

A close-up, high-contrast photograph of Tor Nørretranders. He is wearing thin-rimmed glasses and has a serious, contemplative expression. His hands are clasped together in front of him, partially visible at the bottom of the frame. The lighting is dramatic, with strong highlights and deep shadows.

Tor Nørretranders:

**RED VERDEN
– OG BLIV RIG**

Danske Bank: Aktiemarkedet rejser sig
næppe endnu

Goldman Sachs: USA's aktiemarked
skal længere ned

Udnyt de høje oliepriser med kul
og atomkraft

Investér i en dollarvending med
kapitalgaranti

INVESTERING

[MARTS 2008]

Danske Bank

04	AKTIEMARKEDET REJSER SIG NÆPPE ENDNU
06	AKTIER: HVAD SKAL JEG INVESTERE I?
07	EMERGING MARKETS OG VÆKSTAKTIER
08	UDNYT DE HØJE OLIEPRISER MED KUL OG ATOMKRAFT
10	GOLDMAN SACHS: AKTIEMARKEDET I USA SKAL LÆNGERE NED
12	FINANSKRISEN FORTSÆTTER
15	OBLIGATIONER: HVAD SKAL JEG INVESTERE I?
16	UDNYT DEN STÆRKE VÆKSTTREND I KUL
18	RED VERDEN - OG BLIV RIG!
24	AKTIEANBEFALINGER - METSO, DANISCO, PRIDE INTERNATIONAL, SYNTHES
26	SELVANGIVELSEN FOR 2007 OG SKATTEN AF BØRSNOTEREDE AKTIER
30	INVESTÉR I EN DOLLARVENDING MED KAPITALGARANTI
32	INVESTERING I TYRKISKE LIRA MED KAPITALGARANTI
33	MAGISKE TAL
34	KORT NYT
36	PRIVATE EQUITY FOR PRIVATE INVESTORER I DANSKE BANK
37	MODELORTEFØLJER FOR OBLIGATIONER
38	TEMPERATURER I VERDENSØKONOMIEN
39	AKTIEOVERSIGT

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

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

Redaktion: Niels Adelmark (ansvarshavende)
og redaktør Flemming Østergaard.
Redaktion afsluttet den 3. marts 2008

Grafisk design og produktion: Datagraf
Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri

Forside: SCANPIX

RED VERDEN - OG BLIV RIG



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 realtidsnyheder 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.

Vær optimist og bliv rig. Måske.

Optimisme. Optimisme er en vigtig forudsætning for at kunne klare sig godt i livet. Det kræver optimisme at klare de store udfordringer. Det kræver optimisme at være iværksætter. Det kræver optimisme at sætte nye rekorder.

Det har utvivlsomt krævet optimisme at være den første i jæger/samlerkulturen, der foreslog, at man skulle prøve at nedlægge en mammut. Det krævede optimisme, da Reinhold Messner alene traskede op mod Mount Everest for at blive den første på verdens top uden brug af iltflasker. Eller da fodboldlandsholdet i 1992 pga. Jugoslaviens sammenbrud måtte afbryde sommerferien og troppe op til EM uden forberedelse.

Videnskabsfilosoffen

Tor Nørretranders er optimist. Han tror, vi kan redde verden. Klimaforandringer, økologiske systemer på randen af kollaps, mange års overfiskeri, forurening, vandmangel, fødevaremangel. Listen over trusler mod klodens overlevelse har aldrig været længere, og truslerne har aldrig været større.

Men videnskabsfilosoffen ser ikke uløselige problemer. Han ser udfordringer, som vi kan tage op med succes. For er der noget, som menneskeheden har bevist i tidernes løb, udover at skabe problemer for sig selv og dens omgivelser, så er det, at den er fantastisk til at omstille sig, ændre kurs og løse problemerne hen ad vejen. Vores innovationsevne er bemærkelsesværdig, og selv om den også afleder nye problemer, så har det gang på gang vist sig, at vi overlever, selv når det ser allermest håbløst ud.

Som fx nu. På intet tidspunkt i verdenshistorien har menneskets tilstedeværelse på Jorden været så problematisk, for nu at sige det på diplomatisk vis. Civilisationen, som vi kender den, står med ryggen mod muren og

må finde nye løsninger for at sikre sin egen og klodens fremtid, hvis vi også skal kunne nyde nytårsaften 31. dec. 2099. Vi skal finde en bæredygtig måde at leve på. Vi skal genopfinde en masse ting i bæredygtige versioner. Vi skal opgradere vores civilisation.

Tor Nørretranders ser en helt enestående vækst i Clean Technology og andre teknologier, der skal hjælpe os på rette vej. Red verden og bliv rig, siger han. Og Danmark skal spille en hovedrolle. Vi skal sætte overliggeren højt, vi skal række ud efter stjernerne. Det har vi gjort før. Vi vedtog i 70'erne det, der blev kaldt verdens bedste miljølov, vi har haft verdens bedste hospitalsvæsen, og vi udviklede vindkraft før alle andre – og fik virksomheder i miljøteknologi, sundhedsvæsen og vindmølleindustrien i verdensklasse. Vi kan grundlægge nye industrier og selskaber i verdensklasse. Men vi skal ville det og turde det.

Optimisme vs. realisme

Vi har længe set alternativ energi og Clean Technology som helhed som en stærk væksttrend, der vil dominere børsmarkedet i mange år. Mange iagttagere spår, at det på længere sigt bliver et område, der i vækst og omfang vil kunne overgå olieindustrien og IT-branchen.

Optimisme er en vigtig egenskab, når man skal spotte nye trends, men skal iblandes en god portion realisme, når den anvendes på aktiemarkedet. Og lige nu er næppe tiden til at øge positioner i Clean Tech. Der er så mange usikkerhedsfaktorer i spil i øjeblikket, at en uheldig cocktail vil kunne gøre det hele meget værre, end det allerede er.

Selv blot en vis realisme blandt aktieanalytikerne bør kunne trykke kursene yderligere. Der er nemlig stadig en overvældende del af dem, som ikke har justeret deres indtjeningsforventninger, som stemmer overens med det



økonomiske billede, der tegnes af makroøkonomerne.

Så sandsynligheden taler for, at aktiemarkedets nedtur ikke er overstået endnu, om end der er delte meninger om, hvorvidt bundniveauerne fra januar skal brydes.

Men det betyder ikke, at alle aktier går ned. Der er stadig attraktive aktier i de sektorer, hvor indtjeningen er ret ufølsom over for konjunkturerne. Selv i dette grumsede marked er der belæg for optimisme, som bliver belønnet.

Måske.

Aktiemarkedet rejser sig næppe endnu

To måneder henne i det nye år er det stadig en nervepirrende oplevelse at være aktieinvestor. Og med realistiske briller på kan vi ikke sige, at en vending er lige om hjørnet. Der er ganske enkelt for mange usikkerhedsfaktorer i spil. Og skulle vi få en uheldig cocktail, hvor flere af dem udvikler sig i den helt gale retning, så vil aktiemarkedet få nogle slemme klø.

Et *worst case scenario* med kollaps i det amerikanske finanssystem - udløst af lavineeffekter fra downgradede monolines (se s. 12), styrt dykkende huspriser og en længerevarende amerikansk recession, der bringer minder om Japans sammenbrud i 90'erne - er imidlertid et scenario, som den amerikanske

centralbank (Fed) og Det Hvide Hus vil gøre alt, der står i deres magt for at undgå.

Men selv om skattelettelser, rentenedsættelser og særlige lempelige betalingsbetingelser på en del af subprimelånene, som har været foreslået, kan afhjælpe situationen en smule, er det endnu umuligt at sige med sikkerhed, hvordan nedturen i den amerikanske økonomi vil forme sig.

Vælg et bogstav

Budene går groft sagt på L, V eller W.

L er den ubehagelige, langtrukne nedtur, som japanerne kender så godt. V er den korte med en hurtig vending i sigte allerede i 2. halvår.

Og W er dukket op som et muligt scenario på det seneste. Det handler om, at skattepakken og rentenedsættelserne ganske vist kan medvirke til at skabe, hvad der i første omgang ligner et V.

Men der er tale om stimulanser, som kun har en kortvarig effekt. Forbrugerne har imidlertid levet over evne i mange år, og det skal rettes op over en længere periode. Og når Fed med tilfredshed vil kunne notere sig, at økonomien er vendt igen, så vil banken være tvunget til at hæve renten drastisk på kort sigt for at imødegå den inflation, der allerede nu er truende som følge af ikke mindst den globale fødevarekrise og de tårnhøje energipriser. Resultatet bliver, at

Betingelser for, at aktiemarkedet kan rejse sig igen

Recessionsfokus skal væk

I øjeblikket er aktiemarkedet mere eller mindre fiks ret på dybden og længden af den økonomiske krise i USA. Men det kan meget vel tænkes, at investorerne igen køber aktier, ikke fordi man får en mere klar afklaring om USA's nedtur, men fordi fokus udvides til at inkludere

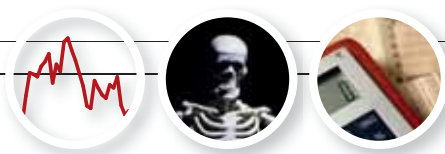
- a) aktiemarkedets valuerings, som er ganske attraktiv, selv når indtjeningsforventningerne nedjusteres, som de bør eller
- b) dele af markedet med lille følsomhed over for amerikansk økonomi, som igen vil begynde at dominere markedsretningen.

Kongshaug tror dog stadig, at der vil gå en rum tid, før markedet slipper sin nuværende fokus på recessionsrisikoen.

Realisme omkring fremtiden

Virksomheder og analytikere er overdrevent optimistiske omkring indtjeningen i 2008/2009 i betragtning af den økonomiske afmatning, der allerede nu ses også uden for USA. Men selv om en alvorlig global nedtur undgås, vil en mangel på produktionskapacitet kombineret med stigende lønninger og priser betyde, at der er grund til at vente lavere indtjeningsvækst i 2008/2009 end gennemsnittet for 2003-2007. Aktieanalytikerens manglende føling med virkeligheden afspejles med grum tydelighed i det faktum, at de forudser en indtjeningsvækst i S&P 500 (ekskl. finans) på 14-15 pct. i 2008 sammenlignet med 8 pct. i 2007 og 12 pct. i 2006 – mens de samtidig udtrykker frygt for en USA-recession, der typisk betyder fald i indtjeningen på 10-20 pct.

Der er fortsat for mange usikkerhedsfaktorer i spil til, at en optur på aktiemarkedet er lige om hjørnet.



Morten Kongshaug, aktiestrateg i Danske Bank

forbrugerne igen strammer livremmen ind, og amerikansk økonomi dykker igen – et *double dip* er en realitet.

Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug, fastholder troen på, at USA nøjes med et V, og det er godt nyt for utålmodige aktieinvestorer.

”Aktiemarkedet lagde i januar dystert ud med at forvente et ”L”, og det trykkede kurserne særligt, da det indiskonterede en noget højere risiko-præmie end et ”V”. Vi forventer stadig et ”V”, og det er værd at notere sig, at Fed’s rentenedsættelser og den hurtige skattepakke allerede har ansporet en vis tillid i markedet,” siger Morten Kongshaug.

Men han understreger, at før vejen er banet for et generelt positivt marked, er der stadig en række forhindringer,

der skal fjernes – som skitseret nederst på disse sider.

Umiddelbart en stor mundfuld. Spørgsmålet er naturligvis om aktiemarkedet har set bunden, da de makroøkonomiske nøgletal bliver stadig dårligere og skeletterne i finansaktørernes skabe bliver ved med at vælte ud.

”Vi kommer ikke udenom, at amerikansk økonomi er på vej mod sin værste krise siden 2001. Og især cykliske aktier vil få det svært i den kommende tid. Jeg tror, at markedet skal ned i den kommende periode, men jeg tror ikke, at vi vil bryde de bunde, vi nåede i januar. Selvom de makroøkonomiske forhold ser meget vanskelige ud for det kommende par måneder. Selvom kreditgivningen strammes op for for-

brugere og virksomheder lige meget hvor de søger den. Og selvom føde- og energipriser svækker privatforbruget i både OECD og udviklingsøkonomier som den kinesiske.

Dertil er der trods alt for mange positive forhold, der trækker i den anden retning. Renterne er lave, amerikansk økonomi betyder mindre for selskabers efterspørgsel i dag end tidligere, og selskaberne har generelt meget fedt på kroppen efter indtjeningsfesten i 2003-2006.

Og sidst men ikke mindst, så er det også understøttende for markedet med rentenedsættelserne og skattelettelserne. Det tager blot tid for disse initiativer at virke for amerikansk økonomi og for det globale aktiemarked,” siger Morten Kongshaug.

»

Virkning af økonomiske redningsaktioner skal ses

Både Fed’s rentenedsættelser og skattepakken hjælper aktivt med at forhindre en langvarig økonomisk krise i USA. Amerikanernes privatforbrug vil få et løft i maj, svarende til 0,5-0,75 pct. af BNP. Men redningsplanen er i sig selv ikke nogen redning allerede nu for aktiemarkedet, der frygter de motiver, der har udløst de finans- og pengepolitiske interventioner. Investorerne vil se en faktisk effekt på det amerikanske husmarked og privatforbruget, før de tør købe aktier i større stil. Kongshaug venter derfor ikke et løft i aktiemarkedet på denne side af maj. Indtil da vil aktiemarkedet have behov for stimulanser fra anden side, såsom faldende energipriser, der kan forbedre stemningen i de cykliske aktier.

Finanskrisen skal aftage

Finanskrisen startede i sommeren 2007 og har tynget aktiemarkedet lige siden. Det betyder også, at en løsning på krisen vil skabe større optimisme i markedet. En stabilisering af husmarkedet kan være den afgørende forudsætning for en løsning. Tegn på stabilisering af husmarkedets priser og omsætning vil betyde, at hovedårsagen til den finansielle krise sandsynligvis forsvinder. Kongshaug forventer, at det værste af husmarkedets afmatning vil være overstået i slutningen af første halvår. På nuværende tidspunkt er der imidlertid grund til at forvente en forværring af den generelle kreditstramning.

Hvad skal jeg investere i?



Morten Kongshaug, aktiestrateg i Danske Bank, fastholder, at man stadig bør rette fokus på large caps (store selskaber) og fravælge small caps. Og de store kvalitetsselskaber skal primært findes i sektorerne Health Care, Forsyning, Stabilt Forbrug og Telekom.

Men også i Finans findes attraktive aktier, da en del er blevet uretmæssigt straffet af store konkurrenters katastrofalt lemfældige omgang med risiko.

Som også beskrevet i forrige nummer bør aktier kun indlemmes i porteføljen i denne kritiske fase, hvis de opfylder et eller flere af følgende kriterier:

Defensive kvaliteter

Dvs. selskaber med

- høj stabil dividende
- lave indtjeningsforventninger for i år i forhold til 2007
- lav markedsbeta – dvs. selskabernes

kursudvikling skal være relativt ukorrelerede med den generelle markedsudvikling.

Finansiell styrke

Dvs. selskaber med

- lav og stabil finansiell gearing
- et salg der ikke baserer sig på, at kunderne skal låne penge
- begrænset følsomhed over for byggesektoren
- finansielle selskaber, som er i stand til at hæve deres rentemarginal og dermed kompensere for øgede tab på udlån

Asien-eksponering, minedrift/energi, energieffektivitet

Dvs. selskaber med

- høj procentdel af salget i Asien
- høj eksponering mod kapitalinvesteringer i minedrift og energi

- en høj grad af energieffektiv produktion eller produkter som vil øge energieffektiviteten

Pricing power

Dvs. selskaber som

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

Lav P/E, langsigtede vækstdrivere

Dvs. selskaber som

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

Investeringstemaer og nordiske aktieanbefalinger

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

KILDE: DANSKE MARKETS EQUITIES



Emerging Markets og vækstaktier

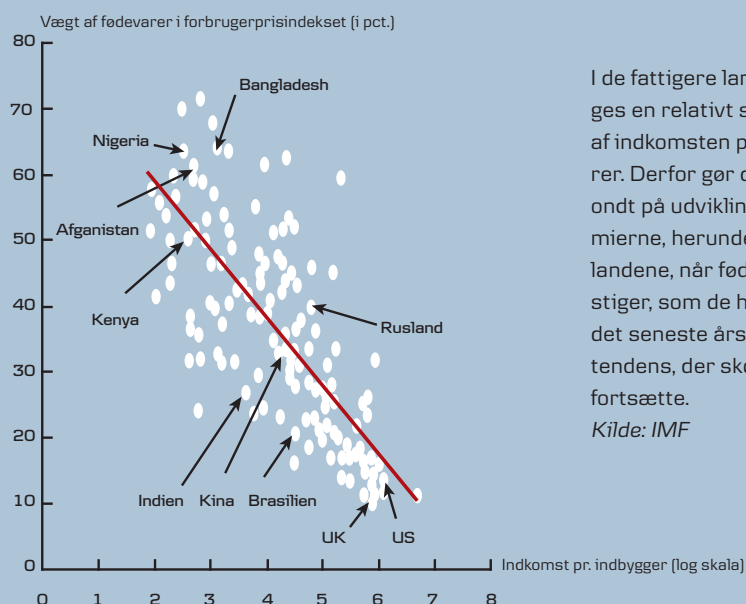
Ser man på, hvordan aktiemarkedet har klaret sig siden finanskrisen begyndte at accelerere i efteråret samtidig med, at stadig dårligere nøgletal for amerikansk økonomi begyndte at tikke ind, så er det værd at observere to forhold.

Emerging Markets (EM) er på samme niveau som i efteråret. Faktisk klarede EM sig betydeligt bedre end andre markeder helt frem til november. I januar gik nedturen hårdest ud over EM, men allerede i februar vendte billedet, og intet tyder på en forestående masseflugt fra EM. Tværtimod mener mange, at den tilbagetrækning af kapital fra EM, vi har set her i starten af det nye år blot er udtryk for en naturlig reaktion i den tilpasning og risikojustering af porteføljen, som er nødvendig i et marked med så mange usikkerhedsfaktorer. Investorerne venter blot til, der er mere gennemsigthed i verdensbilledet, så rykker de i meget stor stil ind igen.

Indenlandsk vækst i mange af disse lande i EM i form af forbrug og investeringer i infrastruktur bidrager allerede nu mere til den økonomiske vækst end eksporten – og det betyder, at man kan tale om, at EM, især Asien, i en vis grad kan siges at dekolle sig økonomisk fra USA. Eksporten vil blive ramt, men samtidig kan det meget vel tænkes, at øget outsourcing til EM fra USA og Europa bliver en delvis løsning for disse regioners virksomheder, når de skal imødegå krisen. Meget tyder derfor på, at EM står ganske stærkt, hvis USA's finansielle system klarer sig igennem krisen i de nærmeste måneder.

