006, mens det gennemsnitlige afslag i udbudsprisen på ejerlejligheder opført i 2004 eller senere kun er steget svagt i perioden (Figur 2).

Figur 2: Gns. afslag i udbudspris



Det giver en klar indikation af et spekulativt marked, hvor der har været et opadgående spekulativt prispres på især nyere ejerlejligheder.

Det spekulative segment af markedet vil typisk forsøge at sælge på toppen, samtidig med at villigheden til at udbyde lejligheden til en lavere pris og give efterfølgende nedslag i prisen sædvanligvis er mindre, da der oftest ligger en gearret investering bag.

Det har sendt salget af nyere ejerlejligheder i dørken, og bidraget væsentligt til at udbuddet af især nyere ejerlejligheder er steget ganske meget.

Leje som alternativ til salg

Det at flere sælgere nu opgiver et salg eller skifter mægler, samtidig med at tilgangen af nye ejerlejligheder til salg er faldende – på trods af at der færdiggøres et højt antal nye ejerlejligheder i København By, indikerer ligeledes at mange sælgere af nyere lejligheder vælger, at leje ud frem for at gå efter et salg og sænke prisen til et leje, der kan få køber på banen.

Det er derfor vigtigt, at sondre mellem nyt og gammelt på ejerlejlighedsmarkedet i København. Hvor pristilpasningen på de nyere ejerlejligheder halter bagefter, så synes især ældre lejligheder at være kommet ned i et prisleje, hvor køber igen vil være med.

Så hvor der måske er forår at spore på det gamle ejerlejlighedsmarked, så har vinteren omvendt bidt sig fast på markedet for nyere ejerlejligheder.



Hvad bruges nettet til?

Søgning på Internettet kan groft sagt opdeles i tre grundtyper: Informationsmæssige, navigeringsmæssige og købsrelaterede. Forskere på Penn State University's College of Information Sciences and Technology har i samarbejde med kolleger på Queensland University of Technology i Australien fundet frem til, at 80 pct. handler om informationssøgning mens resten fordeles ligeligt mellem de to øvrige kategorier. Forskerne benyttede en særlig algoritme, der klassificerer de 1,5 mio. søgninger i undersøgelsen med 74 pct. nøjagtighed.

Internettet når kapacitetsgrænsen i 2010

Den amerikanske teleoperatør AT&T spår, at uden investeringer vil Internettets nuværende netværksarkitektur nå sin kapacitetsgrænse i 2010 som følge af den stigende mængde af video og brugergenereret indhold, der løbende uploades. Selskabets vicepræsident, Jim Cicconi, mener at alene i USA er der behov for investeringer i nyt netværk på 55 mia. dollars over de kommende tre år. For verden som helhed lyder hans estimat på 130 mia. dollars.

Aktier, whisky og nøgne piger

Finansforsker og neuroøkonom Camelia Kuhnen på North-western University i Illinois lavet en interessant analyse, der viser, at uanset om mænd kigger på erotiske billeder eller tager finansielle risici, så er det den samme hjerneregion, der bruges.



Børshandelen er påvirket af hormoner

Hormoner får ofte skylden for teenageres uregerlige adfærd, men måske kan de også bære en del af ansvaret for børsernes udsving. Forskning fra University of Cambridge indikerer nemlig, at bevægelser i de finansielle markeder er korrelerede til aktiehandleres niveauer af to hormoner: Testosteron, som oftest associeres med aggression og seksuel adfærd samt cortisol, det såkaldte stresshormon.

Niveauerne af disse to hormoner blev overvåget hos 17 mandlige børshandlere på en handelsplads i London over otte børsdage og sammenlignet med den mængde penge, som handlerne tjente eller tabte samt volatiliteten i markedet.

Forskerne fandt, at når handlerne tjente flere penge, havde de højere niveauer af testosteron. Og når markederne var særligt volatile, havde de højere niveauer af cortisol.

Men det er naturligvis interessant at afdække, hvad der er årsag, og hvad der er effekt. En yderligere analyse viste, at handlerne, som startede dagen med højere testosteronniveau tjente flere penge end de andre. En enkelt handler havde en seks dages vinderkurs, hvor han hver dag tjente dobbelt så meget som den foregående. I den periode steg hans testosteronniveau jævnt – i alt med 74 pct.

»Den populære synsvinkel er, at erfarne handlerne kan kontrollere deres følelser, men faktum er, at deres endokrine system er i brand,« siger den ene af de for-



Verden om 50 år

I en ny bog – *The Way We Will Be 50 Years From Today* - præsenterer den amerikanske journalist Mike Wallace visioner fra 60 af verdens førende videnskabsfolk, heriblandt 15 nobelprisvindere, om hvordan verden ser ud om 50 år. Blandt de mange interessante spådomme er:

- Folk der fødes om 50 år vil kunne opnå en gennemsnitsalder på 140 år.
- Brystkræft og hjerte-/karsygdomme vil kunne forebygges eller helt udryddes.
- Hver af os vil have en kopi af vores egen komplette DNA-sekvens, indkodet i en elektronisk datajournal, som er tilgængelig fra enhver computer.
- Skizofreni og mani-depressivitet vil være klarlagt og kunne behandles.
- Folk vil blive tvunget til at gifte sig med andre baseret på gentyper. De som ikke gør det, men gifter sig uautoriseret vil blive udsat for store skattebyrder for evt. syge eller handicappede børn.
- Mennesket vil have opbrugt det

meste af kul- og oliereserverne på Jorden og tilføjet mange forurenende stoffer til miljøet.

Bogen beskæftiger sig ikke indgående med et truende afspekt, der tegner sig i horisonten med særligt skarpe konturer i disse tider. Nemlig, at vi i samme periode med stor sandsynlighed har nået eller vil overskride planetens bæreevne på mange måder. Derimod fokuserer de adspurgte typisk på de sandsynlige fremskridt inden for deres eget videnskabelige felt.

skere bag undersøgelsen, John Coates, til New Scientist.

Men der er en smertegrænse. For meget testosteron fører til for meget aggression og uforsvarlig beslutningstagning. Og mens højere niveauer af cortisol sandsynligvis medvirker til bedre risikostyring i volatile situationer, så kan høje niveauer over lange perioder føre til alvorlige skader lige fra hjerte-/karsygdomme til arthritis.

»Det kan også føre til, at det præfrontale cortex og hippocampus skrumpes. Det er hjerneregioner forbundet med beslutningstagning og faktisk hukommelse. Samtidig bidrager det til vækst i amygdala, en region forbundet med emotionel hukommelse og frygt. Dette kan føre til en tilstand kaldet »tillært hjælpeløshed« i hvilken folk føler, at deres handlinger i risikable situationer ikke spiller nogen rolle,« siger neuroendokrinolog Bruce McEwen på Rockefeller University i New York.

John Coates siger, at det, der bekymrer ham, ikke er hvor langt markederne kan falde, men hvor længe. Han har selv været aktiehandler og ved, at »tillært hjælpeløshed« kan forekomme.

Så både kort- og langsigtede effekter af hormonerne kan bidrage til den overordnede sundhedstilstand af markederne.

»Måske stammer bobler og krak fra disse steroider«, siger John Coates og tilføjer, at det muligvis kunne bidrage til mere stabile markeder, hvis flere kvinder var aktive på børsmarkederne.

Netop denne bemærkning fik folk til at give deres kommentarer med under artiklen på nettet. Som en læser skriver:

»Forestillingen om, at kvinder tager alt med ophøjet ro, må komme fra nogen, der aldrig har mødt én«.

Gode udsigter for defensive Fortum

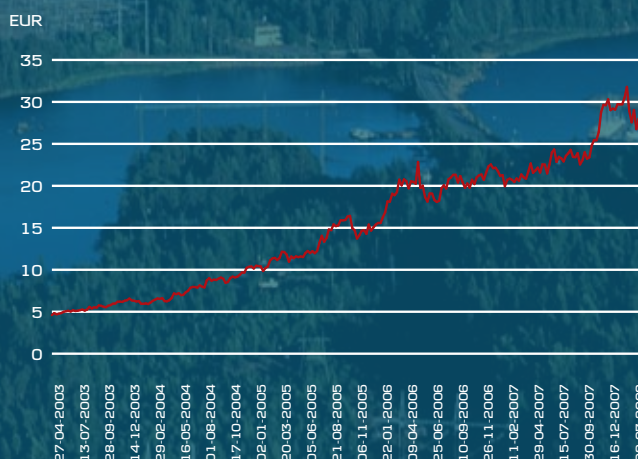
Fortum er et af de førende nordiske energiselskaber med hovedaktiviteter inden for elektricitetsgeneration baseret på især atom- og vandkraft, salg og markedsføring af el og elservices samt distribution og salg af elektricitet og varme på de nordiske markeder samt baltiske lande og nordvest-Rusland.

Fortum har en stærk »grøn« profil i kraft af spredningen på atom- og vandkraft, hvilket betyder, at over 80 pct. af selskabets energikapacitet er CO₂-fri. Dette er med til at styrke Fortums position og konkurrenceevne i det aktuelle marked med høje priser på CO₂-kvoter.

Vejret i første kvartal var usædvanlig mildt, hvilket betød, at efterspørgslen efter el i Norden var begrænset, og at vandreservoarerne lå langt over deres langsigtede gennemsnit. Det satte spot- og forwardpriserne på el under pres, og udvidede spændet i forhold til Tyskland. Danske Markets Equities (DME) tror dog, at elpriserne har nået bunden i Norden, og igen vil stige, når vandkraftsituationen begynder at blive normaliseret. Dermed vil prisspændet igen blive indsnævret i forhold til Tyskland omend ikke elimineret. Et vigtigt skridt mod harmonisering af elpriser i Norden og Tyskland tages dog med åbningen af et kabel i maj, som forbinder Norge med Holland.

Risici forbundet med aktien ses igennem elpriserne afhængighed af kul- og gaspriserne, den væsentlige nedgang i de nordiske økonomier og deraf faldende produktionsniveau samt faldende priser på CO₂-kvoter.

