

INVESTERING

[NOVEMBER 2007]

TEMA

JAPANSK AKTIEMARKED KAN BLIVE VINDEREN I 2008

Fagre nye verden: Vi befinder os
i en teknologisk revolution

Har vi set toppen på aktiemarkedet?

Skat: Optimering af aktieindkomsten 2007



Danske Bank

- 04 GOLDMAN SACHS: JAPANSK AKTIEMARKED KAN BLIVE VINDEREN I 2008
- 08 FAGRE NYE VERDEN - EKSPERTERNES BUD PÅ DEN TEKNOLOGISKE FREMTID
- 12 FOND SKAL GENETABLERE TILLIDEN I DET FINANSIELLE SYSTEM + NYE BANKREGLER
- 14 HAR VI SET TOPPEN PÅ AKTIEMARKEDET?
- 16 BOLIGMARKEDET ER BLEVET KØBERS MARKED
- 18 BOLIGMARKEDET I DANMARK LIGNER USA'S - STÅR VI OGSÅ OVER FOR EN KRISE?
- 19 SKAL MAN KONVERTERE 4%-OBLIGATIONER NU?
- 20 RENTEFORVENTNINGER OG OBLIGATIONSANBEFALINGER
- 21 KØB EN CALL-OPTION PÅ ALLIANZ
- 22 AKTIEANBEFALINGER: ALLIANZ, EAST JAPAN RAILWAY CO., TRYGVESTA, IC COMPANYS
- 24 KINA PÅ KANTEN AF OVEROPHEDNING OG AKTIEKOLLAPS
- 24 BLUE CHIPS FRA UDVIKLINGSØKONOMIERNE
- 26 INTERESSANTE OBLIGATIONER I BRASILIEN
- 28 KORT NYT
- 30 SKAT: OPTIMERING AF AKTIEINDKOMSTEN 2007
- 32 MODVIND TIL MEDICINALBRANCHEN KAN GIVE MEDVIND TIL BIOTEK
- 33 MODELPORTEFØLJER FOR OBLIGATIONER
- 34 TEMPERATURER I VERDENSØKONOMIEN
- 35 AKTIEOVERSIGT

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

Udgiver: Danske Bank

Holmens Kanal 2-12 · 1092 København K

Telefon 33 44 00 00

SWIFT: DABADKKK

www.danskebank.dk/kontakt

Redaktion: Niels Adelmark (ansvarshavende)

og redaktør Flemming Østergaard.

Redaktion afsluttet den 5. november 2007.

Grafisk design og produktion: Datagraf

Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri



TEMA
JAPANSK AKTIE-
MARKED KAN BLIVE
VINDEREN I 2008

Investering, nyheder og analyser i Netbanken

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

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

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

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

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

I Netbanken finder du også adgang til 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.

Skyerne letter over Solens Rige

USA's Marshall-plan var en vigtig hjælp i genopbygningen af Europa efter krigen. USA så det også som vigtigt at imødegå de kommunistiske stormagter Sovjet og Kinas indflydelse i regionen ved at medvirke til genbygningen af Japan og herigennem sikre, at det blev Asiens økonomiske og finansielle centrum. Det skete via massiv økonomisk støtte og åbning af de amerikanske grænser for japansk eksport. USA fostrede så at sige fundamentet for den japanske industri og teknologiske udvikling, der kom til at spille en stor rolle i verdensøkonomien.

Hverken amerikanerne eller nogen andre havde næppe forestillet sig, at japanerne i årtierne efter anden verdenskrig ville vokse med en hastighed, som ingen andre kunne følge med. Man talte om det japanske mirakel, og i 80'erne begyndte amerikanerne at føle sig truede af det japanske vækstlokomotiv – og man talte åbenlyst om protektionisme for at bremse japanerne, et »våben« som japanerne selv benyttede.

Japanerne fortsatte, forblændede af deres egen succes, og op gennem

80'erne steg priserne på jord, ejendomme og aktier til niveauer, som var helt ude proportion med virkeligheden. Boblerne bristede i 1989, og det blev startskuddet på en mangeårig økonomisk krise med deflation, økonomisk stagnation og et aktiemarked, som selv i dag ligger knap 60 pct. fra toppen i 1989.

Men nu er der omsider ved at være huller i det mangeårige skydække over Solens Rige. Mange strukturelle problemer er løst, og landet kan nu for femte år i træk levere økonomisk vækst – en langvarig vækstfase, der har skabt tilstrækkelig dynamik til, at også den indenlandske økonomi er kommet i gang. Vigtigt er det også, at afhængigheden af USA er blevet langt mindre siden de mirakuløse firser med en halvering af eksportandelen til 20 pct., mens Asiens andel er blevet fordoblet. De asiatiske lande aftager nu halvdelen af japansk eksport, og dette mindsker Japans sårbarhed over for den forestående lavkonjunktur, da netop Asien ventes at fortsætte i et højt økonomisk gear som følge af udviklingsøkonomiernes hastige udvik-

ling af de indenlandske økonomier.

Goldman Sachs vurderer, at Japan for alvor er ved at rejse sig af den mangeårige dvale, og investeringsbanken tror de japanske aktier i gennemsnit vil kaste over 20 pct. af sig i 2008.

I den forbindelse er det værd at hæfte sig ved, at mange års nationaløkonomisk krise ikke har hindret japansk erhvervsliv i fortsat at have en lang række af verdens førende virksomheder i forskellige brancher, der spænder lige fra bilbranchen over alternativ energi til forbrugerelektronik og robotter.

Japan er med i den højteknologiske front, og det er ikke tilfældigt, at Toyota har fortrængt General Motors fra positionen som verdens største bilfabrikant eller, at japanerne har bredbåndsforbindelser, der er 8-30 gange hurtigere end amerikanernes – og billigere. Japan er på vej tilbage, godt rustet til at være i front i den teknologiske revolution, som vil ændre verden med accelererende hastighed i de kommende år. Og den genskabte dynamik i den indenlandske økonomi betyder, at det ikke kun er i eksportindustrien, vi finder de interessante aktier.





Goldman Sachs:

Japansk aktiemarked kan blive vinderen i 2008

Investeringsbanken Goldman Sachs ser potentiale til, at TOPIX-indekset kan nå 1930 inden for et år, svarende til en stigning på over 20 pct.

Da Goldman Sachs' Japan-strateg, Kathy Matsui, på investeringsbankens præsentation af forventningerne til 2008 i London for nylig bekræftede sin tro på Japan, var det ikke uden en vis ironi.

»Mens vi venter på Godot« var således titlen på foredraget. Som bekendt er dette også titlen på et berømt teaterstykke, hvor to mænd venter på Godot, der imidlertid aldrig dukker op. En slet skjult hentydning til, at vi nu i efterhånden mange år har ventet på, at det japanske aktiemarked for alvor skal lette – og mange gange er blevet skuffede.

Men Kathy Matsuis tro på aktiemarkedet i verdens næststørste økonomi er ukuelig, og det japanske marked er det blandt de udviklede markeder, der i særklasse knyttes de største forventninger til hos Goldman Sachs.

Kæmpens fald

Landet blev kaldt en mirakeløkonomi, da det fra 60'erne og op gennem 70'erne og 80'erne med imponerende væksthastigheder indhentede og overhalede de vestlige lande og fik verdens største økonomi, USA, til at ryste i bukserne. Men de seneste mange år har været en overskyet epoke for *Solens Rige*.

Euforien i det japanske mirakel hav-

de sendt både aktie- og ejendomsmarkedet op på absurde niveauer gennem 80'erne, og da de kollapsede i 1989 var det starten på lang nedtur i Japan. Ikke nok med at både de private og professionelle investorer (herunder virksomhederne, der i stor stil ejede betydelige dele af hinanden på kryds og tværs) tabte enorme summer på aktiemarkedets krak. Selve det livgivende finansielle system fik også alvorlige skud for boven, da bankerne i vid udstrækning havde finansieret en heftig overbelåning af jord og ejendomme – hvilket bevirkede, at deres udlånslyst og -muligheder derfor var begrænsede i mange år derefter.

Et hårdt slag var det også for forbrugerne, der havde levet højt på mange års mirakeløkonomi, men nu lamslåede måtte se deres lands økonomi blive sendt til tælling sammen med aktier, jord- og ejendomspriser. Et chok, der fik dem til at holde på pengene i mange år og gav startskuddet til en deflationsspiral, som plagede landet helt frem til 2005.

En manglende erkendelse af krisens omfang og en række strukturelle problemer i økonomien gjorde, at den økonomiske politik, der blev implementeret op gennem 90'erne, langt fra var tilstrækkelig eller hensigtsmæssig for at rette den nationale skude op.

Mange gange har makroøkonomerne i årenes løb bebudet, at nu var den sovende kæmpe ved at vågne op, men hver gang har de strukturelle problemer i økonomien vist sig for overvældende, og det eksportdrevne opsving er blevet kvalt, før det fik tilstrækkelig dynamik og momentum til at blive mere selvkørende via en positiv spiral i den indenlandske økonomi.

Kæmpens opvågnen

Men alting har en ende, selv japanske kriser. Og i 2005 var det lykkedes at overbevise de efterhånden meget skeptiske investorer om, at der var ryddet så meget op i den japanske økonomi – bl.a. var deflationen ved at være vendt til inflation – at der nu var basis for betydelige kursstigninger på aktiemarkedet, som belønnede de mange japanske selskaber for den verdensklasse de stadig befandt sig i og den indtjening de hentede hjem. De hjemlige økonomiske problemer til trods var det nemlig en ubestridelig kendsgerning, at japanske eksportvirksomheder uanfægtede havde formået at imponere på verdensplan med både garvede og nye virksomheder.

Aktiemarkedet steg fra maj 2005 og et år frem med over 60 pct., og er siden gået endnu højere, dog efter større korrektionsfaser undervejs. Siden juli



i år er det imidlertid gået mest den gale vej. Finanskrisen og frykten for en global økonomisk afmatning har svækket investorernes tillid til de japanske aktier, der i manges øjne stadig er dybt afhængige af amerikansk økonomi, som ser ud til at gå den største nedtur i møde.

Asien aftager halvdelen af eksporten

Men tiderne har ændret sig. Siden 1986 er Japans eksport til Asien, herunder Kina, blevet fordoblet og udgør nu 48,5 pct. af den samlede eksport. I samme periode er andelen til USA blevet halveret og udgør nu kun 20,4 pct. af japansk eksport. Europæernes køb af japanske varer og ydelser har vist langt mere stabilitet, og de aftager stort set den samme andel som i midten af firserne.

At de asiatiske lande, ikke mindst Kina, i de seneste år for alvor har indtaget en stærkere position i verdensøkonomien og i høj grad forventes at udvikle de indenlandske økonomier drastisk i de næste mange år gør Japan langt mindre følsom over for en afmatning i Europa og USA. Netop Asiens styrke forventes at dæmpe den afmatning i verdensøkonomien, som ligger i kortene i lyset af kredittkrisen, som kulminerer med slutningen af den internationale højkonjunktur, der af hen-

syn til inflationsrisikoen har krævet pengepolitiske stramninger i USA og Europa de senere år.

Det ændrer dog ikke ved, at en fortsat ekspansion i den japanske økonomi afhænger af den indenlandske efterspørgsel. Som lige nu er lidt træg og præget af overvejende pessimistiske forbrugere trods fem års uafbrudt økonomisk vækst med drastisk faldende arbejdsløshed, boomende eksport, sunde balancer og rekordindtjening i virksomhederne samt vedholdende stigende jordpriser omkring de større byer for første gang i 14 år.

»Vi er dog overbeviste om, at vi over det kommende halve år vil opleve et opsving i den indenlandske efterspørgsel, drevet af øgede kapitalinvesteringer, eksport til Asien og et højere forbrug,« siger Kathy Matsui, og henviser til, at mange forbrugere sandsynligvis vil købe større forbrugsgoder som biler m.v. i øget omfang i 2008, da pga. en momsforhøjelse i 2009 fra 5 til 7 pct. – hvilket er et hedt samtaleemne blandt japanerne.

Aktierne er relativt attraktive

Det økonomiske fundament er altså ikke skræmmende. Men hvad med aktierne – er de værd af købe?

Der er mange måder at vurdere aktiers generelle prisniveau på. En af de

mest kendte er P/E – dvs. aktiekursen i forhold til den forventede indtjening. Her er Japans godt 16 på niveau med USA's. Til gengæld vil man kunne forsvare, at P/E for de japanske aktier er højere som følge af den betydeligt lavere rente – og høje P/E-værdier har da også historisk set været velkendte.

Man skal dog passe på ikke at overfortolke P/E som indikator for, om aktier er billige eller ej. For det første kan man diskutere om de indtjenings-tal, der bruges, nu også fortæller hele historien. F.eks. kan belastende pensionsforpligtelser (især i USA) eller forsømte investeringer være hæmmende faktorer for virksomhedens vækstmuligheder på sigt, selv om det ikke kan ses i indtjeningstallet og dermed P/E-værdien. For det andet kan en tilsyneladende attraktiv aktie baseret på P/E jo vise sig som dyr, hvis indtjenings-estimatet (dvs. E) ikke lever op til forventningen.

Man skal derfor supplere værdivurderingen af et aktiemarked med andre tal. Som fx risikopræmien – dvs. merafkastet på landets aktier i forhold til statsobligationer – så er den i historisk perspektiv relativt høj. Investorerne forlanger altså stadig – med Japans langvarige krise in mente – en relativt høj præmie for at sætte penge i landets aktier. Men i takt med en stigende til-

»



» lid til selskabernes indtjeningssevne og en forankret tro på, at Japan er permanent ude af krisen bør denne risikopræmie aftage og dermed isoleret set bane vejen for aktier på et betydeligt højere niveau.

En anden vigtig faktor at bemærke, når man forsøger at tegne et billede af de japanske aktiers prisniveau er de risikofrie japanske statsobligationer. Den 10-årige statsobligation giver således kun et afkast på 2,1 pct. – langt under USA's 4,4 pct. og Eurolands 4,2 pct. For mange hjemligt orienterede investorer er obligationsalternativet med andre ord ikke særlig attraktivt i forhold til aktierne.

3.000 mia. dollars vil løfte markedet

Netop de hjemlige investorer kan meget vel vise sig at være en løftestang, der i sig selv kan sende de japanske aktier op på et højere niveau. Således er en privatisering af det japanske postvæsen i gang over de kommende år – en proces, som frigør enorme summer, der skal placeres i et eller andet. Der er nemlig tale om opsparingskonti for 1.700 mia. dollars og livsforsikringer for 1.300 mia. dollars. Og med statsobligationer, der kaster 2 pct. af sig i rente, må aktierne siges at være et nærliggende investeringsobjekt.

Privatiseringsprocessen er i fuld

gang og i den forbindelse har de to enheder i postvæsenet *Japan Post Bank* og *Japan Post Insurance* været tvunget til at sælge japanske aktier i et vist omfang, hvilket har bidraget til nedturen i det japanske marked på det seneste. Dette er nu overstået, og det forventes, at det store placeringsbehov vil medvirke til at løfte de japanske aktier herfra. I den forbindelse er det også vigtigt, at det fremover i langt højere grad bliver muligt at investere i mere risikable aktiver end statsobligationer, dvs. bl.a. aktier – både japanske og udenlandske.

Denne »løftestang« ventes dog ikke at materialisere sig pludseligt og voldsomt, men som en gradvis proces, da det også tager tid at udvikle japanernes aktiekultur og genskabe en risikovillighed, der i mange år har været underkølet.

Ikke desto mindre er det vigtigt, at de indenlandske investorer i højere grad kommer på banen, da udenlandske investorer i dag sidder på over halvdelen af aktierne, hvilket er en uforholdsmæssig stor andel. Det er imidlertid ikke en afspejling af, at udlandets kapitalstærke kræfter nærer stor tillid til det japanske aktiemarked. Faktisk er udenlandske investorer typisk kraftigt undervægtede i landets aktier. En tendens, der i høj grad også

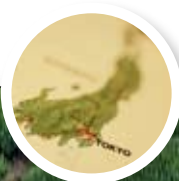
præger danske investorer, hvor japanske aktier i porteføljen mildt sagt er en sjældenhed.

Det betyder også, at når der igen opstår en global tro på de japanske aktier, vil det kunne mærkes. Foreløbig er det understøttende for aktierne, at alt tyder på, at virksomhederne vil fortsætte den praksis de påbegyndte i 2005 – nemlig tilbagekøb af egne aktier. Samtidig er det også et opmuntrende tegn, at flere store indenlandske investeringsfonde trods alt igen er begyndt at øge andelen af japanske aktier.

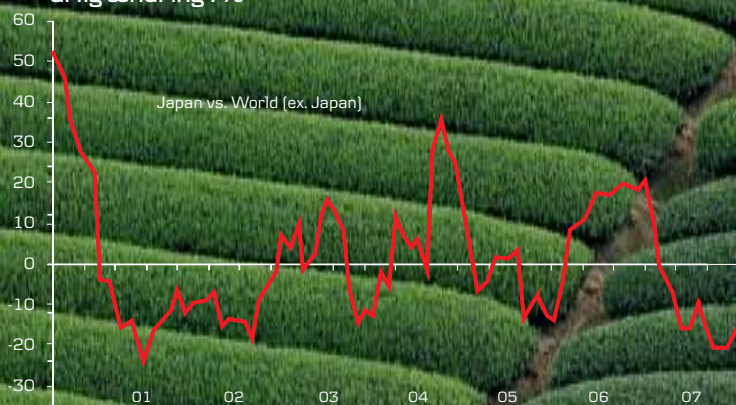
En vigtig faktor, der for alvor vil kunne få både de udenlandske og hjemlige investorer til at vågne op, er de japanske virksomheders *profit margin*. Det er ikke nok, at salgstallene imponerer. Den indtjening, der kan noteres i regnskabet efter skat, er den afgørende. Og her ligger Japan under både USA, Europa og det øvrige Asien.