Men der er et andet forhold, som ikke forsvinder, selv om både finanskrisen løses, og USA rejser sig igen. Den hastige opbygning af købestærke middelklasser især i Indien og Kina, den store fokus på biobrændsel samt flere ekstreme vejr-situationer er forhold, der har været med til at skabe

Stigende fødevarepriser. Ulige påvirkning af økonomierne



en voldsom stigning i priserne på flere landbrugsprodukter det seneste års tid – en tendens, der med al sandsynlighed fortsætter. Denne stigning i fødevarepriser gør særlig ondt på udviklingsøkonomierne, hvor udgifterne til mad tager en væsentligt større del af indkomsten end i OECD-landene.

Investorerne søger strukturel vækst

Et andet bemærkelsesværdigt forhold er det, at vækstaktier også har klaret sig relativt godt. Umiddelbart skulle man fristes til at tro, at med så megen ballade og usikkerhed ville vi opleve en generelt stigende risikoaversion, som fik investorerne til at drosle kraftigt ned på positioner i vækstaktier,

der i sagens natur er mere volatile.

Men faktum er, at investorerne typisk søger strukturel vækst i perioder, hvor konjunkturerne peger nedad. Og det betyder, at fx Energi, Health Care og dele af Informationsteknologien er interessante sektorer med langsigtet vækstopotiale.

Selskaber, hvis forretningsgrundlag udnytter en underliggende stærk trend (energi), som leverer livsnødvendige goder, der efterspørges uanset konjunkturerne (medicin) eller selskaber med særlige innovative egenskaber (i informationsteknologien fx Apple) har ganske enkelt solidt funderede markedsmuligheder, som ikke kvæles af en nedtur i makroøkonomien.

Olieprisen er igen over 100 dollars pr. tønde, hvilket kan forekomme underligt i lyset af, at den globale økonomiske situation ikke tegner lysere. Den afmatning, der allerede er i fuld gang, har tilsyneladende ikke mindsket efterspørgselen efter olie.

Udnyt de høje oliepriser med kul og atomkraft

Ikke uventet er organisationen af olieproducerende lande, OPEC, kommet i fokus nok engang. OPEC sidder på 40 pct. af verdens olieproduktion og bestemmer derfor i høj grad, hvor olieprisen skal ligge. I øjeblikket går spekulationerne på om OPEC, der i forvejen kører med næsten fuld kapacitetsudnyttelse, overvejer at begrænse produktionen (bemærk, at OPEC har holdt møde dagen efter redaktionens afslutning). Formålet skulle være at sikre et prisniveau omkring det nuværende, når verdensøkonomiens afmatning i større omfang sætter ind samtidig med, at efterspørgselen på den nordlige halvkugle af sæsonmæssige årsager begynder at aftage.

Splid i OPEC

Der er ikke enighed i OPEC om kursen. Moderate lande som Saudi-Arabien (verdens største olieproducent) tager normalt hensynet til verdensøkonomien med i deres overvejelser. Ikke blot for at bevare et godt forhold til Vesten, men i høj grad også fordi en for høj pris vil kvæle økonomien og efterspørgselen og dermed sende olieprisen langt ned. Det er derfor i OPEC's interesse at finde den rette balance. Men der er pres fra mere aggressive lande som Iran og Venezuela om at tvinge prisen endnu højere op, hvis det er muligt.

Argumentationen er, at verdens energibehov er stærkt voksende og vil være det i mange år endnu. Selv om høje priser gør det rentabelt at udvinde fra områder, som var utopi ved 20-30 dollars pr. tønde, så er det begræn-

set, hvor meget udbudet kan øges. Da det samtidig vil tage en del år, før teknologierne til udnyttelse af alternative energikilder er tilstrækkeligt veludviklede, så er oliebehovet ikke til at komme udenom.

Risikabel strategi for OPEC

Så lige nu tygger OPEC lidt på den. Den er nemlig ikke lige til højrebenet – som OPEC tværtimod risikerer at amputere, hvis de lukker for nogle af oliehanerne. OPEC har tidligere mærket, hvad høje oliepriser kan medføre. I 70'erne mærkede de industrialiserede vestlige lande for alvor effekten af høje oliepriser. Og det betød, at 80'erne var præget af massive substitutionseffekter – i form af langt mere energieffektive biler, bedre isolering af bygninger, omfattende energirationaliseringer osv.

I forvejen er sådanne substitutions-effekter i dag allerede i fuld gang i lyset af klimaproblemerne, ønsket fra mange lande (især USA) om at frigøre sig fra olieafhængigheden af Mellemøsten – og de høje oliepriser. Jo højere oliepris, desto større bliver tilskyndelsen til at søge og udvikle alternative energikilder.

Atomkraft og kul

Men der er lang vej for de alternative energikilder. Vandenergi er den suverænt største bidragsyder af disse med levering af 16-17 pct. af den globale elektricitetsforsyning. Men de øvrige, som omfatter vind, sol, jordvarme og biobrændsel leverer faktisk kun omkring 2 pct. I lyset af et voksende globalt energibehov, som ventes at ligge

50 pct. over det nuværende niveau i 2030, er man tvunget til at søge andre løsninger. Som fx atomkraft, hvis bidrag til den globale strøm er på niveau med vandkraftens.

For Indien og Kina (vil udvide for 60 mia. USD), vækstøkonomier og samtidig de to mest folkerige nationer i verden, er atomkraft en uundværlig del af energiforsyningen for at følge med det eksplosivt voksende energibehov, og her er der planlagt mange nye atomkraftværker.

I de udviklede lande er atomkraft et mere kontroversielt emne, til trods for, at det nuværende teknologiske niveau er garant for et meget højt sikkerhedsniveau. Omkring halvdelen af EU's medlemslande anvender atomkraft i dag. Mest udbredt i Frankrig, hvor det dækker 80 pct. af landets elektricitetsforsyning og en kapacitetsudvidelse er allerede i gang. Ligeledes i Finland, mens Bulgarien, Slovakiet og Rumænien planlægger nye reaktorer. I Belgien og Spanien overvejer man om man skal bibeholde det midlertidige stop for kapacitetsudbygning. Derimod har Sverige og Tyskland allerede for flere år siden besluttet at udfase atomkraft.

Men iagttagere mener, at Englands nylige beslutning om udbygning af atomkraft i de kommende år, meget vel kan påvirke den politiske indstilling i andre lande til at øge fokus på atomkraft, muligvis også i Tyskland – både i lyset af det voksende energibehov, men også som en realistisk løsning på imødegåelse af de stigende krav til reduktion af CO₂-udledning.



Men heller ikke atomkraft er nok. Global opvarmning eller ej, så er man tvunget til at øge brugen af et fossilt brændstof, som i forvejen leverer 40 pct. af verdens strøm: KUL. Kul er naturligt nok trukket med op af de stigende oliepriser. Sidste år steg kulprisen 73 pct., og Goldman Sachs (GS) forventer, at kulprisen i år vil stige med 100 pct. – og den er allerede steget med over 40 pct.

Øget brug af kul gør det jo ikke ligefrem lettere for de forskellige lande at opfylde skærpede krav til CO₂-udledning, men udvikling af Clean Coal-teknologien går hurtigt, og vil med tiden sikre en bedre forbrænding af kul, samt opfangning og efterfølgende lagring af CO₂. En udvikling, som kan sikre et miljømæssigt forsvarligt argument for kul, hvilket vil understøtte kulprisen yderligere.

Med en kulpris på nuværende eller højere niveauer vil selskaber direkte relateret til kul, eller forsyningsselskaber, som kan generere el via atomkraft, vind, vand eller jordvarme være interessante investeringsmuligheder. Følgende selskaber er dækket af GS:

Kulproducenter:

Consol Energy (Neutral),

Peabody (Neutral)

Underleverandører til kulindustrien:

Bucyrus International (Køb)

El-selskaber hvor atomkraft, vindkraft og vandkraft er de primære energikilder:

British Energy, (Køb)

Kansai Electric Power. (Køb)

Exelon, (Neutral)

Næste trend: Biler

Ser vi længere frem, er der ingen tvivl om, at bilproducenterne er tvunget til en større revolution i form af langt mere brændstoføkonomiske biler, helst i en hybridform, som udnytter den kinetiske energi ved opbremsning.

Bill Reinert, der var med til at designe Toyotas hybridbil, Prius – som bruger 30 pct. mindre brændstof end en Corolla og udleder 25 pct. mindre CO₂ – mener, at bilproducenterne er i stor fare for at blive overhalet af købernes behov for energieffektive biler inden for de næste fem år i takt med den globale opvarmning og stigende oliepriser.

Nogle bilproducenters grønne planer

Toyota	2007: Forløbigt USA-salg af Prius 181.221 stk. (medio feb.)
	2009: To nye hybridmodeller
Volkswagen	2010: Cayenne SUV med hybridmotor
General Motors	2010: Planlægger Plug-in hybridmodel
	2011: 16 benzin-elektriske hybridmodeller
Hyundai	2010: Planlægger brændselscelle biler
	2015: Diesel-elektriske hybridmodeller

KILDE: BLOOMBERG NEWS



TOYOTA

Goldman Sachs:

Aktiemarked i USA skal længere ned

Investeringsbanken Goldman Sachs mener USA's recession er uundgåelig, og tror det amerikanske marked skal længere ned.

Flere af verdens største finanshuse og investeringsbanker mener, at USA's recession er uundgåelig, og Danske Banks samarbejdspartner, Goldman Sachs (GS), var blandt de første, der præsenterede denne pessimistiske forventning til verdens største økonomi.

En recession vil uundgåeligt sætte sit negative præg på virksomhedernes indtjeningsmuligheder. Forbrugerne vil stramme livremmen ind, og den generelle efterspørgsel i samfundet vil falde. Arbejdsløsheden vil stige, virksomhedernes indtjening vil falde, huspriserne falder yderligere, forbrugerne strammer endnu mere op osv. Den velkendte onde cirkel er skabt – en cirkel, som det altid tager en vis tid at overvinde, før det igen går mod lysere tider.

Bunden er ikke nået

Mange dårlige nyheder er naturligvis allerede inddiskonteret i aktiemarkedet, men er det nok? Det mener GS ikke.

Chefanalytiker på det amerikanske marked, David Kostin, anser opturen sidst i januar for at være blot en naturlig korrektion i et længerevarende bearmarked. Ser man tilbage på historien er sådanne *bear market rallies* ikke udsædvanlige og Kostin påpeger, at vi formentlig vil opleve mange sådanne kortsigtede opture på 3-5 pct., før vi når den egentlige bund.

Og bunden er altså ikke nået endnu. Kostin tror, at S&P 500 vil falde yderligere 10 pct. i de kommende måneder til en bund, der anslås at ligge omkring 1200. Dermed vil vi have et amerikansk marked, som er faldet over 20 pct. siden den seneste top – definitionen på et bearmarked. Og triggerne til denne nedtur vil være den stadige strøm af dårlige nøgletal, der bekræfter USA's recession samt analytikernes løbende nedjusteringer af indtjeningsforventningerne.

David Kostin understreger, at selv om markedet, trods januaropturen, unægteligt har taget forskud på de dårlige tider med bredt funderede kursfald siden årsskiftet, så er det bare ikke nok. Problemet er nemlig, at aktieanalytikernes forventninger slet ikke i tilstrækkelig grad tager højde for de forestående trange, økonomiske tider.

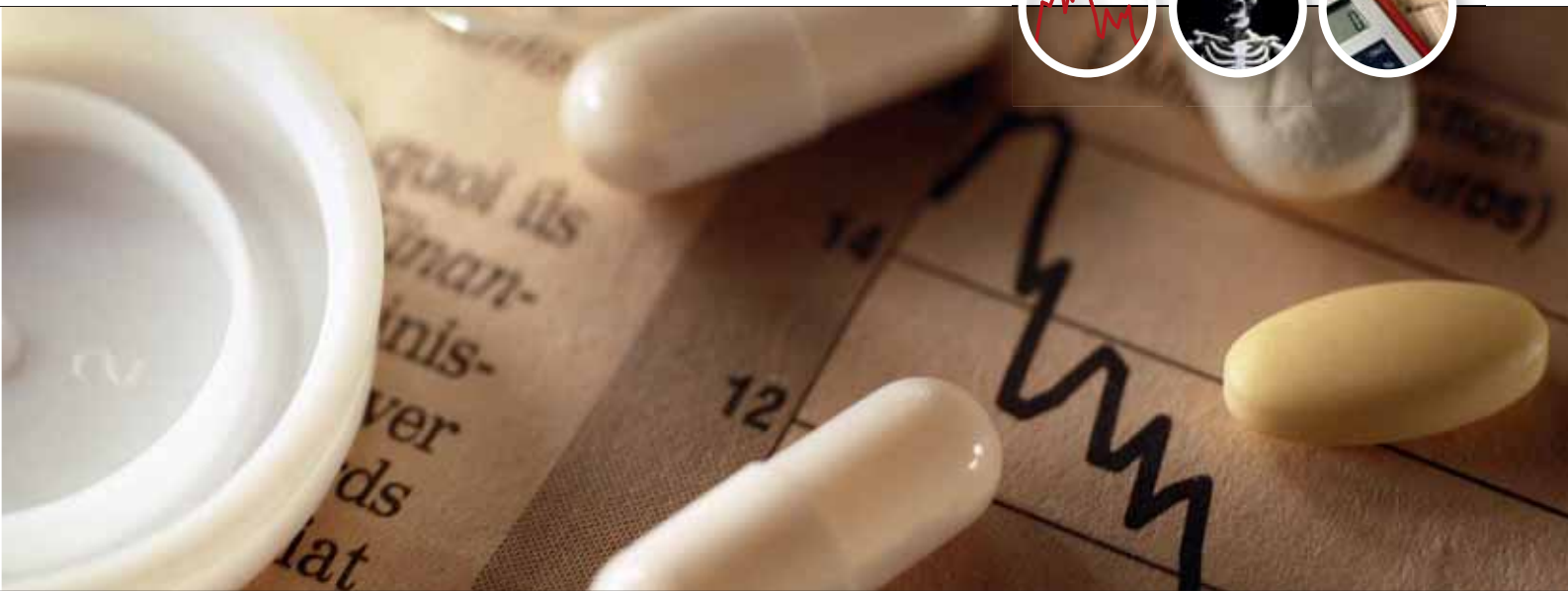
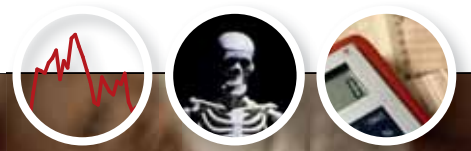
David Kostin forventer, at de kommende måneder vil byde på signifikante nedjusteringer af EPS (indtjening pr. aktie) i takt med at det svage økonomiske klima bliver indarbejdet i indtjeningsmodeller, profitprognoser og value-ringsmodeller. GS-analytikeren anfører, at i tidligere økonomiske recessioner er EPS faldet i forhold til året før. Og markedet er endt med at handle aktier på betydeligt lavere P/E-niveauer end før nedturen. Ingen af de to forhold er set endnu i nævneværdig grad.



Dyster statistik om ni tidligere bearmarkets i USA:

Gennemsnitlig varighed 384 dage, længste 929 dage (2000-2002), korteste 87 (1990). S&P 500 nåede sin seneste top 9. oktober 2007, dvs. knap 150 dage siden ved redaktionens slutning..

Det gennemsnitlige fald fra top til bund er 32 pct. Yderpunkterne har været -20 pct. (1990) og -48 pct. og -49 pct. i hhv. 1973-74 og 2000-02.



GS anbefaler

Overordnet set mener investeringsbanken – der i øvrigt kan bryste sig af ikke at have brændt fingrene nævneværdigt på subprimepapirer – at man skal fokusere på store, velkendte kvalitetsselskaber med en stabil og gennemskuelig vækst, hvilket typisk findes i sektorer som **Health Care, Stabilt Forbrug, Telekom** og **Forsyning**.

David Kostin mener ikke, at man som investor skal gå mere aggressivt til aktiemarkedet før en gang til sommer, hvor den amerikanske økonomi skønnes at nærme sig afslutningen af den ventede recession.

Først til den tid vil foretrukne sektorer formentlig i højere grad være cykliske såsom *Industri* og *Finans*.

Japan

Mange gange har analytikeren Kathy Matsui hos GS kaldt investorerne frem til det japanske aktiemarkeds kvaliteter, men som regel er de blevet skuffede. Men det er svært at bebrejde hende. En lang række af verdens førende højteknologiske selskaber ligger i Japan, der trods 90'ernes langvarige krise, stadig er verdens næststørste økonomi.

Og selv om Japan på det makroøkono-

miske plan kører i et relativt lavt gear, så bør den aktuelle valuerings af de japanske aktier nok kunne tiltrække investorerne. Japansk P/E ligger på det laveste niveau i 33 år efter et fald i aktiekurserne på ca. 32 pct. siden toppen i juli 2007. Og ser vi på Kurs/Indre værdi, så ligger 60 pct. af alle handlede selskaber på niveauer under 1. Det samlede værdivægtede niveau er 1,37 – ikke langt over den sene-

ste bund i 2003 på 1,2. Tallet skal ses i forhold til forrentningen af egenkapitalen, der er relativt høj – en anden indikator af, at japanske aktier er billige i øjeblikket.

Kathy Matsui mener, at det er et godt tidspunkt at investere i japanske blue-chip aktier, dvs. de allerstørste, velkendte, bundsolide selskaber med gode vækstudsigter som fx Toyota og Komatsu.

Med hensyn til Emerging Markets...

GS-analytikere mener, at de mest fremtrædende udviklingsøkonomier, BRIK-landene (Brasilien, Rusland, Indien, Kina), fortsat vil sætte et stærkt aftryk i den globale vækst.

Men på kort sigt er der stigende risiko for, at de svækkede konjunkturer i de udviklede økonomier vil trække ned i de eksportdrevne økonomier som især Kina og Indien – og

hermed få en lidt stærkere negativ effekt på udviklingsøkonomierne, der ellers i kraft af øget intern samhandel og massiv indlandsk vækst er blevet betydeligt mere selvkørende de senere år og derfor i en vis grad dekobler sig fra den normale afhængighed af vækstbilledet i de udviklede lande. På denne baggrund - kombineret med en relativt høj prissætning af aktierne i Emer-

ging Markets især i Indien og Kina og indtjeningsforventninger, der ikke synes justeret til et lavere økonomisk gear – anbefaler GS, at man nedtoner Emerging Markets i den kommende tid. Og tilføjer i samme åndedrag, at de råvare-drevne økonomier (fx Rusland, Brasilien, Mellempøsten) sandsynligvis har mere at stå imod med end de mere konjunkturfølsomme.