DME har Køb på aktien med et kursmål på EUR 32,47 per aktie.



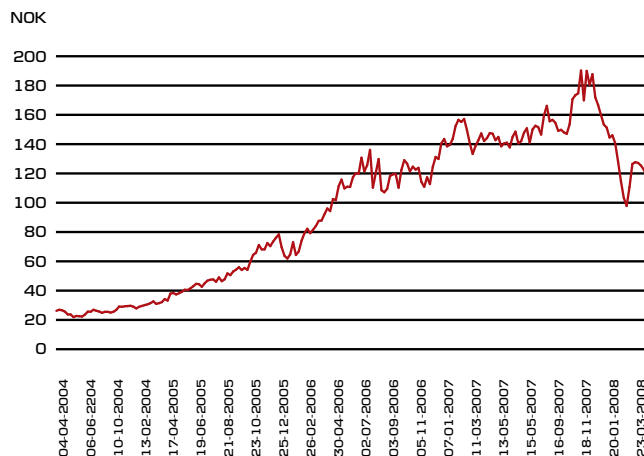
Norsk olieservice til lav kurs

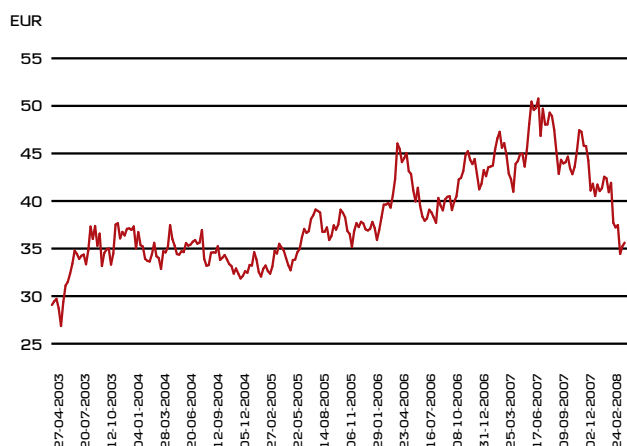
Det økonomiske incitament til at finde og udvinde nye olieklender er stærkere end nogensinde, og alt tyder på en fortsat høj investeringsaktivitet i sektoren også i de kommende år. Aker Solutions er blandt de førende leverandører af olieservice ydelser, ingeniør- og byggeservices samt teknologiprodukter og integrerede løsninger til olie- og gassektoren. Selskabets forretninger spænder desuden over raffinaderi og kemikalier, minedrift, metaller og elektricitetsgeneration.

Danske Markets Equities (DME) fremhæver Aker Solutions som en attraktivt værdiansat investering i det globale boomen i olieservicemarkedet. I forhold til den bredere peer-gruppe (konkurrenter) har Aker Solutions opnået afkast over gennemsnittet, men handles p.t. med en rabat på omkring 30 pct. i forhold til sine nærmeste konkurrenter. DME mener, der er mulighed for en relativ revurdering i løbet af 2008, efterhånden som selskabet viser sig at leve op til de opstillede mål. I DME's optik er Aker Solutions prissat, som om det ikke vil modtage og udføre ordrer på samme høje niveau som konkurrenterne, og det forekommer ikke retfærdiggjort af selskabets seneste pæne regnskaber, der fortæller historien om en sund og veldrevet kvalitetsvirksomhed med et stabilt ordreflow.

Af væsentlige risici kan nævnes en svagere end ventet eksekvering af projekter, skuffende marginudvikling f.eks. som følge af accelererende omkostningsniveau, faldende oliepriser samt en markant styrkelse af den norske krone, som vil svække selskabets konkurrenceevne.

DME har Køb på aktien og kursmål på NOK 160 per aktie.





BMW er billigere end konkurrenterne

Tyske BMW er verdens førende producent af biler i luksussegmentet og står bag tre brands – BMW, Mini og Rolls-Royce. Omsætningen fordeler sig blandt andet med 22 pct. i USA, 21 pct. i Tyskland og 11 pct. i Storbritannien.

Aktien har givet et afkast, som er markant lavere end de fleste andre europæiske bilproducenter og handler p.t. på meget attraktive niveauer, vurderet på bl.a. flere nøgletal. Prisen er attraktiv såvel historisk som i forhold til konkurrenterne. Blandt andet handles aktien i år til under selskabets bogførte værdi, og det er kun sket kortvarigt for aktien i 1991 og i 2003. P/E baseret på forventet indtjening for næste år lyder på 8,5, hvor sektoren handles til 9,2.

BMW står nu foran en restrukturering og effektivisering af selskabet til EUR 6 mia., noget som de fleste andre europæiske bilhuse allerede har gennemført, hvilket igen gør selskabet til en interessant case netop nu. BMW har allerede optimeret valutastrategien for at sikre stabile indtægter.

Potentielle investorer skal tage højde for risici ved aktien, blandt andet, at luksusorienterede selskaber er ganske konjunkturfølsomme og typisk rammes af afmatning i verdensøkonomien samt, at strammere regulering for CO₂-udledning kan ramme BMW's største modeller.

Attraktive Salzgitter med finanser af stål

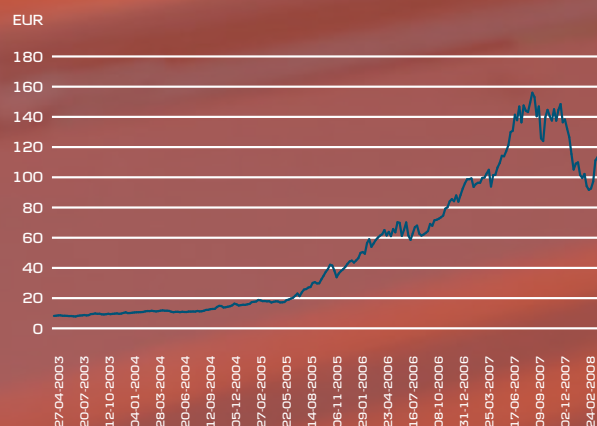
Tyske Salzgitter er blandt Europas største producenter af stålkonstruktioner og udbyder en bred vifte af stålkomponenter til ingeniørentrepriser, el-generationsinfrastruktur samt rør til transport af olie og gas. Selskabet udvikler desuden teknologi relateret til stålprodukter og plastikproduktion.

Sammenlignet med konkurrenterne har Salzgitter en mere attraktiv produktvifte, da selskabet er mindre afhængigt af efterspørgslen på fladt stål, der bruges til aktiviteter, hvor efterspørgslen og marginerne er faldet markant. Salzgitter henter en større del af deres omsætning fra »heavy« stål, og her nyder selskabet fordel af udbuds-efterspørgselssituationen, der presser stålprisen i vejret. De stigende stålpriser mere end kompenserer for de øgede inputomkostninger, dvs. stigende priser på jernmalm og kul.

Salzgitter har betydelige likvide midler, omkring EUR 3 mia., så selskabet kan let stå imod et lavere cashflow fra driften og kan også let finansiere et opkøb, hvis en attraktiv kandidat skulle dukke op. Den sidste mulighed er, at selskabet udbetaler en større dividende.

En risiko ved Salzgitter er, at selskabet er relativt konjunkturfølsomt og muligvis ikke formår at opretholde høje priser over for kunderne, hvis den lavere efterspørgsel i Europa fortsætter. En mulig lavere investeringslyst i minebranchen betyder desuden fald i den producerede mængde af jernmalm, der anvendes til stålproduktion.

Goldman Sachs (GS) vurderer, at aktien handles med en betydelig rabat på flere nøgletal i forhold til konkurrenterne.



Hvad gemmer sig bag råvarepriserne? – spekulation eller fysisk behov?

Olieprisen sætter stadig nye verdensrekorder, tilsyneladende helt upåvirket af, at verdensøkonomien er i fuld gang med at geare ned i hastighed. På den baggrund er det nærliggende at fundere lidt over, hvorvidt olieprisen og en lang række andre råvarer fra kul, majs og hvede til guld, sølv og kobber er godt på vej til at lide den samme skæbne som aktierne i starten af dette århundrede, siden ejerboligerne, visse obligationstyper og måske aktiemarkederne i Emerging Markets. Nemlig en prisekspllosion til niveauer, der ligger langt over hvad, der kan forklares og retfærdiggøres med baggrund i fundamentale faktorer.

Det forekommer jo paradoksalt, at råvarepriserne i den grad er skudt i vejret – og åbenbart fortsætter helt uanfægtet af den aktuelle afmatning i den globale økonomi. Det er en situation, der var utænkelig for få år siden. Men på få år har verdensøkonomien ændret sig ganske markant.

Den nye verdensorden

Mange af udviklingsøkonomierne har således på få år etableret sig med betydelig større tyngde i verdensøkonomien som følge af den heftige outsourcing af industri og visse serviceydelser, der især tog fart i kølvandet på kriseårene 2000-2002. Mange virksomheder i de udviklede lande havde fået en ordentlig én over fingrene som følge af deres overinvesteringer under IT-euforien, der trak alle sektorer med op i aktie-

markedet og skabte en overdreven optimisme. Da boblen bristede, blev det trange tider. Virksomhederne gik i gang med sparekniv, fyringsrunder, rationaliseringer - og øget outsourcing til lavtlønsregionerne i Emerging Markets.

Både Latinamerika, Østeuropa og især Asien nød godt af det. I særdeleshed Kina som på få år blev verdens industricentrum. Men generelt havde Emerging Markets gode kår. Den amerikanske centralbank imødegik den økonomiske nedtur i USA med en meget ekspansiv pengepolitik, der førte til rekordlave renter. Ikke blot i USA men også i resten af den globaliserede verden.

Pengerigeligheden fik investorerne til at sænke deres aversion mod risiko, og investeringerne væltede ind i Emerging Markets. Medvirkende hertil var også, at Emerging Markets i modsætning til tidligere havde fået langt mere stabilitet og troværdighed i både økonomi og politik og forretningsmiljøerne var i vid udstrækning kommet langt tættere på OECD-standard.