»De japanske selskaber skal forbedre deres profit margin, og det skal ske ved yderligere konsolidering, rationalisering og effektivisering,« siger Kathy Matsui, der mener, at investorerne skal være opmærksomme på flere temaer i Japan.

Fx bør der være særlig opmærksomhed på, at forskellen på prisfastsættelsen af japanske aktier generelt er ind-



Vender det japanske aktiemarked nu? årlig ændring i %



SOURCE: DATASTREAM, GOLDMAN SACHS RESEARCH CALCULATIONS

Grafen viser, at siden den stærke optur fra 2. halvår 2005 og et år frem har japanske aktier klaret sig markant dårligere end resten af verdens aktiemarkeder.

snævret. Et misvisende billede af aktier- nes reelle prismæssige forskellighed, som indikerer, at der er rig mulighed for stock picking – især blandt vækstaktier- ne, som Kathy Matsui mener er særligt tiltrækkende i det aktuelle miljø.

Hun fremhæver især de selskaber, der er eksponerede over for det øvrige Asien, der som før nævnt, bliver stadig mere selvkørende og i høj grad vil medvirke til at verdensøkonomien holder snuden oven vande i den globale afmatningsfase. Desuden er der en tendens til, at de selskaber, der er særligt orienterede mod Asien og andre dele af Emerging Markets har en

højere ROE (forrentning af egenkapita- len) og handler med rabat til den øvri- ge del af markedet.

Kathy Matsui fremhæver også den globale grønne bølge som et særskilt meget stærkt tema, man skal holde øje med.

»Man bør også i sin stock picking lægge særlig vægt på om selskaberne er opmærksomme på betydningen af at være »grøn«. En virksomhed, der fremhæver en samvittighedsfuld fokus på miljøhensyn forbedrer sit image markant i forhold til selskaber, der ikke gør. Generelt kan man sige, at sel- skaber, der er gode til at tilpasse sig en

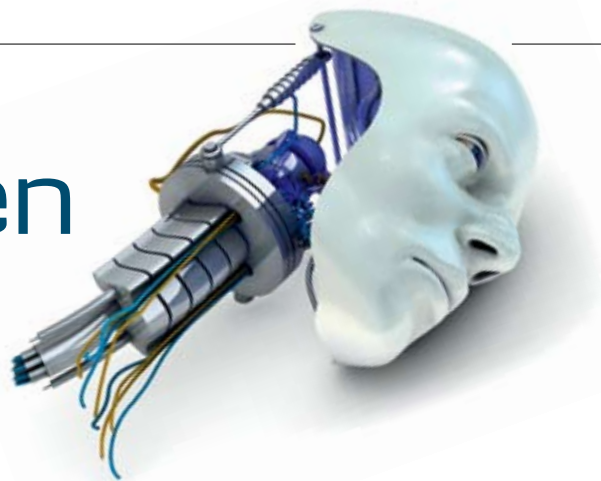
grønnere verden vil have en konkur- rencemæssig fordel i forhold til sel- skaber, der ikke formår det,« siger stra- tegen og tilføjer der er forretningsmu- ligheder for ethvert selskab, der kan udvikle nye »grønne« produkter eller teknologi til at reducere udledningen af drivhusgasser – noget som mange af Japans førende selskaber, fx Toyota, er uhyre opmærksomme på.

Ønsker du at være med i det japan- ske marked kan du vælge fx DI Japan, der har en bred portefølje af japanske aktier. Goldman Sachs har følgende bud på nogle af de mest attraktive en- keltaktier p.t.:

Selskab	Aktuel kurs/Kursmål	Forretningsområde
ABC-Mart Inc.	2.395/3.100	Skobutikskæde, der både fører kendte mærker, som bl.a. Nike og Puma og egne mærkesko som VANS og G.T. HAWKINS
East Japan Railway	960.000/1.150.000	Driver jernbaner, stationer, hoteller, rejsebureauer, restauranter og ejendomsvirksomheder.
Inpex Holdings	1.240.000/1.500.000	Udvinning, produktion og salg af olie og naturgas.
Mitsui & Co.	2.990/3.500	Handelselskab. Jern og stål, ikke-jernholdige metaller, energi, maskiner, kemikalier, fødevarer og tekstiler.
Mitsui Fudosan	3.150/4.600	Ejendomsselskab m. både leasing og salg. Også vedligeholdelse af kontorejendomme, byggeri. Driver hoteller og golfbaner. Leverer finansielle ydelser og producerer materialer til byggeindustrien.
Sumco	4.300/7.000	Producerer Silicon Wafers, dvs. små printplader lavet af silicone, som bl.a. bruges indenfor solceller og chips. Stort set alle elektroniske komponenter, dvs. mobiltelefoner, computere m.v. bruger i dag disse små printplader.

Fagre nye verden

Den videnskabelige og teknologiske udvikling drøner i dag af sted med en hastighed, vi aldrig tidligere har set – og den accelererer.



Det gør det vanskeligt at forudsige, hvordan verden ser ud om 10, 20 eller 30 år. Men det kunne da være spændende at vide!

Ikke blot fordi det er utrolige forandringer og udfordringer på godt og ondt, som ligger forude. Men naturligvis også (dette er jo et investeringsmagasin) fordi der er store penge i at kende de teknologiske gennembrud, der venter os i fremtiden. *Emerging Technologies* kan slå Emerging Markets med mange længder, hvis man spiller på de rigtige.

George Washington University i New York har i 15 år haft et projekt kørende – tænketanken *TechCast* – som netop handler om dette med at spå om den teknologiske udvikling. Spåkonerne består af over 100 højteknologiske topfolk, akademikere, videnskabsfolk, ingeniører, fremtidsforskere og andre ledende eksperter rundt om på kloden kombineret med en løbende scanning af den videnskabelige litteratur og andre kilder. Løbende opdateres således en global vidensdatabase, og resultaterne er tilgængelige via nettet for alle – lige fra virksomheder til regeringer, fra videnskabsfolk til offentligheden.

Projektet anses for at være verdens absolut førende, når det handler om at udarbejde troværdige prognoser for den teknologiske revolution, som vi befinder os i – og som vil transformere industrier, måden organisationer arbejder på og samfundet som helhed.

Mange af de teknologier, vi beskriver her, er allerede i deres spæde vorden, og andre er ikke langt fra trapperne i forskernes laboratorier. Forudsigelserne fra *TechCast* handler om, hvornår en teknologi er tilstrækkelig veludviklet til, at den rammer de brede masser.

Energi og miljø

Alternativ energi skønnes i 2020 at dække 30 pct. af det globale energiforbrug fordelt på bl.a. solenergi, vindkraft, vandkraft, bølgeenergi, geotermisk ener-

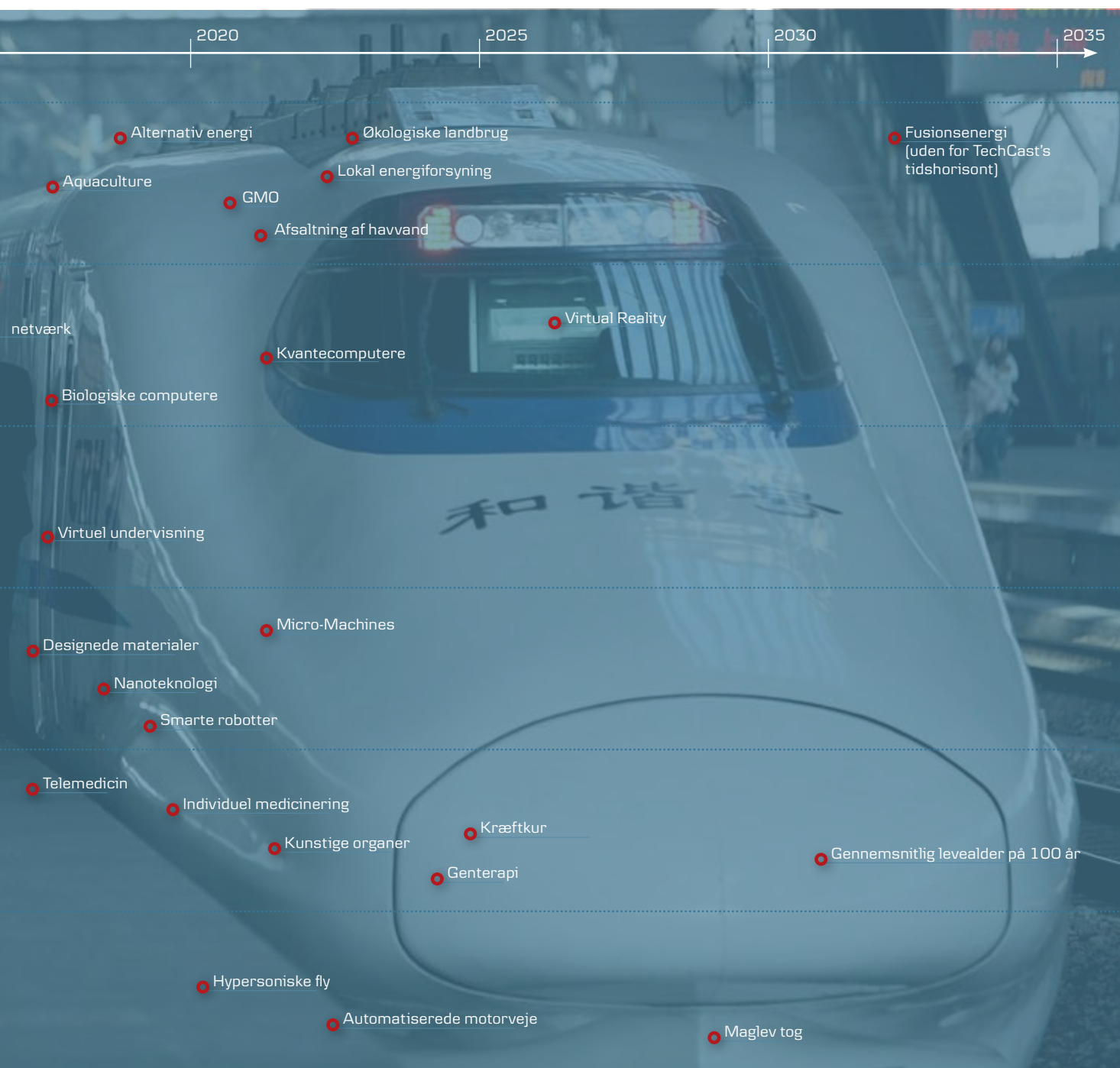


gi, atomkraft og biomasse. Brint som mulig energikilde og energiopbevaring vil spille en betydelig rolle. I fremtiden vil vi også se mere *lokal energiforsyning*. Fx i form af solcellepaneler, vindmøller, vandmøller m.v. – i modsætning til i dag, hvor det typisk er store kraftværker, der leverer energien. *Fusionsenergi*, som vil løse en stor del af CO2-problemet den dag teknologien beherskes, ligger uden for TechCast's

tidshorisont. Ekspertener uden for TechCast skønner på kommerciel udnyttelse inden for 50 år.

Mange *grønne forretningsområder* vil blomstre op i takt med, at nye teknologier gør det muligt på langt mere effektiv vis at håndtere affald, genbrug, spildevand osv. I den grønne bølge vil vi også opleve, at *økologiske landbrug* bliver mere reglen end undtagelsen. Men forinden vil vi opleve,

at brugen af kemikalier m.v. falder drastisk i takt med, at *præcisionslandbrug* bliver mere udbredt. Computerstyret kontrol af vanding, såning, gødning og pesticider for at tilpasse variationerne i jorden involverer GPS, sensorer, geografiske informationssystemer (GIS) og andre informationsteknologier. Præcisionslandbrug bruges allerede i dag af et fåtal af amerikanske landbrug med større profit til følge »



» samt større miljøbeskyttelse som følge af den langt mindre brug af kemikalier. *Aquaculture* bliver også udbredt – dvs. landbrug til vands i form af fiskefarme, reje-farme, skaldyr-farme osv.

Vi vil også i de kommende år opleve kommerciel storstilet brug af *genetisk modificerede organismer (GMO)* i bl.a. landbruget. Og verdens stigende vand-problem ventes imødegået af forbedrede teknologier til *afsaltning af havvand* og rensning af forurenede vand, så det gøres drikkeligt.

Informationsteknologi

Trådløs kommunikation er allerede over os i stor stil, og det vil (se INVESTERING juni 2007) omfatte langt mere end mobiltelefoner. Det kommer til at handle om sensorer og trådløse kommunikationssystemer inden for alt lige fra skovbrug og militær til bilforsikringer og bygninger. *Smart phones* med computerlignende funktioner har vi allerede, og de bliver hastigt udbygget.

Biometrics – en sikkerhedsløsning, der er baseret på, at IT-brugere identificerer sig via fingeraftryk, håndgeometri, stemme og øjets iris, skønnes en eksplosiv udvikling.

I faste forbindelser vil vi se *bredbånd* med langt større kapacitet, som bl.a. kan håndtere Triple Play (data-overførsel, telefoni, TV/Video) af meget høj kvalitet - og denne øgede kapacitet bliver et vigtigt fundament for næste skridt i Internettets udvikling: *Utility Computing* og *Grid Computing*. I modsætning til dagens Internet, der begrænser anvendelsen til faktiske informationer, skal Utility Computing give adgang til computerkraft på samme måde som vand og el – og »the Grid« skal give os adgang til programmer, regnekraft, lager, måleinstrumenter og meget andet på nettet.

Intelligent Interface bliver en central del af computerindustriens brugerfo-

kus. Talende computere som »HAL« fra Stanley Kubricks film »Rumrejsen År 2001« bliver en del af hverdagen i 2010.

Biologiske computere er allerede opfundet. Israelske forskere har skabt en simpel biologisk computer, hvor computerens input, output og »software« er lavet af DNA-molekyler, og »hardwaren« er to naturligt forekommende enzymer, der manipulerer DNA. Med biologiske computere som den-

ne er der nu reel mulighed for, at meget små computere med meget stor regnekraft med tiden kan indsprøjtes i menneskekroppen og sørge for, at de biologiske og kemiske processer bliver holdt i balance. Forskernes udfordring består i, at forbinde op mod tusind milliarder af disse mikroskopiske regneenheder, såkaldte finite automater, hvorved man kan opnå en regnekraft på en milliard operationer i sekundet – i en dråbe.

Optiske computere fungerer ved hjælp af fotoner (lyspartikler), der strømmer gennem fotoniske krystaller, hvorved overførslen af information sker meget hurtigt og næsten uden energitab. En optisk computer vil sandsynligvis kunne arbejde med hastigheder langt over 100.000 GHz – mod 3-4 GHz i nutidens typiske PC.

Kvantecomputeres basiselementer er kvantebits, der fx består af atomer, som ligesom bits (elektroniske kredsløb) i en normal computer kan være i to tilstande: 0 eller 1. I kvantebitten består de to tilstande i, at et atom, fx et Calcium-atom, kan være i en grundtilstand og i en eksiteret tilstand. Det specielle ved kvantebits er, at de kan være i tilstand 0 og i tilstand 1 på samme tid – kaldet superposition. Hvis man sætter fx 8 kvantebits sammen, kan de komme i en fælles superposition, hvor de alle er både 0 og 1 på én gang – dvs. 256 forskellige kombinationer til stede på samme tid. Og hvis man sætter fx 20

kvantebits sammen kan de i realiteten foretage 1.048.576 beregninger på ingen tid. Denne eksponentielle sammenhæng giver forhåbninger om en nærmest uendelig computerkraft, som gør, at man med en kvantecomputer på få sekunder kan foretage beregninger, der med en normal computer vil tage flere milliarder år.

Pervasive Computing betegner, at computeren bliver integreret i vores omgivelser og vores forbrugsvarer og sågar via implantater i vores krop – og det hele er bundet på Internettet. Med *Pervasive Networks* er vi online hele tiden og *Virtual Reality* er ikke længere forbeholdt spil, men også en del af fx købet af forbrugsvarer som biler, huse eller andet – og forretningsmøder i den virtuelle virkelighed vil være tæt på den virkelige.

E-handel

Handel på nettet med varer og tjenester vil eksplodere. *Bankforretninger*, *forretninger virksomheder imellem (B2B)*, *underholdning (Entertainment-on-demand)*, *detaillhandel (E-tailing)* og myndighedernes kommunikation med borgerne (*E-Government*). Alt sammen vil det i stor stil foregå på nettet.

Virtuel uddannelse bliver også særdeles populært, og det samme gør *Online publisering* – 30 pct. af alle publikationer ventes online i 2016. *Global Access* til nettet bliver et fokusområde, da



udviklingsøkonomierne ses som et enormt marked.

Fremstilling og robotter

Mass Customization vil være dominerende i 2010 – et begreb, der dækker over kombination af masseproduktion og enkeltstykkeproduktion på en sådan måde, at det er muligt at »masseproducere« kundespecifikke produkter. Da *Mass Customization* kan bruges på alt fra tandpasta til tjenesteydelser, vil det have en dramatisk effekt på økonomierne, stimulere væksten, presse priserne, øge bekvemmeligheden og reducere miljømæssige belastninger.