Finanskrisen

Finanskrisen er langt fra ovre endnu

Der kan være lang vej endnu, før vi har normale tilstande på vigtige dele af obligations- og pengemarkederne. Den korte version af historien er, at tabene på subprimelån – amerikanske realkreditlån til låntagere med ringere betalingsevne – har haft et langt større omfang end ventet. Det giver voldsomme dønninger i det finansielle system. Der opstår likviditetsmangel, og bankerne tvinges til at stramme op på kreditbetingelserne.

Som nævnt i forrige nummer gør det særlig ondt på de såkaldte *monolines*, de specielle forsikringsselskaber, der lever af at forsikre obligationsejere mod risikoen for, at låntagerne ikke kan betale deres lån. Disse selskaber har som så mange andre undervurderet risikoen på strukturerede kreditobligationer, herunder subprimelån, og dermed fået for lidt ind i forsikringspræmier i forhold til de potentielle tab. De mangler kapital i forhold til deres fremtidige forpligtelser, og flere risikere at blive nedjusteret i kreditvurdering, hvilket vil gøre situationen værre.

Buffets tilbud

Verdens rigeste investor, Warren Buffett, tilbød i februar via sit selskab Berkshire Hathaway tre af de pressede selskaber at genforsikre for 800 mia. dollars af de såkaldte *municipal* obligationer. Aftalen skulle angiveligt medvirke til at sikre, at disse obligationer, som er en vigtig finansieringskilde for lokale myndigheder og skoledistrikter ikke bliver nedjusteret.

Buffets tilbud omfattede imidlertid ikke forsikring af *strukturerede kreditobligationer*, herunder *Collateralized Debt Obligations (CDO)*. CDO dækker over papirer i mange forskellige varianter og risikogrupper med sikkerhed i en pulje af gældspapirer i en eller anden form, som er pakket ind således at der dannes en kapitalstruktur – og generelt har CDO fået bank under krisen. Netop CDO har i vidt omfang været benyttet til at pakke de famøse subprimelån ind i for herved at kunne sælge kreditrisikoen videre i markedet.

Buffets tilbud blev kategorisk afvist af selskaberne, som ikke ville få noget

ud af tilbuddet. Det ville indebære, at de skulle betale Buffet 1,5 mere i forsikringspræmier, end de modtager i de nuværende aftaler – og samtidig sidde tilbage med alle de dårlige obligationer.

Municipal obligationer skal reddes

Ikke desto mindre er der noget, der tyder på, at Buffet har fat i det rigtige. Chefen for forsikringsmyndighederne i New York, Eric Dinallo, som forhandler på myndighedernes vegne om mulighederne for en redning af monolinerne, har fastslået, at en af løsningsmodellerne netop er at splitte selskaberne op i to – dvs. municipal obligationer og subprimerelaterede lån. Herved opnås ro om de vigtige municipal obligationer, som er "kommunernes" finansieringskilde, og som stadig har en høj kreditværdighed, da de lokale distrikter har løbende skatteindtægter, som de kan regulere på.

Det vil derimod gøre særlig ondt på forsikring af struktureret kredit, herunder de subprimerelaterede lån, og det vil sætte monolinerne under yderligere

Falder monolines gør det ondt på bankerne

Krisen i monolines gør ondt på bankerne, der vil blive hårdt ramt af nedjusterede eller kollapsede monolines og efterfølgende nedjusteringer af mange obligationer. Mange banker har desuden indgået, hvad de troede var en sikker handel: Banken købte AAA-obligationer, der var forsikret hos en monoline for at sikre obligationernes deres høje rating og købte ovenikøbet en sikring hos en anden monoline for at gardere sig mod kollaps i den første. En sikker investering. Selv efter fradrag af forsikringsomkostningerne var der nemlig stadig tale om en rentegevinst på obligationen. Og fordi den var sikker, kunne banken frejdigt notere indtægten for hele obligationens løbetid up-front.

Nu er risikoen, at hvis forsikringerne viser sig værdiløse, er bankerne eksponeret mod risikoen for, at låntager misligholder sine betalinger. Alene den risiko giver anledning til tab pga. såkaldt "mark to market" værdiansættelse. Og de potentielt lavere ratings medfører desuden, at bankerne skal holde mere regulatorisk kapital.

fortsætter

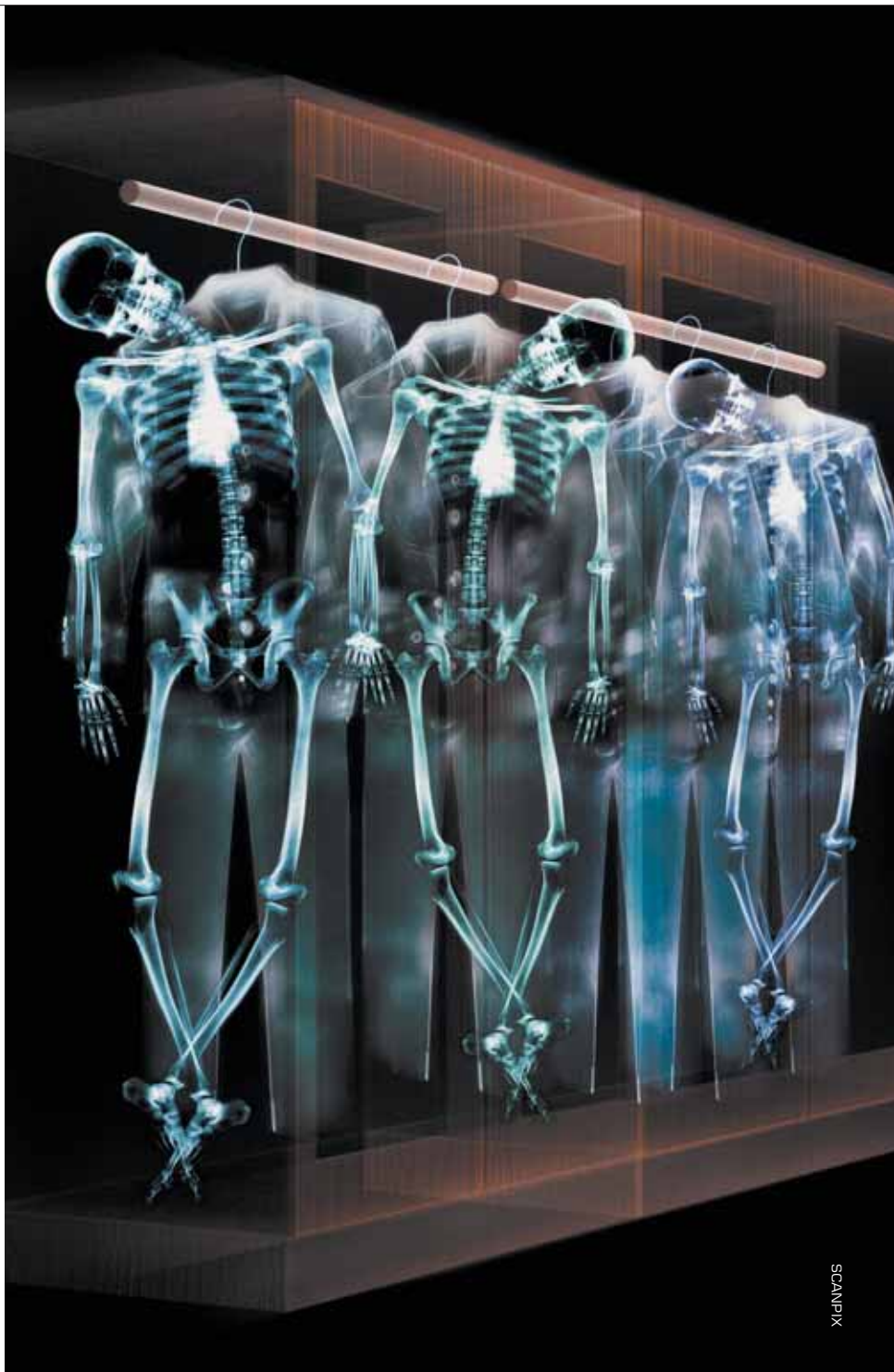
pres. De er i forvejen tæt på en nedjustering af kreditvurderingsbureauerne, som vil kunne udløse en lavineeffekt, idet nedjusteringer af monolines efterfølgende vil give nedjusteringer af de forsikrede obligationer. Det kan så give nye kursfald og yderligere tab i blandt andet bankerne, der så skal skaffe mere kapital. Likviditeten strammer til. Bankerne strammer lånevilkårene. Finanskrisen forværres.

Foreløbig har kreditvurderingsbureauerne været forholdsvis tilbageholdende med de forventede nedjusteringer af de to store monolines – en passivitet, der i markedet tolkes som udtryk for, at Fed og andre statslige myndigheder bag kulisserne desperat arbejder på at finde en løsning. Som reelt handler om, at de pressede forsikringsselskaber skal rejse kapital.

Hvornår får vi overblik?

For blot et par måneder siden var det recession og et faldende boligmarked – ikke monolines, der var på dagsordenen. Dissi risici er i høj grad stadig til stede som faktorer, der kan gøre det hele meget værre. Men monolines var altså et nyt skelet, der pludselig væltede ud af skabet. Hvornår har vi så stort overblik, at vi bliver forskånet for yderligere overraskelser?

”Udover usikkerheden knyttet til monolines er noget af det, der i øjeblikket skaber uro på markedet, det forhold, at revisorerne i øjeblikket er i gang med at gennemgå årsrapporterne for selskaberne i den finansielle sektor, og her kan de meget vel falde over ubehageligt nyt. Som fx for nylig i AIG, et stort amerikansk forsikringsselskab, som viste sig





at have forkerte værdiansættelser af tabsgivende strukturerede produkter – hvilket betyder, at deres tab er større end hidtil antaget. Når revisorerne gennemgang af finanssektoren er overstået om et par måneder, tror jeg, at vi kan sige, vi har et bedre overblik over hvem, der har tabt og hvor meget på denne krise,” siger Henrik Arnt, senioranalytiker i Erhvervsobligationsanalysen i Danske Markets, og tilføjer, at det dog på ingen måde udelukker yderligere tab blandt de finansielle selskaber.

Men foreløbig er situationen altså meget usikker – og usikkerheden er taget til på det seneste, næret af forværret frygt for den amerikanske økonomi og et kollaps i det finansielle system. Det afspejler sig bl.a. i voldsomme stigninger i iTraxx Crossover (se graf) og dermed markedets indirekte forventning til *defaults* - dvs. omfanget af misligholdte betalinger. Lige nu er forventningen til defaultraten på både High Yield-obligationer og de mere sikre Investment Grade-papirer på det højeste niveau nogen-

sinde, hvilket først og fremmest er sket på baggrund af stigende risikopræmier.

På det seneste er spændet mellem helt korte og længere pengemarkedsrenter også begyndt at kravle op igen efter fald ved årsskiftet – og Danske Banks chefanalytiker for International Economy and Strategy, Allan von Mehren, venter yderligere udvidelse af spændet grundet flere forhold.

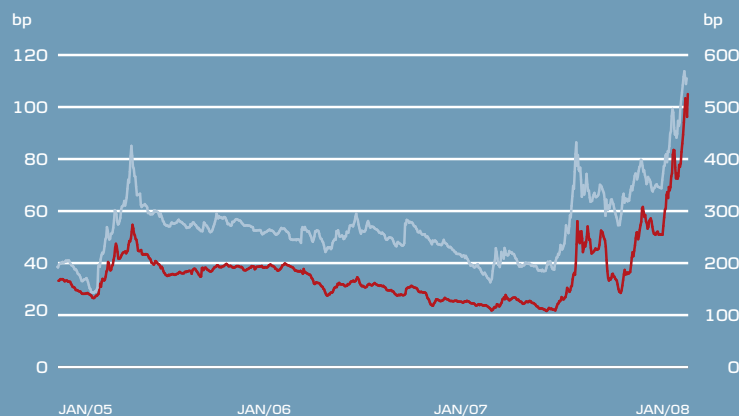
Gearede lån til virksomhedsopkøb, *Leveraged Buyouts (LBO)*, har været en slem byrde at bære for mange banker siden sidste sommer, da låntagerne i forvejen er pressede og har svært ved at klare de strammere kreditbetingelser kombineret med faldende indtjening som følge af den økonomiske afmatning.

Commercial Papers (CP) – kortfristede gældsbeviser, som handles på pengemarkedet, har det også hårdt. De udstedes normalt af banker og store virksomheder med høje ratings, men de senere år er der opstået en ny type af gearede investeringsselskaber – *Structured Investment Vehicles (SIV)* og *Asset-Backed Commercial Paper Conduits* – som primært har investeret i strukturerede kreditobligationer og finansieret investeringerne ved at udstede CP i stort omfang under etablerede CP-programmer, som i deres version kaldes *Asset Backed Commercial Papers (ABCP)*. For at få en høj rating til et CP-program er det ofte nødvendigt at have kredittilsagn om likviditet fra en eller flere banker.

Da finanskrisen blussede op i efteråret, mistede investorerne tilliden til ABCP-papirerne og foretrak statspapirer – hvilket betød, at SIV og ABCP Conduits var tvunget til at udnytte deres lovede kredittilsagn hos bankerne. Og det medførte et voldsomt træk på bankernes likviditetsberedskab, hvilket har været med til at skabe den likviditetsmangel, der stadig er gældende.

Størrelsen af ABCP-markedet, der tidligere var en vigtig finansieringskilde, er stadig faldende, forstærket af, at bankerne er i fuld gang med at bringe SIV og ABCP Conduits tilbage på balancen.

Det er blevet dyrt at forsikre kreditobligationer



iTraxx Crossover viser på baggrund af en kurv af CDS-priser en indikation af, hvor meget det koster (i basispoints) for investorer i kreditobligationer at forsikre sig mod misligholdte betalinger på europæiske Investment Grade-obligationer (venstre) og High Yield-obligationer (højre).

iTraxx Europe (højre y-akse)

iTraxx Europe (venstre y-akse)



Hvad skal jeg investere i?

I den aktuelle situation er det sikreste som obligationsinvestor at vende næsen hjemad.

For et års tid siden gav High Yield (HY)-kreditobligationer en rente, der var 180 bp over, hvad man kunne få på en "bombsikker" 10-årig statsobligation. I dag er spreadet på 590 bp. I samme periode er spreadet på Investment Grade (IG)-obligationer steget fra 20 bp til i dag 125 bp. Disse spreads – der er langt over de hidtidige rekorder – er ud fra en fundamental synsvinkel attraktive. Men der er så mange usikkerhedsfaktorer i spil på nuværende tidspunkt, og et uheldigt udfald af flere vil kunne medføre yderligere markante udvidelser af disse spreads på kort sigt.

Derfor anbefaler vi ikke køb af kreditobligationer lige nu. Men i tilfælde af, at volatiliteten på kreditmarkederne falder fra de nuværende høje niveauer, kan situationen ændre sig og gøre det attraktivt at gå ind.

Hvad angår Emerging Markets-obligationer, forekommer de relativt høje renter naturligvis stadig fristende fx i Brasilien, Tyrkiet eller Sydafrika. Men den aktuelle situation taget i betragtning anbefaler vi, at man evt. reducerer aktuelle positioner til et niveau, man er komfortabel med. For nye penge bør man frem for direkte obligationskøb overveje at købe et struktureret produkt i TRY, der netop udbydes i denne tid. Herved kan man maksimalt tabe et beskedent beløb (se s. 32).

Køb dansk

I stedet anbefaler vi, at man vender blikket mod det danske marked.

Som udgangspunkt er det en god idé i usikre tider som disse at investere i korte obligationer - dvs. 1-2 år. Så ved man, hvad man får inden for en kort tidshorisont. I dette segment anbefaler vi 2%-flexobligationer.

Men lige nu er der også andre interessante muligheder i lyset af den seneste vurdering af renteutviklingen fra ban-

kens økonomer.

Den seneste udvikling viser en støjning af rentekurven. Der har ganske vist været rentefald over hele linjen, men de korte renter er faldet mest. Dette er et typisk fænomen, når ECB sætter renten ned, eller der er forventninger om det. Og det er præcis det, der er.

Krisen i USA, der synes at blive værre, har fået snakken om en europæisk dekobling til at forstumme, og der er nu generelt forventninger til en forværring af europæisk økonomi. Ovenikøbet i en grad, så ECB har ændret retorikken og åbnet døren på klem for rentenedsættelser. Danske Banks økonomer forventer nu, at ECB sætter renten ned med tre gange 25 bp i år, og Nationalbanken vil dermed traditionen tro gøre det samme.

Størstedelen af disse rentefald er allerede indregnet i markedspriserne, men der er dog udsigt til yderligere beskedne fald.

Vi anbefaler, at man i øjeblikket køber mellemlange flexobligationer, når vi taler frie midler, da det er i det mellemlange segment, vi forventer størst rentefald.

Uanset tidshorisont, så bemærk i øvrigt, at når det drejer sig om frie midler, så er det obligationer med lav kuponrente, der er interessante, da private investorer som bekendt har skattefrie kursgevinster på obligationsinvesteringer med frie midler.

Når det drejer sig om pensionsmidler, er billedet noget anderledes, da der ikke er denne skattefordel her. Det betyder, at højtforrentede obligationer faktisk er de mest attraktive i dette segment - og aktuelt er de fastforrentede lange realkreditobligationer interessante p.t.

I modelporteføljerne på s. 37, kan du se de aktuelle konkrete anbefalinger for hhv. frie midler og pensionsmidler for tre forskellige tidshorisonter.

Udnyt den stærke væksttrend i kul

Combo-strategi: Sælge en put, og køb en call.

Klodens voksende energibehov er en langvarig væksttrend, som inden for de nærmeste år ikke vil kunne afhjælpes nævneværdigt med vedvarende energikilder. Kul er et oplagt alternativ og vurderes da også af det internationale energiagentur, IEA, at være den vigtigste energikilde for kraftværkerne i det kommende årti.

Denne massive og vedholdende efterspørgsel kan som nævnt s. 8-9 udnyttes ved at investere direkte i kulrelaterede selskaber - eller andre energiselskaber som fx atomkraft, der også nyder godt af klodens voksende energibehov. Men man kan også anvende aktieoptioner til at opnå eksponering i fx en kul-relateret aktie.

Vi tager udgangspunkt i amerikanske *Bucyrus International*, som ikke er kulproducent, men befinder sig i et andet afgørende led i værdikæden, nemlig produktion af mineudstyr. Selskabet er blandt verdens førende i design og fremstilling af højproduktivi-

tets udstyr til mineindustrien. Udstyret, der er rettet mod både overflade og undergrund, anvendes til kul, kobber, jernmalm, tjæresand og andre mineraler.

Selskabet er i øvrigt på Goldman Sachs' købsliste.

Combo

Der findes mange forskellige kombinationsmuligheder og strategier, når vi taler aktieoptioner. Og det gælder om at finde frem til den, der bedst matcher vores risikoprofil og de forventninger, vi har til det pågældende selskabs forretningsbetingelser og indtjeningsudsigter.

