

INVESTERING

[OKTOBER 2007]



TEMA

TRENDS DER HOLDER NÅR VERDENSØKONOMIEN BLIVER TRÆT

Finanskrisen er stadig i live

Aktiemarkedet rejser sig igen

Obligationsmarkedet på rette spor

Opdagelse i genforskningen vil
revolutionere medicinalbranchen

Danske Bank

03	SURVIVAL OF THE FITTEST
04	TRENDS DER HOLDER NÅR VERDENSØKONOMIEN BLIVER TRÆT
08	FINANSKRISEN ER STADIG I LIVE
10	AKTIEMARKEDET REJSER SIG IGEN
11	OBLIGATIONSMARKEDET PÅ RETTE SPOR
14	AKTIER I EMERGING MARKETS SÆTTER REKORD
16	NY LÅNTYPE FRA REALKREDIT DANMARK
18	NYE BANKREGLER MED FOKUS PÅ BESKYTTELSE AF INVESTORERNE
20	OPNÅ MERAFFKAST PÅ EN AKTIEPOSITION VIA OPTIONSSTRATEGI
22	AKTIEANBEFALINGER – ELEKTA, FREEPORT MCMORAN, STATOILHYDRO, XSTRATA
24	SÅ MEGET NEDSLAG I PRISEN FÅR BOLIGKØBERNE
26	SKATTEPAKKEN 2007
29	KAPITALPENSIONEN LEVER I BEDSTE VELGÅENDE
30	KORT NYT
32	GENETISKE GULDÅRER
33	MODELORTEFØLJER 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. oktober 2007.

Grafisk design og produktion: Datagraf
Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri

Næste nummer udkommer 10. november 2007.



FOKUS PÅ
TRENDS
DER HOLDER NÅR
VERDENSØKONOMIEN
BLIVER TRÆT

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.

Survival of the fittest

Verdensøkonomien er gået ind i en afdæmpningsfase, og kreditkrisen har kun gjort det værre.

I økonomiske opgangstider er det ikke så svært at tjene penge på aktiemarkedet. Som hovedregel tjener virksomhederne gode penge, uanset hvilken sektor de befinder sig i.

I økonomiske nedgangstider er det ikke så ligetil, og man kan ikke længere forlade sig på generelle markedsstigninger. Visse sektorer klarer sig bedre end andre i cyklisk modvind – man skal dog ikke regne med de helt store afkast, hvis man baserer sig på defensive aktier alene.

Men uanset hvor man har befundet sig i konjunkturcyklen, har det historisk set altid været muligt at spotte strukturelle væksttrends og vækstlommer i verdensøkonomien – og de virksomheder, der har forretningskonceptet til at udnytte dem.

Find de måske egnede

Clean Technology er et eksempel på en sådan trend, der ikke lader sig kue. På *Internettet* finder vi links til andre. Internettets betydning som et vigtigt element i videnssamfundet og vores dagligdag bliver stadig større. Samspillet mellem forbrugernes behov og interaktionen og innovationsevnen blandt de mange aktører i informationsteknologiens værdikæde og relaterede brancher giver masser af muligheder for at spotte attraktive selskaber. Selskaber, hvis udvikling har givet dem visse evolutionære fordele og dermed et godt fundament for at blive blandt vinderne i det aktuelle miljø.

Blandt de stærkeste vækstområder i de nærmeste år er *Triple Play* – kombinationen af telefoni, dataoverførsel og video på nettet. Det gælder også udviklingen af *mobilt bredbånd*. Og det gælder udviklingen af *elektroniske kultprodukter*, hvor Apple stadig er at regne blandt de absolut mest innovative i branchen – og som er i stand til at opfinde nye, trendsættende produkter, der påvirker mange andre led i værdikæden.

Vi ser også på *energi og råvarer*, der i de kommende år ventes at bevare de høje prisniveauer – selv om vi har udsigt til en afmatning i den globale økonomi. Forklaringen herpå skal findes i *udviklingsøkonomierne*, der i sig selv er en investering værd trods stigninger på over 320 pct. (målt i USD) siden 2002.

Udviklingsøkonomierne er i fuld gang med at indhente de udviklede landes øko-

nomiske forspring. Men udover outsourcing fra de rige lande, som er et vigtigt bidrag til landenes ekspansion, foregår der også en voldsom udvikling i de *indenlandske økonomier*. Dette indebærer et stort behov for råvarer og olie – ikke mindst i Kina, som huser over 20 pct. af Jordens befolkning. Og denne udvikling taler for, at de høje priser på olie og råvarer ikke er et kortvarigt konjunkturbestemt fænomen.

Disse trends er lige for hånden, og det er de modne, velkonsoliderede selskaber, der umiddelbart har de bedste muligheder for at udnytte dem.