Smarte sensorer vil blive implanteret til overvågning af mange ting, og de mere avancerede *Micro-Machines* bliver stadig mere veludviklede. Det er bittesmå mikroelektromekaniske systemer, intelligente minisystemer, der er i stand til at overvåge og styre forskellige processer i hverdagen – f.eks. til at måle blodtrykket i vener og arterier eller udløse en airbag.

Nanorobotter vil være endnu mindre og have endnu flere anvendelsesmuligheder. I det hele taget vil *nanoteknologien* påvirke vores samfund i ekstrem grad, og medvirke til at skabe nye *designede materialer*, kraftigere computere, medicinske præparater osv.

Smarte robotter, bl.a. til at hjælpe med de huslige pligter spås at blive en del af hverdagen i 2020, men japanerne og koreanerne forventer, at de første robothusmødre ser dagens lys i 2010 og førende virksomheder i begge lande forventer millionsalg af robotter til industri, militær, sundhed, husholdninger og fritidsaktiviteter inden for få år.

Medicin og genetik

Med kombineret brug af computerchips, micro-machines, vævsfremstilling og andre nye teknologier varer det ifølge TechCast ikke længe før bioniske dele kan erstatte hele den menneskelige krop. Forskerne har allerede i

dag erfaringer med kunstige arme og ben, der anvender chips til at koordinere bevægelser med forbindelse til nervesystemet, så de kan styres af normal tankevirksomhed. Sensorer bruges til at føle, og micro-motorer giver kraft til ledene. TechCast estimerer, at *kunstige organer* vil kunne erstatte større kropsdele omkring 2022.

Sundhedssystemet er en dyr størrelse, og der er store besparelser at hente med on-line medicinske journaler, diagnose via computer, virtuelle undersøgelser og mange andre former for *telemedicin*. TechCast venter, at vi omkring 2015 vil opleve et helt andet sundhedssystem, som kan spare hundredvis af mia. dollars, forbedre sundheden generelt og tilbyde mere bekvem service.

Genforskningen oplever voldsomme fremskridt i disse år, og det ligger ikke mange år ude i fremtiden, før vi går til lægen og får klarlagt vores egen DNA-profil og herefter kan få den korrekte, *individuelle medicinering*. Decideret *genterapi* vil vi også få – dvs. behandling på genniveau ved f.eks. at forsøge at rette på genfejl ved at indsætte raske gener i cellerne og derved kurere genetiske sygdomme – eller man kan påvirke børns karakteregenskaber.

Fremstilling af

Genetisk modificerede planter og dyr bliver en del af hverdagen i fremtiden.

menneskelige organer bliver muligt baseret på patientens egne celler.

Og nanorobotter vil være intelligente nok til at finde fx kræftceller og eliminere dem. Den ultimative *kræftkur* med garanteret succes bliver en realitet.

TechCast tror, at den *gennemsnitlige levealder* vil være omkring 100 år i 2030.

Transport

Hybridbiler (af kulfiber), der udnytter den kinetiske energi ved opbremsning bliver udbredte – ligesom *brintbiler*, der kører på brændselsceller.

Vi vil også se *intelligente biler* med sensorer, der mindsker risikoen for kollisioner, at fare vild, ende i kø eller lede forgæves efter en parkeringsplads.

Selv vejene bliver intelligente. De såkaldte *automatiserede motorveje* vil kunne transportere førerløse biler.

Omkring 2020 vil vi få *hypersoniske passagerfly* i stor stil, dvs. fly, der kan flyve mange gange lydens hastighed. Allerede nu eksperimenterer USA, Australien og Rusland med hypersoniske fly, der kan flyve med 10 gange lydens hastighed.

Maglev tog, der kører med hastigheder på 4-500 km/t vil vi også opleve i

stor stil. Maglev er en sammentrækning af »magnetically levitating«, altså et tog, der er magnetisk »flyvende«. Togvognene løftes nogle få cm op over banelegemet af elektromagnet på toget og holdes på plads af elektromagnetiske kræfter.

I baggrunden s. 8-9 ses Shanghai's Maglev-tog.



Fond skal genetablere tilliden

En gruppe af verdens største banker forhandler i øjeblikket om at strikke en fond sammen, som skal afbøde den igangværende internationale kreditkrise og forhindre, at den lægger kimen til en recession.

Fonden – *Master Liquidity Enhancement Conduit (MLEC)* – skal med tiden bevæge sig op mod 200 mia. dollars, men i første omgang være på 80 mia. dollars. Heraf skal USA's to største banker, Bank of America og Citigroup samt investeringsbanken J.P. Morgan hoste op med halvdelen, mens den anden halvdel leveres af seks andre større banker og investeringsbanker.

Hvis vi lige kort skal opsummere krisen, så handler det om, at der ukri-

tisk er udstedt for mange lån til bolig-ejere med dårlige betalingssevner de senere år, og det gør ondt nu, hvor renten er steget og boligpriserne falder. Bankerne og kreditinstitutterne har ikke råbt vagt i gevær undervejs og forsøgt at dæmpe udviklingen, og det hænger sammen med, at det er blevet »moderne« at pakke risikoen på sådanne lån (også andre lån) ind i komplekse derivater og sælge den videre i markedet.

Herved er risikoen på de såkaldte subprime-lån blevet spredt over den ganske finansverden, hvilket gør det svært at danne sig et overblik over hvem, der lider mest nu. Men der hvor man med sikkerhed ved, at det gør ondt, er blandt de gearede investeringselskaber – *Structured Invest-*

ment Vehicles (SIV) – der er blomstret op de senere år. De har netop investeret tungt især i strukturerede kreditobligationer og finansieringen er hentet ved at udstede *Asset Backed Commercial Papers (ABCP)* i stort omfang. For at få en høj rating til disse papirer har det oftest været nødvendigt at indhente kredittilsagn om kortsigtet likviditet (typisk 3–12 mdr.) fra en eller flere banker. SIV er typisk oprettet af banker, der herved slipper for, at subprimelånene belaster balancen. De ejer dem ikke, men hæver store gebyrer for at administrere dem.

Da kreditkrisen blussede op, mistede investorerne tilliden til ABCP-markedet, og det tvang SIV til at udnytte deres lovede kredittilsagn hos bankerne. Dermed lagde de et voldsomt pres

Nye bankregler er trådt i kraft

EU's MiFID-direktiv, der udstikker nye krav til investeringsrådgivning, som pengeinstitutter og børsrådgivere i alle EU-lande skal følge, er nu trådt i kraft. Har du talt med din rådgiver efter 1. november har du formentlig bemærket det, idet du nok bliver mødt af flere spørgsmål end normalt.

Hensigten med de nye regler er jo netop, at sikre en bedre og mere ensartet beskyttelse af investorerne, og det indebærer, at rådgiveren altid skal sikre sig, at din investeringsprofil er opdateret for på bedst mulig vis at kunne

give dig anbefalinger, der passer til dine ønsker og behov. Og det kræver en del spørgsmål – også om hvorvidt du fuldt ud har forstået de produkter og den risiko du handler med.

Hele rådgivningsprocessen er efter de nye regler blevet mere formaliseret og struktureret, og det vil i højere grad sikre, at der ikke opstår misforståelser mellem dig og din rådgiver – og risikoen for, at du kommer til at handle med produkter, som du endnu ikke har den tilstrækkelige forståelse for, er mindsket.

Skulle der alligevel opstå problemer, vil den tætte, løbende dokumentation af rådgivningsprocessen kunne afdække, hvori problemet består.

MiFID i hovedtræk

Udgangspunktet for rådgivningen er som altid, at du sammen med rådgiveren afdækker din investeringsprofil. Investeringsprofilen er sammensat af tre elementer – **erfaring og kendskab, den finansielle situation og investeringsformål.**

i det finansielle system

på bankernes likviditetsberedskab, hvilket har været med til at presse pengemarkedsrenterne højt op, så både Federal Reserve og ECB har været nødt til at spæde penge til for at dæmpe gemytterne – hvilket dog langt fra har været nok til at løse krisen.

Hensigten med den nye fond er, at den skal hjælpe SIV ved at købe en del af deres komplekse værdipapirer, som det i det aktuelle, dårligt fungerende marked er svært at prisfastsætte. Det vil kun omfatte papirer med en høj rating og dermed begrænset risiko. Ifølge flere eksperter har disse værdipapirer en samlet værdi på 320 mia. dollars. Noget over fondens råderum på 80 mia. dollars, men alligevel skønnes fondens opkøb stort nok til at kunne

genetablere markedet for disse værdipapirer og skabe en rimelig præcis markedspris, som igen gør det attraktivt for private investorer at træde ind på markedet.

Den amerikanske finansminister, Henry Paulson, er initiativtager til fonden (men bidrager kun med mødelokal og vand/sandwich). Det skyldtes frygt for, at SIV kunne blive tvunget til at sælge deres problematiske værdipapirer til en urimeligt lav pris, hvilket ville kunne øge den aktuelle usikkerhed i markedet, forringe lånemulighederne yderligere og dermed øge risikoen for en recession. Starter en enkelt SIV med at likvidere beholdningen af værdipapirer pga. tab eller problemer med at skaffe den nødvendige funding, kan det skabe en lavineeffekt –

et salgspres i markedet med faldende priser til følge som igen tvinger andre til at sælge pga. tab.

Ikke alle er lige begejstrede for initiativet. Alan Greenspan mener, at denne indgriben i markedsmekanismerne kan gøre det hele værre. Et synspunkt, som bakkes op af den kontroversielle og verdenskendte økonom, Paul Krugman. Han mener, at en redningsaktion som denne kan blive opfattet som et forsøg på at skjule de dårlige lån, som alle ved er derude – og resultatet kunne derfor blive en forsinkelse af den tillid i markedet, hvis tilbagevenden er altafgørende.



Erfaring og kendskab afdækkes via en række spørgsmål, som skal give et klart billede af, hvilken viden du har om de forskellige investeringsprodukter som fx aktier, obligationer, derivater, strukturerede obligationer osv., samt den underliggende risiko. Samt hvilken erfaring du har med handel af de forskellige værdipapirer. Dette fører til at rådgiveren tildeler dig et handelsområde. Den enkelte kundes handelsområde er rådgiverens vurdering af, hvilke typer af værdipapirer, som du har kendskab til og erfaring med at

handle – herunder, at du har forstået de underliggende risici. Dette handelsområde kan naturligvis udvides i takt med, at du tilegner dig mere viden om de forskellige værdipapirer, bl.a. på baggrund af rådgivning og information fra banken.

Den finansielle situation er et overblik over dit rådighedsbeløb (indtægter minus udgifter), skat og dine aktiver (fx fast ejendom, bil, værdipapirer og kontanter – alle minus gæld), og om du fx er afhængig af et løbende af-

kast som supplement til dine øvrige indtægter.

Investeringsformål skal afdække, hvor villig du er til at påtage dig en risiko, hvilken tidshorisont din investering har, om der er tale om fx frie midler eller pensionsmidler m.v.

Når rådgiveren har tegnet et billede af din investeringsprofil, kan vi præsentere en personlig anbefaling til dig.

Har vi set toppen



MODELFOTO © DANSKE BANK

Det skorter ikke på mørke skyer i aktieverdenens horisont:

- Retningen i konjunkturcyklen er fx ikke til at tage fejl af – verdensøkonomien er på vej mod en afmatning med USA foreløbig trængt mest i knæ.
- Billige penge er et overstået kapitel, og de højere renter har bl. a. ramt boligmarkederne, hvis »friværdifest« mange steder har båret privatforbruget et langt stykke henad vejen.
- Virksomhedernes indtjening har toppet, og kan kun gå nedad herfra set i det store perspektiv.
- Arbejdsmarkederne er her i højkonjunktursens sidste fase spændt til bristepunktet, og lønpresset stiger samtidig med, at råvare- og oliepriserne sætter nye rekorder.
- Oveni det hele har vi stadig kreditkrisen, som endnu langt fra er overstået og ligger som en latent bombe under det finansielle system, som stadig langt fra er normaliseret på penge- og obligationsmarkedet.

Alt dette (og meget andet) burde få investorernes lyst til risiko til at falde. Men det er i hvert fald ikke noget, der kan ses på aktiemarkederne. Tværtimod har Emerging Markets – trods en aktiefest, der allerede har varet fem år – sat nye rekorder igen. Og både i USA og Europa har aktiemarkederne nået eller overgået toppene fra katastrofeåret 2000.

Der er da også visse forhold, som til dels kan forsvare investorernes adfærd. Trods rentestigningerne er renteniveauet stadig ikke skræmmende, og kan generelt ikke siges at være en alvorlig bremsende fak-

tor for virksomhederne – som i øvrigt typisk er præget af en lav gæld.

Dertil kommer, at verden ser anderledes ud, end da vi sidst havde finanskrisen i 1998. Emerging Markets, især Asien, er af en helt anden støbning, og vil bidrage til at gøre en global recession mindre sandsynlig.

Desuden – og det er jo nok så væsentligt – så er aktiemarkederne, trods en aktiefest, der har varet siden 2003, faktisk ikke dyre. Således vil selv et fald i indtjeningen på helt op til 20–30 pct. ikke gøre aktiemarkedet dyrt i hverken Norden, Europa eller USA, når man ser på P/E-niveauet i historisk perspektiv.

Ser vi på aktier i forhold til obligationer, så er det også i aktiernes favør. Eksempelvis er aktierne i Europa stadig noget mere attraktive end 10-årige statsobligationers rente, hvis man ser på aktiernes »rente«, defineret som Earnings Yield (E/P, dvs. reciprok P/E).

Indtjening ikke afgørende for aktiekurser(!)

Men selv om der også er gode argumenter, så kommer vi ikke uden om, at vi er på vej ind i en periode med svagere økonomisk vækst. Det vil dæmpe virksomhedernes indtjening, en proces som allerede er i fuld gang. Faktisk har det netop overståede regnskabskvartal i USA været det første i fem år, hvor der ikke kunne konstateres fremgang. Også forventningerne til de kommende kvartalers indtjening er på vej ned og hvis der er noget vi ved om aktiemarkedet, så er det jo, at det er indtjeningen, der er bestemmende for en akties kurs. Derfor må en faldende indtjening vel betyde, at aktiekurserne også falder?



på aktiemarkedet?

Ja og nej. Det er rigtigt, at indtjeningen og forventningerne hertil i fremtiden er bestemmende for en akties kurs. Men historien viser, at der på kortere sigt faktisk kun er en meget lille sammenhæng mellem indtjeningen og bevægelsen i aktiekurserne. Således voksede indtjeningen i amerikanske virksomheder med mindre end 4% årligt i 50'erne, men det var en af de bedste perioder med kursstigninger. Modsat var 70'erne præget af den hurtigste indtjeningsvækst i 55 år, men det var til gengæld det værste årti for investorerne, hvad angår afkastet på aktierne.

Forklaringen er, at det ikke er indtjeningen, der er den afgørende faktor for aktiernes kursudvikling, men derimod ændringer i de multipler, som investorerne vil betale for aktierne. Bull-markedet i 80'erne repræsenterede fx en periode, hvor P/E-multiplerne blev fordoblet. Investorerne blev altså op gennem 80'erne villige til at betale en dobbelt så høj aktiekurs for den samme indtjening. Og endnu en fordobling fandt sted i 90'erne. Selv om indtjeningen i selskaberne steg med kun 6% årligt, så steg aktiekurserne med gennemsnitligt 14%.

Aktiestrategi: Hold lav profil

Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug, tror, at vi kommer ind i en sådan periode igen, men dog ikke lige med det samme.

»Lige nu er det min klare overbevisning, at forventningerne til indtjeningen i 2008 ganske enkelt er for høje. Samtidig har vi stadig for meget usikkerhed omkring det amerikanske boligmarked, og dermed hvordan den amerikanske forbruger vil agere. Jeg tror derfor, at vi resten af året vil se aktiemarkeder, der bevæger sig sidelæns. Men når vi kommer et stykke ind i 2008 vil vi formentlig se mere realisti-

ske indtjeningsforventninger til selskaberne og et stabiliseret husmarked i USA. Så er kimen lagt til et helt andet positivt marked.«

Ser vi på den aktuelle værdiansættelse af aktier i USA, Europa og Norden, så kan man undre sig over, at vi efter massive kursstigninger siden 2003 lige nu har en prisfastsættelse, der minder om den, vi havde i midten af 90'erne, hvis vi sætter de seneste 12 mdr. indtjening i forhold til det aktuelle kursniveau.

»Det er en afspejling af, at aktiemarkedet siden 2003 har været drevet af en meget stærk indtjeningsvækst, som ikke er blevet matchet af tilsvarende kursstigninger. Investorerne havde brændt fingrene på mange luftkasteller i 2000 og krævede stærk indtjeningsvækst af aktierne efterfølgende – og det har de fået. Nu står vi over for en længere periode med faldende indtjeningsvækst, men når vi har fået mere realistiske indtjeningsforventninger og hvis opbremsningen i verdensøkonomien bliver moderat, herunder en blød landing i USA og vi samtidig får et stabilt boligmarked i USA, så vil folk falde over hinanden i optimisme, og vi vil kunne se massive kursstigninger på aktiemarkederne,« mener Kongshaug.

Emerging Markets har toppet

Han tror imidlertid ikke, at Emerging Markets (EM) vil deltage i den kommende aktiefest. Selskaberne i EM har ganske vist også leveret stærk indtjeningsvækst, men kursstigningerne på over 300 pct. i udviklingsøkonomiernes aktiemarkeder siden 2003 har i høj grad også været drevet af, at investorerne uden tøven accepterer kraftige stigninger i P/E, modsat i konventio-

nelle aktiemarkeder som i USA og Europa.