Som udgangspunkt er volatiliteten i Bucyrus-aktien ret høj med omkring 50%. Sådan har det bestemt ikke altid været. Skruer vi tiden 8-10 år tilbage, svingede olieprisen fra 10 til 30 dollars pr. tønde (100 i dag!), kulpriserne var endnu mere stabile, og generelt var energimarkedet meget mere stabilt end

i dag. De senere år er efterspørgselen efter energi imidlertid vokset eksplosivt, især fra Kina, og da energiudbudet er en træg størrelse at ændre, så har udbudet ganske enkelt ikke kunnet følge med hverken på kul, gas eller olie.

Så stiger prisen naturligvis. Alene sidste år steg kulprisen 73 pct. og Goldman Sachs spår 100 pct. i år. En sådan udvikling betyder, at kulrelaterede selskaber oplever en høj volatilitet i aktiekursen.

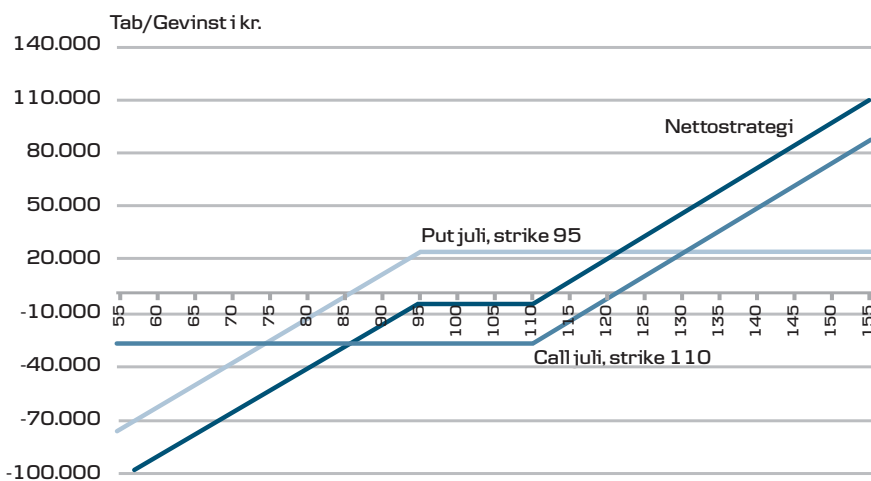
I skrivende stund er kulprisen allerede steget over 40 pct. i år. Risikoen er naturligvis til stede for et tilbagemald, men vi vurderer, at risikoen for et væsentligt og længerevarende tilbagemald i kulprisen er yderst begrænset. Også selv om den amerikanske økonomi går i recession og trækker Europa delvist med ned i lavvækst. En konjunkturmæssig tilbagegang er ikke tilstrækkeligt til at dæmpe den strukturelle vækst i verdens energibehov, vi oplever i disse år, hvor de største udviklingsøkonomier er præget af en voldsom vækst, ikke mindst indenlandsk, som først lige er begyndt.

Sagt med andre ord: Den høje volatilitet i aktien, som hænger sammen med de store prisstigninger i kul, er udtryk for en stor risiko, men den bagvedliggende strukturelle vækst i energiefterspørgselen gør, at sandsynligheden for en stigende aktiekurs er større end for en faldende.

Sælge en put og køb en call

Med udsigt til, at risikoen for større kursfald i Bucyrus er begrænset, og er første led i strategien derfor at sælge en put-option med en aftalekurs et stykke under aktiens spotkurs – altså en put-option *Out of The Money*

Afkast-/Risikoprofil for Combo-strategi i Bucyrus International





(OTM). Da volatiliteten er ganske høj, får vi en pæn præmie for optionen og dermed i vid udstrækning finansiering af det andet led i vores strategi – køb af en call-option.

Som før nævnt er væksten i kulefterspørgselen og klodens energibehov meget stærk, og et selskab som Bucyrus har dermed et godt udgangspunkt for betydelig vækst i indtjeningen de nærmeste år – og dermed fortsatte kursstigninger. Derfor køber vi en call-option og for ikke at gøre den for dyr, er aftalekursen på denne et stykke over aktiens spotkurs, dvs. OTM.

Sådan ser det ud

Helt konkret ser strategien sådan ud i skrivende stund: Vi tager udgangspunkt i at handle med 5 kontrakter med udløb i juli 2008. Da hver kontrakt omfatter 100 aktier betyder det, at den underliggende værdi er 256.500 kr. ved den aktuelle aktiekurs på 102. Vi sælger fem put-optioner med aftalekurs 95 og køber fem call-optioner med aftalekurs på 110.

Præmien fra de solgte put-optioner er lidt mindre end præmien fra købte call-optioner, så vi ender med en nettoudgift på 5.280 kr. Så længe aktiekursen bliver inden for intervallet 95-110, vil vi ikke tjene eller tabe penge udover nettoudgiften.

Men stiger aktiekursen til over 110, så kan vi udnytte vores call-option – og jo mere aktiekursen går over 110, desto mere tjener vi på vores ret til at

købe 500 Bucyrus-aktier til 110. Falder aktiekursen derimod til under 95, bliver vi ramt på vores put-option og vil skulle købe 500 Bucyrus-aktier til kurs 95 uanset, hvor lav den faktiske aktiekurs måtte være. Det er vigtigt, at du er opmærksom på denne risiko, som indebærer, at du skal være likviditetsmæssigt rustet til at købe Bucyrus-aktier for en kvart mio. kr., hvis du indgår denne strategi.

Du kan lukke før tid

Aktiekurserne går som bekendt op og ned. Og det samme gør værdien af aktieoptioner i samme grad. Når kursen stiger, bliver den solgte put-option mindre værd, da risikoen falder for, at aktiekursen i løbetiden når at komme ned under 95. Til gengæld bliver call-optionen mere værd, jo tættere aktiekursen kommer på aftalekursen. Omvendt for de to optionstyper, når aktiekursen falder.

Du skal være opmærksom på, at den løbende ændring i optionernes værdi betyder, at det i nogle tilfælde kan betale sig at lukke forretningen før tid, selv om aktiekursen ikke har passeret en aftalekurs. Hvorvidt det kan betale sig, kan du løbende få beregnet og vurderet af din investeringsrådgiver.

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

Skatteregler

Skattereglerne for aktiederivater er tidligere blevet beskrevet i de forudgående numre af *Investering*.

Den skattemæssige behandling af en købt call-option og en solgt put-option afhænger af, om optionen udnyttes eller ej:

Hvis call-optionen udnyttes og aktien leveres, indgår præmien ved opgørelsen af avancen ved et senere salg af den underliggende aktie.

- Optionsejeren skal lægge den betalte præmie til den faktiske anskaffelsessum (aftalekursen) ved et senere salg af aktien.
- Gevinst og tab på aktien opgøres efter de almindelige regler for salg af aktier.

Udnyttes optionen ikke, kan tabet (den betalte præmie) hverken fratrækkes eller modregnes, medmindre der indgås en modgående kontrakt, eller kontrakten afstås inden udløb.

Sælges kontrakten inden udløb, gælder der særlige regler for opgørelse og beskatning af gevinst eller tab på kontrakten.

Udløber en solgt put-option uudnyttet, er den modtagne præmie skattepligtig for modtageren.

Bliver en solgt put-option udnyttet, anses den leverede aktie for anskaffet til aftalekursen fratrækket den tidligere modtagne præmie. Gevinst og tab på den leverede aktie opgøres efter de almindelige regler for salg af aktier.

Udløber såvel call-optionen som put-optionen uudnyttet i samme år, opgøres et nettopræmiebeløb. En nettopræmieindtægt skal beskattes, men der er ikke fradrag for en nettopræmieudgift.

Red verden – og bliv rig!

Forfatteren og videnskabsfilosoffen Tor Nørretranders mener, at klimakrisen og andre af de store udfordringer, vi står overfor, tvinger os til at genopfinde alting – og vi har de teknologiske muligheder til at gøre det. Processen er i gang. Vi er i færd med at skabe en ny civilisation, og vækst- og investeringsmulighederne er enorme.

Af Flemming Østergaard

I virkeligheden er det hele slet ikke et spørgsmål om, hvorvidt man tror på klimaeksperternes bevismateriale eller ej. Klodens civilisation står med ryggen mod muren og har faktisk ikke noget valg. Situationen tvinger os til at udvikle alternativ energi. Fødevareproduktionen må ændres. Manglen på råvarer nødvendiggør øget genbrug og nye materialer. Forureningen skal begrænses. Og så videre. Klimaspørgsmålet er blot den katalysator, der har sat fokus på nødvendigheden af at udvikle en global bæredygtig økonomisk udvikling.

Men en bæredygtig udvikling kan den nuværende civilisation ikke leve. Vi skal have en ny, mener Tor Nørretranders. Han skitserer, hvordan den kan opstå i bogen *Civilisation 2.0*.

Når jeg læser din bog er der én ting, der falder i øjnene. Den er meget optimistisk. Var 60'erne ikke præget af en tilsvarende optimisme, som blev gjort til skamme i de efterfølgende år?

Vi risikerer altid at blive skuffede, men i det lange løb vinder optimisterne. Vi er her jo endnu. På kort sigt har pessimisterne derimod altid ret.

For 10-11 år siden argumenterede jeg for store forhåbninger og forventninger omkring Internettet, og hvordan det ville facilitere, at folk kunne samarbejde, hvordan det ville skabe mulighed for, at brugerne begyndte at drive teknologierne, at der blev skabt en helt anden åbenhed i samfundet, et helt andet flow

af information. Det fik jeg ret i efter 10 år, men det morsomme var, at folk pegede fingre ad mig efter 4-5 år og sammenbruddet i dotcom-boblen.

Jeg tror, det er sådan med teknologi, at der altid er tre faser. I den første har vi de utopiske drømme, de fantasirige fremskrivninger, visionerne. I den anden fase trækkes visionerne voldsomt ned på jorden igen af økonomiske logikker og andre kræfter imod det, defineret ud fra den gængse verdensopfattelse. Og i den tredje fase bliver mange af de oprindelige utopiske drømme så rent faktisk udfoldet, men uden at vi lægger mærke til det.

Kan du give et eksempel?

Da jernbanen blev introduceret, havde folk forestillinger om, at det ville føre til et mere decentralt og demokratisk samfund, fordi jernbanen skabte muligheden for politisk kommunikation. På den ene side var det naivt at tro, jernbanen medfører demokrati. På den anden side, hvis du ser på et Folketingsvalg i dag og den demokratiske forvaltning i øvrigt, er det indlysende, at jernbanen og dens efterfølgere på transportområdet har været nødvendige for, at vi kunne have dette demokratiske samfund, men sådan ser vi jo ikke på det i dag.

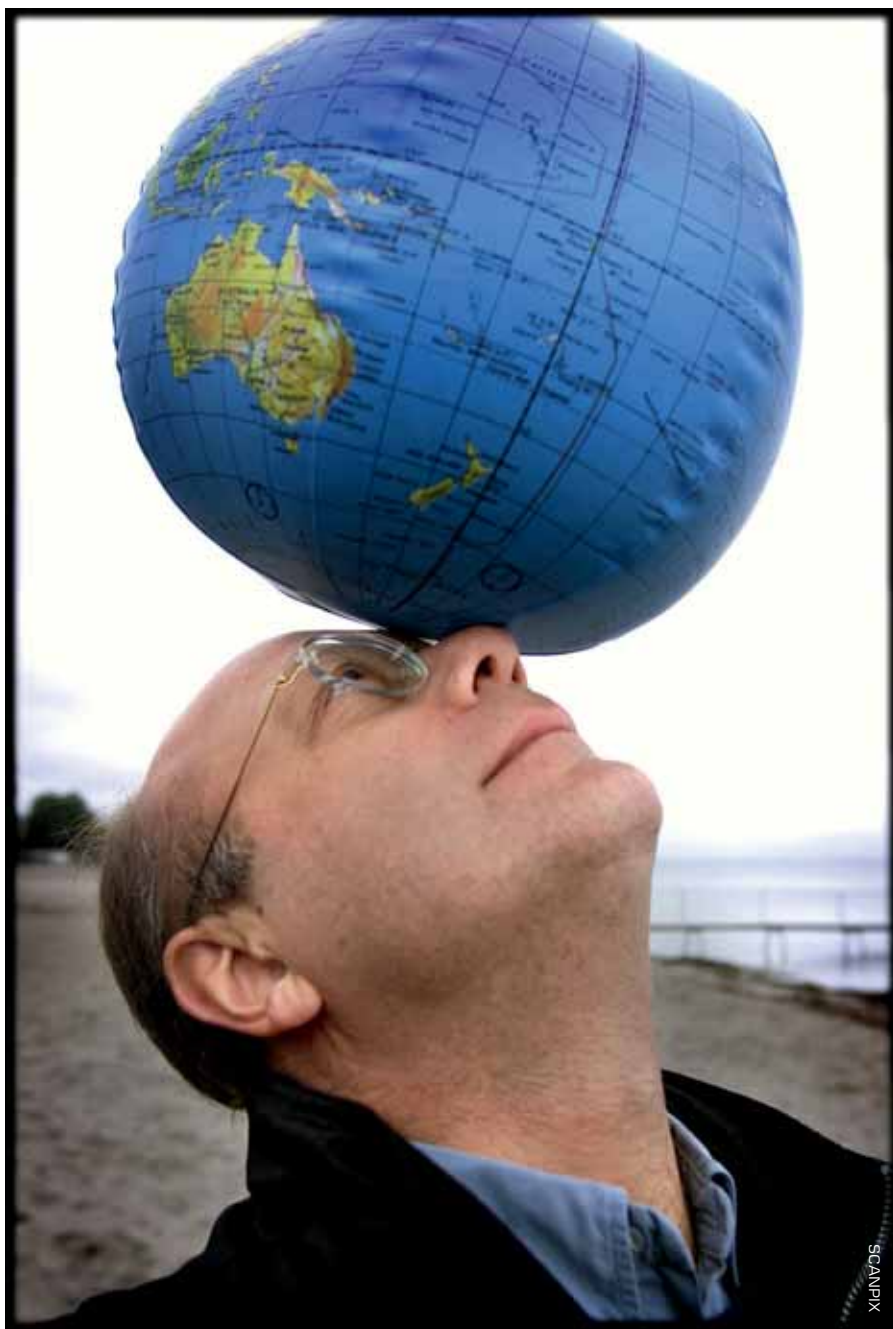
Sådan er det med mange af de utopiske drømme, de ender med at blive selvfulgøreligheder, når de først bliver indfriet. Hvis vi ser 10 år tilbage på in-

formations tilgængelighed – dvs. statslige, private og alle mulige andre informationer, som man kan selvforvalte – så er det jo en enorm forandring, der er sket. Nu er det jo allerede et problem, hvis Netbanken er nede, eller man ikke kan huske sit password osv. På den måde er der ting, der virkede drømmeagtige for 10 år siden, som nu er realiteter.

Så når du spørger, om jeg ikke bare er en happy optimist fra 60'erne og visionerne fra dengang har vist sig ikke at passe, jamen er det nu også rigtigt? Det er klart, at det optimistiske aspekt selvfølgelig altid bliver konfronteret med noget virkelighed. Men samtidig må man sige, når vi nu snakker om 60'erne, at der er mange af de ting, som folk fablede om dengang, som er blevet virkeliggjort.

Samfundet er blevet mere decentralt. Kvinderne er kommet mere på banen. Vi er langt mere miljøbevidste. Vi diskuterer meget de blødere værdier i tilværelsen. På den måde kan du jo godt argumentere for, at optimisterne i vid udstrækning fik ret, men altid på en måde som gør, at det bliver selvfølgelig. Fundamentale ændringer, som bliver en del af samfundets værdinormer og værdigrundlag. Ikke alle kvindebevægelsens idealer er opfyldt, der er jo stadig få kvindelige ledere fx, men der er sket en enorm forandring.

Jeg vil fastholde, at man skal passe på med ikke at pege fingre ad optimis-



Hvis du ser på, hvordan historien er forløbet, så viser den, at mennesker er fantastiske til, når det brænder på, at nyorientere sig, ændre opmærksomhed og ændre retning i det, de foretager sig.

Lad os tage Foghs regering, der starter med bulder og brag med nedprioritering af miljø og støtte til vindmøller osv. – i en næsten korsridderagtig aggressivitet i forhold til miljøet lægger regeringen ud i 2001. Så går der nogle år, og så svinger Fogh markant om i klimaspørgsmålet og også mere generelt i miljøspørgsmålet og indser, at man skal en helt anden vej.

Når du snakker om, hvordan det nogensinde skal lykkes, så er den relativt hurtige kovending måske en meget sigende indikator på, hvor hurtigt det kan gå. Hvis du ser på, hvordan historien er forløbet, så viser den, at mennesker er fantastiske til, når det brænder på, at nyorientere sig, ændre opmærksomhed og ændre retning i det, de foretager sig. Det betyder ikke, at det altid går hurtigt nok, men det betyder, at der er en enorm kraft i mennesker, som handler om, at når de kan se, at de bliver nødt til at lave om på tingene, så gør de det. Så gør de noget, de forandrer sig.

Statistikken over det danske bilsalg viser fx allerede en forandring. I forhold til sidste år er der langt mere fokus på brændstoføkonomi og ingen vil have firehjulstrækkere mere. Det vil jeg jo sige er en forventelig reaktion fra bilfolket. Når man hører så meget om klimaet det seneste halvandet år, så tænker man, at det måske ikke er så smart er køre i biler, der bruger meget benzin. Når det bliver usexet at køre i

me i den forstand, at optimismen har fat i noget, som er meget væsentligt. Men der er noget i vores psyke, vores måde at percipere ting på, vores måde at sanse ting på, som handler om, at det der bare er pålideligt, stabilt, selvfølgelig, det lægger vi ikke mærke til. Det, vi lægger mærke til, er problemer, eller når der pludselig åbner sig helt nye muligheder. Vi lægger ikke ret meget mærke til, hvad vi har opnået, hvad vi har vundet. Vi har en tilbøjelighed til at undererkende, når vores optimisme er blevet indfriet.

Thor Heyerdahl var pessimist i sine sidste år og påpegede, at alle civilisationer er bukket under på et tidspunkt. Det gør denne sandsynligvis, hvis 9-10 mia. mennesker i 2050 skal leve, som Vesten gør i dag. Men vi har jo i årevis kendt til det åbenlyse behov for en mere bæredygtig udvikling, og der er ikke sket noget. Hvordan ændrer vi folks værdinormer? En holdnings- og adfærdsåndring skal jo forplante sig i mange led, opdragelse, uddannelse, samfundsnormer, lovgivning, politikerne - og netop politikerne hører vel til civilisation 1.0?