Pengene strømmede ind i Emerging Markets, velstandsniveauet voksede, og de enkelte lande havde pludselig langt bedre økonomiske muligheder for at sætte gang i deres indenlandske økonomier og frigøre sig mere fra afhængigheden af eksport til de udviklede lande. En økonomisk magtfor skydning fra de rige til de fattige var i fuld gang – og den er langt fra slut endnu.

Emerging Markets hastige vækst indebærer også en stor efterspørgsel efter råvarer – især i Kina, der hurtigt lagde sig i verdenstoppen, hvad angår forbrug af flere metaller, kul og olie.

Nu er vi så i en fase, hvor verdensøkonomien er ved at geare ned, især en følgevirkning af nedturen i USA, som hænger sammen med finanskrisen, der også er værst i verdens hidtil mest innovative nation.

Alligevel fortsætter råvarerne med at stige i pris, hvilket har skabt debat om, hvorvidt det er kyniske spekulanter, der står bag det hele.

Futuremarkedets virkemåde

Det er der dog ikke noget, der tyder på. Råvarer handles på futuremarkedet, dvs. markedsdeltagerne indgår finansielle væddemål om, hvad prisen på en given råvare på et givet tidspunkt i fremtiden vil være. For at indgå en sådan futurekontrakt kræves der på råvaremarkedet i de fleste tilfælde kun en sikkerhedsstillelse på 5-6 pct. af det beløb, som kontrakten handler om. Det indebærer i sagens natur, at der er tale om en gearret position, og den slags trækker jo ganske rigtigt spekulanter til.

Men et andet kendetegn ved råvarer er også, at der er fysisk levering af den vare, som kontrakten vedrører. Og det er spekulanterne naturligvis ikke interesserede i. Hvis de derfor ønsker at spekulere i futuremarkedet, er de tvunget til at lukke en position med en modgående kontrakt, før den oprinde-



lige kontrakt udløber for herved at fastlåse en gevinst.

Det betyder, at hvis futuremarkedet for råvarer var domineret af spekulanter, ville vi se massive modgående kontrakter blive etableret hver gang et udløb nærmede sig på de børsnoterede futurekontrakter. Og det er ikke tilfældet. Derfor tyder billedet på, at prisstigningerne i råvarer er begrundede i en efterspørgsel fra markedsaktører, der rent faktisk har brug for varerne.

Råvarerne stiger trods afmatning

Man kan dog stadig undre sig over, at råvarepriserne stadig går i vejret, når nu verdensøkonomien generelt er i en afmatning, hvor efterspørgselen falder.

Men igen må vi vende tilbage til Emerging Markets. Selvom industrieksporten fra disse lande vil falde i takt med den mindre efterspørgsel, så foregår der her fortsat industrialisering og en heftig urbanisering og udbygning af infrastrukturen. Det kræver bl.a. metaller som aluminium, kobber og jernmalm – og energibehovet er også stort.

Fælles for råvarer er, at man ikke kan ændre udbudet fra den ene dag til den anden. Det tager årevis at etablere nye metalminer eller oprette nye olie-felter, og råvarekomplekset som helhed er endnu langt fra gearret til, at efterspørgselen fra Emerging Markets i løbet af få år er vokset til det aktuelle niveau. Begrænset udbud og stor efterspørgsel fører til høje priser – sådan fungerer markedsmekanismen nu engang. Og det gør også prisen særligt følsom over for problemer på udbudssiden. Som fx kobberprisen, der senest har reageret kraftigt på omfattende strejker i vigtige chilenske miner.

Den aktuelle situation er med andre ord præget af flaskehalse. Og det gælder også transporten. Fragtraterne på verdenshavene er høje, da der også er kamp om skibstransporten. Som i øvrigt også er blevet dyrere med de høje oliepriser. De højere energipriser påvirker også omkostningerne generelt ved udvinding og forarbejdning af råvarerne.

Og vi har ikke nået toppen endnu, hvad angår olieprisen. For nylig brød olieprisen 120 dollars pr. tønde – et absurd højt niveau i historisk perspektiv – og det oven i købet på et tidspunkt, hvor vinteren på den særligt oliefortærende nordlige halvkugle er slut.

Det har fået Danske Banks råvareanalytiker, Arne Lohmann Rasmussen, til at ændre bankens olieprognose, så den nu lyder på gennemsnitligt 110 dollars pr. tønde (WTI råolie) for 2008 som helhed – heraf vil 3. og 4. kvartal veje tungt med et snit på 120 dollars pr. tønde.

”Væksten i efterspørgselen, som presser prisen op, kommer stadig især fra Asien, i særdeleshed Kina. Men også fra Mellemøsten er efterspørgselen steget betydeligt. Det hænger sammen med øget velstand og købekraft i de mellemøstlige økonomier, hvor befolkningen som følge af prisloft ikke mærker prisstigningerne på olie og benzin.”

Alene Kina og Mellemøsten ventes i år at tegne sig for 80 pct. af den forventede vækst i olieefterspørgselen.

Dollarens betydning

For få år siden ville ingen have troet, at verdensøkonomien kunne undgå en recession, hvis olieprisen gik op i 120 dollars pr. tønde. Men energieffektiviteten er i dag langt højere end tidligere,

og det spiller en afgørende rolle. Men der er også en anden faktor, der spiller ind. Dollaren.

Allerede i midten af 90'erne begyndte økonomerne at tale om, at dollaren var overvurderet i betragtning af landets enorme og stigende underskud på betalingsbalancen og statsbudgettet og andre væsentlige økonomiske faktorer. Men dollaren fortsatte med at stige, hvilket så blev forklaret med, at investorerne i langt højere grad var blevet internationale og derfor søgte langt mere kapital over i amerikanske aktiver, hvilket holdt dollaren oppe.

Dollaren begyndte først at falde, da den amerikanske centralbank iværksatte sin ekstreme lavrentepolitik fra 2001-2004. Og siden er det gået stærkt. Og her er vi ved en meget væsentlig forklaring på, hvordan vi og mange andre lande kan tåle prisexplosionen på olie, benzin og andre råvarer, som kvoter i dollar. Med et fald i dollarkursen på over 40 pct. over for euro siden 2001 er effekten af råvarepriserne for fx de europæiske lande blevet væsentligt afdæmpet.

Men her er vi også ved en risiko for råvarepriserne. Dollarfaldet har understøttet prisstigningerne i råvarerne, men til gengæld vil det også få effekt, når dollaren vender. Det forventer Danske Banks valutaekspert vil ske i slutningen af i år og starten af 2009 i takt med, at et økonomisk opsving i USA tager til i styrke, og derfor ventes også oliepriserne og andre råvarer at falde i pris til den tid. Dog ikke voldsomt. Det stramme udbud og den strukturelle stærke efterspørgsel i Emerging Markets er der stadig og vil tiltage de næste mange år. Vi må vænne os til høje råvarepriser.



”Væksten i efterspørgselen, som presser prisen op, kommer stadig især fra Asien, i særdeleshed Kina.”

DANSKE BANKS RÅVAREANALYTIKER, ARNE LOHMANN RASMUSSEN

Landbrugsekspert:

Fødevarekrisen er overstået om et år

Henning Otte Hansen, seniorrådgiver på Landbohøjskolen, mener, at landbruget er så fleksibelt og hurtigt til at omstille sig, at den globale fødevarekrise er løst om et år.

Fødevarekrisen er naturligt nok i stærk fokus for tiden over hele kloden. Vigtige primære fødekilder som hvede, majs, ris, mælkeprodukter og kød er steget meget voldsomt i pris det seneste år. Argumenterne for, at det pludselig er gået så galt, er typisk disse:

- Den store fokus på biobrændsel har betydet, at store mængder af landbrugsafgrøder anvendes til fremstilling af bioethanol frem for fødevarer.
- I de befolkningsrige højvækstøkonomier især i Asien er der hastigt voksende middelklasser, som oplever en meget stærk velstandsfremgang – og det gør dem i stand til at købe en mere varieret kost med flere mælkeprodukter, kød osv.
- Vigtige lande som Kina og Australien har de senere år været ramt af omfattende tørke, oversvømmelser, dyresygdomme m.v.

Men kan det virkelig passe, at kloden som helhed pludselig mangler mad? Eller er det bare spekulanter, der har presset priserne i vejret?

Det sidste først. Landbrugsprodukter

handles som øvrige råvarer på futuresmarkedet, hvor der er tale om fysisk levering. Og hvis spekulanter spillede en afgørende rolle bag prisstigningerne på landbrugsprodukter, så ville det – som Danske Banks råvareanalytiker, Arne Lohmann Rasmussen, påpeger i artiklen om råvarer s. 22-23 - indebære, at vi løbende ville opleve, at der blev indgået massive modgående kontrakter, når investorerne lukkede åbne positioner tæt på udløb for at undgå at få leveret tonsvis af landbrugsvarer på deres kontor.

Men det er ikke tilfældet, hvilket tyder på, at der er et reelt fysisk behov for produkterne. Når det er sagt, skal man huske, at langt de fleste landbrugsvarer faktisk handles uden om børserne, hvor finansielle aktører vanskeligt kan deltage i prisstigninger. Ris handles fx kun i begrænset omfang gennem finansielle kontrakter, men alligevel har vi store prisstigninger det seneste halve år, hvilket understreger den rent fysiske efterspørgsel.

Hvor galt er det?

Men hvor galt ser det så ud? Lige nu skorter det ikke på dystre profetier fra

verdensbanken og førende politikere. Men hvad er politik, og hvad er fakta?

»Vi kan ikke komme udenom, at vi aktuelt har et problem med tilstrækkeligt udbud af primære fødevareprodukter fra landbruget. Og skal vi se tilbage, kan man sige, at i og med at fødevarelagrene i bl.a. USA og Europa de senere år har været de laveste i 30 år (de er væk nu), så har risikoen for en fødevarekrise været ganske stor, hvis udbudet pludselig blev begrænset væsentligt af en eller flere faktorer. Og det er jo det, der er sket. Alene i USA anvendes i dag omkring 20 pct. af landets majs- og kornproduktion til biobrændsel. Et vigtigt landbrugsland som Australien og flere europæiske lande har haft katastrofal høst i tre år. Og efterspørgselen fra især Asien er stærkt stigende. Så krisen er reel nok,« siger Henning Otte Hansen, seniorrådgiver på Fødevareøkonomisk Institut på det biovidenskabelige fakultet på Københavns Universitet og forfatter til flere bøger om landbrug og fødevareproduktion.