»Nu er grænsen snart nået. Stigningerne i Emerging Markets har i vidt omfang været velbegrundede, da det er selskaber og nationale økonomier af en meget bedre kvalitet end i 90'erne. Men forventningerne er skruet rigelig højt op, hvilket bl.a. afspejler sig i det ofte fremførte argument om, at verdensøkonomien ikke vil opleve den store nedgang fordi væksten i Emerging Markets er så stærk. Som investor skal man passe på væksttemaer der allerede er indiskonteret i markedet, og Emerging Markets er et sådan tema. Værdiansættelsen af Emerging Markets-aktier er nu på niveau med OECD aktiemarkederne, så der er ingen rabat på den højere risiko som Emerging Markets udgør,« siger Morten Kongshaug.

BRIK-landene redder ikke verden

Han tilføjer, at BRIK-landene (Brasilien, Rusland, Indien, Kina), som der

er særlig stor tiltro til, kun udgør 12 pct. af verdensøkonomien, og selv om der ikke er noget, der aktuelt tyder på afdæmpning for disse lande, kan væksten her naturligvis ikke dæmme op for

opbremsning i USA, Europa og Japan.

»Man skal også være opmærksom på, at der er en stigende risiko for, at Kinas økonomi er på vej mod overophedning og dermed risiko for, at det ender med en hård landing for den økonomi, der p.t. hersker allermest investoroptimisme omkring. Både inflation i kinesiske aktiekurser såvel som varepriser peger i retning af overophedning,« påpeger Morten Kongshaug.



Sælger i et købers marked

Siden toppen for et år siden har boligpriserne på landsplan sat sig to pct. Især i de større byer i København og Århus er markedet under pres. Spillereglerne på boligmarkedet er med andre ord ændret. Hvad gør man, når man er sælger i et købers marked?

Ifølge Danske Bank og Realkredit Danmark var der i oktober måned 63.500 boliger til salg i Danmark. Det står i skærende kontrast til begyndelsen af det nye årtusinde, hvor mæglernes køberkartoteker bugnede, og sælger dikterede prisen. Samtidig melder ejendomsmæglerkæder som home om vigende priser i flere områder af landet. Især i København og Århus, hvor prisen på lejligheder er hhv. 14 og 10 pct. lavere end i oktober 2006, er det for alvor blevet svært at være sælger.

Spørgsmål om tillid

Kommunikationschef i home, Niels Henning Carstensen, bekræfter, at det modsat tidligere i høj grad er købers marked. En høj vurdering er derfor ikke nødvendigvis lig med en høj pris på slutsedlen. Han anbefaler, at sælger sætter tillid til mægleren over den salgspris, som mægleren i første omgang stiller i udsigt.

»Som sælger bør du stille dig selv spørgsmålet: Tror jeg på, at ejendomsmægleren vil være i



Niels Henning Carstensen,
Kommunikationschef i home

stand til at sælge min bolig – eller er han eller hun bare god til at sælge sig selv?»

Nogle af de ting køber bør være opmærksom på er, om mægleren underbygger den pris, han vurderer boligen til – eksempelvis ved at have statistikker med over solgte boliger i kvarteret. Niels H. Carstensen understreger, at det ikke er nok at vide, hvad boligerne har været udbudt til – man skal også vide, hvad de blev solgt til.

I øjeblikket går der i gennemsnit 4–5 måneder fra en bolig sættes til salg, til køber skriver under på slutsedlen. Ofte må sælger give markante nedslag i prisen for at få potentielle købere til at møde op til åbent hus-arrangementer. Det har fået nogle medier til at beskyldte mæglerne for bevidst at sætte priserne kunstigt højt for at få kunder ind i butikken.

»Jeg kan ikke udelukke, at nogle af vores startpriser er sat for højt. Men her bør man huske, at det er vores opgave at skabe værdi for boligsælgeren, og det gør vi ved at teste markedet. Derfor kan man godt komme ud for, at vi hurtigt foreslår, at prisen sættes ned, hvis der ikke er nogen, der reagerer på den første pris, vi går ud med. Men så har vi afprøvet, om der er købere i marke-

det til den lidt højere pris. Ejendomsmægleren køber jo ikke boligen, men sætter alene en vurdering. Nogle tror nærmest, at det er et købstilbud, de får af mægleren. Derfor bør man ikke nødvendigvis vælge den ejendomsmægler, der sætter den højeste pris.«

Giv et hurtigt nedslag

I home bestemmes fremgangsmåden i høj grad af sælgers temperament og hvor hurtigt et salg, man går efter. Til sælgere, der ikke har fået solgt deres bolig efter mere end seks måneder, anbefaler Niels Henning Carstensen at give et hurtigt nedslag. Jo før man tager konsekvensen, jo mindre afslag.

»I dette marked er det farligt at være for grådig. For udbuddet er steget, og det samme er renten. Det kan man som boligsælger ikke bare sidde overhørig. Sæt hellere prisen ned efter seks uger i stedet for at vente seks måneder. Ellers risikerer man en overeksponering af boligen, hvor folk begynder at undre sig over, hvorfor den ikke bliver solgt. Prisen er meget afgørende i et nedadgående marked, som det vi oplever i København og Århus i øjeblikket.«

Gode råd til sælger

- Tag den ejendomsmægler, du har mest tillid til, i stedet for den, der kommer med den højeste vurdering af din bolig.
- Læs om den ejendomsmæglerkæde og ejendomsmægler, du skal arbejde sammen med de næste 3 eller 6 måneder. Tag referencer. Lyt til din omgangskreds.
- Fokusér på bytteprisen i stedet for at fokusere på, hvad naboen fik for sin bolig, hvis han solgte på det bedst mulige tidspunkt. Hvis priserne er faldet i dit område, så tænk på, at det er de også for din næste bolig, hvis du vil bo i samme region.
- Husk på ikke at sætte livet på standby. Hvis du har behov for en større eller mindre bolig, så følg dine behov i stedet for at lade dit liv diktere af, om priserne bevæger sig op eller ned. På langt sigt skal din ejerbolig nok være mere værd, når du sælger, end da du købte, når du ser det over en typisk ejerperiode.
- Luft ud, rens gulvtæpper, smid møbler ud, frisk malingen op, ryd op i haven, ryd op i huset. Skift evt. plankeværket ud.
- Få alle mere alvorlige fejl i tilstandsrapporten rettet, så de kan streges af listen.
- Få en uafhængig, men ærlig (!) person til at gå din ejendom igennem og sige, hvad der skærer i øjnene. Hyr evt. en indretningsarkitekt.
- Lad være med at foretage store investeringer, før du vil sælge – de penge kommer sjældent igen.
- Put derimod få penge i få, men synlige investeringer, såsom at male vinduer, hvis de trænger.

Det danske boligmarked har udviklet sig som USA's

Står vi også over for en krise?

Den langvarige optur på det danske boligmarked og den efterfølgende afmatning ligner på mange måder udviklingen i USA blot med en forsinkelse på et år. Men det betyder ikke, at problemerne på det amerikanske subprime-marked skal ses som en advarsel om, hvad der venter de danske boligejere, mener Danske Analyse

Der er en slående lighed mellem den seneste udvikling på det danske og det amerikanske boligmarked.

Stigningen i boligpriserne kulminerede i 2004-05 og blev afløst af en brat nedgang i vækstraten.

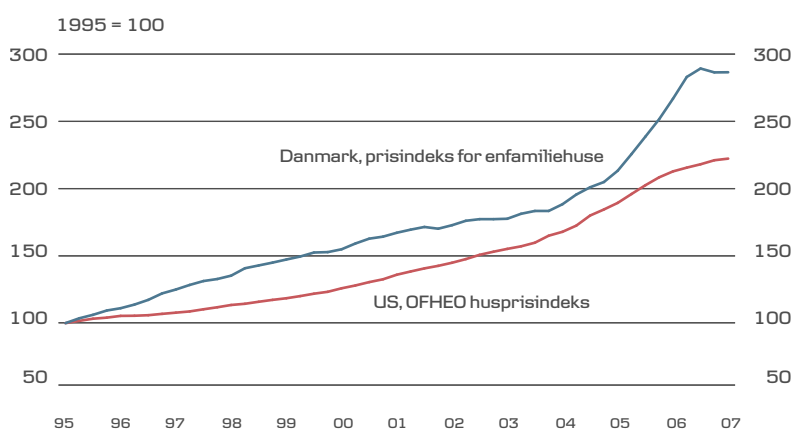
Boligudbuddet har reageret betydeligt på efterspørgslen, om end senere i Danmark end i USA. Og antallet af boliger til salg er steget kraftigt begge steder. De vigtigste drivkræfter bag opturen på boligmarkedet har været de samme i Danmark og USA: Faldende renter, finansiell innovation og stignende disponible indkomster.

Men der er en række vigtige forskelle mellem finansieringsstrukturen på de to boligmarkeder.

For det første findes der ikke subprime-lån i Danmark. Subprimelån er en låntype, der med højere rente tildeles boligejere, der enten ønsker et hurtigt lån uden at skulle blotlægge hele privatøkonomien, eller – og dette gælder den største del af låntagerne – boligejere, der ikke opfylder alle de kriterier, som de »normale« kunder gør. Karakteristisk for subprime-lån er også, at de typisk har lav rente (»teaser-rente«) de første tre år, og derefter en betydeligt højere rente i resten af løbetiden – en rente som altså også er højere end de normale realkreditkunder oplever. Kreditvurderingen i Danmark er ret ensartet, og den er mere grundig end på det amerikanske subprime-marked.

For det andet bliver kreditrisikoen typisk ikke videresolgt og ompakket. Netop dette har været særligt kendetegnende for den aktuelle krise og medvirket til at gøre situationen uoverskuelig, idet man ikke har klarhed over hvem, der er ramt af de sti-

Boligpriserne er steget mere i Danmark end i USA



gende tab på subprime-lånene og hvor meget. I Danmark er der fuldt overblik over situationen. Realkreditinstitutterne i Danmark tager boliglånene på deres egen balance og finansierer dem ved udstedelse af obligationer med samme kuponrente og løbetid som lånene. Derfor eksisterer der heller ikke teaser-lån i Danmark, dvs. lån, hvor låntager fristes med særligt lave rentebetalinger de første par år.

Forskellene betyder, at vi ikke står med de samme problemer i Danmark som i USA. Boligejernes evne til at betale afdrag og rente på lånene afhænger i Danmark generelt ikke af, om værdien af boligen stiger eller falder. I USA derimod har incitamentsstrukturen i realkreditsektoren og de deraf følgende mere afslappede udlånsvilkår samt brugen af teaser-lån betydet, at et stort antal boligejere er kommet i en anstrengt økonomisk situation, hvor de er mere afhængige af fortsatte boligprisstigninger.

På den anden side er det danske boligmarked blevet lidt mere følsomt over for rentestigninger end det amerikanske på grund af den udbredte brug af rentetilpasningslån – 39,2 pct. mod 20,5 pct. i USA. Det betyder, at fremtidige rentestigninger kan lægge en væsentlig dæmper på boligefterspørgslen. Danske Analyse venter en mindre stigning i de korte renter i løbet af 2008, men de negative virkninger heraf på boligmarkedet skønnes relativt begrænsede. Alt i alt venter økonomerne i Danske Analyse, at de nominelle boligpriser fortsat vil falde lidt året ud. Derefter kan der være udsigt til stabile nominelle priser i en længere periode, mens de reale priser kan ventes at falde lidt. Hvis renterne stiger mere end ventet, kan det presse priserne yderligere ned i de områder, hvor prisstigningerne har været størst. Den udbredte anvendelse af lån med renteloft vil dog begrænse virkningerne af rentestigningerne.

Skal man konvertere et 4% obligationslån?

Kursen på 4%-obligationerne er faldet markant i takt med rentestigningen over det seneste par år, og en førtidsindfrielse af lånet vil kunne reducere restgælden betydeligt.

Mange danskere udnyttede det historisk lave renteniveau for et par år siden og optog 30-årige 4% obligationslån til en kurs til på 100. Siden da er renten steget, og kursen på 4%-obligationerne er faldet markant til under 90. Den lavere kurs betyder, at disse låntagere i dag står med en mulighed for at købe lånet tilbage for et væsentligt lavere beløb, end de dengang fik udbetalt - og efterfølgende optage et nyt lån.

Vælger man FlexLån® som det nye lån, vil man kunne opnå en lidt lavere ydelse, end man i dag har på 4%-lånet. Til gengæld har man så risikoen for, at renten stiger.

Vælger man et fastforrentet lån, så kender man sin ydelse, men da rentesatsen er højere på det nye lån end på 4%-lånet, så er renteudgifterne, trods den lavere restgæld, også større samtidig med, at afdraget på lånet er mindre. Om en konvertering til et fastforrentet lån derfor er en god forretning afhænger af, om - og i givet fald hvornår - renten falder, så man kan komme tilbage til 4%-lånet igen.

Hvis det aldrig sker, vil man for et afdragspligtigt lån på en mio. kr. ende

med at betale knap 67.000 kr. mere efter skat i nutidskroner i 6%-lånets 30-årige løbetid, som det fremgår af grafen her på siden. Men kan man inden for de første 10 år konvertere tilbage til 4%-lånet til en kurs omkring 100, så vil der være tale om en nettogevinst.

Jo hurtigere renten falder, så man igen kan vende tilbage til 4%-lånet, desto større er gevinsten ved konverteringen.

Hvad skal man vælge?

Om man skal førtidsindfri sit 4%-lån og gå i 6%-lån eller FlexLån® eller ej afhænger altså af den fremtidige renteutvikling i de kommende år, og denne kender selv de dygtigste økonomer ikke. Men for nogle låntagere er renteforventningerne faktisk mindre relevante. Det gælder de boligejere, som stadig har en betydelig restgæld, som ved, at de inden for få år vil sælge boligen, og som ønsker at reducere risikoen for, at restgælden kan stige i forbindelse med førtidsindfrielsen af lånet, når huset skal sælges. Ved at skifte 4%-lånet ud med et 6%-lån reduceres risikoen på restgælden, idet

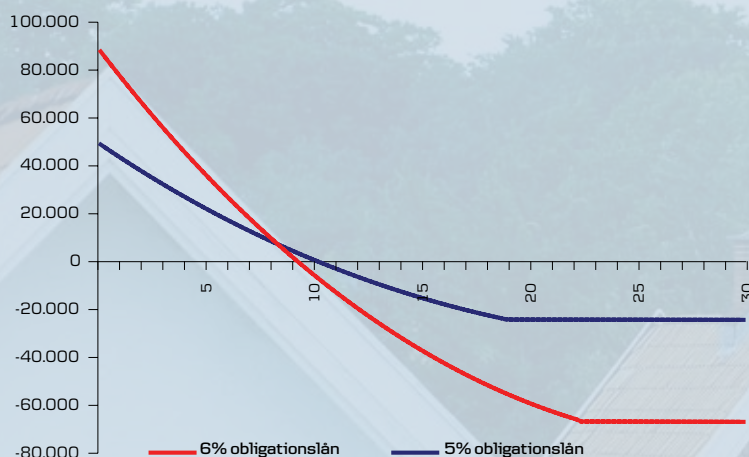
kursen på 6%-obligationen ligger tæt på kurs 100 og derfor ikke kan stige, hvis renten falder. Det kan derimod 4%-obligationen. Som før nævnt ligger den under kurs 90 og kan derfor stige markant, hvis renten på et fremtidigt tidspunkt falder.

Hvis man kan bære en ydelsesrisiko, kan man også overveje at konvertere om til et FlexLån®. Hvis man f.eks. har et 4% afdragspligtigt obligationslån på 1 mio. kr. og konverterer om til et FlexLån® F1, så er konverteringsgevinsten på omkring 95.000 kr. i hus. Til gengæld kan ydelserne på FlexLånet stige, hvis renten stiger i fremtiden.

En del vil foretrække fastforrentede lån. Måske i form af RenteDyk™ - RD's nye låntype, hvor renten ikke kan stige, men har indbygget nedkonvertering uden omkostninger og kurstab selv ved små rentefald.

Blandt de "rene" fastforrentede obligationslån er 6%-lånet ikke eneste mulighed. Dette lån ligger tættest på kurs 100, og sikrer derfor låntageren det laveste kurstab. Men 5%-lånet er også en mulighed, da stigningen i ydelse her er noget mindre. Til gengæld er kurstabet større, hvilket mindsker reduktionen i restgælden, og dermed gevinsten ved den samlede konvertering.

Opkonvertering kræver rentefald inden for 10 år



Forklaring: Figuren viser hvor »smertegrænsen« ligger, hvis du ved en indfrielse af et 30-årigt 4%-lån vælger enten et fastforrentet 6%- eller 5%-lån som det nye lån. Hvis renten først efter 10 år er faldet, så du kan komme tilbage til 4%-lånet, så har du i den mellemliggende periode betalt så meget ekstra i renter på det nye lån, at hele restgældsbesparelsen er spist op - og du får et nettotab, hvis der går mere end 10 år. Men kommer rentefaldet før, er der tale om en nettogevinst.