»



» firehjulstrækkere, usexet at svine i miljøet, så får vi en adfærdsændring. I vikingetiden var det almindeligt at hugge hovederne af fjenden for at gøre indtryk på damerne. Den holder jo ikke i dag, der sker en løbende udvikling i, hvad vi synes er attraktivt hos hinanden.

Men er det klimahensyn, økonomiske årsager – benzinen er jo blevet dyr – eller for at tage sig godt ud i andres øjne, at vi ser en ændring i bilsalget? Når folk holder op med at køre firehjulstrækkere kan der være i hvert fald tre grunde:

Den første er, at de er blevet klogere og indser, at det ikke er så godt for planeten. Det er måske i virkeligheden naivt at tro, det er grunden. Den anden er visheden om, at de andre er blevet klogere, og derfor er det blevet taberagtigt at køre i firehjulstrækkere. Den tredje er den, at det jo altid slår igennem i den økonomiske verden, når der sker teknologiske og ressourcemæssige forandringer. Olie og benzin er blevet dyrt og alt peger på, at det bliver dyrt, og det er klart, at det gør en firehjulstrækker mindre attraktiv.

Det er måske også vigtigt, at man holder op med at pege fingre af, at nogle ændrer adfærd af rent økonomiske grunde, såsom dyr benzin, højere miljøafgifter – måske nok typisk for de miljøfrelste. Omvendt skal de økonomisk rationelle heller ikke pege fingre ad de hellige, som tror de frelser planeten ved at spise økologiske gulerødder. Man skal ikke pege fingre af, at nogen vil gøre noget godt. Jeg tror, det er en vigtig drivkraft i menneskets udvikling, at man gør noget godt – også selv om det er for at tage sig bedre ud i andres øjne. Det føles godt at gøre noget godt, og det kan ændre adfærd li-

gesom markedsmekanismer og afgiftsmekanismer.

Ser man på mediernes dækning af spørgsmål om klimaproblemet, behovet for Clean Technology, bæredygtig udvikling osv., så har det tydeligvis ikke været højt prioriteret på redaktionsmøderne. Hvad skal der til for at få medierne med?

Det er 10 år siden, Lomborg startede. Han var en nødvendig ådselsæder i miljøsystemet. Man erkendte nemlig ikke de mange sejre, man rent faktisk havde nået i forhold til dagsordenen i 70'erne. Man kan fx bade i Øresund i dag. Det redegjorde Lomborg for, og han viste, at det står bedre til, end vi normalt tænker, og dommedag er længere væk. Så tog han skridtet videre og blev i mine øjne lidt naiv ved at sige, at i virkeligheden handler det hele bare om, at man skal regne ud, hvad der kan betale sig. Er det billigere at bygge diger end bekæmpe CO₂-udledning, så skal man bygge diger. En kortsigtet og naiv betragtning.

På den måde kører Lomborg lidt i grøften, men han får jo enorm medvind i nogle år og får bl.a. Fogh med. Så sker der noget underligt, lige pludselig bevæger det hele sig den anden vej og i løbet af 06-07 er der et enormt gennemslag af indsigt i, at problemerne skal tages alvorligt i Danmark og resten af verden. Derfor mener jeg faktisk, det går hurtigt, når det vender. Nogen stritter imod, og jeg tror, det er vigtigt at få debatten. Skeptikerne skal have lov til at ventilere deres ikke-tro, så man få det diskuteret, ellers bliver det bare dogmer. Og da meget af det også handler om, at vi skal lægge vores dagligdag om, så er det fantastisk vigtigt, at folk forstår det. At de selv

kan se, det er rigtigt. Den eneste mekanisme dertil er en fri debat, hvor alt har været fremme.

Det kan være et problem at få indarbejdet klima, natur og miljø i økonomisk politik. Og så er der byrdefordelingen. Skal vi forringe vores konkurrenceevne i forhold til udviklingsøkonomier som Kina og Indien ved at blive grønne, hvis de ikke gør det?

Først og fremmest vil jeg tænke offensivt, og når vi snakker om optimismen, så er den også vigtig, når vi snakker om de offensive muligheder. Ofte hører man jo skrækscenariet om, at det ikke går, hvis de mange kinesere, indere osv. allesammen skal fyre med olie, kul, naturgas og køre i bil i samme omfang som i Vesten – og derfor skal vi dæmpe vores bilkørsel og energiforbrug. Det er den defensive måde at tænke på.

Jeg mener, at drømme er vigtige, utopi er vigtig, fordi det kan vejlede folk til at tænke wauw! Hvis så mange milliarder indere, kinesere, brasiliанere osv. skal have nogle løsninger på deres legitime energibehov, deres legitime behov for varer, boliger, infrastruktur osv., som er bæredygtige økologisk og økonomisk – så skal der udvikles nogle teknologier af typen vindmøller, solfangere, offentlige transportmidler og alt muligt, som gør det muligt for så mange mennesker at fungere på denne planet med et højt niveau af materiel behagelighed. Det kræver en enorm højteknologisk udvikling, og hvem skal lave det? Det er naturligvis os, der har en gigantisk rolle i at sørge for disse teknologier til disse meget store menneskemængder. Vi har erfaringerne og kompetencerne til det – i stedet for, at udviklingsøkonomierne skal igennem de samme fejl som os.

Det er jo fantastiske muligheder, der byder sig. Alle burde være begejstrede ved udsigten til, at de får 2 mia. flere mennesker ind som forbrugere, de kan producere til.

Den hastige økonomiske vækst og manglende erfaringer og teknologier til at håndtere de miljømæssige virkninger, der følger med, betyder at fx Kina i dag er ved at blive kvalt i deres egen forurening.

Sådan så det jo også ud store dele af Europa for få årtier siden. Det har i høj grad udviklet danske miljøstærke virksomheder, som er specialister i at rense røg, vand, bygge vindmøller osv. Det er hele tiden spørgsmålet, om man vil se det som en udfordring, eller man vil sætte sig ned og jamre. Jeg mener jo, at man er amatør, hvis man jamrer. Det er jo fantastiske muligheder, der byder sig. Alle burde være begejstrede ved udsigten til, at de får 2 mia. flere mennesker ind som forbrugere, de kan producere til. I stedet er der mange, der jamrer og siger, at hvis udviklingsøkonomierne skal leve efter vestlig model, så går det hele jo galt.

Hvad er dansk erhvervslivs styrke i relation til udfordringer og det enorme marked, vi står overfor?

Helt specifikt på miljøteknologi har vi nogle traditioner, som er ret stærke. Vi har arbejdet intenst med forurening siden 70'erne, været førende i vindkraft siden 70'erne. Dengang opstod der bevægelser mod atomkraft og for vedvarende energi. Folk grinede ad vindmøller, ingen tænkte på det som en potentiel industri.

Det er meget vigtigt at forstå, hvorfor det blev det. Det gjorde det, fordi der var et folkeligt pres, nogle folkelige bevægelser og nogle smedemestre i Jylland, der ville det her og pressede på. Så vindmølleindustrien voksede reelt ud af folkelige ønsker og krav. Derfor er det meget vigtigt at fastholde, at en af Danmarks styrker er, vi har et folk, som er meget åndeligt adræt, som tit stiller krav. Folk er lidt tidligere

re på banen end folk i andre lande, fordi det danske folk er vant til at kræve et godt miljø, et godt samfund osv. Danskerne er nogle besværlige nogen, vi er forkælede, vi er vant til velfærd, vi er vant til godt miljø, vant til tillid mellem mennesker, derfor stiller vi nogle krav, og det var årsagen til, at vi fik et hospitalsvæsen, der engang var et af verdens bedste. Dette hospitalsvæsen genererede så et hjemmemarkedsbehov for udstyr til hospitaler, som førte til, at der opstod selskaber som Radiometer og Brüel & Kjær, der leverede apparater til danske hospitaler. Og som i denne proces opbyggede en viden og kompetence, der gjorde dem i stand til at blive verdens ledende aktører på deres felt.

Den danske industrihistorie handler i mine øjne om, at man har en driver, som er en folkelig efterspørgsel, et folkeligt pres. Nogle gange udmønter det

»





» sig også i noget statsligt som hospitalsvæsenet. Der er et folkeligt krav om, at vi vil have et godt miljø. Vi vil have en god sundhedssektor, en velfungerende omsorgssektor eller hvad det nu er - vi vil have et velfærdssamfund. Dette folkelige krav i en eller anden politisk udmøntning skaber så et hjemmemarked, som den begavede og dygtige industri forsyner med produkter. Det betyder, at når resten af verden bliver lige så begavet og krævende på de respektive områder - så står de danske virksomheder med enorme eksportmuligheder og konkurrencemæssige fordele, fordi de tidligere er blevet presset af deres hjemmemarked end andre. Derfor er den danske mulighed, at vi har en befolkning, der siger vindmøller 10-20 år før alle andre, som siger hospitaler et halvt århundrede før mange andre lande - vi er ikke længere i front blandt hospitaler, men det var vi engang.

Jeg skulle for nogle år siden tale ved et arrangement som Innovationsrådet holdt for at kåre de mest innovative danske virksomheder, Innovation Cup. Jeg havde lyttet til talerne og hørt mange erhvervsledere klage over, vi betalte for meget i skat - i øvrigt noget man ofte hører fra erhvervslederne, at det er skatten, der er problemet. Da jeg skulle læse op hvem, der havde vundet, kunne jeg konstatere, at det var Oticon, Linak, Coloplast og Zealand Care.

Virksomheder, der laver høreapparater, hæve-sænke senge og møbler til hospitaler, stomiposer og IT-løsninger til ældreomsorg. Virksomheder, der alle laver ting, der har at gøre med en sundhedssektor og et velfærdssamfund, der fungerer. Det vil sige, driver-

ne, efterspørgselen kommer fra et samfund, der bekymrer sig om mennesker. Responsen kommer fra private virksomheder, som i den traditionelle markedsøkonomiske logik formår at skabe en innovation, der er drevet af denne efterspørgsel, denne viden som findes i et velfungerende system omkring ældreomsorg eller hørehæmmede osv. Hele den ekspertise, som findes blandt læger, sundhedsplejersker osv., hele dette konglomerat af kompetencer og udfordringer skaber nogle virksomheder, som bliver enormt innovative.

Spørgsmålet er om de virksomhedsledere, som en time forinden havde siddet og jamret over, at deres medarbejdere skal betale så meget i skat, har forstået, at noget af det, som skaber efterspørgselen, det som skaber et sådant drive i samfundet måske også er, at man har velfungerende gratis universiteter, en velfungerende offentlig sektor, en høj miljøbevidsthed, social bevidsthed osv.

Man får noget for skattekrone, og dem der får mest, er måske i virkeligheden det private erhvervsliv, fordi de får et samfund præget af lave transaktionskostninger, baseret på tillid mellem mennesker. Et samfund præget af udfordringer, som siger, at vi vil have noget, der er bedre. Hvor man ikke bare æder det, der er, men vil have noget, der er bedre. Og det er jo det, der er brug for, hvis man skal tjene penge på et verdensmarked. Så skal man have nogle produkter og systemer, som er foran de andre. Der mener jeg, at Danmark og dansk erhvervsliv er helt exceptionelt, fordi vi har en befolkning, som er så letbevægelig og meget

hurtigt opfatter tendenser. Det er ikke noget tilfælde, at de nordiske lande i hele PC-bølgen, som nu har været i 20-25 år, har været i front med flest PC'er i befolkningen, flest Internetforbindelser osv. blandt de frie demokratiske lande. Det er fordi, vi har meget omstillingsparate befolkninger, som tør sige ja, fordi de også tør sige nej.

Er det fordi vi har et velfærdssamfund på et højt niveau, der giver os overskud til at stille krav?

Jeg tror, det er en lang historisk tradition, som især handler om, at vi har relativt høj lighed. Der er ikke enorm fattigdom, ikke enorm rigdom, og det gør, at der ikke er nogen voldsom mistillid i befolkningen. I Skandinavien har vi jo en lang tradition for at prøve at få alle med, alle egne, alle mennesker. Vi har en stærk tradition for, at det er værdifuldt, at alle går i skole, alle lærer at læse, alle har fri adgang til strandene - alle de her goder, som gør, at vi er et hyggeligt lille land.

Vi har en stærk tillidskultur, vi er et homogent folk, som accepterer de fælles værdinormer som omfatter fx høj arbejdsmoral. Og den stærke tillidskultur, som vel reelt er baseret på mange uskrevne love, gør det vel svært for andre at komme udefra?

Ja, det er sværere i et multikulturelt samfund at få alle med. USA's dynamik kommer ikke af tillidskultur, men af enorm afstand mellem rig og fattig. Der er nogle ting, som det amerikanske system bare ikke er godt til.

Vi skal ikke klynke over skatten. Mange undersøgelser viser, at de ud-



Det er vigtigt for et samfund jævnlige at springe over, hvor gærdet er højest. Engang imellem skal man gøre noget, der rækker ud efter stjernerne.

viklede lande ligger tæt på hinanden, når man tager brugerbetaling, privatforsikringer osv. med i vurderingen af skattetrykket. Spørgsmålet er også om det, at vi har lagt mange penge i en stor fælles kasse, ikke har givet os en samfundsmæssig adræthed, som vi ikke ville have, hvis samfundets opsparring i langt større udstrækning var placeret i en masse forskellige virksomheder. Det ville give en masse aktører, som har en kort tidshorisont. Samfundet skal nogle gange kunne sige noget sindssygt – som fx USA, der sendte en mand til månen. Vi har gjort det nogle gange i vores historie – fx ved at sige, at vi vil have verdens bedste miljø. Det giver anledning til en enorm industriel opblomstring omkring den opgave.

Det er vigtigt for et samfund jævnlige at springe over, hvor gærdet er højest. Engang imellem skal man gøre noget, der rækker ud efter stjernerne.

Du skaber en begejstring i samfundet, men også en efterspørgsel, som kan føre til teknologisk udvikling og innovation i mange virksomheder. Det er fantastisk vigtigt. I det lys kan man stille spørgsmålstejn ved det hensigtsmæssige i, at vi privatiserer hospitalsvæsenet, opsparring, telefoni, infrastruktur, banelegemer osv. Ganske vist kan det skabe dynamik, men også konservatisme, fordi aktørerne får en lille kort horisont.

Antag, at dette land besluttede sig for, at vi ville skabe et kollektivt transportsystem, som tager afsæt i de store byer og forbinder dem på kryds og tværs – et system, som er miljømæssigt, komfortmæssigt, økonomisk bære-

dygtigt. Hvis vi sagde det med en målsætning på 10 år, så ville det i dag være vanskeliggjort af, at Banedanmark har skinnerne, DSB har togene, og busserne indgår i et helt andet system. Privatiseringer gør, at det bliver sværere at stille sig de her utopiske mål engang imellem, end det har været tidligere.

Det Danmark skal gøre nu med klimatopmødet i 2009 i udsigt er, at vi skal stille nogle halvutopiske mål. Fx at vi i løbet af 10 år skaber en kollektiv transport, som slår alt – som gør, at folk ikke gider køre i bil mere. Vi vil være dem, som skaber energiteknologier, som gør, at man ikke behøver være afhængig af kul, olie og gas. Vi vil være det samfund, som står stærkest på at sige, at enhver forurening er en ressource, der er placeret det gale sted. Altså hele det der med, at man bruger ressourcerne op, det skal jo netop køre i kredsløb.

Der er en enorm teknologisk, viden-skabelig, produktionsteknologisk udfordring i at facilitere, at vi bevæger os derhen. Men det kan vi jo godt være en drivkraft i, fordi vi har en intelligens og en befolkning til det. Så derfor mener jeg, at optimismen, utopitænkningen eller drømmene er det, som vi skal leve af, det som gør, at vi satser på nogle ting. For store visioner kan føre meget med sig. Tag nu igen vindmøller, det er jo ikke bare Vestas, det er en masse underleverandører, som leverer tandhjul og dippedutter.

Men det er langt fra alle steder i dansk erhvervsliv, jeg ser handsken blive samlet op. Jeg har hørt danske erhvervsledere sidde i diskussioner og sige omkring energiudfordringen, at de

gerne vil være sikre på, at der er et marked. De vil gerne være sikre på, at der faktisk er en grund til at agere på al den snak om klima og Clean Tech. Hvor man så bare har lyst til at sige til dem: Er I bare ukvalificerede kapitalister?

For det går jo ud på at turde gøre noget, agere på noget, der ikke er helt sikkert endnu. Det er derfor, man tjener mange penge. Risikovillighed hænger jo sammen med begrebet kapital og fx finske Nokia – hvis historie går helt tilbage til 1800-tallet og har dækket vidt forskellige brancher – har jo helt klart været risikovillig. De har taget en enorm chance, investeret en masse penge i udvikling af mobiltelefonividen. Det kunne sagtens være gået galt, for der er jo masser af teknologier, der ikke fører til noget. Men de turde, og de må siges at være blevet belønnet – og hele den nation, de er en del af, er blevet belønnet, det er det, vi skal huske.

Men det er altså ikke alle steder i erhvervslivet, jeg ser det nødvendige mod. Jeg hører nogle af de centrale aktører efterspørge statslige garantier, hvis de skal stige på klimaudfordringen. Vi skal passe på vi ikke bliver kørt bagud. I Californien er alle, der før var på computere, nu rettet ind mod solenergi. Danmark er jo ikke førende så stærkt på vindmøller mere. Vi sad stærkt for fem år siden på vind, men vi har smidt det på gulvet. Driveren er der imidlertid stadig, den intelligente kravstillende befolkning. Det er dem, man hele tiden skal lytte til, hele tiden skal opsøge, bede om modspil fra.

Udsigt til stigende omsætning i Danisco



Danisco beskæftiger sig med udvikling, produktion og salg af fødevarer ingredienser, sukker og industrielle bioprodukter til føde- og drikkevarerindustrier såvel som non-food sektorer. Selskabet er delt i to divisioner,

Danisco Ingredients og Danisco Sugar.