Ret beset burde problemet ikke være opstået. Faktum er nemlig, at verdens potentielle fødevareproduktion langt



overstiger den faktiske efterspørgsel. Men vi kommer ikke udenom, at EU's og USA's landbrugspolitik gennem mange år er medvirkende til krisens opståen. Støtte til de europæiske og amerikanske landmænd kombineret med toldmure over for import af landbrugsprodukter fra udviklingsøkonomierne har hæmmet udviklingen af landbruget hos sidstnævnte.

Den aktuelle situation er derfor en oplagt mulighed for EU og USA til at få afviklet støtteordningerne og importrestriktionerne. For efterspørgslen efter fødevarer bliver ikke mindre i de næste mange år. Verdens befolkning vokser aktuelt med 80 mio. mennesker årligt, og om 40 år ventes det, at vi er tre mia. flere mennesker på kloden.

Det er umiddelbart dystre udsigter, som har fået nogle til at pege på, at vi måske snart har nået grænsen for, hvor mange vi kan brødføde. Men der er vi slet ikke endnu, mener Henning Otte Hansen.

»Ser man tilbage i historien, så har vi oplevet en eksponentiel vækst i fødevareproduktionen, som overgår befolkningstilvæksten, og vi har aldrig produceret så mange fødevarer som nu. Og jeg er overbevist om, at vi fortsat vil opleve en stigning i fødevareproduktion, som uden problemer kan dække den stigende efterspørgsel.«

Han peger på, at der er masser af muligheder udover, at det økonomiske incitament i udviklingslandene forstærkes ved at fjerne nedtrappe landbrugsstøtte m.v. i de udviklede lande.

»Rent teknologisk vil vi kunne løfte en stor del af byrden ved en markant stigende global befolkning,« siger seniorrådgiveren.

Der udvikles til stadighed nye og bedre afgrødesorter, bedre gødningsmidler, genetisk modificerede afgrøder osv. Der anvendes også i stigende omfang præcisionslandbrug, dvs. computerstyret kontrol af vanding, såning, gødning, kalkning og pesticider i præcis det rette omfang til det specifikke område. DGPS høst (DGPS er en mere præcis version af GPS) er ved at blive udbredt – en metode, hvor man via en DGPS-tilkoblet udbyttmåler på mejetærskeren får registreret et digitalt kort over marken, der præcist viser udbyttet på et hvilket som helst sted. Disse informationer anvendes herefter i forbindelse med kalkning, såning, gødskning m.v. så de enkelte områder på marken tildeles den optimale mængde. Herved øges udbyttet, den miljømæssige belastning minimeres og landmanden tjener flere penge.

Landbruget er fleksibelt

Men det er ikke de teknologiske landvindinger alene, der får Henning Otte Hansen til at se lyst på menneskeheds muligheder for at spise sig mætte både på lang og kort sigt.

»Det er relativt hurtigt at ændre afgrøder på marken, så de afgrøder, der er steget mest i pris, vil få flere til at dyrke disse.«

Man har reelt en halvårlig cyklus på de fleste afgrøder, da der er vækstsæ-

son på både den nordlige og sydlige halvkugle. Og eksempelvis har man set et betydeligt fald i hvedeprisen i år, hvilket er en reaktion på, at der er blevet plantet mere hvede efter sidste års prisexplosion.

På kød er det lidt anderledes. Kyllingekød har i sagens natur en kort reaktionstid, mens den er noget længere for kvæg og svin. Svinekød er en af de fødevarer, der ikke er steget i pris, men det hænger sammen med et stort udbud. De seneste års lave priser på svinekød kombineret med stigende forderpriser betyder imidlertid, at en større omlægning er i gang, og Henning Otte Hansen tror, at et lavere udbud af svin og dermed højere priser på svinekød ikke er langt væk.

En anden mulighed for at bedre fødevaresituationen varigt er udover opdyrkning af flere landområder – hvilket i øjeblikket sker i både USA, Europa og Sydamerika – at man får en bedre styring af fødevarekæden. Henning Otte Hansen påpeger, at halvdelen af fødevareproduktionen i dag går til spilde pga. skadedyr, råd m.v. Bedre management af fødevarekæden indebærer enorme gevinster.

»Alt i alt er der faktisk al mulig grund til at være optimist. Jeg tror, at vi har så mange muligheder for at rette op på situationen, at fødevarekrisen er overstået om et års tid. Jeg tror også, at vi kan bibeholde den samme fokus på biobrændsel. Vi har alle mulighederne. Vi skal bare bruge dem velovervejethet,« siger Henning Otte Hansen.

Forskningsgennembrud i bioethanol kan lette presset på fødevarer – på sigt

Fødevarerkrisen kan ende med, at både EU og USA må neddrogse deres ambitioner kraftigt angående brugen af bioethanol i de kommende år. Men der er sensationelt godt nyt fra en anden side af ethanolfronten.

Forskere på University of Texas har nemlig udviklet en cyanobakterie – også kaldet blågrønalg – der producerer cellulose, hvilket kan bearbejdes til ethanol og andre former for biobrændsel.

Som bekendt er en medvirkende årsag til den aktuelle fødevarerkrise, at landbrugsprodukter som korn og majs anvendes i stort omfang til fremstilling af bioethanol. Visionen er, at man i løbet af få år bliver i stand til at bruge restprodukter fra landbruget, træflis osv. i stedet. Men der er lang vej endnu. For nedbrydningen af cellulose fra planter er nemlig en vanskelig, tidskrævende og dyr proces, der bl.a. kræver mange enzymer.

Den cellulose, der produceres af den nye genetisk modificerede blågrønalg, er derimod langt lettere at bryde ned til glucose. I øvrigt udskiller bakterien også direkte glucose (som i majs) og sucrose (som i sukkerør), de simple sukkerarter, som er de primære kilder til fremstilling af ethanol.

Et andet vigtigt kendetegn ved bakterien er, at den anvender sollys som energikilde til at producere og udskille glucose, sucrose og cellulose. Og lige så vigtigt: Udvinningen af de to sukkerarter og cellulose kan foregå kontinuerligt uden at skade eller ødelægge cyanobakterien. I modsætning til de traditionelle metoder, hvor udvinningen af cellulose og sukkerformer fra alger eller afgrøder kræver, at organismen dræbes – og enzymer eller mekaniske metoder er nødvendige.

De to forskere, prof. R. Malcom Brown og Dr. David Nobles Jr. siger, at cyanobakterien kan dyrkes i produktionsfaciliteter på ikke-landbrugsegnede landområder ovenikøbet med anvendelse af saltvand som vanding.

Forskerne har beregnet, at det landbrugsareal, der kræves, hvis USA's energibehov til transportsektoren skulle dækkes af ethanol fremstillet af majs, er på 820.000 kvadratkilometer – svarende til næsten hele Midtvesten. Men i laboratoriet er det lykkedes at 17-doble produktiviteten af blågrønalg. Og hvis det kan videreføres til kommerciel skala, så kræves der kun et landområde – ikke engang landbrugsjord – på 3,5 pct. af det førnævnte.



Mere ethanol og grøn benzin

Cellulosebaseret fremstilling af ethanol kræver enzymer, typisk produceret typisk af mikrober, der dyrkes i store bioreaktorer – en dyr og energikrævende proces.

Mariam Sticklen, professor i Crop & Soil Science på Michigan State University, funderede over problemet og nåede frem til, at hvis man kunne få majsplanterne selv til at producere enzymerne via genetisk modificering, så ville cellulosebaseret ethanol blive langt mere konkurrencedygtig.

Mariam Sticklen præsenterede for nylig resultaterne af sine genmodificerede majsplanter, som selv leverer de nødvendige enzymer, på landsmødet i American Chemical Society i New Orleans. Der er dog lang vej endnu før kommercielt brug af planterne er mulig. Den primære forhindring er, at finde måder hvorpå det sikres, at enzymerne overlever den kemiske og fysiske forbehandling, der er nødvendig for at fjerne lignin – stoffet, der styrker planternes cellevægge – fra cellulosefibre.

Forskere på University of Massachusetts Amherst er gået en anden vej. Ethanol indeholder relativt mindre energi end benzin. Så hvorfor ikke lave cellulose om til benzin i stedet?

Mikrober skal forøge verdens olieforsyning

Her i maj måned har forskere på Newcastle University i England og University of Calgary igangsat forsøg, der skal klarlægge, hvorvidt mikrober kan frigøre de skønsmæssigt 6.000 mia. tønder olie, der er utilgængelige med de kendte metoder.

Forsøget går ud på at sende en særlig blanding af næringsmidler ned i en udtømt oliebrønd i Canada. Hvis forskernes beregninger er rigtige, så vil naturgas komme ud i takt med, at mikroberne lever af næringsmidlerne, former sig og fordøjer den tjæreagtige olie. Lignende forsøg



Men det er ikke let. I modsætning til råolie, som benzin fremstilles af, og som består mest af kulbrinte, så indeholder plantematerialer en hel del iltatomer i sin molekulære struktur

»Råolie ligner mere benzin end biomasse. Så udfordringen består i, hvordan man mest effektivt fjerner ilten og laver den sammensætning, der ligner benzin eller diesel – og så på den nemmeste og mest økonomiske måde,« siger George Huber til tidsskriftet Popular Mechanics.

Ved en meget hurtig og kortvarig opvarmning er det lykkedes dem at transformere omkring halvdelen af energien i cellulosen til kulbrinteforbindelser, som via en yderligere forarbejdning let kan omdannes til det færdige brændstof.

»Hvis vi kan komme op på 100 pct., så estimerer vi, at prisen pr. liter benzin bliver omkring en dollar pr. gallon (svarende til 1,32 kr. pr. liter – før danske afgifter),« siger en optimistisk Huber.