Men der er naturligvis også andre spirende vækstbomber i den globale økonomi, hvor den videnskabelige udvikling spiller en større rolle end nogensinde. En af disse baserer sig på paradigmeskiftet i forståelsen af de menneskelige gener, som blev grundlagt i 90'erne, men først de senere år for alvor har slået tonen an i genforskningen. Det har således vist sig, at RNA-molekyler ikke blot er budbringere af genetisk information mellem cellerne, men i høj grad regulerer vores gener. Afdækningen og forståelsen af RNA's virkemåde vil i de kommende år bane vejen for en revolution i medicinalbranchen. Her er det til gengæld mere vanskeligt at spotte vinderne. Men hold øje med de *genetiske guldårer*.



Verdensøkonomien er i slutfasen af højkonjunktoren, og kreditkrisen har gjort nedturen lidt værre. Men der er stærke strukturelle trends i markedet, som ikke lader sig kue af global økonomisk modvind i en periode

Trends, der holder

– når verdensøkonomien bliver træt



Vi befinder os uden tvivl i afdæmpningsfasen af den globale højkonjunktur, hvilket naturligvis rejser spørgsmålet om, hvor aktieinvestorerne så skal sætte deres penge.

Trods det lidt opmuntrende i, at virksomhedernes indtjening nu er i cyklisk modvind set over en bred kam er der i historisk perspektiv basis for en vis optimisme. Det har nemlig altid været muligt - uanset hvor man er i konjunkturcyklen - at spotte stærke væksttendenser i den globale økonomi og virksomheder, som har forretningskonceptet til at udnytte dem. Denne periode er ingen undtagelse.

Vi har kastet blikket på USA, som formentlig står over for en større økonomisk opbremsning end Europa, men hvor der stadig kan findes attraktive selskaber, der nyder godt af strukturelle trends og vækstlommer, som tegner godt, uanset om den globale nedtur bliver hård eller mild. Her fokuserer vi på dele af *informationsteknologien*, *energi* og *råvarer* – og fremhæver nogle af de amerikanske selskaber med tilhørende Goldman Sachs-anbefalinger, der i disse sektorer har de bedste kort på hånden – samt en enkelt investeringsforening med fokus på Emerging Markets.

Teknologi – flaskehals på nettet, kultprodukter og mobilt bredbånd

Hvis nogen har været i tvivl, så er det vist meget længe siden. Internettet er *ikke* en modebaseret døgnflue. Det berømte net er derimod en integreret og uundværlig del af informations- og videnssamfundet, og det bliver stadig vigtigere.

Brugerne vil have mere, og virksomhederne er hurtige til at spotte behovene – eller også skaber de nogle nye. Kreati-

viteten er stor på nettet, og der er mange, der leger med i nettets flade organisationsstruktur. Online spil, blogs, open source-initiativer som Wikipedia, portaler som YouTube osv. er eksempler. Handel via nettet er en anden hastigt voksende udvikling i form af *Business-to-Consumers (B2C)*, *Business-to-Business (B2B)*, *C2B* og *C2C*. Erhvervslivet har i høj grad erkendt værdien af at være synlig på nettet, og det samme har medierne, ikke mindst aviserne, der hastigt udbygger deres portaler, ligesom mediebranchens største aktører som fx. Disney og News Corp. i stigende grad markerer sig stærkt på nettet.

Men Internettets kapacitet er ikke blevet udbygget i et omfang, som tilnærmelsesvist kan følge med eksplosionen på nettet, og der begynder at være trængsel på de elektroniske motorveje i cyberspace. Og det bliver kun værre som følge af den stærkeste af de nye trends – nemlig *Triple Play*, som dækker over, at Internettet anvendes til både dataoverførsel, telefoni og TV/Video - herunder HDTV (High Definition TeleVision), som er TV med en ekstremt god billedkvalitet.

Det er især i TV-udsendelser via nettet og *Video On Demand*, der ventes den helt store vækst i den kommende periode. Og det vil i særlig grad betyde, at nettet drænes for båndbredde, idet 1 minuts video af normal kvalitet fx kræver en båndbredde 10 gange større end telefonsamtaler.

Netværksselskabet **Cisco** (Goldman Sachs, Køb) har for nylig vurderet over for Computerworld USA, at den nuværende Internet-trafik vil være firedoblet i 2011 hovedsageligt pga. net-tv. Selskabet anslår, at allerede en tredjedel af den nuværende net-trafik bliver genereret af web-tv-statio-

ner. Alene amerikanske web-baserede tv-stationer sender på én måned samme mængde data igennem kablerne, som blev sendt over Internettet i hele år 2000, skrev den danske version af ComputerWorld for nylig.

På Goldman Sachs' netop afholdte Telekom- og Mediekonference, CommunaCopia i New York, understregede selskaber som **Verizon** (GS, Neutral) og **AT&T** (GS, Køb) behovet for store investeringer i netværkets infrastruktur – Internettets *backbone*. Disse selskaber ved, hvad de taler om. 9 ud af verdens 10 største backbone-netværk er amerikanske, og Verizon og AT&T er blandt de største af de 50 største backbone-operatører på verdensplan, som dækker 95 pct. af Internet-trafikken.