Bemærk: Beregningen viser konkret restgældsreduktionen fratrukket den ekstra årlige omkostning efter skat målt i nutidskroner som følge af konverteringen af et 4% obligationslån med en obligationsrestgæld på 1 mio. kr. Det er en forudsætning, at renten falder så meget, at man kommer tilbage til et 4% obligationslån til kurs 100. Hvis man i stedet kommer tilbage til fx kurs 98 vil det betyde, at tidspunktet, hvor nettogevinsten bliver 0 kroner, fremrykkes til 8 år for 6%-lånet og 7 år for 5%-lånet.

Renteforventninger og obligationsstrategier

Markedet tror USA sætter renten ned, og Euroland går den modsatte vej.

Danske Banks obligationsanalytikere anbefaler overvægt af realkreditobligationer.

Finanskrisen er endnu ikke overstået. Der er stadig høje pengemarkedsrenter og flere dele af det mangfoldige, komplicerede obligationsmarked er endnu langt fra normaliseret. Men det går den rigtige vej, og generelt synes markedet overbevist om, at vi er på rette vej mod en løsning uden, at verden går under på vejen.

Det gælder også Danske Banks obligationsanalytikere. De peger på, at likviditetskrisen er aftagende, og at vi nærmer os en normalisering i de kommende måneder. Markedets generelle forventning er, at den amerikanske centralbank Federal Reserve (Fed) sætter renten ned i flere omgange pga. moderat vækst i USA og et trængt boligmarked. Den stabile kerneinflation (dvs. ekskl. føde og energi) vil gøre det muligt.

Danske Banks analytikere tror imidlertid ikke, at vi vil se flere rentenedsættelser fra Fed efter den seneste på 25 bp d. 31. oktober – i hvert fald ikke på seks mdr. sigt.

Hvad angår Euroland, tror analytikerne, at centralbanken ECB vil holde fingrene fra rentevåbenet resten af året, men i første halvår 2008 – hvor den finansielle verden skønnes at være nogenlunde normal igen – ventes ECB at hæve renten med 25 bp i to omgange. Første gang i marts og anden gang i juni.

Det ventes, at vi vil se en stigning på 20 bp i den korte ende af rentekurven og 40 bp i den lange. Rente-kurven bliver altså stejlere.

Anbefalinger

Bruttobeskattede investorer (herunder pensionsbeskattede) anbefales at købe korte 4% flex-obligationer, Cibo6 kombineret med lidt længere løbende obligationer, CF6 (realkreditobligation med renteloft på 6%) samt 6% RD 2038 uden afdrag.

Personbeskattede investorer anbefales at købe korte 2% »flex-obligationer« og eventuelt kombinere det med lidt længere løbende obligationer som 3% RD 2018 – 2023.

Hvad angår de korte og skattemæssigt interessante 2%-obligationer, så skal investorerne være opmærksomme på, at udbudet er begrænset.

Der udløber mange 2%-papirer i år og endnu flere næste år, og på et tidspunkt bliver det en mangelvare. Med en mindsterente på 4% og ikke udsigt til hverken 3% eller 2% foreløbig, så kommer der ikke nye 2%-papirer på markedet. Tværtimod kan man opleve en begrænsning af udbudet, idet et stigende antal låntagere opkøber deres rentetilpasningslån og hjemtager et fastforrentet i stedet – en tendens, som måske kan stige yderligere i lyset af de fortsatte rentestigninger, der synes at tegne sig i horisonten.

Derfor bør man allerede i år købe enten 2%-2010 eller 2%-2011 i stedet for 2%-2009, hvis ellers ens investeringshorisont tillader det.

Se i øvrigt modelporteføljerne side 33, hvor du finder en oversigt over de obligationsporteføljer vi anbefaler til forskellige investeringsprofiler.



Køb en call-option på tyske Allianz

Skatteregler

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

Den skattemæssige behandling af en købt call-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 tillægge den betalte præmie i til den faktiske anskaffelsessum (udnyttelseskursen) 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 optionspræmie) hverken fratrækkes eller modregnes, medmindre der indgås en modgående kontrakt eller kontrakten afstås inden udløb.

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

Finanskrisen lever stadig. Verdensøkonomien er på vej mod en afmatning. Renten er efter al sandsynlighed på vej yderligere op i Europa. Indtjeningsvæksten i virksomhederne har toppet. Alligevel har aktiemarkedene sat nye rekorder. Både i Europa, USA og Emerging Markets.

Det kan give selv den mest garvede investor sved på panden, for betyder alt dette, at markedet snart vender?

Danske Banks overordnede strategi i den aktuelle situation er, at man skal købe kvalitet, markedsledere og selskaber, der rapporterer høj indtjening.

Disse kriterier opfylder tyske Allianz. Det er en særdeles stærk forsikringsaktie, som aktuelt er prismæssigt undervurderet i forhold til de perspektiver, der tegner sig for det kommende års tid og forsikringsbranchen har generelt defensive karakteristika, som er tillokkende i dette marked.

Alligevel kan man som aktieinvestor med baggrund i den aktuelt usikre situation have visse forbehold ved at foretage direkte aktieinvesteringer, selv om Allianz skiller sig ud med stærke købsargumenter.

Her kommer call-optionen ind i billedet. En købt call-option er oplagt for en investor, der tror på, at en aktie vil stige i den kommende periode, men

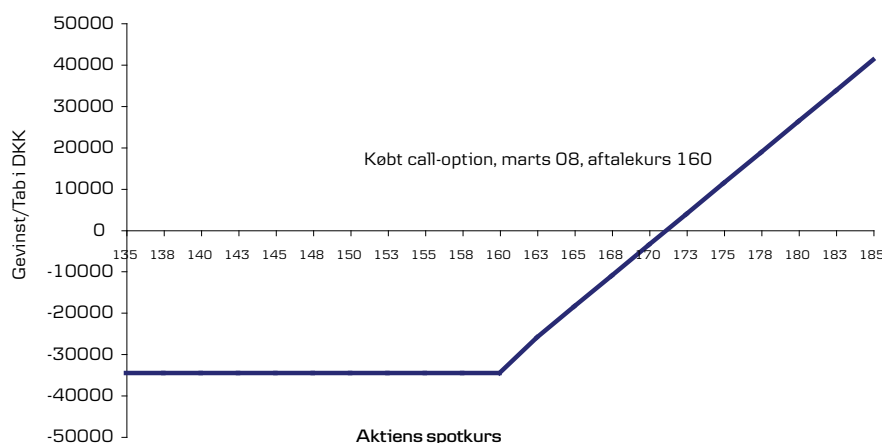
ikke ønsker at investere det beløb, der kræves for at købe selve aktien.

Ved at købe en calloption på aktien kan investor nøjes med at betale en optionspræmie – og han kan ikke tabe mere end denne, hvis aktien mod forventning falder i kurs. Goldman Sachs har store forventninger til Allianz og vurderer, at aktien inden for et år kan nå en kurs på godt 200 – en potentiel stigning på over 30 pct. (se s. 23).

I figuren her på siden er vist afkast-/risikoprofilen for købet af en call-option på Allianz med aftalekurs i 160 og en eksponering i aktien svarende til 500.000 kr. Optionspræmien er

33.120 kr. i skrivende stund (aktiekurs 157,77). Uanset hvordan det går med aktien i optionens løbetid, kan man ikke tabe mere end dette beløb. Optionspræmien er tjent ind ved en aktiekurs omkring 171,5 ved udløb – kursstigninger derudover giver en nettogevinst for investor. Strategien kan i skrivende stund betegnes som en relevant strategi i det aktuelle, økonomiske miljø. Men meget kan ændre sig fra redaktionens slutning og til du læser disse linjer. Er du interesseret i at føre strategien ud i livet, skal du derfor henvende til din investeringsrådgiver og høre om strategien stadig hænger sammen.

Købt call-option på Allianz



TrygVesta – nordisk forsikringsfavorit

TrygVesta er Nordens næststørste skadeforsikringsselskab - ejet af finske Sampo. TrygVesta havde i 2006 bruttopræmier på DKK 16.021 mio. og Danmark tegnede sig for 57 % af præmierne, Norge for 42 %, og Finland og Sverige for 1 %. De finske og svenske forretninger er små, men viser stærke væksttal efter der blev indgået en distributionsaftale med Nordea.

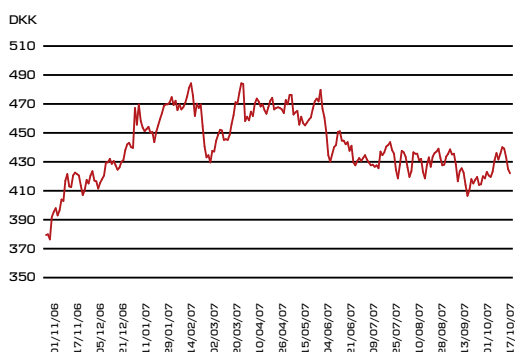
TrygVesta har en af de stærkeste balancer i den nordiske sektor, og er samtidig kendetegnet ved at være stærke på både det norske og danske marked, mens der ventes kraftig vækst i Sverige og Finland. Det betyder, at TrygVesta kan drage fordel af en større spredning af forretningen i forhold til de fleste konkurrenter.

TrygVesta har en lav og sund Combined Ratio (COR), der måler hvor stor en del selskabet udbetaler af præmierne. Nøgletallet viser således selskabets udbetalinger til kunderne og selskabets omkostninger divideret med summen af præmierne. TrygVestas COR har nu i fem kvartaler i træk ligget under 85 pct. og er stadig faldende.

Triggere for aktien opkøb og fusioner i den nordiske forsikringssektor, samt hvis TrygVesta overgår forventningerne for tredje kvartal i forhold til forbedret indtjening og faldende COR.

Risikoen er, at skadeforsikring er konjunkturfølsomt og eksponeret mod de pt. usikre finansmarkeder. Desuden skaber divisionen for arbejdsskadeforsikringer fortsat problemer.

TrygVesta er blandt Danske Markets Equities' (DME) favoritter inden for nordiske forsikrings-selskaber, grundet selskabets stærke kapitalstyring og forsigtige balancepolitik, som giver tryghed i mere volatile perioder. DME's kursmål lyder på DKK 480 pr. aktie.



IC Companys – mærkevarer til rabatkurs

IC Companys er en fusion af de to modekoncerner Carli Gry og InWear og omfatter i dag 11 brands, hvoraf de vigtigste er Peak Performance, Tiger of Sweden, InWear, Matinique, og Jackpot. Tøjet sælges via egne butikker, franchise-butikker samt en gros.

Ledelsen har for nyligt opstillet ambitiøse finansielle mål, der indebærer en årlig omsætningsvækst på minimum 15 pct. og en driftsmarginal (EBIT) på mindst 15 pct. inden for de kommende tre til fem år.

Væksten ventes at komme fra øget internationalt salg og der sættes hårdt på Rusland og Kina. Profitabiliteten skal øges via højere operationel gearingseffekt, dvs. større omsætning pr. kvadratmeter og flere loyalitetsprogrammer skal indføres til at fastholde kunderne.

En af IC Companys' væsentligste styrker er blandt andet de mange stærke og alsidige brands, som giver ledelsen mulighed for at frasælge nogle brands eller tilkøbe nye. Desuden gør ejerstrukturen selskabet til et potentielt opkøbsmål. Danske Markets Equities (DME) vurderer desuden, at aktien handler med en rabat på 10-15 pct. i forhold til nordiske sammenlignelige selskaber såsom H&M og Gant. Ydermere ligger der en potential positiv kursudløser for aktien på kort sigt, da IC Companys har betydelige produktionsomkostninger i Kina, som afregnes i amerikanske dollars. Den svage dollarudvikling vil derfor være gunstig for selskabet, når det aflægger kvartalsregnskab d.14. november.

Selskabets primære risiko er afhængigheden af det danske og svenske marked, hvor privatforbruget muligvis er ved at toppe. Omvendt er modebranchen i Skandinavien generelt i kraftig vækst, trods en hård konkurrencesituation.

DME har Køb-anbefaling på IC Companys og kursmål på DKK 400 pr. aktie, idet der forventes solid vækst og et stærkt cash flow i de kommende år. Desuden har selskabet en lav gældsandel og er samtidig et af de få danske selskaber, der nyder godt af den svage dollar. Vi ser desuden mulighed for yderligere aktietilbagekøb og et stabilt årligt udbytte på minimum 5 pct.

Allianz – tysk forsikring i vækst

Allianz er Tysklands største skadesforsikringselskab og er på globalt plan en førende udbyder af services indenfor forsikring, bankforretning og kapitalforvaltning. På verdensplan har Allianz 70 millioner kunder i 70 lande og en totalomsætning i 2006 på EUR 101 mio.

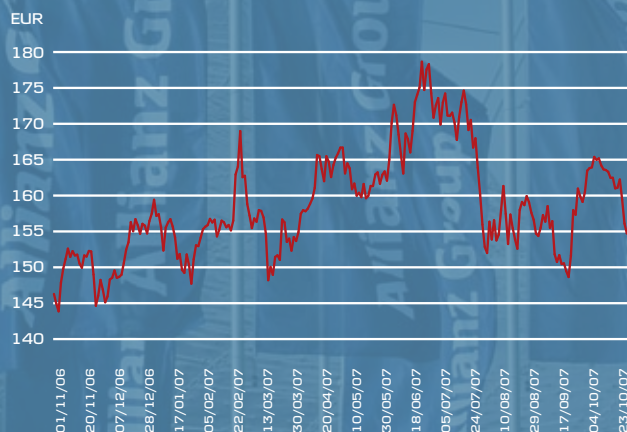
Allianz har i andet kvartal vist gode resultater, bl.a. via vækst på markeder, hvor profitabiliteten på ikke-livsforsikringer er over gennemsnittet. Derudover har selskabet genereret et stærkt cash-flow, som det effektivt har anvendt til at forøge indtjeningen. Det kan derfor tyde på, at selskabet vil overgå ledelsens egen forventning om en stigning i driftsresultatet på 10 pct. i perioden 2006 til 2009. Dette vil gøre estimerterne for selskabets indtjening og værdiskabelse for lave, og derved skabe gode chancer for opjusteringer.

På trods af selskabets gode resultater for andet kvartal har aktien været presset efter offentliggørelsen. Dette har medført, at aktien nu handles i den billigste ende af store europæiske forsikringselskaber. Dette er absolut værd at hæfte sig ved kombineret med selskabets gode forudsætninger for en fortsat stærk indtjeningsvækst og effektiv kapitalanvendelse over det næste par år. Dertil kommer, at prisfastsættelsen af aktien p.t. er tæt på det laveste niveau i 25 år - samt at divi-

dend yield er på 3,8 pct. - og på 5,9 pct., når aktietilbagekøbene medregnes. Forhold, som gør netop denne aktie særlig interessant på disse kursniveauer.

Risici for denne aktie er forbundet med kreditmarkedets tilstand samt eventuelle dårlige resultater fra sammenlignelige selskaber, som kan smitte af på forventningerne til denne aktie.

Goldman Sachs' kursmål på Allianz er på EUR 201.



Japanisk jernbanegigant

East Japan Railway er det største passagerjernbaneselskab i verden med 16 millioner passagerer dagligt. Selskabet har 1.699 stationer, opererer mere end 12.000 tog og har et jernbanenetværk på 7.526 kilometer. Selskabet driver derudover hoteller, restauranter og detailbutikker på dets stationer samt shoppingcentre.

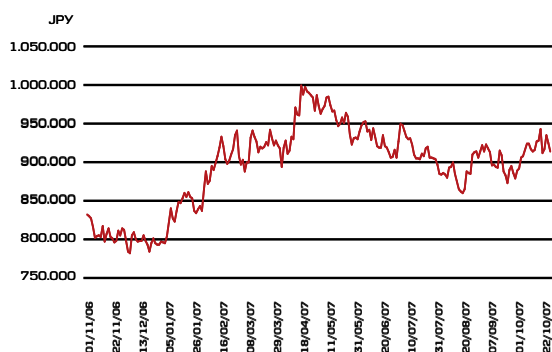
East Japan Railways omsætning på drift af detailforretninger på togstationerne og stationsbygningerne samt selskabets jern-

baneforretning ligger på nuværende tidspunkt over selskabets egne forventninger. Således er selskabets detailsalg i løbet af august steget 1,4 pct. i forhold til samme periode sidste år, og selskabets velfærdsstation-projekter (de såkaldte ecute stationer) tegner også godt med salgsstigninger på over ni pct. Derudover er selskabets kioskrestrukturering foran tidsplanen, og jernbaneforretningen nåede toppen af selskabets egne forventninger på trods af negativ forretningspåvirkning fra tyfoner.

Selskabet har på det sidste fremhævet de lovende indtjeningsperspektiver. Projekter, der med høj sandsynlighed vil øge indtjeningen i 2008 og fungere som kurstriggere for aktien, er enten allerede igangsat eller har en fastlagt opstartsdato, hvilket inkluderer en ny velfærdsstation og to nye undergrundsstationer. Endvidere er der fastsat startdatoer for videreudvikling af eksisterende stationer.

Nøglerisici forbundet med denne aktie er den generelle økonomiske udvikling, lånerenten, befolkningsudviklingen og ulykker, som kan betyde forøget sikkerhedsomkostninger.

Goldman Sachs har Køb på aktien med et kursmål på JPY 1.150.000 mod aktuelt omkring 940.000.



Attraktive brasilianske obligationer

I en årrække har renteniveauerne i euroland og USA været rekordlave, og investorerne har derfor søgt mod fjernere egne i jagten på attraktive obligationsafkast. Brasilien – et af de fire BRIK-lande – er den største og økonomisk mest betydningsfulde økonomi i Sydamerika. Kombinationen af høje renter og forbedringen af den politiske og økonomiske stabilitet gør brasilianske obligationer til en attraktiv investering for den risikovillige investor.