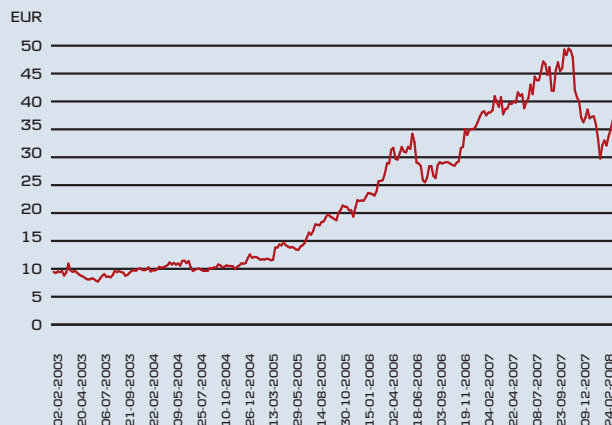
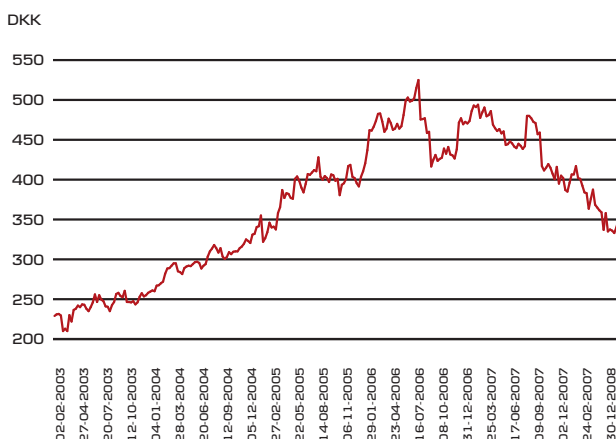
I 2007 blev det besluttet at undersøge mulighederne for at skabe yderligere aktionærværdi ved en opsplitning af Danisco i to selvstændige enheder. Ved denne lejlighed blev det påpeget, at rent skattemæssigt var det formentlig mest fordelagtigt for Danisco at foretage evt. salg af sukkerdivisionen i 2009. Sukkerdivisionen er i øvrigt via en operationel tilpasningsproces blevet en af Europas mest effektive og rentable sukkerproducenter med særdeles stærke resultater.

I de kommende måneder ventes løbende fokus på værdien af sukkerforretningen og dermed også den samlede værdi af Danisco.

Ingredients har igennem længere tid været den hastigst voksende del af Danisco, og ses af mange som kerneforretningen i selskabet. Danisco Ingredients producerer og sælger bl.a. smagsstoffer, sødestoffer og enzymer til bl.a. ethanolproduktion.

I 2008 ventes ingrediensforretningen fortsat at være under pres fra stigende råvarepriser og USD-svækkelse, men i løbet af året forventer Danske Markets Equities (DME), at Danisco vil formå at vælte yderligere prisstigninger over på kunderne. Selskabet forventes dermed at kunne fremvise stigende omsætning samt gradvis bedre indtjeningsgrad henover året. Ydermere ventes nyt momentum i ethanolforretningen, hvor muligheden for at vinde markedsandele ovenpå et skuffende 2007, er stigende.

DME har en Akkumulér-anbefaling på aktien med et kursmål på DKK 435 per aktie.



Stærk vækst i Metso

Finske Metso er et globalt teknologi- og ingeniørselskab, der består af to hoveddivisioner, Paper og Mining. Paper producerer udstyr til papirproduktion og har øget ordrebogen og indtjeningsevnen markant siden sidste år og vist gode takter i det seneste kvartalsregnskab, særligt i papirdivisionen.

Divisionen Mining er en stærk konkurrent til danske FLS-midten inden for levering af udstyr til mineudvinding af mineraler og metaller – et marked i stærk udvikling. Mining leverer desuden udstyr til genbrugsstationer og andre større konstruktionsarbejder og Metso nyder i det hele taget godt af en stærk udvikling af mineindustrien og yderligere store investeringer fra de store mineselskaber.

Danske Markets Equities (DME) forventer, at Metso 2008 vil omsætte for EUR 7,17 mia. og vise et driftsresultat, der øges fra EUR 240,4 mio. i 2007 til EUR 773,2 mio. for 2008 – altså en tredobling.

På nøgletal og værdiansættelser er Metso attraktiv og har det laveste P/E-niveau blandt 14 sammenlignelige selskaber og ud fra vores DCF analyse har aktien et kurspotentiale på hele 91 pct. i forhold til aktiekursen den 7. februar. Investorer skal dog stadig have for øje, at ingeniørselskaber ofte betegnes som konjunkturprægede og derfor kan en kommende recession påvirke forventningerne til selskabet negativt.

DME har en Køb-anbefaling på aktien med et kursmål på EUR 61 pr. aktie. Bemærk i øvrigt selskabets udbyttepolitik, som indebærer, at der 3. april udbetales 3 EUR pr. aktie, svarende til et direkte afkast på over 8 pct.





Pride International - stærk nicheoperator

Amerikanske Pride International er et globalt olieudvindingsselskab, der er aktiv inden for olieboringer og særligt dybvandsboringer, hvor selskabet hyres af store olieselskaber såsom mexicanske Pemex og brasilianske Petrobras til at udvinde olie på særligt svære oliefelter.

Selskabet har en alsidig flåde, der kan bore på ultradybt vand bestående af flydende borerigge og jackup rigge, der bankes fast til havbunden og olieboreskibe, de såkaldte floaters, der udgør størstedelen af forretningen - samt landbaserede borerigge.

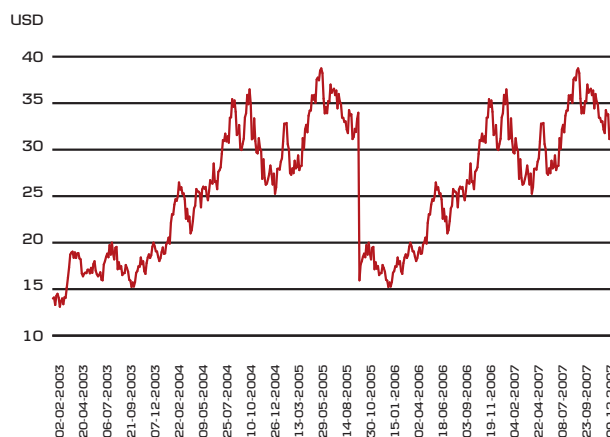
I januar tilføjede Goldman Sachs (GS) Pride International til dens "Conviction Buy List" over de aktier, banken finder mest attraktive, som følge af aktiens attraktive profil og svage udvikling i den seneste tid. GS komplimenterer Prides store eksponering mod olieudvinding på svært tilgængelige steder, såsom meget dybt hav - netop steder, hvor man i fremtiden må lede efter olie.

Desuden foretrækker banken nu olieboringsselskaber frem for olieserviceselskaber.

Pride er desuden interessant idet selskabet for nylig har offentliggjort en femårig kontrakt med det britiske olieselskab BP til en værdi af USD 876 mio. og andre betydelige kontrakter er i forhandling. I det hele taget har aktien flere triggere i forhold til nye kontrakter.



GS ser et potentiale i aktien på 16 pct. med et 12 måneders kursmål på USD 40.



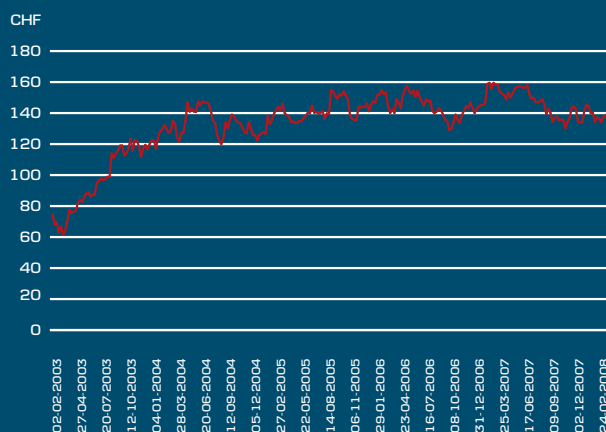
Schweizisk medicinalteknologi

Det schweizisk baserede selskab Synthes, er opgjort på markedsværdi, et af de største medicinalteknologiselskaber i EU. Selskabet udvikler og fremstiller implantater og instrumenter til ortopædkirurgi. Selskabets aktiviteter kan inddeles i tre primære områder: Trauma, Spine og Cranio-maxillofacial. Synthes er, med en markedsandel på 40 pct., markedsleder på området trauma, som omfatter metalplader og skruer, der avendes ved knoglebrud. Området Spine og Cranio-maxillofacial omfatter udstyr til rygradsoperationer og kranieoperationer.

Investeringsbanken Goldman Sachs venter, at selskabet kan fastholde en salgsvækst i området Trauma på 10-12 pct. og en forbedring af indtjeningen før renter og skat med 50 basispoint om året i 2006 til 2009. Samtidig ventes en øget salgsvækst indenfor området Spine som følge af det seneste opkøb af NSpine og samt lanceringen af ProDiscs i 2008. Goldman Sachs, som har et kursmål på CHF 165 per aktie, vurderer, at aktien er billig i forhold til sammenlignelige selskaber såsom Smith & Nephew og Stryker.

En af de primære risici ved aktien er selskabets eksponering over for dollarkursen, idet en stor del af salget foregår i USA.

Aktien vurderes alligevel som attraktiv, idet der ventes et skift til aktier, der ikke er lige så eksponerede over for den almene forbruger og til aktier med en lav værdiansættelse historisk set. Samtidig kan solide resultater for 2007 og opjusteringer virke som katalysatorer på aktiekursen.



Selvangivelsen for 2007 og skatten af børsnoterede aktier

Selvangivelsen for 2007 skal snart afleveres, og mange skal igen forholde sig til de regler for beskatning af aktie-avancer, der blev indført med virkning fra 1. januar 2006. De nye aktieavance-regler har givet anledning til en række spørgsmål. Du kan her læse om de vigtigste regler for selvangivelse af gevinster, tab og udbytter på børsnoterede aktier. Endvidere omtales den særlige bestemmelse om overgangssaldo på aktier og anparter.

Reglerne for beskatning af børsnoterede aktier fra 1. januar 2006

I skemaet nedenfor er reglerne for beskatning af børsnoterede aktier angivet i hovedtræk.

Beskatning ved salg af børsnoterede aktier i hovedtræk			
	Avance	Tab	Opgørelser af anskaffelsessum
Skattepligtige beholdninger	Aktieindkomst. (Dog i visse tilfælde kapitalindkomst, hvis aktierne er købt før 1. januar 2006 og afstås inden 3-års ejertid)	Modregning i avancer og udbytter på børsnoterede aktier. Yderligere tab kan overføres til en samlevende ægtefælle eller fremføres til modregning først hos investor og dernæst eventuelt hos ægtefællen uden tidsbegrænsning.	Gennemsnitsmetoden
Skattefri beholdning (børsnoterede aktier med værdi på 136.600 kr. Ægtefæller 273.100 kr. og derunder pr. 31. december 2005)	Skattefri, hvis aktierne har været ejet i mindst 3 år på salgstidspunktet	Tab kan ikke modregnes, hvis aktierne har været ejet i mindst 3 år på salgstidspunktet.	Aktie-for-aktiemetoden.

Rubrik 66 "Gevinst/tab på børsnoterede aktier/investeringsforeningsbeviser og udbytte/udlodning, hvor der ikke er indeholdt udbytteskat. Tab angives med et minus."

Rubrik 68 "Den del af gevinst på aktier mv. i rubrik 66/67, der er ejet i mindre end tre år, erhvervet før 1. januar 2006 og afstået i 2007."

Hvis der i indkomståret 2007 samlet set har været realiseret en avance på børsnoterede aktier, skal avancen selvangives i rubrik 66.

Tab på børsnoterede aktier realiseret i 2007 skal også selvangives i rubrik 66. Tabet skal angives med minus. Tabet kan ikke fradrages ved opgørelse af indkomsten i 2007, men kan fremføres tidsubegrænset til modregning i avancer på aktier i et senere indkomstår, eventuelt hos ægtefællen. Når tabet først er selvangivet vil SKAT automatisk tage højde for det, hvis der i et senere indkomstår realiseres en avance på børsnoterede aktier.

Efter reglerne i aktieavancebeskatningsloven beskattes

avancer ved salg af børsnoterede aktier som aktieindkomst uanset ejertid. Efter de tidligere gældende regler blev avance på aktier ejet i mindre end 3 år beskattet som kapitalindkomst.

I den nugældende aktieavancebeskatningslov er der en sindrig overgangsregel, der skal forhindre skærpet beskatning. Overgangsreglen gælder avance ved salg af aktier købt før 1. januar 2006 og som sælges inden 3-års ejertid. Avancer på sådanne aktier, som efter de gældende regler ellers skulle beskattes med de høje skattesatser for aktieindkomstskat på 43, eller 45 pct. overføres til beskatning som kapitalindkomst, hvis det er en fordel for investor. Det gælder,



Eksempel 1:

En privat investor har købt og solgt følgende aktier i selskab X:

Købsdato	Antal	Kurs	Kursværdi
2. januar 2005	500 stk.	300	150.000
2. juli 2006	<u>200 stk.</u>	370	<u>74.000</u>
I alt	700 stk.		224.000

Gennemsnitskursen udgør $224.000/700 = 320$.

Salg af nominelt 300 den 2. oktober 2007 til kurs 390:

Sælgspris (nominelt 300 x kurs 390)	117.000
- købspris (nominelt 300 x kurs 320)	<u>96.000</u>
Avance	21.000

Investor anfører avancen på 21.000 kr. i rubrik 68 og SKAT sørger automatisk for at beløbet beskattes i kapitalindkomsten, hvis denne beskatning er lavere end 43 pct. Husk at avancen også skal indgå i den samlede avance på børsnoterede aktier, som angives i rubrik 66.

hvis investor har negativ nettokapitalindkomst (effektiv skatteprocent ca. 33). Det gælder også, hvis investor har positiv nettokapitalindkomst, men ikke betaler mellemskat og topskat (effektiv skatteprocent ca. 39).

Investor skal i rubrik 68 blot skrive sine avancer på sådanne aktier. SKAT sørger så automatisk for, at den del af avancen, der som udgangspunkt skulle beskattes med de høje skattesatser for aktieindkomstsats på 43 eller 45 pct. bliver overført til kapitalindkomsten. Se eksempel 1.

Gamle tab

Efter den nye aktieavancebeskatningslov kan fremførselsberettigede aktietab for det første modregnes i såvel aktieavancer som udbytter.

Gamle tab på børsnoterede aktier realiseret før og efter 3 års ejertid er slået sammen og kan modregnes i avancer og udbytter på børsnoterede aktier uanset ejertid. Gamle tab på unoterede aktier erhvervet før 1. januar 2006 og ejt mindre end 3 år på salgstidspunktet kan også modregnes i avancer og udbytter på børsnoterede aktier. Se boksen nedenfor.

Tab på børsnoterede aktier realiseret i indkomstårene 2002 til 2005 skulle tidligere angives på blanket 04.055. SKAT har imidlertid



Gamle tab (realiseret i 2002-2006) til modregning i avancer og udbytter på børsnoterede aktier

Hvilke tab?	Tab fra hvilke indkomstår?
Tab på børsnoterede aktier ejt under 3 år	Tab realiseret i 2002 eller senere kan fremføres uden tidsmæssige begrænsninger
Tab på børsnoterede aktier ejt over 3 år (over 100.000 kr.'s grænsen)	
Tab på unoterede aktier ejt under 3 år realiseret før 1. januar 2006	
Tab på børsnoterede aktier ejt over 3 år (under 100.000 kr.'s grænsen)	Kan aldrig udnyttes.
Bemærk: Tab på børsnoterede aktier realiseret i 2007 skal anvendes til modregning i årets avancer og udbytter på børsnoterede aktier før tab fra tidligere indkomstår. Tab realiseret i 2001 eller tidligere kan ikke fremføres til modregning i avancer og udbytter realiseret i 2007 og senere.	

gemt selvangivne tab for disse år samt 2006, og vil automatisk modregne fremførselsberettigede tab i avancer og udbytter på børsnoterede aktier, se eksempel 2.

Husk: Hvis et fremførselsberettiget tab ved en fejl ikke er blevet selvangivet i et tidligere indkomstår, udelukker det ikke, at tabet kan modregnes i avancer og udbytter på børsnoterede aktier realiseret i indkomståret 2007. Det er dog et krav, at tabet kan dokumenteres. Gamle tab fra 2002-2006, der ikke tidligere er blevet selvangivet, skal oplyses til SKAT ved særskilt brev.

Rubrik 61 "Udbytte af danske børsnoterede aktier i dansk depot og udlodning fra visse investeringsforeninger, der er indberettet til SKAT."

Udbytte fra danske børsnoterede aktier skal selvangives i rubrik 61. Beløbet angives før fradrag af kildeskat.

Rubrik 63 "Udbytte af udenlandske børsnoterede aktier i dansk depot, der er indberettet til SKAT."

Udbytte fra udenlandske aktier i dansk depot anføres i rubrik 63. Beløbet angives før fradrag af udenlandsk kildeskat. På blanket 04.054 »Specifikation af udbytte af børsnoterede udenlandske aktier i dansk depot« skal udbyttet specificeres, herunder skal angives den indeholdte udenlandske kildeskat.

For udbytte fra udenlandske aktier m.v., der ikke er i dansk depot, gælder særlige regler. Her skal udfyldes en udenlandsk selvangivelse.

SKATs beregningssystem

Til brug for beregningen af aktieavancer og -tab har SKAT udviklet et beregningssystem, som man kan finde på www.tast selv.skat.dk. Systemet gemmer de indtastede oplysninger, så man løbende kan indtaste køb og salg. Investor bør dog altid selv kontrollere beregningerne, inden beløbene skrives på selvangivelsen.

Skat af aktieindkomst

Fra og med 2008 beskattes aktieindkomst med følgende satser:

- 28 % af beløb op til 46.700 kr.
- 43 % af beløb mellem 46.700 kr. og 102.600 kr.
- 45 % af beløb over 102.600 kr.

(De viste progressionsgrænser gælder for 2008)

Overgangssaldo for personlige aktionærer herunder hovedaktionærer.

Den nye skattesats på 45 % for så vidt angår aktieindkomst over 102.600 kr. blev indført i forbindelse med, at skattesatsen for selskaber blev reduceret fra 28 % til 25%.

Imidlertid blev der indført en overgangsordning med henblik på at neutralisere effekten af den forhøjede aktie-avanceskat på 45 % af opsparet selskabsoverskud, der er blevet beskattet med den tidligere selskabsskattesats på 28 % eller højere.

Overgangsordningen gælder for såvel børsnoterede som unoterede aktier samt anpart og indebærer, at der skal opgøres en overgangssaldo pr. den 1. januar 2007 på grundlag af aktieejers samlede beholdning af aktier på dette tidspunkt.

Hvis der er en positiv saldo, dvs. at værdien af aktierne den 1. januar 2007 er højere end anskaffelsessummerne, vil

Eksempel 2:

Et ægtepar har i 2007 avance på børsnoterede aktier på i alt 80.000 kr., fordelt med 50.000 kr. til manden og 30.000 kr. til hustruen. I indkomståret 2003 har manden haft et tab på børsnoterede aktier på kr. 60.000.

På selvangivelsen for 2007 skal manden anføre 50.000 kr. i felt 66 og hustruen selvangiver 30.000 kr. også i felt 66. SKAT modregner herefter automatisk tabet fra indkomståret 2003 i mandens avance med 50.000 kr., hvorefter det resterende tab på 10.000 kr. modregnes i hustruens avancer. Resultatet bliver således, at hustruen skal betale skat af aktieindkomst på 20.000 kr.

fremtidige aktiegevinster og udbytter, der holder sig inden for saldoen højst blive beskattet med 43 %. Der sker således først beskatning med 45 %, når saldoen er opbrugt.