Og så lige klimaperspektivet: I teorien kræver det meget mindre energi at lave den grønne benzin end ethanol, og i CO₂-regnskabet står den meget bedre. Desuden er den billigere at fremstille. Hvis forskerne når deres mål.

forventes senere iværksat i forladte kulminer i det nordøstlige England.

Projektet har baggrund i laboratorieforsøg, som identificerede to typer af mikrober, der nedbryder olie til methangas. Den første bakterie *Synrophus* nedbryder olien til brintgas og eddikesyre, hvorefter methanogener kombinerer brint og kuldioxid til methangas.

I naturen tager denne proces millioner af år, men i laboratoriet er det lykkedes, at nedbringe procestiden til et par hundrede dage ved at tilføje særlige næringsstoffer. Visionen er nu, at det i et oliefelt vil lykkes at nedbringe processen til mellem et enkelt år og flere årtier.

Forskerne skønner selv, at det typisk vil kunne lykkes at forlænge levetiden for et oliefelt med 20-30 år.

Højrentekrig mellem danske banker

Finanskrisen har grundlæggende skabt en mistillid bankerne imellem, som nu også mærkes i Danmark. Bankerne er ikke meget for at låne ud til hinanden, og det gør det vanskeligt at skaffe likviditet.

Derfor henvender mange banker sig for tiden til privatkunderne for at låne penge. Det sker i form af attraktive tilbud om højtforrentede indlånskonti med renter på typisk 5-5,5 pct. årligt i 1-2 år.

Men der er naturligvis også gunstige alternativer for privatkunderne på obligationsmarkedet i form af papirer med en tilsvarende løbetid. Du kan diskutere med din rådgiver, hvad der er bedst i netop din situation.

Designet bakterie kan finde pesticider

Fødevarekrisen betyder også, at fx genmodificerede afgrøder og gødningsmidler kommer i fokus, og det gælder i høj grad også sprøjtegifte. Men sprøjtegifte har naturligvis også ubehagelige miljømæssige konsekvenser, som ingen er interesserede i. Derfor vakte det for nylig stor opmærksomhed, da der i Nature News blev berettet om et vigtigt gennembrud på Emory University i Atlanta, Georgia.

Her er det lykkedes for forskerne at "hacke" sig ind i navigationssystemet på bakterien *Escherichia coli*, så det kan finde sprøjtegiften Atrazin. Dette pesticid blev forbudt i Danmark helt tilbage i 1994, da det stod klart, at det var en alvorlig forureningskilde for grundvandet. Og det gælder naturligvis også i en række andre lande.

Næste skridt er nu, at inkorporere gener i bakterien fra Atrazin-nedbrydende bakterier, og det er ifølge Justin Gallivan fra forskerholdet på Emory University ikke noget problem. Dermed har man opfundet en bakterie, der både kan finde og eliminere et skadeligt stof. Og mere vigtigt: Opfindelsen baserer sig på et princip, der kan anvendes mod mange andre forurenende stoffer.

Fradrag for tab på børsnoterede aktier fra 2009

Folketinget behandler i øjeblikket et lovforslag,
der lemper beskattningen af børsnoterede aktier

Hovedpunkterne i forslaget er:

- Personer får mulighed for at fradrage tab på børsnoterede aktier direkte i aktieindkomsten og dermed i årets sluskat
- Begrebet »børsnoterede aktier« afløses af et nyt begreb »aktier optaget til handel på et reguleret marked«

Ændringerne har virkning for aktiesalg, der finder sted den 1. januar 2009 og senere.

Personer får fradrag for tab på alle aktier

Efter de gældende regler har personer kun direkte fradragsret for tab på unoterede aktier. Tab på børsnoterede aktier er derimod kildeartsbegrænset, dvs. at tab kun kan modregnes i årets eller senere års gevinster og udbytter af børsnoterede aktier.

Med lovforslaget sker der en udvidelse af personers adgang til fradrag for tab på aktier, idet der indføres en generel adgang til direkte fradrag for tab på alle aktier, herunder også for børsnoterede aktier.

Negativ aktieindkomst

Hvis aktieindkomsten som følge af et tab bliver negativ, kan skatteværdien af den negative aktieindkomst fradrages i sluskatte for tabsåret, herunder i skat på eksempelvis lønindkomst. Skatteværdien af tab på aktier bliver således 28, 43 eller 45 pct. af tabet svarende til skattesatserne for positiv

aktieindkomst (se boksen). Den negative skat modregnes i den skattepligtige sluskat, og et eventuelt resterende beløb fremføres til modregning i sluskatte for de følgende indkomstår.

Er en gift persons aktieindkomst negativ, modregnes beløbet i den anden ægtefælles positive aktieindkomst. Af et eventuelt resterende negativt beløb beregnes negativ skat med anvendelse af dobbelte bundgrænser.

Bundgrænser og skattesatser for aktieindkomst for 2008

Aktieindkomst	Skattesats
Op til 46.700 kr.	28 pct.
Over 46.700 kr.	43 pct.
Over 102.600 kr.	45 pct.

Skattemæssige overvejelser

Den nye mulighed for fradrag for tab på alle aktier, herunder børsnoterede aktier, vil grundlæggende ændre den måde private investorer optimerer deres skattemæssige situation.

Således vil private investorer fra og med 2009 altid nærmere skulle overveje, om aktier med et urealiseret tab skal sælges, så skatteværdien af tabet godskrives i årets sluskat.

Personer, der p.t. har urealiserede tab på aktier, skal herudover overveje, om det kan betale sig at udskyde realisationen af et tab på aktier til indkomståret 2009. Det kan illustreres ved følgende eksempler:

Eksempel 1

En person, der er enlig, har en beholdning af børsnoterede aktier med et urealiseret tab på 10.000 kr.

Den pågældende person ejer ikke andre børsnoterede aktier.

For denne person vil det alt andet lige være en fordel at udskyde realisationen af tabet til indkomståret 2009, idet den pågældende i så fald får et fradrag i sluskatte med skatteværdien af den negative aktieindkomst (28 pct. af 10.000 kr.)

Realiseres tabet allerede i indkomståret 2008, vil den pågældende alene kunne modregne tabet i aktieavancer og udbytter af børsnoterede aktier i 2008 eller på aktieavancer og udbytter på aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked i senere indkomstår.

Eksempel 2

En person, der er enlig, har en beholdning af børsnoterede aktier med et urealiseret tab på 40.000 kr.

I indkomståret 2008 har den pågældende skattepligtige gevinster og udbytter af børsnoterede aktier på i alt 100.000 kr.

Hvis det urealiserede aktietab realiseres i 2008, vil tabet have en skatteværdi på 43 pct., idet dette svarer til den marginale beskattning af de skattepligtige gevinster og udbytter på i alt 100.000 kr.

For den pågældende person vil det ikke kunne betale sig at udskyde realisationen af tabet til 2009, hvis skatteværdien af tabet i 2009 kun forventes at være 28 pct.



Når der skal tages stilling til, om realisationen af et aktietab skal udskydes til 2009, skal der også tages højde for kursrisikoen. Forventes aktien at falde væsentligt i værdi frem til realisations-tidspunktet taler dette alt andet lige for, at aktietabet realiseres straks.

Uudnyttede tab for indkomstårene 2002-2008

Efter lovforslaget mister man ikke muligheden for at modregne gamle fremførselsberettigede tab på aktier.

Fremførselsberettigede tab på børsnoterede og unoterede aktier realiseret i indkomstårene 2002-2008 kan ifølge forslaget uden tidsbegrænsning fremføres til modregning i gevinster og udbytter på aktier optaget til handel på et reguleret marked. Tab på unoterede aktier ejet i mindre end 3 år realiseret i indkomstårene 2002-2005 kan dog også modregnes i gevinster og udbytter på aktier, der ikke er optaget til handel på et reguleret marked.

Årets tab på aktier optaget til handel på et reguleret marked skal dog altid anvendes til modregning forud for gamle fremførselsberettigede tab. Hvis man både har gamle fremførselsberettigede tab og tab i året, kan man ikke bruge de gamle fremførselsberettigede tab til at neutralisere årets gevinster, mens årets tab forbeholdes til efter de nye regler at få direkte fradrag i aktieindkomsten. Årets realiserede tab skal i denne situation altid bruges først.

Frdrag betinget af oplysning om aktiekøb

For aktier optaget til handel på et reguleret marked, herunder børsnoterede aktier, er et fradrag direkte i aktieindkomsten betinget af, at SKAT allerede for købsåret har modtaget

oplysninger om købet af aktierne. Betingelsen om, at SKAT skal modtage oplysninger om aktiekøbet, vil som udgangspunkt være opfyldt, idet lovforslaget som noget nyt pålægger pengeinstitutter mv. pligt til at indberette køb af aktier til SKAT.

For aktier, der er erhvervet før 1. januar 2009, er det en betingelse for fradrag for tab i aktieindkomsten, at de tabsgivende aktier indgår i den beholdning, der er blevet indberettet af pengeinstituttet mv. ultimo 2008. For aktier, der er deponeret i et dansk pengeinstitut, skal investor derfor ikke foretage sig noget for at blive berettiget til et fradrag.

Det er en nyskabelse, at pengeinstitutternes skatteindberetninger på denne måde bliver afgørende for den skattemæssige behandling, dvs. om et tab kan fradrages i aktieindkomsten.

For aktier deponeret i et udenlandsk pengeinstitut vil det udenlandske pengeinstitut normalt ikke indberette aktiebeholdninger ultimo 2008 til de danske skattemyndigheder. Et tab på sådanne aktier er derfor normalt kun modregningsberettigede, og kan ikke fradrages direkte i aktieindkomsten.

Særligt om beviser i investeringsforeninger mv.

Ifølge lovforslaget vil investeringsforeningsbeviser ikke længere pr. definition blive anset for at være børsnoterede.

Da investeringsbeviserne typisk er børsnoterede vil et fradrag for tab på et bevis i en udloddende aktiebaseret afdeling direkte i aktieindkomsten være betinget af, at SKAT er blevet underrettet om købet af beviset efter de samme regler, der gælder for aktier optaget til handel på et reguleret marked.