»De senere år er den politiske situation blevet forbedret. Sidste år lykkedes det præsident Lula at blive valgt for en ny periode. Genvalget er et tegn på stigende politisk stabilitet og bør føre til en kontinuitet i den offentlige administration,« siger Lars Rasmussen fra Danske Analyse, der dog hæfter sig ved, at Lula stadig mangler at slå ned på den korruption, der historisk har plaget det politiske liv i Brasilien.

Stærk økonomi

Den brasilianske økonomi er blevet styrket markant siden årtusindskiftet. Overskuddet på handelsbalancen er steget til nye højder på baggrund af de stigende råvarepriser, og landet nyder godt af stigende udenlandske investeringer. På den baggrund har centralbanken øget valutareserven og reduceret udlandsgælden markant. Ifølge Lars Rasmussen giver det en bedre

beskyttelse mod udefrakommende finansielle kriser.

»En stærk betalingsbalance og gode finansielle balancer har støttet den brasilianske valuta, som har klaret sig bemærkelsesværdigt godt i de seneste fire til fem år. Inflationen er faldet, hvilket har banet vejen for den nuværende runde med pengepolitiske lempelser. I brasilianske termer er renten nu rekordlav, og pengepolitikken ventes lempet yderligere på den længere bane – om end centralbanken i øjeblikket tager en pause, mens den vurderer inflationsrisiciene,« siger Lars Rasmussen.

Risikofølsom valuta

Den brasilianske real er en af de mest risikofølsomme valutaer, og skulle investorerne miste appetitten på risiko, er den brasilianske valuta den første som står for skud. Dette er sket flere gange over sommeren i kølvandet på den globale kredituro, men real'en er kommet stærkt igen hver gang, når roen lagde sig.

»På den korte bane kan den brasilianske valuta altid komme under pres – givet nervøsiteten på de finansielle markeder, men på seks til tolv måneders sigt forventer vi en lille styrkelse af den brasilianske real.«

Lars Rasmussen venter, at den brasilianske centralbank tager en pause fra rentenedsættelserne, da inflationsrisiciene er blevet mere synlige i takt med den accelererende vækst og de stigende fødevarepriser. I lø-



bet af 2008 er det sandsynligt at den officielle rente vil blive sænket marginalt fra det nuværende niveau på 11,25 pct.

- Politisk stabilitet med genvalget af præsident Lula
- Højere rente og stabile økonomiske balancer
- Vi venter marginalt lavere renter i 2008, men inflationsrisiciene er stigende
- Finansiell nervøsitet kan ramme valutaen på den korte bane
- Investorerne opfordres til forsigtighed ved køb af EM-obligationer

Sådan handler du brasilianske obligationer

Det er ikke muligt at handle obligationer direkte mellem danske kroner og brasilianske real, bl.a. på grund af valutarestriktioner. Den brasilianske valuta er en NDF-valuta – *Non Deliverable Forward* – hvilket i praksis betyder at brasilianske obligationer typisk afregnes i euro eller dollar. Man kan vælge at købe brasilianske statsobligationer. Hvis man vil man undgå kreditrisikoen mod Republic of Brazil kan købe eurobonds, obligationer i brasiliansk valuta udstedt af europæiske banker eller kreditinstitutter.

Obligationer, som Danske Bank tilbyder:

Valuta	ISIN	Udsteder	Kuponrente	Udløb	Bud - udbud	Eff. rente
BRL	XS0297056409	IBRD	9.5	04/27/09	99.000-100.300	9.197
BRL	XS0325143914	IADB	9	04/23/09	98.800-99.750	9.254
BRL	XS0241874113	EIB	12	05/05/09	102.000-103.050	9.629
BRL	XS0299539618	KFW	9.25	05/08/09	99.000-99.850	9.285
BRL	XS0286293203	EIB	11	08/24/09	101.300-102.400	9.450
BRL	XS0323929546	KFW	9.125	02/05/10	98.100-99.200	9.567
BRL	XS0285124227	KFW	11	02/09/11	100.700-102.000	10.211
BRL	XS0277378898	KFW	11.75	12/15/14	105.300-107.450	10.215
BRL	US105756BJ84	BRAZIL	12.5	01/05/16	111.950-113.250	10.077
BRL	US105756BL31	BRAZIL	12.5	01/05/22	114.950-116.250	10.292
BRL	US105756BN96	BRAZIL	10.25	01/10/28	98.950-100.250	10.217

Kina på kanten af overophedning og aktiekollaps

Kina har inden for de senere år markeret sig som en af de absolutte hovedrolleindehavere i verdensøkonomien, og ingen er i tvivl om, at landet – der i forvejen har den suveræne verdensrekord, hvad angår indbyggertallet – i løbet af de kommende årtier også vil bevæge sig mod den globale førerposition for bruttonationalproduktets størrelse. Væksten er årligt omkring 10 pct., og indbyggernes velstand og købekraft er også hastigt stigende. Det afspejler sig også på de kinesiske aktier.

Udviklingen på de kinesiske aktier har været kraftigt stigende siden 2005, hvis man ser på Shanghai-indekset. Det hænger naturligvis sammen med, at kineserne har fået flere

penge mellem hænderne og opdaget, at der kan være store gevinster at score på aktiemarkedet. Men at netop Shanghai-indekset er eksploderet hænger også sammen med, at der er tale om de såkaldte A-aktier, der med få undtagelser er forbeholdt lokale investorer – som til gengæld ikke har haft lov til at investere i aktier uden for de kinesiske grænser.

Når en voksende formue for kinesiske investorer forenklet sagt ikke kan placeres andre steder end i et hus, i banken eller i de hjemlige aktier, og landets økonomi vokser med tocifrede årlige vækstrater samtidig med, at virksomhedernes indtjening blomstrer år efter år, så må aktierne nødvendigvis stige. Medvirkende til aktiernes himmelflugt

Blue Chips fra udviklingsøkonomierne

Udviklingsøkonomierne – i aktieinvestorernes univers kaldet *Emerging Markets* – bevæger sig med hastige skridt mod en økonomisk status, der i langt højere grad matcher deres andel af Jordens befolkning. I dag tegner Emerging Markets sig for 85 pct. af klodens samlede indbyggertal. Men det er de udviklede landes beskedne 15 pct., der formår at levere 79 pct. af verdens samlede BNP.

Men det vil ændre sig. Økonomiske fremskrivninger peger således på, at i 2035 vil BNP-fordelingen i pct. være 50–50. Og i 2050 vil udviklingsøkonomierne med BNP på 138 trillioner USD være 80 pct. over de udviklede landes samlede økonomiske produktion, lyder vurderinger fra bl.a. Verdensbanken og investeringsbankerne JP Morgan og Goldman Sachs.

Set fra aktieinvestorernes synsvinkel er dette naturligvis meget interessant. Ikke mindst opbygningen af de indenlandske økonomier vil skabe grobund for givtige investeringer i

tusindvis af lokalt orienterede mindre selskaber i Emerging Markets (EM). En udvikling, som bl.a. kan fanges via investeringer i *DI Engros Global Emerging Markets Smaller Companies*.

Men de økonomisk underudviklede egne af kloden handler om mere end det. De helt store globalt orienterede kvalitetsaktier finder man nemlig også i stigende grad i disse lande. For 20 år siden var der kun 28 »Blue Chip«-selskaber fra udviklingsøkonomierne i det eksklusive Fortune 500-selskab. I dag er tallet 61. For 25 år siden var den totale markedsværdi af EM-aktier på 80 mia. USD. I 2000 var tallet 1,2 trillioner, og i dag fortæller MSCI EM baseret på 26 lande om en markedsværdi på 6,4 trillioner USD.

Foreløbig udgør aktierne i EM kun omkring 10 pct. af den globale markedsværdi. Men det ændrer sig hurtigt, og det er ikke mindst de største selskaber i EM, der trækker læsset. I 2005 havde top 100-selskaberne i udviklingsøkonomiernes hurtigst vok-

sende regioner samlede indtægter på 715 mia. USD. Og selskaberne vokser med vækstrater 10 gange højere end de amerikanske, 24 gange højere end de japanske og 34 gange højere end de tyske, viser beregninger fra Boston Consulting Group.

Det globale konsulentfirma fremhæver, at selv om de udviklede landes store selskaber kan have konkurrencemæssige fordele hvad angår traditioner for innovation, mærkevarer, intellektuel ejendom og distributionskanaler, så har deres store konkurrenter i EM andre fordele, som de forstår at udnytte. Det gælder bl.a.:

- Ressourcer til lave omkostninger: Arbejdskraften i EM er 10–20 gange mindre end i de højt udviklede lande, hvilket giver en besparelse på op til 40 pct. på produkterne. Etablering af en fremstillingsvirksomhed koster kun 60 pct. af prisen for en tilsvarende i et udviklet land og udstyrsomkostninger er op mod 60 pct. mindre.



har også været, at mange kinesiske virksomheder også investerer heftigt i aktierne.

Især på det seneste er aktierne drønet yderligere til himmels, uanfægtede af, at store dele af den udviklede verden kæmper med en kreditkrise. Faktisk er Shanghai-indekset P/E (kursen i forhold til indtjeningen) steget på kort tid fra 50 til 65, hvilket er meget højt sammenlignet med andre børser. Fx handles S&P 500 i USA p.t. til omkring 16.

Sådanne stigninger og kursniveauer giver naturligvis anledning til bekymring, for hvornår brister ballonen? En måde at afhjælpe situationen på er, at lade de menige kinesere få adgang til andre aktiemarkeder, og et skridt i den retning er da også blevet taget i august, da det blev tilladt for de kinesiske investorer at sætte penge i aktier på Hong Kong-børsen.

Dette vil lette presset en anelse på de kinesiske A-aktier, men de såkaldte H-aktier på Hong Kong-børsen er nu i forvejen heller ikke blandt de billige. Således handles Hong Kong-indekset til en Kurs/Indre værdi på 39 – milevidt fra det 10-årige gennemsnit på seks.

Tidligere i år har de kinesiske myndigheder indført en transaktionsskat samt fire renteforhøjelser for at dæmpe både aktiemarkederne og inflationen, som nu er på det højeste niveau i 10 år. Og åbningen for investorernes kapital mod Hong Kong-børsen er næppe det sidste forsøg fra de kinesiske myndigheders side på at mindske risikoen for et aktiekollaps og en økonomisk overhophedning. Dels vil det ikke være hensigtsmæssigt forud for OL i Beijing 2008, dels betyder ophobningen af kapital i Kina, at presset for yderligere opskrivning af den kinesiske valuta er stigende.

- Fremstilling og salg af produkter, som appellerer til prisbevidste forbrugere: Markedet for lavprisprodukter er det hastigst ekspanderende på den globale markedsplads.
- Moderne og efficiente virksomheder og udstyr – dvs. driftsmæssigt stærke platforme: Gennemsnitsalderen for aktiver i kinesiske virksomheder er 7,2 år mod 16,9 år i amerikanske. Produktionssystemerne er ofte mere efficiente og fleksible fordi de ofte bruger arbejdskraft frem for maskineri.
- Adgang til enorme talentmasser: I 2010 vil Kina uddanne 800.000 ingeniører, matematikere, teknikere og videnskabsfolk mens Indien vil uddanne 600.000. Sammenlagt er dette 12 gange mere end universitetssystemet i USA formår at spytte ud årligt.
- Hjemmemarkedsfordele: Selskaberne i EM har de største og hurtigst voksende hjemmemarkeder – i Kina fx er stålforbruget 2,3 gange større end i USA. Selskaberne har mere know-how og forbindelser i disse miljøer og således et større potentiale for at være de førende. Desuden mindskes deres kapitalomkostninger af myndighedernes støtte m.v.

	Selskab	Land
Blue Chips i Emerging Markets	Samsung [Sell]*	Sydkorea
	Hyundai (Neutral)	Sydkorea
	Taiwan Semiconductor (Neutral)	Taiwan
	Hon Hai (Buy)	Taiwan
	Lenovo (Neutral)	Kina
	Infosys (Buy)	Indien
	Cemex (ingen dækning)	Mexico
	CVRD (ingen dækning)	Brasilien
	Embraer (ingen dækning)	Brasilien
	Grupo Modelo (ingen dækning)	Mexico
* I parenteserne er nævnt Goldman Sachs' aktuelle anbefaling, som intet har at gøre med Antoine van Agtmaels vurderinger.		

Manden, der lancerede betegnelsen Emerging Markets i 1981, Antoine van Agtmael, har netop udgivet en bog med titlen *Emerging Markets Century* fremhæver over for tidsskriftet *Newswatch*, at de fleste Blue Chip-selskaber fra udviklingsøkonomierne har et yderligere væsentligt fællestræk, nemlig, at de har formået at klare sig særdeles vanskelige forretningsmiljøer gennem årene, hvilket har gjort dem særdeles effektive og fokuserede.

Det gælder bl.a. omkostningsstyring og finansiering. Mange selskaber i EM har gennem flere årtier ikke haft mulighed for at låne penge udenlands fordi de blev afkrævet ekstra høje ren-

ter, og resultatet er i dag mange virksomheder karakteriseret af en lav gæld og sund økonomi. Det mest strålende eksempel er det brasilianske råvareselskab *Companhia Vale do Rio Doce* (CVRD) fik en Investment Grade-vurdering af ratingbureauerne og dermed blev det første selskab i verdenshistorien, som opnåede en sådan rating før hjemlandet.

Antoine van Agtmael, som i dag er bestyrelsesformand i *Emerging Markets Management LLC*, der forvalter over 25 mia. USD for institutionelle investorer, fremhæver 10 aktier i rangorden som særligt interessante blandt EM's Blue Chips (se tabel).

Der findes intet så katastrofalt som en rationel investeringspolitik i en irrationel verden.

John Maynard Keynes, en af fædrene til moderne makroøkonomisk teori

Who wants to live forever?

En ATP-undersøgelse i 2003 viste, at 1,9 mio. danskere fra 20 til 64 år indbetalte mindre end 5.000 kr. årligt til livsvarige pensioner. Ikke en hensigtsmæssig adfærd, hvis man skal tro videnskabens bud på, hvor gamle vi snart kan blive. 100 år i gennemsnit i 2030, lyder en konsensusvurdering af en række eksperter (se s. 8-11). I den mere ekstreme ende finder vi forskeren Aubrey de Grey, som netop har

udsendt bogen *Ending Aging* – hvori han postulerer, at videnskaben er så langt fremme i forståelsen af alderdommens gåde, at folk der er i live i dag vil kunne blive 1000 år gamle.

Et lignende postulat er fremsat af den amerikanske forsker Ray Kurzweil, som anses for at være en af verdens førende tænkere, opfindere og fremtidsforskere. Manden, som Wall Street Journal har kaldt "det rastløse geni", fremfører i bogen *Fantastic Voyage* sammen med Terry Grossman, en af verdens førende alderdomsforskere, videnskabelige argumenter for, at hvis man kan holde sig i live de næste 10 år, så ser det ret lyst ud med hensyn til at leve længe – *meget længe*. Forfatterne mener nemlig, at vi inden for de kommende 10 år vil blive i stand til at forøge levealderen med mere end et år for hvert år, der går.

Det skal angiveligt ske ved fremskridt inden for medicin, bioteknologi, nanoteknologi og genforskning.



Nye fremskridt i solceller

Det amerikanske selskab *Applied Materials* har længe været blandt de store leverandører af produktionsudstyr til de selskaber, der laver LCD-skærme. Men allerede for et år siden gjorde Applied Materials sin entré i solcelleindustrien.

I selskabet var man nemlig udmærket klar over, at den fremstillingsproces, hvorunder man laver LCD-skærme baseret på flydende krystaller er næsten identisk med den proces, hvorun-

der man laver de såkaldte thin-film solceller.

En indtræden i den solare industri, der er en af de hurtigst voksende i verden, var derfor oplagt og Applied Materials har leveret udstyr til adskillige producenter af solceller det seneste år, herunder tyske Q-Cells, der er en af verdens største.

Applied Materials har netop åbnet en ny og mere automatiseret produktionslinje for at kunne følge med efterspørg-

selen. Selskabets ledelse udtaler, at cellerne baseret på denne fremstillingsmetode allerede nu er billige og om kun få år vil sende elprisen ned på 15-20 cents pr. KWh – hvilket er identisk med prisen leveret fra kraftværker i flere amerikanske stater i dag.

Foreløbig er målet dog, at forbedre effektiviteten på solcellerne, som anvender amorf silicone frem for krystal-lisk silicone. Sidstnævnte cells effektivitet er 2-3 gange højere.



70 pct. af de mennesker, der er i live i dag, vil også være i live i 2050, og klimaændringer vil derfor påvirke næsten enhver familie på Jorden.
Tim Flannery, biolog, palæontolog og forfatter til *Vejrmagerne*

20 år er ikke garanti for et positivt aktieafkast

De amerikanske aktier har haft deres nedture i tidens løb, men tager man en hvilken som helst 20-års periode siden starten af det 20. århundrede, så vil investorer med en bred USA-portefølje altid have oplevet et reelt, positivt afkast, når regnestykket gøres op. Det fremgår af en analyse i *Financial Analysts Journal*.

Men forskerne bag analysen så også på 16 andre aktiemarkeder op gennem det 20. århundrede og faktisk kunne kun tre af disse markeder kunne bryste sig af at levere reale afkast, hvis bare investorerne havde tålmodighed i 20 år.