Ægtefæller opgør overgangssaldoen hver for sig. Uudnyttet overgangssaldo kan overføres mellem ægtefæller, hvis aktieindkomsten ikke kan rummes i egen overgangssaldo.

Særligt om børsnoterede aktier

For børsnoterede aktier, er det kursværdien pr. 1. januar 2007 reduceret med aktiernes anskaffelsessum, der skal indgå på saldoen. Opgørelsen foretages aktie for aktie.

Hvis nogle aktier på grundlag af ovenstående udviser et tab, mens an-

dre udviser en avance, er det kun avancen der indgår på saldoen. Aktier med tab holdes udenfor.

Aktier der kan sælges skattefrit, som følge af overgangsreglen for skattefrie aktier pr. 31. december 2005, indgår ikke på overgangssaldoen.

Særligt om unoterede aktier

For unoterede aktier gælder det, at der tages udgangspunkt i selskabets regnskabsmæssige egenkapital ved udgangen af regnskabsåret 2006. Herfra trækkes aktiernes anskaffelsessum og et eventuelt overskud indgår herefter på overgangssaldoen.

Som følge af ovennævnte beregningsprincip, har aktionæren i sagens natur en interesse i at den værdi, der

anvendes pr. 1. januar 2007, er så høj som muligt, således at overgangssaldoen ligeledes bliver så høj som muligt.

Som eksempler på aktiver som kan opskrives med virkning for årsrapporten og dermed for overgangssaldoen kan nævnes fast ejendom samt datterselskabsaktier.

Det er derfor muligt med virkning for overgangssaldoen pr. 1. januar 2007, at foretage ændring af de regnskabsmæssige principper også for regnskabsåret 2007. Det er dog kun muligt at foretage opskrivning af aktiver, der indgik i balancen for regnskabsåret 2006. På denne måde er det muligt at opnå en højere overgangssaldo og dermed udskyde den højere aktieindkomstbeskatning på 45 %.

Gebyroversigt for 2007 og skatten

Sammen med årsoversigten modtager bankens kunder en gebyroversigt. På gebyroversigten kan man se, hvad der i 2007 er blevet betalt for de mest almindelige serviceydelser fra banken.

Private kunder

Private kunders gebyrer er normalt indkomstopgørelsen uvedkommende. Eksempelvis kan gebyrer for betalingskort, kundepakker m.v. og depotomkostninger ikke fradrages skattemæssigt af private kunder.

Kurtage i forbindelse med køb og salg af værdipapirer indgår ved opgørelsen af skattepligtig kursgevinst eller -tab, idet kurtage henholdsvis tillægges anskaffelsessummen og fradrages salgssummen, når avance og tab beregnes.

Selvstændigt erhvervsdrivende og selskaber

Selvstændigt erhvervsdrivende under virksomhedsordningen, samt selskaber kan i modsætning til private normalt fradrage gebyrer for betalingskort, kundepakker og depotgeby-

rer m.v. ved indkomstopgørelsen, når disse anses som udgifter i forhold til virksomheden. Kurtage kan i lighed med hvad der gælder for privatpersoner fradrages ved opgørelse af skattepligtig gevinst og tab på værdipapirer.

Provisioner for garanti

Visse omkostninger, som er betalt til banken, fremgår dog ikke af gebyroversigten. Det gælder eksempelvis provisioner for lån, garanti og kaution.

Personer og selskaber kan altid fradrage provisioner, der beregnes løbende, og som betales til banken for lån, garanti eller kaution. Engangsprovisioner er derimod kun fradragsberettigede, hvis lånets løbetid er aftalt eller forudsat at skulle være under 2 år. Gebyrer for papirmæssige ekspeditioner er aldrig fradragsberettigede.

Bemærk, at banken normalt ikke indberetter provisionerne til skattemyndighederne. Du skal derfor selv sikre at beløbet medtages på oplysningskortet/selvangivelsen. Beløbet anføres i rubrik 39.

Investér i en dollarvending med kapitalgaranti



Dollaren er på et historisk lavt niveau over for yenen, euroen, kronen og pundet. Med en valutaindekseret obligation kan du med minimal risiko nyde godt af en evt. dollarstyrkelse.

Danske Bank tilbyder nu en valutaindekseret obligation i EUR/USD med tegning i perioden 10.-19. marts. En valutaindekseret obligation er en obligation, hvor indfrielseskursen afhænger af udviklingen i det underliggende valutakryds – i dette tilfælde valutakrydset mellem euro og amerikanske dollar.

Investering i en valutaindekseret obligation kan betegnes som en mellemting mellem investering i en valuta og en obligation – men med en begrænset risiko. En valutaindekseret obligation giver en kuponrente, som i dette tilfælde med beskedne 0,25 pct. er lavere end kuponrenten på tilsvarende indenlandske amerikanske obligationer med samme løbetid. De renter, der ”mangler” benyttes til at købe optioner på valutamarkedet for.

Kursudviklingen på en valutaindekseret obligation er via disse optioner afhængig af kursudviklingen i det pågældende valutakryds – dvs. i dette tilfælde EUR/USD. Anvendelse af optionerne betyder også, at den valutaindekserede obligation har et minimum for indfrielseskursen.

Svækkes USD således over for EUR vil det ikke kunne resultere i en indfrielseskurs under denne grænse, som, med de gældende markedsbetingelser ved redaktionens slutning, ikke kan være under kurs 96,75 (obligationen udstedes til kurs 100). Kuponrenten på 0,25 pct. betales uafhængigt af udviklingen i EUR/USD.

Sælger du obligationen, før den udløber, vil kursen alene være afhængig af markedsforsholdene på salgstidspunktet, og du er således ikke garanteret en minimumskurs. Vi anbefaler derfor, at du som udgangspunkt beholder obligationen, til den udløber. Vi kan ikke anbefale dig at købe obligationen, hvis din investeringshorisont er mindre end obligationens løbetid.

I øvrigt skal det bemærkes, at den såkaldte deltagelsesgrad først bliver endeligt fastsat senest d. 26. marts 2008. Deltagelsesgraden udtrykker, hvor kraftigt en evt. dollarstyrkelse slår igennem på værdien af obligationen. Som markedsforsholdene så ud ved redaktionens slutning, kan deltagelsesgraden fastsættes til 100 pct. Det vil sige, at obligationen ved udløb 27. marts 2009 vil kunne indfries med et kurstillæg, der svarer til 100 pct. af ændringen i EUR/USD – uden loft. Bemærk desuden, at hvis der under de aktuelle markedsvilkår senest 26. marts 2008 ikke kan opnås en deltagelsesgrad på mindst 90 pct. annulleres udstedelsen.

Kort om USA

EUR/USD er steget betragteligt i løbet af de seneste år. Dollaren har efterhånden været undervurderet mod euroen ud fra en klassisk ligevægtsberegning i et pænt stykke tid, men det har indtil nu været for tidligt at regne med en vending i det transatlantiske va-

lutakryds.

De finansielle markeder startede 2008 dramatisk – dog uden, at EUR/USD har haft nogen klar tendens. Store fald på de globale aktiemarkeder og lavere renter afspejler en forventning i markedet om en ændring i den økonomiske cyklus. Markedet indregner efterhånden en stor sandsynlighed for, at den amerikanske økonomi skal igen gennem en recession. Fremadrettet skal man ikke forvente meget afklaring fra de økonomiske nøgletal fra USA de kommende måneder. Med andre ord vil recessionsfrygten herske igennem en stor del af første halvår.

Vi fastholder vores negative syn på dollaren på kort sigt – delvist grundet en global vækst i lavere gear og delvist grundet et internationalt skift væk fra amerikanske aktiver. Vi venter, at den amerikanske centralbank sætter renten ned til 2 pct. frem mod sommer, hvorved dollaren ikke vil få hjælp af relative renter. Allerede nu har USA den tredjelaveste korte rente blandt de såkaldte G10-lande (efter Japan og Schweiz). Så længe frygten for en global lavkonjunktur er centreret om USA, synes en snarlig dollarstyrkelse ikke sandsynlig.

Vi forventer imidlertid, at den amerikanske økonomi vil undgå en recession – ikke mindst på grund af den kommende finanspolitiske pakke. Der er udsigt til, at udbetalingen af skattelettelserne starter allerede i løbet af



maj. Dermed vil pakken begynde at kunne mærkes allerede i slutningen af 2. kvartal og give et markant løft til væksten i 3. kvartal. Dertil kommer de aggressive rentenedsættelser fra centralbanken, som vil få effekt i løbet af 2. halvår. Dette ventes at understøtte dollaren.

På den anden side af Atlanten bliver modvinden stadig vanskeligere at sidde overhørig. Forværringen i den europæiske økonomi vil skyldes negativ afsmittning udefra, aftagende investeringsvækst og den øjeblikkelige opbremsning i forbruget. Forværrede økonomiske udsigter og en forholdsvis kraftig opblødning i udtalelserne fra ECB betyder, at vi nu venter, at ECB leverer tre rentenedsættelser i år, hvilket ventes at presse euroen ned mod dollaren.

Derfor synes et fald i EUR/USD fra midten af året sandsynlig. Dette vil være konsistent med erfaringerne fra tidligere afmatninger i den amerikanske økonomi, om end lektien fra recessionen i 1990-91 antyder, at en nedgang i økonomisk vækst kombineret med en gældsrelateret finansiel krise kan gøre et comeback for dollaren mere træg. Hvor stor bevægelsen bliver, er usikkert, men vi vurderer, at et neutralt langsigtet niveau for EUR/USD er omkring 120. Om eller hvornår dette niveau nås, er det svært at spå om, men det er bestemt inden for mulighedernes grænser.



Skatteregler

Beskatning af Kommuninvest EUR-TRY 2009 og Kommuninvest EURUSD 2009

Skattemæssigt behandles obligationerne efter regler for obligationer i fremmed valuta. Kursgevinster og tab på obligationerne opgøres efter realisationsprincippet, hvilket blandt andet betyder, at kursgevinster og -tab først beskattes i det år de realiseres.

• Personer

Kursgevinst er skattepligtig, og kurs-tab er fradragsberettiget. Det gælder dog kun, hvis den samlede årlige nettogevinst eller det samlede årlige nettotab på fordringer og gæld i fremmed valuta overstiger 1.000 kr.

Skattepligtige kursgevinster samt tab, medregnes i kapitalindkomsten.

Renteafkastet beskattes efter de almindelige regler.

Obligationerne kan ifølge skattemyndighedernes praksis ikke anskaffes for midler i virksomhedsskatteordningen.

• Selskaber, fonde m.v.

Kursgevinst og -tab medregnes i selskabsindkomsten indkomst.

Renteafkastet beskattes efter de almindelige regler.

• Pensionsmidler

Hele afkastet beskattes efter lagerprincippet med 15 procent i pensionsafkastskat. Kursgevinster og -tab samt renter medregnes i grundlaget for pensionsafkastskat.

Investering i tyrkiske lira med kapitalgaranti



Danske Bank tilbyder en valutaindekseret obligation i EUR/TRY med tegning til og med 19. marts. Det maksimale tab er begrænset til fem pct., mens stigningspotentiallet er ubegrænset.

Danske Bank tilbyder nu en valutaindekseret obligation i EUR/TRY, som giver mulighed for at få del i en fremtidig styrkelse af TRY over for EUR indtil udløb 27. marts 2009 kombineret med en kuponrente på 10 pct. Tegningskursen er 100 uden kurtage.

Det interessante ved obligationen er derudover, at investor er garanteret en minimumkurs ved udløb på 85. Denne minimumkurs og kuponrenten fastsættes først endeligt d. 26. marts.

I praksis betyder dette, at uanset hvor meget TRY i værste fald måtte falde mod EUR i obligationens løbetid, så kan investor aldrig opleve en indfrieselskurs under 950 pr. obligation af 1000 kr. – svarende til summen af minimumskursen og kuponrenten. Det vil sige, at investor højst kan tabe fem pct. af den investerede kapital.

Til gengæld er stigningspotentiallet i realiteten ubegrænset. Hvis tyrkiske lira er steget mod EUR ved udløb, så indfries obligationen nemlig til en værdi af 1000 kr. + valutakursændringen uden loft – og dertil kommer kuponrenten oveni.

Vær dog opmærksom på, at usikkerheden omkring udfaldet af den aktuelle finanskrisen og omfanget af den økonomiske krise i USA betyder, at der er en stor potentiel risiko ved investering i højtforrentede obligationer i Emerging Markets for tiden, herunder tyrkiske lira.

Kort om Tyrkiet

2006 var et stormfuldt år for de tyrkiske finansielle markeder, og den nye tyrkiske lira blev markant svækket i løbet af foråret og sommeren. Det udløste markante renteforhøjelser fra den tyrkiske centralbank, hvilket stabilise-

rede den tyrkiske lira, som derefter er blevet styrket løbende over for EUR.

Svækkelsen i 2006 sendte inflationen over 10 procent igen, men valutastyrkelsen har siden vendt tendensen, og der er udsigt til lavere tyrkisk inflation i de kommende år. Centralbanken TCMB forsøger løbende at udnytte den faldende inflation ved at sænke renten i et passende tempo. Den seneste rentesættelse var på 25 bp mod forventet 50 bp, hvilket afspejler, at banken er bevidst om risikoen for at sænke for aggressivt i det nuværende negative, globale, finansielle miljø.

Netop den høje rente er det, der har tiltrukket de mere risikovillige investorer de senere år. Naturligvis i kombination med flere fundamentale understøttende forhold for den tyrkiske lira.

Som udgangspunkt er Tyrkiet et land i kraftig vækst, og det har været tilfældet siden den seneste globale lavkonjunktur i 2001. Og det er oplagt, at de økonomiske og institutionelle reformer, der er gennemført i de senere år i Tyrkiet, har åbnet døren for en mere permanent fremgang på de tyrkiske markeder.

Alt tyder på en fortsat reformvenlig politik, da Tyrkiet som bekendt officielt er udnævnt til EU-kandidat i 2006. Og dette indebærer, at Tyrkiet med tiden skal opfylde en lang række krav på mange forskellige områder, hvis de løbende forhandlinger skal gøre det realistisk med et medlemskab omkring 2015.

Tyrkiet er som en relativt stor økonomi med høj vækst et af de toneangivende Emerging Markets-lande, og vi opfatter derfor tyrkiske finansielle aktiver som en naturlig del af en bredere Emerging Markets portefølje.

Når det er sagt, skal man også være opmærksom på det aktuelle risikobillede. Den nuværende regering har vist sig som en stærkere fortaler for islamiske traditioner, og det har skabt intern uro i de politiske kredse og befolkning – og sået en vis tvivl om reformkursen. Vi føler os dog overbeviste om, at reformkursen fortsætter i de kommende år, da EU-medlemskab er et højt prioriteret politisk mål for Tyrkiet og afgørende for landets fremtid.

Men ikke desto mindre er den mere islamvenlige kurs en kilde til usikkerhed og konflikt. Og apropos konflikt er det også en usikkerhedsfaktor, at Tyrkiet er gået militært til værks over for kurderne. Vi vurderer dog, at risikoen for en fold tyrkisk militæroperation ind i det nordlige Irak er mindsket noget på det seneste, men "temaet" kan meget vel vende tilbage i de tyrkiske markeder.

En anden aktuel trussel er de høje oliepriser. Tyrkiet importerer al sin energi, og derfor tynger oliepriserne betalingsbalancen betydeligt – og medvirker stærkt til, at underskuddet på betalingsbalancen er steget markant og efterhånden er på et faretruende niveau.

Selv om de tyrkiske markeder og den tyrkiske lira har klaret sig godt gennem flere måneders uro både internt og eksternt, så er der en risiko for, at stigende bekymring over de globale kreditforhold kan ramme den gældstyngede tyrkiske økonomi og markederne hårdt – og dermed svække liraen. Men lykkes det for USA at skabe en løbende bedring af situationen for det finansielle system, vil det forbedre stemningen i de finansielle markeder generelt og lette presset på Tyrkiet.



For investorerne er det vigtigt at følge nøje med i, om den økonomiske nedtur i USA bliver hård eller blid. Men det kan virke uoverskueligt i den enorme daglige informationsstrøm på internettet, TV, aviser og radio at finde frem til de data, der viser, hvordan det står til. Fortvivl ikke. Du kan nøjes med 3 nøgletal.

Magiske tal

Nogle af verdens største investeringsbanker, herunder Goldman Sachs, tror USA er på vej eller allerede er i recession, men Danske Analyse holder fast i, at det endnu ikke er tilfældet – men fremhæver dog, at usikkerheden er stor. Hvorfor denne forskel, når man ser på de samme data?

”I virkeligheden er der ikke den store forskel på vores holdninger. Om det bliver en beskedent negativ vækst eller en lavvækst tæt på nul er et spørgsmål om ganske små nuancer. Kendsgerningen er, at USA er på vej i en nedtur i første halvår. Og foreløbig er det altså vores vurdering, at de data vi har fået overordnet set ikke er konsistente med en recession. Men det mest interessante er i virkeligheden, hvordan situationen udvikler sig i andet halvår. Hvordan finans- og pengepolitikken virker, om en vending i økonomien er holdbar,” siger Peter Possing Andersen, analytiker i Danske Analyse med speciale i USA.

Men for en aktieinvestor er det ikke desto mindre vigtigt at vide om nedturen i amerikansk økonomi i de nærmeste måneder bliver en recession eller

ej. Ordet recession har en særlig depressiv virkning på investorerne og vil – hvis den kommer – kunne udløse yderligere kursfald. Så hvad skal investorerne holde øje med, hvis de vil have et godt øjebliksbillede af USA's økonomiske tilstand?

”Som udgangspunkt er der tre nøgletal, man skal holde øje med: Initial jobless claims, detailsalget og ISM. Initial jobless claims offentliggøres hver torsdag, og fortæller hvor mange personer, der søgte dagpenge ugen forinden. Tallene svinger meget, så man skal se på gennemsnittet over 4 uger. Lige nu er tallet på 360.000. Når tallet går over 400.000, har vi en negativ dynamik i form af et arbejdsmarked, der bremser op, folk fyres, lønvæksten aftager, privatforbruget falder osv. – den velkendte onde cirkel. Men så højt tror vi ikke, at vi kommer. Privatforbruget er ret besat krumtappen i økonomien, som også afhænger meget af jobsituationen. En god indikator er detailsalget, eller rettere kernedetailsalget, som har udeladt biler, benzin og byggematerialer. Tilbage er et godt billede af forbrugernes købelyst. Væksten i kernede-

tailsalget har været aftagende siden efteråret, men er stadig i vækst på årsbasis. Når vi når nulvækst eller direkte fald, vil det indikere recession. Og til slut er der ISM – en populær indikator for aktivitetsniveauet i amerikansk økonomi. Den giver ikke noget præcist billede, men fanger nogenlunde, hvor konjunkturcyklen er. Man siger, at hvis vi kommer ned på 42 og derunder har vi recession,” siger Peter Possing Andersen.