For afdelinger, der ikke er optaget til handel på et reguleret marked, vil der altid uden videre indrømmes fradrag for tab i aktieindkomsten.

Lovforslaget gælder ikke for beviser i udloddende obligationsbaserede og udloddende blandede investeringsforeninger samt for beviser i akkumulerende investeringsforeninger.

Lovforslaget ændrer heller ikke beskatningen af selskaber, fonde og foreningers tab på aktier.

Aktier optaget til handel på et reguleret marked

Som tidligere nævnt lægger forslaget op til, at begrebet »børsnoterede aktier« afløses af begrebet »aktier optaget til handel på et reguleret marked«.

Ved aktier optaget til handel på et reguleret marked forstås:

- regulerede markeder i Danmark,
- regulerede markeder i lande inden for EU/EØS,
- samt tilsvarende markeder i andre lande.

Det nye begreb omfatter eksempelvis alle aktier, der efter de nuværende regler er børsnoterede, samt aktier, der er optaget til handel på autoriserede markedspladser, f.eks. Dansk AMP.

First North er ikke et reguleret marked, men en såkaldt multilateral handelsfacilitet. For aktier optaget til handel på First North kan der efter de nuværende regler opnås direkte fradrag for tab og lovforslaget ændrer ikke herpå.

Endelig vedtagelse

Lovforslaget er endnu ikke færdigbehandlet af Folketinget, og der kan derfor forventes ændringer inden lovens endelige vedtagelse. Der vil blive fulgt op på vedtagelsen her i bladet.

Ejendomsværdiskat af udenlandske ejendomme

Hvis du har en bolig beliggende i udlandet, skal du som udgangspunkt betale dansk ejendomsværdiskat. Skattemyndighederne har i april i år udsendt en meddelelse med anvisning af fremgangsmåden for beregning af ejendomsværdiskatten på sådanne ejendomme.

Når en i Danmark bosat og fuldt skattepligtig person ejer en bolig i udlandet, skal der betales ejendomsværdiskat på samme måde, som hvis ejendommen var beliggende i Danmark. På grund af beliggenheden i udlandet kan det blive aktuelt at reducere ejendomsværdiskatten med tilsvarende lokale skatter, jf. nærmere nedenfor.

Da mange lande ikke har årlige offentlige vurderinger som i Danmark, er man nødt til at tage udgangspunkt i en anden værdi, når der skal beregnes ejendomsværdiskat.

Hidtidige beregningsregler

I mangel af offentlige vurderinger er grundlaget for beregning af ejendomsværdiskat for ejendomme i udlandet hidtidig blevet fastsat som følger:

Anskaffet **før** 1. januar 2001:

Handelsværdien pr. 1. januar 2001

Anskaffet **efter** 1. januar 2001:

Handelsværdien på købstidspunktet.

Dette skal sammenholdes med beregningsreglerne for ejendomme i Danmark, hvor grundlaget er det laveste af:

- 1) Ejendomsværdien per. 1. oktober i indkomståret
- 2) Ejendomsværdien pr. 1. januar 2001 + 5 %
- 3) Ejendomsværdien pr. 1. januar 2002

De nye beregningsregler

EF-domstolen har i en dom af 17. januar d.å. afgjort, at en medlemsstat ikke kan beskattes udenlandsk ejendom

højere end en indenlandsk beliggende ejendom.

Dommen medfører således, at Danmark ikke kan fortsætte med de principielle forskelle i opgørelsen af grundlaget for ejendomsværdiskatten.

I konsekvens heraf har Skat meddelt, at grundlaget for beregning af ejendomsværdiskat for ejendomme beliggende i udlandet og anskaffet efter 1. januar 2001 skal opgøres som følger:

- Værdiansættelsen tager udgangspunkt i anskaffelsessummen
- Anskaffelsessummen nedreguleres i forhold til den gennemsnitlige prisudvikling fra 2001/2002 til anskaffelsestidspunktet
- Den nedregulerede anskaffelsessum skal korrigeres for den gennemsnitlige forskel i procent, der er mellem den offentlige danske vurdering og den konstaterede danske handelspris. Der er valgfrihed mellem resultatet for 2001 + 5 % eller resultatet for 2002.

Ved nedreguleringen af anskaffelsesprisen anvendes det **danske indeks**, medmindre det kan påvises, at et anerkendt udenlandsk indeks giver et andet beregningsgrundlag.

Skatterådet har eksempelvis for nylig tiltrådt, at det lokale svenske indeks kan anvendes ved opgørelsen af grundlaget for beregning af ejendomsværdiskat for en ejendom beliggende i Sverige og ejet af en person bosat i Danmark

Eksempel på beregning af grundlag for ejendomsværdiskat på udenlandsk ejendom

En i Danmark bosat person køber i 2007 en ejendom beliggende i udlandet til en købspris som omregnet til danske kroner svarer til 5.000.000 kr.

Prisindekset fra Danmarks Statistik er følgende:

2001: 157,5
2002: 170,4
2007: 335,0

Beregning af nedregulering:

2001: $157,5/335 \times 5.000.000$ kr.
= 2.350.746 kr.

2002: $170,4/335 \times 5.000.000$ kr.
= 2.543.284 kr.

Korrektion for gennemsnitlig forskel mellem de offentlige danske vurderinger og de realiserede handelspriser. Afstandsprocenten var 15 % for 2001 vurderingerne og 18 % for 2002 vurderingerne.

2001: 85 % af 2.350.746 kr.
= 1.998.134 plus tillæg på 5 % = 2.050.000 kr. (afrundet)

2002: 82 % af 2.543.284 kr.
= 2.050.000 kr. (afrundet)



Derimod kan den offentlige svenske »taxering« ikke anvendes, da der er for stor forskel i principperne i forhold til den danske vurdering.

Som eksemplet viser, er der ingen forskel på om personen vælger indeks-ering i forhold til 2001 eller 2002.

Nedslag for udenlandsk skat

I forbindelse med beregningen af ejendomsværdiskatten, skal du være opmærksom på, at der kan ske en reduktion, såfremt der i udlandet er betalt en skat, som efter sin art svarer til ejendomsværdiskatten.

Skattemyndighederne har oplyst, at

der snarest vil blive udsendt en meddelelse, som beskriver mulighederne for at få genoptaget tidligere års beregninger af ejendomsværdiskat på ejendomme beliggende i udlandet.

Vi skal endvidere gøre opmærksom på, at den i Sverige netop indførte »fastighedsavgift« ikke kan sidestilles med ejendomsværdiskatten og dermed ikke kan reducere denne.

Særligt vedrørende Frankrig

Der har gennem det seneste halve år været en del omtale af Frankrig (og Spanien) i relation til beskatning mv.. Årsagen er, at skatteministeren er ble-

vet bemyndiget til at opsige dobbeltbeskatningsaftalen med Frankrig med virkning fra 1. januar 2009, såfremt der ikke forinden er truffet aftale med de franske myndigheder om en ændring af den eksisterende aftale.

Efter den gældende aftale skal en person der er fuldt skattepligtig i Danmark ikke betale ejendomsværdiskat af en bolig beliggende i Frankrig.

Hvis aftalen imidlertid bliver opsagt eller ændret, vil der skulle betales dansk ejendomsværdiskat af ejendomme i Frankrig fra 1. januar 2009, når ejendommen er erhvervet efter den 28. november 2007 eller senere.



Nationaløkonomi for alle:

Centralbanker – fanget i renteklemmen

Det er ikke nemt at være centralbank, og slet ikke lige nu

Hvorfor er penge overhovedet mere værd end det papir, de er trykt på? Dybest set fordi vi har besluttet, at sådan er det – og fordi vi har centralbanker, der vogter over, at pengene bevarer værdien. Det er en vanskelig opgave til enhver tid, men ekstra svært lige nu, hvor verdensøkonomien trues af både inflation og afmatning på samme tid.

En gang havde centralbanker, som Danmarks Nationalbank, en direkte måde at sikre pengenes værdi på: Man kunne gå ned i banken med sin penge-seddel og få den byttet om til en bestemt mængde guld eller sølv. Derfor kunne pengesedlen aldrig blive mindre værd end den mængde ædelmetal, den svarede til.

Problemet med den ordning var (blandt andet), at mængden af penge, der var i omløb, var begrænset af, hvor meget guld eller sølv, der nu engang lå i boksen. Det er ikke praktisk i en moderne økonomi, fordi for få penge i omløb kan udløse kriser og arbejdsløshed, mens for mange giver overophedning og inflation. Derfor har vi i dag et system, hvor centralbankerne udsteder så mange penge, som de nu mener passer til situationen.

Det er et stort ansvar, som centralbankerne dermed har påtaget sig. Når ikke pengenes værdi er bundet til noget reelt som guld, er det fristende lige at trykke lidt ekstra, for så er der jo mere for bankens ejer – staten – at bruge af. Desuden har ekstra penge i omløb den virkning, at de på kort sigt sætter skub i forbrug og investering, og dermed giver ekstra gang i hjulene og lavere arbejdsløshed. Også noget, som

staten, eller i hvert fald politikerne, typisk gerne vil have.

Men giver man efter for den fristelse, svigter man opgaven som vogter af pengenes værdi. Jo flere kroner, man sætter i omløb, jo mindre bliver hver enkelt krone i længden værd. Det viser sig ved, at der skal flere kroner til at købe den samme vare. Eller, med et andet ord, inflation. Ekstreme eksempler er Tyskland i 1920'erne eller Zimbabwe i dag, hvor staten helt har opgivet at få udgifter og indtægter til at mødes, og i stedet bare trykker penge. Mindre ekstremt, men med betydning for mange flere, var udviklingen i de fleste vestlige lande i 1970'erne. Også her fik pengemængden lov at stige for at sætte gang i hjulene, og resultatet var inflation.