I flere af landene skulle man i perioder oven i købet vente over 50 år for at kunne notere et samlet reelt afkast på porteføljen. Det gjaldt fx Spanien, Frankrig og Tyskland, hvor ventetiden var 50-60 år i visse perioder. Værst stod det til i Italien og Belgien, hvor investorerne måtte bide negle i 70 år.

Så det udbredte mantra med, at aktier altid giver et godt afkast og slår obligationer i det lange løb skal altså tages med en hel spand salt. Spørg blot de japanske investorer. Nikkei-indekset toppede med 38.915 på den sidste handelsdag i 1989 og ligger i dag i godt 16.000 efter at have været nede og vende lige under 8.000 så sent som i 2003. Selv om Japan efter alt at dømme nu endelig er kommet ind i en stabil vækstfase efter mange år med krise og strukturelle problemer, så vil der stadig gå mange år, før vi er i nærheden af 80'ernes top.

Det japanske krak er blot et eksempel ud af mange på, at aktiemarkederne har en tendens til at overdrive i perioder. I bakspejlet er det nemt at se at krakket måtte komme på et tidspunkt, men dengang, da man var lige i det og så den japanske mirakeløkonomi i fuldt vigør præstere hvad ingen havde troet muligt få år forinden, så var det svært at vurdere hvor det rigtige niveau for aktierne skulle ligge. Et lignende slør over investorernes dømmekraft så vi i 1999-2000, hvor informations-teknologiens revolutionerende påvirkning af økonomien og produktiviteten var svær at gennemskue.

I bakspejlet ser alting meget mere enkelt ud, men der er altid faktorer, der gør det vanskeligt at forudsige den næste større nedtur. Som fx lige nu. Ser vi på det amerikanske marked, så har virksomhedernes profit ikke været så høj i forhold til BNP siden 60'erne. Og i statistikkens verden har man et begreb, der hedder "reversion to the mean" – som i en forenklet aktiever-sion kan oversættes til, at kurserne vender tilbage til gennemsnittet på et tidspunkt. Og sandsynligheden for en vending er større, jo længere væk man er fra dette historiske snit.

En foruroligende sandhed her i starten af en global økonomisk afmatning. Men nu ikke så pessimistisk, der kan også tjenes penge på aktiemarkedet i trange tider. Som Winston Churchill sagde:

»En pessimist ser problemer i enhver mulighed. En optimist ser muligheder i ethvert problem.«

Ungdomsspillen på vej

Sidste nyt i jagten på ungdommens kilde: Forskere på Harvard Medical School har fundet ud af, at de enzymer, som styres af SIRT3 og SIRT4 gener hjælper med at bevare cellens mitokondrier – de små legemer, som har til opgave at oxidere nedbrydningsprodukter fra føden for ved

denne proces at opbygge ATP (adenosintrifosfat), et meget energirigt molekyle, der kan bruges til cellens arbejdsprocesser. Mitokondrier er særlig vigtige for at kunne holde cellen sund og i live, når de udsættes for stress og DNA-skade i aldringsprocessen.

Forskerne fandt også ud af, at når vi faster, hæves niveauet for NAD protein, hvilket aktiverer SIRT3 og SIRT4 generne – og dermed er det oplagt, at et præparat vil kunne opnå samme effekt. Ungdommens kilde rykker nærmere.



Skattemæssig optimering af aktiehandel for private investorer

Læs hvordan du skattemæssigt bedst håndterer avancer, udbytter og tab på børsnoterede aktier

I det følgende gives nogle fif til, hvordan skatten kan optimeres på børsnoterede aktier. Samme regler gælder for aktiebaserede udloddende investeringsbeviser. Man skal f.eks. være opmærksom på, at:

- skattepligtige avancer og udbytter kan neutraliseres ved salg af aktier med tab.
- skattepligtige avancer og udbytter kan med fordel realiseres til en aktieindkomstsats på 28 pct.
- gamle fremførselsberettigede tab giver mulighed for skattefrie udbytter og avancer.
- værne om aktier i en skattefri beholdning fra 2005.

Som hovedregel beskattes avancer og udbytter på børsnoterede aktier som aktieindkomst. Aktieindkomst op til 45.500 kr. (2007) for enlige og det dobbelte beløb for ægtefæller beskattes med 28 pct., mens et eventuelt overskydende beløb beskattes med 43 pct.

Skattepligtige avancer og udbytter kan neutraliseres ved salg af aktier med tab
Hvis en privat investor har solgt børsnoterede aktier med en skattepligtig avance eller har modtaget udbytter og vedkommende samtidig har aktier med tab, bør det overvejes at realisere dette tab for at neutralisere skatten. Herved undgår investor at skulle svare

skat af udbytterne og avancerne.

Tab på børsnoterede aktier i en skattefri beholdning kan også fradrages i udbytter og avancer på børsnoterede aktier, men kun hvis salget sker inden 3 års ejertid. Hvis man fortsat tror på den skattefrie aktie, vil det dog næppe kunne betale sig at realisere tabet inden 3 års ejertid, idet en fremtidig værdistigning på de tabsgivende aktier vil være helt skattefri.

Afkast kan med fordel realiseres til en aktieindkomstsats på 28 pct.

Hvis det ikke er muligt at neutralisere skattepligtige udbytter og avancer ved at sælge aktier med tab, vil det typisk

Beskatning af børsnoterede aktier i hovedtræk

	Avance	Tab	Opgørelse af anskaffelsessum
Skattepligtige beholdninger	Aktieindkomst. (Dog i visse tilfælde kapitalindkomst, hvis aktierne er erhvervet i 2005 og tidligere og afstås inden 3 års ejertid. Aktieindkomsten overføres til kapitalindkomst, hvis denne beskattes lavere end aktieindkomsten. Dette kan være tilfældet, hvis du har negativ kapitalindkomst.)	Modregning i avancer og udbytter på børsnoterede aktier. Yderligere tab kan overføres til en samlevende ægtefælle eller fremføres til modregning hos investor eller 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.	Aktieforaktiemetoden.



I Netbanken kan du finde et skema til brug for din egen opgørelse. Efter log-on vælger du i venstre side »Investering«, »Nyheder og analyser« og »WEB-redaktionen«.

være en fordel at holde sig under progressionsgrænsen, så avancer og udbytter realiseres til en skat på 28 pct. Progressionsgrænsen udgør 45.500 kr. for enlige og det dobbelte beløb for ægtefæller.

Hjemtagelse af en aktieavance kan eventuelt også fordeles ved salg over flere år for at udnytte bundgrænsen optimalt.

Gamle fremførselsberettigede tab giver mulighed for skattefrie udbytter og avancer

Hvis en investor har gamle modregningsberettigede tab, giver dette skattemæssige fordele, idet investor kan modtage aktieudbytter eller skattefrit omlægge sin aktieportefølje ved salg af aktier med avance uden, at dette udløser skat.

Gamle fremførselsberettigede tab på børsnoterede aktier, realiseret før og efter 3 års-ejertid, er blevet slået sammen efter de nye aktieavancebeskatningsregler og kan modregnes i avancer og udbytter på børsnoterede aktier uanset ejertid. Det gælder dog kun tab realiseret i 2002 og senere.

Gamle tab på uoterede aktier, realiseret inden 3 års ejertid i 2002-2005, kan også modregnes i avancer og udbytter på børsnoterede aktier.

Gamle tab før 2002

Tab realiseret før 2002 er forældet ved udgangen af 2006 og kan desværre ikke længere fremføres.

Værn om aktier i en skattefri beholdning

Hvis investor har aktier i en skattefri beholdning omfattet af overgangsordningen pr. 31. december 2005 er det vigtigt at være opmærksom på:

- ikke at sælge aktier med et urealiseret

ret tab, selv om aktierne har været ejet i under 3 år, da investor i så fald mister muligheden for en evt. fremtidig skattefri kursstigning på denne aktie.

Nasdaq-aktier

Aktier noteret på Nasdaq-børsen blev tidligere anset for en uoteret aktie. Pr. 16. oktober 2006 er dette ændret således, at aktier noteret på Nasdaq anses for børsnoterede aktier.

Sælger investor aktier efter 16. oktober 2006 behandles dette salg efter reglerne for børsnoterede aktier, uanset købstidspunktet for aktierne.

Overførsel af tab mellem ægtefæller

Tidligere har reglerne om overførsel af tab mellem ægtefæller været forstået således, at tab altid skal overføres til modregning hos ægtefællen, før investor kan fremføre tabet til modregning i sine egne avancer for kommende år.

Denne praksis er nu ændret. Fremover kan investor selv vælge, om tabet ønskes overført til ægtefællen, eller om tabet skal fremføres til modregning i egne avancer.

Det kunne f.eks. være aktuelt at fremføre tabet til modregning i egne fremtidige avancer/udbytter, hvis investor allerede på selvangivelsestidspunktet har kendskab til, at der i det efterfølgende indkomstår forventes realiseret avancer/udbytter til beskatning med f.eks. 43 pct. eller 45 pct., hvorimod ægtefællen i året kun har avancer/udbytter til beskatning med 28 pct. Der vil i denne situation være en fordel i, at fremføre tabet til modregning i avancer/udbytter med fradragsværdi på 43 pct. eller 45 pct.

Ønsker investor ikke overførsel af tab til ægtefællen, skal man gøre opmærksom på dette i forbindelse med

indsendelsen af selvangivelsen, ellers foretager SKAT en automatisk overførsel af tab.

Skatten stiger i 2008

I 2008 skal aktieindkomst over 102.600 kr. for enlige beskattes med 45 pct. Her gælder der også en dobbelt grænse for ægtefæller. Forhøjelsen af skatteprocenten til 45 pct. har medført indførelse af en overgangssaldo, der skal sikre, at overskud opsparet til en højere selskabsskat end 25 pct. ikke bliver beskattet med mere end 43 pct. Du kan læse mere om overgangssaldoen i maj 2007-nummeret af dette blad. Du kan finde bladet i din netbank.

Ændringer til 2009

Der er fremsat et lovforslag den 5. oktober 2007, der giver mulighed for direkte fradrag – i stedet for den nuværende modregningsret – for tab på børsnoterede aktier. Ifølge forslaget skal ændringen træde i kraft med virkning for tab, der konstateres den 1. januar 2009 eller senere. Lovforslaget er bortfaldet pga. Folketingsvalget, men vil muligvis blive genfremsat.

Sammenfatning

Som det fremgår ovenfor, er skattereglerne en yderst relevant faktor i forbindelse med porteføljeplejen, når du investerer i børsnoterede aktier for frie midler.

Du kan finde et skema i Netbanken (se ovenfor), som du ved at udfylde kan give dig et overblik over din aktieindkomst, som den ser ud for 2007 p.t. Skemaet giver et grundlag for at vurdere, om tiden er inde til at realisere aktier inden årets udgang.

Hvis du har spørgsmål til skatteoptimering af din aktieportefølje, er du altid velkommen til at rette henvendelse til din bankrådgiver.



Modvind

til medicinalbranchen
giver medvind til biotek

Medicinalselskaberne, især de store, har det hårdt. Der er mange patentudløb, de generiske kopiproducenter bider dem i haserne, globaliseringen har skærpet den generelle konkurrence, der er løbske udgifter til salg og marketing, branchen har et plettet ry efter flere tilbagetrækninger af godkendte præparater, myndighedernes godkendelseskrav er blevet skrappe og produktcyklen i branchen er blevet kortere.

Som om det ikke var nok, har selskaberne et andet problem, som i virkeligheden overskygger alle de andre: Tynne pipelines af produkter og en langt lavere produktivitet end tidligere.

Til trods for, at industrien investerer dobbelt så mange penge i *Forskning & Udvikling (R&D)* som for 10 år siden, så er produktionen af nye molekyler kun 40 pct. af niveauet dengang.

Det økonomiske incitament er ellers rigeligt til stede. Verdens befolkning skønnes at stige fra i dag godt 6,5 mia. til 7,6 mia. i 2020. Og andelen af ældre (over 65 år) i den købestærke, rige del af verden forventes at stige markant, og udgøre 9,4 pct. af klodens befolkning til den tid mod 7,3 pct. i 2005. Et sikkert varsel om øget medicinsalg, da netop ældre mennesker bruger væsentligt mere medicin end resten af befolkningen. Dertil kommer, at forbruget af medicin stiger i takt med øget velstand. Også den globale opvarmning giver grund til at forvente større sygdomsomsfang i forskellige former.

Salget er tredoblet i 2020

I en ny rapport om medicinalindustriens fremtid *Pharma 2020: The Vision – which path will you take?* – estimerer konsulentfirmaet PricewaterhouseCoopers (PwC), at det årlige salg af farmaprodukter i 2020 vil være på

1,3 trillioner dollars – en tredobling i forhold til i dag. Men skal det estimat nås i virkeligheden, kræver det, at medicinalindustrien ændrer den nuværende forretningsmodel radikalt.

»Over de næste 10 år må industrien skifte investeringsfokus mere over mod forskning og mindre mod salg og marketing. Pharmaselskabernes traditionelle strategi med at satse stort på nogle få, små molekyler og derefter markedsføre dem heftigt mod praksissektoren i håb om at nå Blockbuster-status, vil ikke længere være tilstrækkelig,« siger Dr. Steve Arlington, der er hovedforfatteren bag rapporten.

Biotekselskaber opkøbes

Et af problemerne med de store medicinalselskaber er deres størrelse – *Big* er nemlig ikke altid *beautiful*. Størrelsen har på mange måder faktisk hindret deres innovationshastighed og -evne, og derfor forsøger et stigende antal af dem at skyde genvej til hurtigere resultater ved at opkøbe generiske kopikonkurrenter og biotekselskaber.

I de senere år har bioteknologiske selskaber produceret en stabil pipeline af nye behandlinger i en grad, så biotekgrupper i betydeligt omfang er blevet en outsourced form for R&D for de store farmaselskaber – og denne trend ventes at fortsætte de kommende år.

I forvejen er biotekmedicin i stærkt stigende grad ved at blive populære alternative behandlinger mod en række sygdomme, herunder kræft og arthritis. Omkring 10 pct. af receptsalget i dag udgøres af biopharma, og det årlige salg skønnes at nærme sig 100 mia. USD i 2010 – en fordobling i forhold til i dag..

Biopharma baseret på levende celler

Biopharma er baseret på levende celler i modsætning til traditionel farma, der er baseret på kemikalier – og det gør hele processen til udvikling af biopharma langt større, kapacitetskrævende og dyrere. At biopharma er baseret på levende cellekulturer betyder også, at det er umuligt at lave kopier af produkterne, som er eksakte reproduktioner af originalen.

I udviklingsøkonomierne, bl.a. Indien og Kina, er generiske kopier af biopharma – såkaldte *biosimilars* – dog udbredte, mens det stadig er ret ukendt i USA og Europa. Det skyldes, at godkendelsesmyndighederne hos de to sidstnævnte endnu ikke har udarbejdet regulativer og formelle godkendelsesprocedurer for biosimilars, da det frembyder store udfordringer netop fordi de produkter, der er tale om, ikke er eksakte kopier af det originale produkt, som har været igennem de obligatoriske testfaser.