Han tilføjer, at det også kan være hensigtsmæssigt at holde øje med det amerikanske boligmarked, der stadig viser en faldende tendens i nybyggeri og salg af eksisterende boliger.

TED-spread, der viser forskellen mellem 3 mdr. amerikanske statsrenter og interbankrenten. TED-spread er faldet i januar, men er dog stadig det dobbelte af niveauet før finanskrisen.

Og så er der kreditmarkedet, hvor forventningerne til fremtiden lige nu er langt mere dystre end fx på aktiemarkedet. Det interessante er naturligvis om kreditmarkedet har overreageret eller ej.

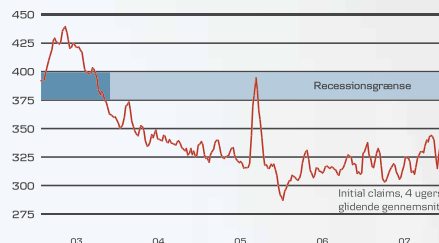
Detailsalg

% ændring over 3 mdr., annualiseret



Initial jobless claims

1000 pers



ISM

Indeks





De 14 største udfordringer i det 21. århundrede

USA's National Academy of Engineering (NAE) offentliggjorde i februar de 14 ingeniørmæssige og teknologiske udfordringer, der efter organisationens mening er de største i det 21. århundrede. En komité bestående af tidligere forsvarsminister William Perry som formand og derudover J. Craig Venter, manden bag den endelige kortlægning af det humane genom, medstifter af Google, Larry Page, og videnskabs eksperten Ray Kurzweil udviklede listen på baggrund af input fra videnskabsfolk, ingeniører m.v. over hele kloden.

Udfordringerne:

- Gør solenergi prismæssigt overkommeligt
- Gøre kommerciel udnyttelse af fusionsenergi mulig
- Udvikling af "carbon sequestration"-metoder – dvs. forbedre metoderne til at opfange CO₂ i skorstensrøg m.v.
- Styre og genoprette balancen i kvælstofcyklen
- Skaffe adgang til rent vand for alle
- Genoprette og forbedre bymæssig infrastruktur
- Forbedre informationssystemer om sundhedstilstanden
- "Reverse engineering" af hjernen – dvs. udvikle hjernens kapacitet og funktionsevne med brug af teknologi og neurovidenskab. En bedre forståelse af hjernen vil også danne basis for bedre computere.
- Udvikling af bedre medicin
- Forhindring af nuklear terror
- Forbedring af personaliseret indlæring
- Forbedring af sikkerheden i cyberspace
- Videreudvikling af virtual reality
- Udvikling af værktøjer til videnskabelige opdagelser

Hold øje med robotterne

Som nævnt andetsteds skal man holde øje bilproducenterne, og hvem der bedst formår at levere nye modeller i Clean Tech-ånden. Toyota og Honda er godt med, men bemærk også, at de begge er helt i verdenstoppen, når det handler om en anden spirende trend af dimensioner – nemlig robotter. Hondas Asimo er i stand til på elegant vis at servere kaffe, te og drinks på en bakke til kunderne – uden at spilde. Mens Toyota i december lancerede en robot, der er i stand til at spille violin, så det faktisk lyder godt.

De teknologiske fremskridt i robotudviklingen er enorme, og der går ikke mange år, før robotter er en del af den daglige husholdning. Særligt for de ældre og de handicappede er robotperspektiverne lovende, hvis man ser bort fra robotternes samtaleevner.

Twendy One hedder en hjemmehjælper-robot, udviklet af Waseda University i Tokyo. Den kan udføre mange af de basale opgaver, som en svagelig person skal have hjælp til. Den kan fx hjælpe

folk ud af sengen og servere toast og drikkevarer.

Hjemmehjælper-robotter spås en meget stor fremtid. Japan har det samme demografiske problem som den vestlige verden. Allerede nu er 22 pct. af befolkningen over 65 år, og fødselsraterne falder stadig – og dermed er der udsigt til en fremtidig mangel på arbejdskraft.



Jules Vernes forudsigelse

"Vand er Fremtidens Kul", skrev Jules Verne i 1870 i "Rejsen til Jordens indre." Og det har han ret i, hvis det lykkes for os på en smart måde at spalte vand og frigøre brint. Foreløbig har det krævet tilførsel af energi for at lave denne spaltning, og det løser dermed ikke problemet med CO₂-udledning, hvis den energi vi bruger, er skabt via afbrænding af fossile brændstoffer.

Men nu har forskere på Pennsylvania University udviklet en solcelle, som efterligner fotosyntesen og kan lave brint ud af vand. Lykkes det forskerne at forbedre effektiviteten markant af solcellen, er vejen banet for et gennembrud med brug af brint som energikilde – og ressourcerne er i realiteten uendelige.



Silicon Valley går efter solen

Silicon Valley i Californien er kendt for at være informationsteknologiens højborg. En stor del af computerindustriens teknologiske landvindinger stammer herfra. Nu har mange af de innovative kræfter også fået øjnene op for solenergiens muligheder – og det faktum, at solceller og computerchips faktisk har meget til fælles. Paul Saffo, professor på Stanford University, påpeger, at en solcelle egentlig blot er en stor, specialiseret chip, så man kan i realiteten bruge al den kompetence, man har oparbejdet i udvikling og produktion af computerchips.

Det økonomiske potentiale i solenergi er fristende.

”Dette er det største marked, som

Silicon Valley nogensinde har set på,” siger T. J. Rogers til New York Times, leder af Cypress Semiconductor, der delvist ejer SunPower Corporation, hvor han også er bestyrelsesformand. Han mener, at det globale marked for nye energikilder vil ende med at blive større end markedet for computerchips.

Og Silicon Valley kan meget vel ende med at spille en stor rolle for udviklingen af solenergi, hvis nuværende teknologiske niveau sammenlignes med computerindustrien i slutningen af 70’erne – få år før PC’en var klar til at ramme massemarkederne i enorme mængder. Aktørerne i den berømte dal har ekspertisen i miniatureteknologi, en fan-

tastisk innovationsevne og den finansielle styrke til at forfølge målet.

Foreløbig er solceller for dyre, ineffektive og ikke i stand til at klare 20 år på taget. Men den dag teknologien er til stede, vil markedet eksplodere.

På mødet i National Association of Engineers, hvor de 14 udfordringer blev præsenteret (se andetsteds), talte videnskabsseksperten og fremtidsforskeren Ray Kurzweil specifikt om solenergi. Han mener, at udviklingen peger klart i retning af, at solenergi vil kunne dække hele menneskehedens energibehov – og inden for fem år vil solenergi sandsynligvis være økonomisk konkurrencedygtigt med fossile brændstoffer.



Køb selskaber med høj dividende

Vi nærmer os sæsonen for udbetaling af dividende, og her er det værd at erindre om en markedsskævhed, der, trods megen omtale, formentlig stadig eksisterer i markedet.

Det drejer sig om en tendens, der i mange år har eksisteret ikke blot på det danske marked, men også er påvist

i talrige undersøgelser af udenlandske markeder – nemlig, at aktiekursen generelt ikke falder i et omfang, der svarer til udbyttebetalingen, den dag udbyttet går fra.

I Finans/Invest i sommeren 2004 blev en stor undersøgelse af det danske marked omtalt. Undersøgelsen

omfattede perioden 1990-2002 og aktiekursen på danske aktier generelt kun faldt med en værdi svarende til 38 pct. af udbyttet på dagen for udbyttebetalingen. Så man isoleret på effekten på de 20 største aktier (KFX-aktier), var kursfaldet på 58 pct. af udbyttet.

Private Equity for private investorer i Danske Bank

Danske Bank lancerer en Private Equity-fond, der tillader selv mindre investorer at komme med i det marked, der normalt har været forbeholdt meget store investorer. Et marked, som historisk set har givet et bedre afkast end det generelle aktiemarked – oven i købet til en lavere risiko.

Definitionen af en Private Equity-fond er, at det er fonde med en meget stor beholdning af ikke-børsnoteret kapital. Det er oftest store institutionelle investorer, fonde, selskaber, banker og investeringsforeninger, der er de primære indskydere i sådanne fonde.

Derfor har det også typisk været lukket land for private investorer at komme med, da det krævede minimumsindskud dels har været for stort for langt de fleste, dels har bindingsperioden typisk været 10 år eller mere. Men nu lancerer Danske Bank en fond, hvor minimumsindskuddet er på 10.000 EUR, og bindingsperioden kun er på to år. Dermed er Private Equity pludselig kommet inden for rækkevidde for de fleste private investorer.

Private Equity slår aktiemarkedet

Og det er absolut en overvejelse værd. Således har de fleste varianter af Private Equity siden 1993 formået at give et bedre afkast end de brede aktiemarkeder, endda til en lavere risiko.

Analysen foretaget af konsulentfirmaet McKinsey viser, at det, der primært har skabt høje afkast inden for Private Equity, har været et aktivt ejerskab af de selskaber, der investeres i.

Aktivt ejerskab skaber langsigtede forbedringer i porteføljeselskabets overskud og værdi. Desuden har højere markedsværdi og gearing bidraget til afkastet.

Følgende er eksempler på værdiskabelse gennem aktivt ejerskab:

- forbedret driftseffektivitet i virksomheden
- frigørelse af iværksætterånd, for eksempel hvis en driftsenhed i et konglomerat ikke har tilstrækkelig frihed til at føre sin forretningsplan ud i livet
- "køb og byg". Private Equity-fonden køber flere driftsselskaber, hvis strategier passer sammen, og opbygger derved en samlet virksomhed med stærkt vækstpotentiale (og høster samtidig synergier)
- turnaround-strategier, det vil sige opkøb af virksomheder, som har problemer med indtjeningen eller er i økonomiske vanskeligheder
- identifikation af undervurderede selskaber/driftsenheder i konglomerater.

Blandt verdens førende i Private Equity
Danske Bank har allieret sig med Partners Group, der er en af verdens

førende private equity-forvaltere med ca. 110 mia. kr. under forvaltning. Partners Group vil stå for at sammensætte fonden – Partners Group Global Value – der kommer til at investere i forskellige former for Private Equity.

Omkring halvdelen af formuen skal placeres i kapitalfonde, mens resten fordeles på direkte investeringer og sekundære investeringer.

Sidstnævnte er køb fra andre private equity-fonde, og netop her er muligheden gunstige for øjeblikket. Mange finansielle selskaber har nemlig brug for likviditet, og det tvinger dem til at sælge, inden deres investeringer for alvor begynder at kaste noget af sig.

Den aktuelle finanskrise (se s. 12) betyder, at en del især store banker mangler likviditet. Men også hedgefonde er under stigende pres og kan også snart blive tvunget til at sælge ud af Private Equity-investeringer.

Alfred Gantner, administrerende direktør i Partners Group, påpeger, at de senere år har budt på ekstremt høje afkast for Private Equity-investeringer, og det vil vi ikke opleve igen. Men han vurderer, at et årligt afkast på 12-16 pct. efter omkostninger er realistisk.

Partners Group Global Value og skat

Aktier i fonden beskattes efter lagerprincippet. Lagerprincippet betyder at investor skal beskattes af en gevinst, selvom den ikke er realiseret. Tilsvarende er der fradrag for tab, selvom tabet ikke er realiseret.

Urealiseret gevinst og tab opgøres årligt ud fra kursen på aktierne ved udgangen af selskabets regnskabsår den 30. september

og medregnes i investors indkomstopgørelse dagen efter.

For personer beskattes gevinst og tab på aktierne som kapitalindkomst med 34-60%. Aktierne kan erhverves for midler i virksomhedsordningen.

For selskaber indgår gevinst og tab på aktierne ved opgørelsen af selskabsindkomsten.

Aktierne kan erhverves for pensionsmidler i pengeinstitutter. Der må maksimalt investeres for 20 % af pensionsopsparingen i aktierne. Pensionsinvestorer beskattes med 15 % PAL-skat efter lagerprincippet.

Modelporteføljer for obligationer

OPDATERET 28. FEBRUAR 2008

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

Personbeskattede med tidshorisont 0-3 år							
% andel 1)	Fondskode	Papir	DB eff. rt. 2)		3) DB	Hpr. 59% skat 4)	
			Skat 45%	Skat 59%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
15	DK0009271041	2 D.10DS09	3,08%	2,79%	0,82	2,79%	2,90%
85	DK0009271207	2 D.10DS11	2,50%	2,21%	2,68	3,29%	2,27%
100			5)	2,59%	2,30%	2,40	3,21%

Pensionsbeskattede med tidshorisont 0-3 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat	
			Skat 0%	Skat 0%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
10	DK0009272957	RD 5.0 Aio 01/01/2038	5,54%	5,54%	7,47	7,91%	5,67%
40	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,06%	6,06%	2,26	5,41%	5,46%
10	DK0009766446	NYK FRN 01/01/2038	5,12%	5,12%	0,09	4,32%	4,79%
20	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	4,05%	4,05%	2,74	5,05%	4,06%
20	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	4,18%	4,18%	4,46	5,72%	4,34%
100					3,07	5,53%	4,91%

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	2,50%	2,21%	2,68	3,29%	2,27%
30	DK0009275117	RD 2.0 01/01/2016	2,80%	2,50%	6,43	4,93%	2,99%
20	DK0009275117	RD 4.0 Aio 01/01/2038	2,81%	2,21%	9,00	5,37%	2,55%
100			2,65%	2,29%	4,97	4,16%	2,53%

Pensionsbeskattede med tidshorisont 3-7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat	
			Skat 0%	Skat 0%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
25	DK0009273179	RD 4.0 Aio 01/01/2038	5,22%	5,22%	9,00	8,04%	5,23%
20	DK0009272957	RD 5.0 Aio 01/01/2038	5,54%	5,54%	7,47	7,91%	5,67%
35	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,06%	6,06%	2,26	5,41%	5,46%
10	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	4,18%	4,18%	4,46	5,72%	4,34%
10	DK0009276784	RD 4.0 01/01/2015	4,36%	4,36%	5,98	6,32%	4,76%
100					5,45	6,63%	5,26%

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	2,50%	2,21%	2,68	3,29%	2,27%
60	DK0009273179	4 D.43D 38	2,81%	2,21%	9,00	5,37%	2,55%
100			2,68%	2,21%	6,35	4,50%	2,43%

Pensionsbeskattede med tidshorisont over 7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat	
			Skat 0%	Skat 0%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
45	DK0009273179	RD 4.0 Aio 01/01/2038	5,22%	5,22%	9,00	8,04%	5,23%
25	DK0009272957	RD 5.0 Aio 01/01/2038	5,54%	5,54%	7,47	7,91%	5,67%
20	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,06%	6,06%	2,26	5,41%	5,46%
10	DK0009277089	RD 4.0 01/01/2018	4,57%	4,57%	7,90	7,29%	5,05%
100					7,04	7,36%	5,37%

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?

Efter en periode med solid vækst er Euroland nu under pres fra mange fronter. Nedgangen i global vækst og fortsat eurostyrkelse giver dårligere vilkår for eksportvirksomhederne. Og afsætningen på hjemmemarkedet vil også blive afdæmpet af en lavere vækst i privatforbruget. Husholdningernes købekraft er forringet af højere olie- og fødevarerpriser og beskæftigelsesvæksten vil aftage i løbet af året. Det vil sætte ECB under pres for at lempe pengepolitikken - og presset vil tiltage som året skrider frem. Vi venter rentenedsættelser på samlet 75 bp i 2008.

Tæt på recession i USA

Presset på den amerikanske økonomi bliver fortsat forøget. Det skyldes for det første den forlængede finansielle krise, som har medført opstramninger på kreditgivningen og øget forsigtighed hos virksomhederne. Ydermere er energipriserne steget dramatisk i løbet af efteråret, og nedturen på boligmarkedet er fortsat med uformindsket styrke. Med andre ord er økonomien presset fra flere sider.

Svagheden er nu begyndt at afspejle sig i arbejdsmarkedet og hos forbrugerne, hvorfor risikoen for en "negativ dynamik" - altså en recession - er tiltaget. I de kommende måneder skal man forvente fortsat dårlige nyheder. Først tidligt på sommeren, når skattepakken træder i kraft, bør man forvente en bedring i billedet. Den store usikkerhed betyder, at Federal Reserve vil fortsætte rentenedsættelserne igennem første halvår. Således vil renten nå 2 % til juni.

Kan Asien holde hånden under den globale vækst?

De eksport- og industritunge asiatiske økonomier har traditionelt været meget afhængige af det amerikanske marked. Derfor har lav vækst i USA typisk også betydet lav vækst i Asien. Mange håber, det bliver anderledes denne gang, og at fortsat stærke økonomier i Asien vil bidrage til at holde hånden under den globale vækst.

Finansmarkederne tvivler mere og mere på, at det rent faktisk også bliver tilfældet og aktiemarkederne i Asien har derfor også haft det svært på det seneste. Der har endnu ikke været den store virkning på væksten i Asien, hvor væksten har været rigtig stærk frem til udgangen af 2007. Eksporten vil dog blive ramt i 2008 og væksten kommer ned i et lidt lavere tempo, men Asien bliver stadig den del af verdensøkonomien, som nok kommer til at klare sig relativt bedst i 2008. Bedst ser det efter vores opfattelse ud for Asiens store økonomier Kina, Indien og Indonesien. Meget eksportafhængige økonomier som Taiwan og Singapore kan blive ramt hårdt. Japan fortsætter med at være det svageste led i Asien.

Kreditkrisen rammer de mest udsatte CEE-lande

De globale kreditmarkeder er stadig under pres, og det kan fortsat mærkes i de mest ubalancerede økonomier i Central- og Østeuropa. Det gælder de baltiske lande, samt en række sydøsteuropæiske økonomier som f. x. Bulgarien, Rumænien og Serbien.

Disse lande har alle i de senere år oplevet en stærk økonomisk vækst, drevet af indenlandsk efterspørgsel, som har været understøttet af stigende offentligt forbrug samt lempelige kreditvilkår. Det stærke forbrug har betydet stigende betalingsbalanceunderskud. Underskuddene skal finansieres af udenlandsk kapital, og i en tid med strammere globale kreditvilkår, kræver internationale investorer nu en højere risikopræmie for at operere i disse ubalancerede økonomier. Derfor er de lokale penge- og valutamarke- der under pres.

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

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

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

Tidshorisonten for anbefalingerne er 6 mdr.

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

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

Disclosure

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

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

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

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

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

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

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

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

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