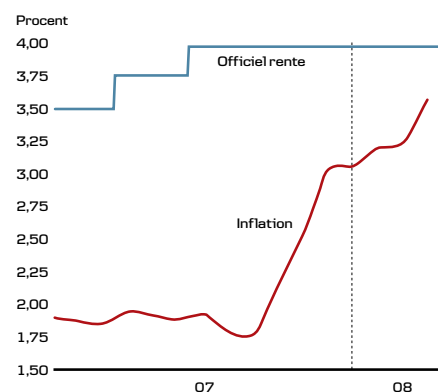
Derfor har centralbankerne pligt til at sørge for en tilpas stram kurs. Men på den anden side har de også pligt til at undgå, at kursen bliver for stram, for så bliver resultatet unødigt arbejdsløshed og anden dårligdom. Den store depression omkring 1930 er et eksempel på det.

Og så er vi fremme ved dagens dilemma. På den ene side er inflationen høj og stigende i det meste af verden, hvilket taler for en opstramning – hvilket i dag, hvor kontanter ikke spiller den store rolle, vil sige renteforhøjelser, snarere end at standse seddelpressen. Men på den anden side er en økonomisk afmatning i gang, og en del af inflationen kommer fra (forhåbentlig) midlertidig højvækst i priserne på fødevarer og energi. Det taler for lave renter.

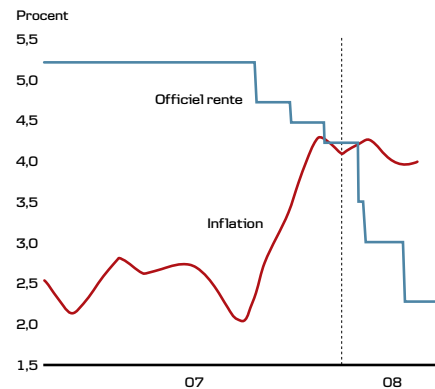
I den situation har den amerikanske centralbank valgt at lempe i form af

rentesænkninger, for at beskytte økonomien mod afmatningen og ikke mindst mod den finanskrisen, der for tiden huserer. Den europæiske centralbank (ECB), der i praksis også fungerer som centralbank for Danmark langt hen ad vejen, har derimod fastholdt renten trods krisen. Tiden må vise, hvem af dem, der bedst har forvaltet ansvaret.

Inflation og ledende rente i Europa



Inflation og ledende rente i USA



Reaktionen har været meget forskellig i USA og Europa under den seneste tids kombination af krise og stigende inflation.

Modelporteføljer for obligationer

OPDATERET 6. MAJ 2008

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

Personbeskattede med tidshorisont 0-3 år							
			DB eff. rt. 2)		3) DB	Hpr. 59% skat 4)	
% andel 1)	Fondskode	Papir	Skat 45%	Skat 59%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
15	DK0009271041	2 D.10DS09	3,42%	3,13%	0,65	3,62%	3,91%
75	DK0009271207	2 D.10DS11	3,05%	2,76%	2,49	4,62%	2,69%
10	DK0004129020	2 SKE 2015	3,16%	2,86%	6,07	7,16%	3,05%
100		5)	3,12%	2,83%	2,53	4,69%	2,91%

Pensionsbeskattede med tidshorisont 0-3 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat	
			Skat 0%			DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
40		RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,22%		3,86	6,82%	6,37%
10	DK0009766446	NYK FRN 01/01/2038	5,15%		0,08	4,76%	5,32%
20	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	4,70%		2,53	6,41%	4,54%
30	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	4,69%		4,22	7,69%	4,57%
100					3,32	6,79%	5,37%

Personbeskattede med tidshorisont 3-7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 59% skat	
			Skat 45%	Skat 59%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
50	DK0009271207	RD 2.0 01/01/2011	3,05%	2,76%	2,49	4,62%	2,69%
30	DK0009275117	RD 2.0 01/01/2016	3,02%	2,72%	6,22	7,16%	3,00%
20	DK0009273179	RD 4.0 Aio 01/01/2038	3,00%	2,39%	9,08	6,83%	2,65%
100			3,03%	2,68%	4,81	5,77%	2,77%

Pensionsbeskattede med tidshorisont 3-7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat	
			Skat 0%			DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
10	DK0009273179	RD 4.0 Aio 01/01/2038	5,42%		9,08	9,58%	5,41%
20	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,72%		8,17	9,56%	5,92%
35	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,22%		3,86	6,82%	6,37%
25	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	4,69%		4,22	7,69%	4,57%
10	DK0009276784	RD 4.0 01/01/2015	4,71%		5,73	8,38%	4,81%
100					5,45	7,98%	5,58%

Personbeskattede med tidshorisont over 7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 59% skat	
			Skat 45%	Skat 59%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
40	DK0009271207	2 D.10DS11	3,05%	2,76%	2,49	4,62%	2,69%
10	DK0004129020	2 SKE 2015	3,16%	2,86%	6,07	7,16%	3,05%
50	DK0009273179	4 D.43D 38	3,00%	2,39%	9,08	6,83%	2,65%
100			3,04%	2,59%	6,00	5,93%	2,70%

Pensionsbeskattede med tidshorisont over 7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat	
			Skat 0%			DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
20	DK0009273179	RD 4.0 Aio 01/01/2038	5,42%		9,08	9,58%	5,41%
30	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,72%		8,17	9,56%	5,92%
20	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,22%		3,86	6,82%	6,37%
20	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	4,69%		4,22	7,69%	4,57%
10	DK0009277089	RD 4.0 01/01/2018	4,90%		7,58	9,61%	5,21%
100					6,55	8,60%	5,57%

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

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

Euro: Hvor hårdt bliver Euroland ramt?

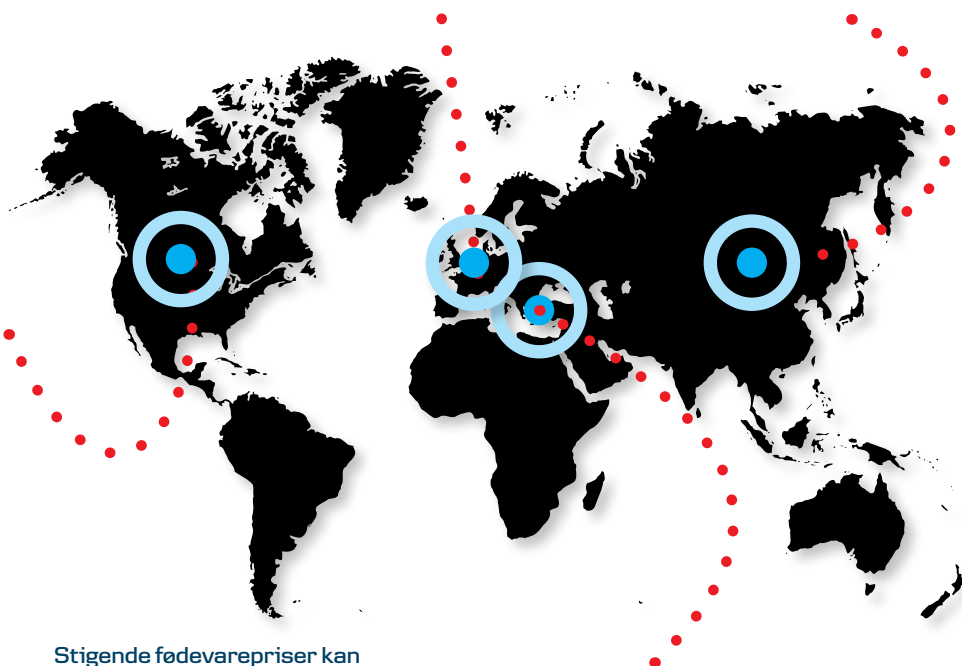
På seneste har nøgletallene bekræftet, at europæisk vækst er på vej ned i gear. Nedgangen i global vækst og fortsat eurostyrkelse giver dårligere vilkår for eksportvirksomhederne. Og afsætningen på hjemmemarkedet vil også blive afdæmpet af en lavere vækst i privatforbruget. Husholdningernes købekraft er forringet af højere olie- og fødevarerpriser og beskæftigelsesvæksten vil aftage i løbet af året. På trods af den begyndende afdæmpning i Euroland holder ECB igen med at bløde op på retorikken pga. den høje inflation. I løbet af året vil inflationen formentlig aftage og dermed give plads til, at ECB kan lempe pengepolitikken i takt med, at væksten aftager yderligere. Vi venter rentenedsættelser i september, december i år og marts næste år.

Federal Reserve på hold i andet halvår

Fra begyndelsen af maj til midt i juli vil skattelettelserne på i alt 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 forbrugstallene, vil det tage tid, før den underliggende økonomi bliver bedre. Derfor vil det overordnede nøgletalsbillede fortsat være svagt hen mod sommeren. Mens vi venter en stabilisering i økonomien (bedring i nøgletallene) i andet halvår, vil skattepakken 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. De indkomne skattelettelser samt den høje inflation vil formentlig give anledning til, at Federal Reserve snart holder en pause i rækken af rentenedsættelser for at se økonomien an. Inden da ventes centralbanken dog at lempe en gang mere på junimødet. Mens det ikke er vores umiddelbare forventning, kan der være risiko for yderligere rentenedsættelser omkring nytår.

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.



Stigende fødevarerpriser kan blive en politisk risiko

Over hele verden stiger fødevarerpriserne i øjeblikket kraftigt. Det er ikke blot en trussel mod den økonomiske vækst i form af højere inflation, men udgør i stigende grad en politisk risiko. Stigende fødevarerpriser kan i værste fald munde ud i bred folkelig utilfredshed med den politiske ledelse – ikke mindst hvis det sker samtidigt med, at væksten falder, og arbejdsløsheden stiger. Det er først og fremmest en risiko i mindre udviklede lande, hvor fødevarerforbruget udgør en relativ stor andel af det samlede forbrug. Det vil specielt være et problem, hvis et land samtidig er afhængig af import af fødevarer. Mange lande med stor eksport af fødevarer har i et vist omfang kunnet beskytte sig mod prisstigningerne på verdensmarkedet ved at forbyde eksporten af fødevarer. De mest følsomme lande over for stigende fødevarerpriser skal derfor findes i Afrika og Mellemøsten. I Asien vil specielt lande som Bangladesh og Filippinerne være sårbare.