Modelporteføljer for obligationer

OPDATERET 29/10/2007

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

Personbeskattede med tidshorisont 0-3 år							Pensionsbeskattede med tidshorisont 0-3 år					
	DB eff. rt. 2)		Varighed 3)		Hpr. 59% skat 4)			DB-eff.rt.	Varighed	Hpr. ved 0% skat		
% andel Fondskode Papir	Skat	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	% andel Fondskode Papir	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.
1)	45%	59%	Var.	Var.	12 md.	12 md.		0%	Var.	Var.	12 md.	12 md.
40 927104 RD 2.0 01/01/2009	3,27%	2,98%	1,15	1,15	3,03%	3,00%	10 975478 NYK 4.0 01/01/2009	4,42%	1,13	1,17	4,32%	4,29%
30 927112 RD 2.0 01/01/2010	3,12%	2,83%	2,12	2,07	2,87%	2,83%	10 926825 RD 4.0 01/01/2012	4,45%	3,80	3,86	4,03%	4,51%
30 927120 RD 2.0 01/01/2011	3,13%	2,84%	3,05	2,92	2,68%	2,94%	20 927848 RD 6.0 Aio 10/01/2038	6,11%	10,89	2,34	5,16%	5,50%
							40 927465 RD FRN io 07/01/2010	-	-	0,16	4,55%	4,88%
							20 927376 RD FRN C6 10/01/2038	-		4,03	4,21%	5,50%
100	5)	3,18%	2,89%	2,00	1,94	2,88%	2,93%	100		1,85	4,53%	5,03%

Personbeskattede med tidshorisont 3-7 år							Pensionsbeskattede med tidshorisont 3-7 år					
	DB eff. rt.		Varighed		Hpr. 59% skat			DB-eff.rt.	Varighed	Hpr. ved 0% skat		
% andel Fondskode Papir	Skat	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	% andel Fondskode Papir	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.
	45%	59%	Var.	Var.	12 md.	12 md.		0%	Var.	Var.	12 md.	12 md.
15 927112 RD 2.0 01/01/2010	3,12%	2,83%	2,12	2,07	2,87%	2,83%	10 975478 NYK 4.0 01/01/2009	4,42%	1,13	1,17	4,32%	4,29%
35 927120 RD 2.0 01/01/2011	3,13%	2,84%	3,05	2,92	2,68%	2,94%	10 926825 RD 4.0 01/01/2012	4,45%	3,80	3,86	4,03%	4,51%
25 927406 RD 3.0 A 10/01/2018	2,90%	2,45%	4,41	4,01	1,92%	2,69%	15 927317 RD 4.0 Aio 10/01/2038	5,25%	11,13	8,94	2,63%	5,16%
25 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	2,96%	2,50%	6,44	5,54	1,38%	2,66%	10 927295 RD 5.0 Aio 10/01/2038	5,55%	10,96	7,56	3,60%	5,53%
							25 927848 RD 6.0 Aio 10/01/2038	6,11%	10,89	2,34	5,16%	5,50%
							10 927465 RD FRN io 07/01/2010	-	-	0,16	4,55%	4,88%
							20 927384 RD FRN io 10/01/2038	-	-	4,33	4,21%	5,60%
100		3,03%	2,66%	4,07	3,70	2,21%	2,79%	100		43,95	4,21%	5,19%

Personbeskattede med tidshorisont over 7 år							Pensionsbeskattede med tidshorisont over 7 år					
	DB eff. rt.		Varighed		Hpr. 59% skat			DB-eff.rt.	Varighed	Hpr. ved 0% skat		
% andel Fondskode Papir	Skat	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	% andel Fondskode Papir	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.
	45%	59%	Var.	Var.	12 md.	12 md.		0%	Var.	Var.	12 md.	12 md.
25 927120 RD 2.0 01/01/2011	3,13%	2,84%	3,05	2,92	2,68%	2,94%	15 926825 RD 4.0 01/01/2012	4,45%	3,80	3,86	4,03%	4,51%
15 927406 RD 3.0 A 10/01/2018	2,90%	2,45%	4,41	4,01	1,92%	2,69%	35 927317 RD 4.0 Aio 10/01/2038	5,25%	11,13	8,94	2,63%	5,16%
35 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	2,96%	2,50%	6,44	5,54	1,38%	2,66%	10 927295 RD 5.0 Aio 10/01/2038	5,55%	10,96	7,56	3,60%	5,53%
25 927430 RD 4.0 A 10/01/2038	2,84%	2,24%	11,30	8,09	0,29%	2,44%	20 927848 RD 6.0 Aio 10/01/2038	6,11%	10,89	2,34	5,16%	5,50%
							20 927384 RD FRN C6io 10/01/2038	-	-	4,33	4,21%	5,60%
100		2,97%	2,52%	6,44	5,25	1,53%	2,68%	100		5,64	3,81%	5,26%

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

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

Euroland påvirket af kreditkrisen

Den globale kredit- og likviditetskrisen fortsætter, og den sætter nu spor i den europæiske erhvervstillid, der er dykket kraftigt den seneste tid. Alligevel ser BNP-væksten ud til at stabilisere sig omkring eller lidt over trend i efteråret. Det tyder på, at europæisk økonomi går en blød landing i møde. ECB har indikeret, at hvis usikkerheden fra krisen aftager, og væksten stadig er omkring trend, og der stadig er opadgående risici for inflationen, så kan det blive nødvendigt med en yderligere stramning af pengepolitikken. Det er lige præcis dette scenario, der gør, at vi stadig tror, at det er muligt for ECB at sætte renten op. Ikke desto mindre er sandsynligheden for, at vi har set den sidste renteforhøjelse i denne omgang, steget betragteligt. Kredit- og likviditetskrisen kan trække ud, og det kan styrke euroen yderligere, mens det gør det svært for aktierne at stige yderligere. De samlede finansieringsbetingelser er strammet kraftigt over det seneste års tid, og det betyder, at vækst og inflation vil blive dæmpet i 2008 og 2009, hvilket sammen med fortsat moderat lønvækst muligvis gør yderligere stramninger unødvendige.

Stigende fødevarepriser øger politisk usikkerhed

Overalt i Central- og Østeuropa er fødevarepriserne steget kraftigt i de seneste måneder. Det giver ikke kun anledning til højere inflation, men også stigende politiske usikkerhed, da stigende fødevarepriser særligt vil ramme lavindkomstgrupperne. Det har blandt andet i Rusland ledt til, at præsident Putin har dekretet en forhøjelse af pensionerne. Dette er ikke ligefrem den mest oplagte måde at løse inflationsproblemet på, men viser, at regimet ikke øger nogen stramning af pengepolitikken til trods for stigende inflationspres. Spørgsmålet bliver nu, hvordan andre lande vil løse problemer, der følger i kølvandet på stigende fødevarepriser.

Energipriser og nedtur på boligmarkedet dæmper USA-vækst

Trods det lunkne boligmarked klarede amerikansk økonomi sig flot i andet og tredje kvartal med vækst omkring 3,5 %. I de kommende kvartaler er der dog udsigt til langsommere vækst. Først og fremmest har de seneste tal for boligmarkedet vist, at nedturen fortsætter i kølvandet på subprime- og kreditkrisen. Ydermere er olie- og benzinpriserne krøbet opad, hvilket rammer forbruget i de kommende måneder. Alt i alt er vækstrisiciene steget en smule. Vi forventer dog fortsat ikke en hård nedtur, men nærmere nogle kvartaler med vækst lidt under trendniveau. Det nuværende billede indebærer derfor en vis mulighed for, at der kan komme flere rentenedsættelser fra Fed.

Kunne Kina finde på at revaluere?

I Kina buldrer væksten fortsat derudaf, og den største udfordring er, at få væksten ned på et holdbart niveau og sikre, at inflationen ikke kommer ud af kontrol. Den vigtige 17. partikongres for kommunistpartiet er overstået, og det er derfor igen sæson for store politiske beslutninger. Politiske indgreb for at få væksten ned er en stigende risiko. Politikken med den gradvise styrkelse af den kinesiske yuan over for US dollar er blevet mindre og mindre effektiv i takt med den generelle svækkelse af US dollar. Man skal derfor ikke helt fraskrive muligheden for en enkelt større revaluering af den kinesiske valuta. Vi tror dog ikke det bliver aktuelt på kort sigt på grund af uroen på de finansielle markeder.

Sektor/selskab	Land	Anbefaling	Kurs 29.10.07	Kursændring i pct. Seneste md	År til dato
Energi					
Olje- og gastjenester					
Acergy	NO	Reducér	155,0	-5,9	29,2
BW Offshore	NO	Køb	24,6	6,0	-6,1
Fred Olsen Energy	NO	Hold	262,5	-8,4	-10,1
PROSAFE	NO	Køb	94,0	-0,1	6,2
Seadrill	NO	Akkumulér	129,5	7,9	23,0
Subsea 7	NO	Hold	154,5	1,3	34,3
Olje og gas					
DNO	NO	Hold	10,2	-11,1	-11,3
Neste Oil	FI	Køb	24,6	-3,2	6,9
StatoilHydro	NO	Hold	182,8	-0,7	10,6
Materialer					
Kemikalier					
Auriga Industries	DK	Hold	110,0	-3,9	-30,6
Exel	FI	Akkumulér	637,0	-1,2	31,1
Kemira Growhow	FI	Akkumulér	637,0	-1,2	31,1
Novozymes	DK	Akkumulér	637,0	-1,2	31,1
Emballage					
Huhtamäki	FI	Køb	9,5	-10,7	-35,6
Metaller & Minedrift					
Outotec	FI	Køb	48,8	-1,0	114,8
Industri					
Fly & forsvar					
SAAB	SE	Køb	147,0	-1,0	-31,1
Byggeprodukter					
Assa Abloy	SE	Akkumulér	136,5	3,0	-8,4
Dantherm	DK	Hold	164,0	-10,9	56,9
Flugger	DK	Hold	615,0	-8,1	-15,8
H+H International	DK	Køb	2350,0	2,5	27,7
Rockwool International	DK	Akkumulér	1674,0	-6,2	91,5
Uponor	FI	Hold	18,6	-11,9	-34,6
Anlæg og Maskinteknik					
FLSmidth & Co	DK	Køb	553,0	-2,1	54,0
Højgaard Holding	DK	Akkumulér	245,0	7,0	12,1
Lemminkäinen	FI	Akkumulér	50,0	3,0	38,4
Monberg & Thorsen	DK	Akkumulér	565,0	4,6	16,5
Per Aarsleff	DK	Akkumulér	799,0	6,3	58,2
SRV	FI	Køb	7,7	-5,6	na
YIT	FI	Hold	20,4	0,6	-2,5
Elektrisk udstyr					
NKT Holding	DK	Køb	554,0	-4,6	10,9
REC	DK	Akkumulér	480,0	-3,5	33,1
Vestas Wind Systems	DK	Køb	461,0	11,8	93,7
Maskinindustri					
Alfa Laval	SE	Køb	508,0	25,3	64,4
Atlas Copco	SE	Akkumulér	99,0	-3,9	5,8
Cardo	SE	Hold	219,0	-1,1	-15,8
Cargotec Corp	FI	Køb	41,7	22,5	-0,9
Haldex	SE	Hold	123,0	-18,3	-24,8
Kone	FI	Køb	55,6	9,0	30,2
Metso	FI	Køb	42,0	-14,1	9,3
Munters	SE	Hold	110,0	-18,1	-23,5
Nibe	SE	Reducér	161,0	5,5	-41,3
Sandvik	SE	Køb	161,0	-7,4	30,0
Scania	SE	Reducér	139,0	6,4	46,0
SKF	SE	Akkumulér	43,8	-4,4	9,0
Trelleborg	SE	Køb	168,0	5,2	-0,9
Volvo	SE	Akkumulér	124,8	9,0	37,4
Wärtsilä	FI	Køb	124,8	0,8	21,4
Handel og distribution					
Brdr A & O Johansen	DK	Reducér	1400,0	0,4	-15,7
DLH	DK	Hold	94,5	-3,6	-10,8
Ramirent	FI	Hold	16,0	9,5	43,1
Solar	DK	Køb	718,0	12,7	1,1
Sanistaal	DK	Hold	845,0	-6,6	-1,7
Erhvervs-service & -produkter					
Securitas	SE	Hold	81,5	-1,5	-23,3
Cramo	FI	Køb	25,8	7,4	36,3
Günnebo	SE	Reducér	73,8	-6,1	-6,6
Securitas Systems	SE	Akkumulér	26,0	14,5	-6,1
Luftfart					
Finnair	FI	Akkumulér	11,1	-5,1	-10,6
Shipping					
A. P. Møller - Maersk	DK	Hold	70000,0	-2,5	31,6
DFDS	DK	Hold	929,0	17,2	36,6
D/S Norden	DK	Hold	679,0	18,1	183,5
Mols-Linien	DK	Hold	812,0	2,1	70,2
D/S Torm	DK	Reducér	210,8	-2,3	13,9
Transport					
DSV	DK	Hold	132,5	7,9	28,4
Forbrugsvarer					
Reservevedele					
Nokian Tyres	FI	Køb	26,1	-5,3	68,2
Varige forbrugsvarer					
BoConcept	DK	Køb	546,0	-2,3	45,6
Ekornes	NO	Køb	111,5	-2,2	-22,0
Electrolux	SE	Reducér	121,3	-10,8	5,6
Fritidsudstyr					
Amer Sports	FI	Køb	17,6	8,1	4,7
Tekstiler & Beklædning					
IC Companys	DK	Køb	360,5	1,4	-5,1
Hoteller, Restauranter & Underholdning					
PARKEN Sport & Entertainment	DK	Hold	1416,0	-5,5	11,5
Medier					
Alma Media	Finland	Akkumulér	12,0	2,1	30,1
Stormagasiner					
Stockmann	FI	Køb	33,3	3,4	-8,7

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%. **RS:** Aktien p.t. ikke dækket grundet midlertidige faktorer.**NR:** Aktien dækkes ikke. **DK:** Danmark, **NO:** Norge, **SE:** Sverige, **FI:** Finland, **UK:** Storbritannien.

Sektor/selskab	Land	Anbefaling	Kurs 29.10.07	Kursændring i pct. Seneste md	År til dato
Næring & Nydelse					
Supermarkeder					
Hakon Invest	SE	Reducér	116,0	-1,7	-26,1
Kesko	FI	Akkumulér	41,3	-12,3	3,1
Drikkevarer					
Carlsberg	DK	Akkumulér	678,0	-4,8	20,9
Harboe	DK	Hold	152,0	-1,3	-33,9
Royal Unibrew	DK	Reducér	650,0	2,4	-12,2
Fødevarer					
Atria	FI	Køb	20,6	-6,3	12,7
Cermaq	NO	Akkumulér	83,3	-16,8	-8,5
Danisco	DK	Hold	401,0	-3,1	-16,2
EAC	DK	Reducér	409,0	6,0	29,4
HKScan	FI	Akkumulér	16,5	5,3	13,4
Marine Harvest	NO	Køb	5,5	-21,1	-4,2
Orkla	NO	Akkumulér	97,8	1,9	38,5
Tobak					
Swedish Match	SE	Køb	138,3	3,8	8,0
Sundhed					
Medicinalinstrumenter & -udstyr					
Coloplast	DK	Akkumulér	501,0	-1,2	-0,6
Elekta	SE	Køb	119,5	11,4	-17,2
Gethinge	SE	Køb	164,5	7,2	7,2
William Demant Holding	DK	Køb	467,5	-2,6	2,1
Bioteknologi					
ALK-Abello	DK	Reducér	1110,0	5,7	-21,3
Bavarian Nordic	DK	Akkumulér	414,5	-5,6	-24,8
Curalogic	DK	Køb	19,0	15,9	18,8
Exiqon	DK	Akkumulér	38,0	5,6	#N/A!
Karo Bio	SE	Køb	5,5	-2,7	-58,3
Q-Med	SE	Akkumulér	82,3	-11,1	-23,0
TopoTarget	DK	Køb	26,4	13,8	-27,1
Farmaci					
Astrazeneca	UK	Hold	2375,0	-1,7	-13,4
Lundbeck	DK	Hold	146,0	-0,3	-6,1
Meda	SE	Køb	89,0	-13,8	-33,2
Novo Nordisk	DK	Køb	618,0	-1,3	31,5
Finans					
Banker					
Amagerbanken	DK	Køb	300,5	0,2	-19,7
DnB Holding	NO	Akkumulér	86,7	8,4	-2,0
Fionia Bank	DK	Reducér	1900,0	8,6	18,8
Forstædernes Bank	DK	Hold	219,5	-2,0	5,1
Jyske Bank	DK	Akkumulér	413,0	4,6	2,2
NORDEA	SE	Akkumulér	108,8	5,5	3,1
Ringkjøbing Landbobank	DK	Køb	903,0	-0,2	-16,4
Roskilde Bank	DK	Akkumulér	468,5	11,5	-25,0
SEB	SE	Hold	185,0	-5,9	-14,9
Spar Nord	DK	Reducér	126,0	5,0	-7,7
Svenska Handelsbank	SE	Køb	206,5	5,6	-1,0
Sydbank	DK	Køb	228,0	1,7	-15,6
Vestjysk Bank	DK	Reducér	315,0	1,4	0,6
Forsikring					
Alm Brand	DK	Akkumulér	343,0	5,2	-14,3
Sampo	FI	Akkumulér	20,8	1,9	2,2
Topdanmark	DK	Hold	880,0	3,0	-5,8
TrygVesta	DK	Køb	410,0	-1,2	-5,0
Fast ejendom					
Sjælsø Gruppen	DK	Akkumulér	194,0	9,6	4,9
Informationsteknologi					
Columbus IT Partner	DK	Akkumulér	8,2	15,5	1,2
IT-konsulenter					
EDB Business Partner	NO	Hold	45,1	2,0	-18,4
EDB Gruppen	DK	Køb	192,0	26,7	-16,5
EMENTOR	NO	Køb	43,8	-10,1	24,4
HiQ International	SE	Hold	37,7	-3,8	-10,9
Ixonos	FI	Køb	6,8	7,1	45,8
Semcon	SE	Køb	82,8	30,8	21,2
Sysopen Digia	FI	Akkumulér	3,6	-2,7	5,3
Teleca	SE	Køb	16,4	9,3	-41,2
TietoEnator	FI	Køb	17,4	11,2	-28,8
Software					
Basware	FI	Akkumulér	12,1	-0,5	-7,0
IBS	SE	Hold	16,9	9,7	-35,5
Comptel Corporation	FI	Hold	1,6	-20,5	-13,9
Danware	DK	Sælg	83,0	-11,7	-29,4
Maconomy	DK	Akkumulér	21,4	15,7	43,6
Orc Software	SE	Akkumulér	169,5	1,2	45,5
Simcorp	DK	Køb	1308,0	11,1	-5,8
Telelogic	SE	Køb	19,5	-5,8	27,5
TECNOMEN	FI	Køb	1,4	7,6	-16,1
Kommunikationsudstyr					
Ericsson	SE	Akkumulér	19,1	-24,7	-31,0
GN Store Nord	DK	Akkumulér	55,0	2,3	-34,3
Nokia	FI	Køb	27,6	3,8	77,9
Tandberg	Norge	Køb	140,8	9,1	50,4
RTX Telecom	DK	Reducér	50,0	-2,0	-26,5
Thrane & Thrane	DK	Hold	317,0	-0,9	1,1
Højteknologi					
Aspocomp Group	FI	Køb	0,3	-16,7	-86,0
Telekommunikation					
Telekommunikationsydelsler					
ELISA	FI	Reducér	21,5	0,5	3,3
Tele2	SE	Hold	144,0	4,0	44,0
Telenor	Norge	Hold	117,0	10,1	-0,2
TeliaSonera	SE	Akkumulér	61,5	7,9	9,3
Forsyningselskaber					
Elværker					
Fortum	FI	Akkumulér	30,0	15,9	40,1

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.