Tyrkiet: Den tyrkiske centralbank indser endelig inflationsrisikoen

Den tyrkiske centralbank (TCMB) har ved udgangen af april revideret sine inflationsforventninger for 2008 og 2009 markant op. Centralbankens forventninger til inflationen er efter vores mening stadigvæk for optimistiske – taget svækkelsen af valutaen og den stigende oliepris i betragtning. Det er dog et skridt i den rigtige retning, at TCMB nu anerkender, at inflationen ikke er på vej mod den officielle målsætning på højest 4 % årligt. Fremadrettet forventer vi og markedet, at centralbanken derfor atter skal sætte renten i vejret. Vi forventer, at den ledende rente sættes op med 2%-point over de kommende tolv måneder. Dette vil dæmpe sandsynligheden for et større frasalg i liraen på den korte bane, især i lyset af den store svækkelse, vi har set i valutaen siden nytår.

Danske Markets Equities, der er en del af Danske Bank, dækker det nordiske aktieunivers.

Denne oversigt viser de aktuelle anbefalinger. Vær opmærksom på, at der kan være forekommet ændringer efter redaktionens slutning.

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Energi			
Olje- og gastjenester			
Acergy	NO	H	126,0
Aker Solutions	NO	K	125,5
Awilco Offshore ASA	NO	K	55,8
BW Offshore	NO	K	18,4
Fred Olsen Energy	NO	H	313,5
Ocean Rig ASA	NO	H	45,1
PROSAFE	NO	K	83,4
Seadrill	NO	H	150,5
Subsea 7	NO	H	130,3
Olje og gas			
Broström	SE	K	45,0
Neste Oil	FI	K	18,7
Norsk Hydro	NO	R	78,3
StatoilHydro	NO	A	175,5
Materialer			
Kemikalier			
Auriga Industries	DK	A	183,0
Exel	FI	R	8,5
KEMIRA	FI	K	9,3
Novozymes	DK	A	415,0
Emballage			
Brodtene Hartmann	DK	H	128,0
Huhtamäki	FI	A	6,5
Metaller & Minedrift			
Outotec	FI	K	39,8
Outokumpu	FI	R	29,3
Rautaruukki	FI	A	30,9
Talivaara Mining Co LTD	FI	K	412,5
Industri			
Fly & forsvar			
SAAB	SE	K	171,0
Byggeprodukter			
Assa Abloy	SE	A	100,3
Dantherm	DK	A	141,0
Flugger	DK	A	480,0
H+H International	DK	K	1324,0
Rockwool International	DK	H	820,0
Uponor	FI	H	14,9
Anlæg og Maskinteknik			
FLSmidth & Co	DK	K	495,5
Højgaard Holding	DK	A	172,0
Lemminkäinen	FI	H	34,0
Monberg & Thorsen	DK	A	410,0
Per Aarsleff	DK	K	700,0
SRV	FI	R	5,6
YIT	FI	H	16,8
Elektrisk udstyr			
NKT Holding	DK	K	377,0
Renewable Energy Corporation	NO	A	178,0
Schouw & Co	DK	A	193,0
Vestas Wind Systems	DK	K	532,0
Maskinindustri			
Alfa Laval	SE	K	391,5
Atlas Copco	SE	A	93,0
Cardo	SE	R	159,0
Cargotec Corp	FI	A	26,1
Haldex	SE	H	103,0
Kone	FI	K	24,9
Konecranes	FI	K	25,1
Metso	FI	K	26,4
Morphic Technologies	SE	R	10,4
Munters	SE	A	61,3
Nibe	SE	R	50,5
Opcon	SE	K	60,3
Sandvik	SE	K	102,5
Scania	SE	R	122,5
SKF	SE	A	113,3
Trelleborg	SE	K	115,3
Volvo	SE	K	87,5
Wärtsilä	FI	K	44,0
Handel og distribution			
Brdr A & O Johansen	DK	H	2250,0
DLH	DK	H	82,5
Ramirent	FI	H	10,7
Solar	DK	K	445,0
Sanistaal	DK	H	514,0

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Industri, fortsat			
Erhvervsservice & -produkter			
Securitas	SE	A	78,8
Cramo	FI	A	15,3
Gunnebo	SE	R	50,0
Securitas Direct AB	SE	S	28,2
Securitas Systems	SE	A	15,7
Luftfart			
Finnair	FI	A	6,5
Shipping			
A. P. Møller - Maersk	DK	H	50800,0
Broström	SE	H	45,0
DFDS	DK	H	704,0
D/S Norden	DK	H	509,0
Mols-Linien	DK	S	1066,0
D/S Torm	DK	A	155,0
Transport			
DSV	DK	K	107,8
Forbrugsvarer			
Reservele			
Autoliv	SE	H	342,0
Nokian Tyres	FI	K	27,2
Varige forbrugsvarer			
Bang & Olufsen	DK	K	276,5
BoConcept	DK	K	301,0
Ekornes	NO	K	94,5
Electrolux	SE	H	90,8
Husqvarna	SE	K	61,8
Fritidsudstyr			
Amer Sports	FI	A	11,2
Tekstiler & Beklædning			
IC Companys	DK	A	196,0
New Wave Group	SE	R	40,1
Hoteller, Restauranter & Underholdning			
PARKEN Sport & Entertainment	DK	H	1295,0
Skistar AB	SE	R	92,0
Medier			
Alma Media	FI	H	9,3
Sanoma Wsoy	FI	K	16,7
Schibsted	NO	AS	163,0
Detailhandel			
Clas Ohlson	SE	K	97,5
Hennes & Mauritz	SE	K	358,5
Nobia	SE	K	42,2
Stormagasiner			
Stockmann	FI	K	26,1
Næring & Nydelse			
Supermarkeder			
Hakon Invest	SE	R	122,0
Kesko	FI	A	24,7
Drikkevarer			
Carlsberg	DK	AS	622,0
Harboe	DK	K	135,0
Royal Unibrew	DK	R	564,0
Fødevarer			
Atria	FI	H	14,6
Biomar	DK	IA	185,0
Cermaq	NO	R	55,5
Danisco	DK	A	321,0
EAC	DK	A	418,5
HKScan	FI	H	8,1
Marine Harvest	NO	R	2,9
Orkla	NO	A	66,7
Tobak			
Swedish Match	SE	K	130,0
Sundhed			
Medicinalinstrumenter & -udstyr			
Coloplast	DK	H	446,5
Elekta	SE	H	102,0
Getinge	SE	AS	152,5
William Demant Holding	DK	K	386,5
Bioteknologi			
ALK-Abello	DK	K	604,0
Bavarian Nordic	DK	A	241,0
Curalogic	DK	AS	3,9
Genmab	DK	K	254,0
Exiqon	DK	K	33,5
Karo Bio	SE	K	5,4

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Sundhed, fortsat			
LifeCycle Pharma	DK	K	26,4
Neurosearch	DK	K	271,0
Q-Med	SE	H	38,3
TopoTarget	DK	H	13,0
Farmaci			
Astrazeneca	UK	K	2120,0
Lundbeck	DK	R	114,0
Meda	SE	K	69,0
Novo Nordisk	DK	K	315,5
Finans			
Banker			
Amagerbanken	DK	K	196,5
Danske Bank	DK	IA	168,0
DNB Nor	NO	H	75,1
Fionia Bank	DK	S	127,5
Forstædernes Bank	DK	K	126,0
Jyske Bank	DK	H	323,5
NORDEA	SE	A	96,5
Pohjola Bank	FI	R	12,2
Ringkjøbing Landbobank	DK	A	698,0
Roskilde Bank	DK	A	220,0
SEB	SE	K	150,0
Spar Nord	DK	R	91,0
Svenska Handelsbanken	SE	R	167,5
Swedbank	SE	H	161,0
Sydbank	DK	K	177,5
Vestjysk Bank	DK	H	200,0
Forsikring			
Alm Brand	DK	A	310,5
Sampo	FI	A	17,5
Storebrand	NO	IA	39,9
TrygVesta	DK	K	404,0
Fast ejendom			
Sjælsø Gruppen	DK	A	127,0
Informationsteknologi			
Columbus IT Partner	DK	K	6,4
IT-konsulenter			
EDB Business Partner	NO	R	39,0
EDB Gruppen	DK	K	131,5
EMENTOR	NO	K	37,8
HiQ International	SE	A	30,2
Ixonos	FI	K	4,1
Semcon	SE	K	69,0
Sysopen Digia	FI	A	2,8
Teleca	SE	K	9,5
TietoEnator	FI	A	16,8
Software			
Cision AB	SE	H	12,3
IBS	SE	H	11,9
Comptel Corporation	FI	A	1,5
Danware	DK	S	69,0
Maconomy	DK	H	18,0
Orc Software	SE	S	115,8
Simcorp	DK	K	954,0
Telelogic	SE	H	20,8
TECNOMEN	FI	A	1,0
Kommunikationsudstyr			
Eltek	NO	H	30,0
ELCOTEQ	FI	S	4,7
Ericsson	SE	R	12,4
GN Store Nord	DK	A	26,3
Nokia	FI	R	18,2
Salcomp	FI	S	3,8
Tandberg	NO	K	82,4
RTX Telecom	DK	R	30,8
Thrane & Thrane	DK	K	255,0
Højteknologi			
Aspocomp Group	FI	R	0,1
Telekommunikation			
Telekommunikationsydelse			
ELISA	FI	K	14,2
Tele2	SE	H	127,3
Telenor	NO	K	96,8
TeliaSonera	SE	H	49,2
Forsyningselskaber			
Elværker			
Fortum	FI	K	27,6

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 kompromittere analysens objektivitet og uafhængighed, skal overgives til analyseledelsen og til bankens Compliance-afdeling. Danske Banks analyseafdelinger er organiseret uafhængigt af og rapporterer ikke til Danske Banks øvrige forretningsområder.

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

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

Danske Banks aktie- og kreditanalytikere 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 og 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.