Verizon og AT&T er som de andre store netværksoperatører i øvrigt også tvunget til at hæve netværksinvesteringerne markant fremover for at holde kabelselskaberne fra at løbe med Triple Play-kunderne.

Meget stærk trend

Global økonomisk afmatning eller ej: Der er ingen tvivl om, at udbygningen af Internettets bæreevne i de kommende år er en sikker og meget kraftig trend, og i det lys tager flere amerikanske selskaber sig særlig godt ud.

Goldman Sachs peger på **Ciena** (GS, Køb) som et oplagt bud på en vinder, når videotrafikken på nettet accelererer i de kommende år. Den stigende videotrafik øger kravet til båndbredde, og markedet efterspørger nye teknologier til at transportere videotrafik billigt. Ciena er via selskabets styrke på optiske teknologier og Ethernet-teknologier rustet til at klare sig særdeles godt på denne baggrund. Selskabet har netop opjusteret forventningerne til 4. kvartal.

Juniper Networks (GS, Køb) vil også nyde godt af stigende globale netværksinvesteringer. Selskabet beskæftiger sig med design og salg af netværksløsninger og sikkerhedsløsninger til netværk for virksomheder af alle størrelser, og er et stærkt mærkevarenavn i branchen. Selskabet har samti-

dig en god eksponering mod andre regioner end USA.

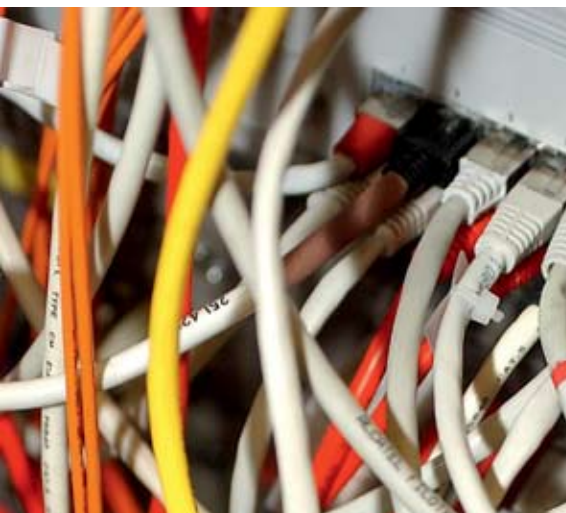
Fælles for både Ciena og Juniper er, at begge selskaber i dag er modne selskaber, som har investeret betydeligt i produktudvikling og nye produkter, der ventes på markedet inden for en overskuelig fremtid.

Comcast (GS, Køb) står stærkt inden for drift og service af kabelsystemer til kommunikation via video, Internet og telefon. Selskabet har et godt udgangspunkt for at blive blandt vinderne i Triple Play-bølgen, der ventes at accelerere markant i den kommende periode, ikke mindst fordi kombinationen af TV, Internet og telefonsamtaler på samme abonnement kan reducere kundens månedlige omkostninger med op mod 20 pct. i forhold til separate abonnementer.

Men informationsteknologiens eksplosion begrænser sig ikke til kabler. *Mobilt bredbånd* er en spirende trend, der også ventes at vokse voldsomt i de kommende år, og her står **American Tower** (GS, Køb) stærkt i en branche, som i øvrigt er kendetegnet ved høje indgangsbarrierer og langtidskontrakter.

Selskabet ejer multi-antennetårne i USA, Mexico og Brasilien til brug for TV-transmissioner samt trådløs kommunikation og dataoverførsel – og netop sidstnævnte anses for en trend med meget stort vækstpotentiale. Derudover vil American Tower også nyde godt af evt. M&A-aktiviteter mellem selskaber, der arbejder med hhv. kabelbaseret og trådløs kommunikation.

Når vi taler om informationsteknologi kommer vi heller ikke uden om **Apple** (GS, Køb) – en virksomhed, der anses for en af de mest innovative i branchen, og som i kraft heraf er i stand til starte nye trends af stor styrke. Apple har om nogen formået at etablere et stærkt brand i branchen, og er nærmest blevet synonym med udtrykket »Iconic Devices« – elektroniske »kulturprodukter« som iPod, iMac, iBook og senest iPhone. Efter lanceringen af iPhone tidligere på året, solgte Apple 560 iPhones i timen svarende til 1 mio. »





» iPhones på kun 73 dage, og i 2008 venter Apple at sælge 10 mio. enheder.

Derudover står Apple også bag udviklingen af forskellige softwareprogrammer som fx operativsystemet Mac OS X, der anvendes i selskabets Macintosh computere ligesom selskabet også har haft stor succes med sin online musikbutik og -afspiller – iTunes.

Vigtig BRIK i verdensøkonomien

Selv om der er udsigt til en periode, hvor de økonomisk mest veludviklede regioner vil køre med en lavere hastighed, så er det ikke ensbetydende med, at alle andre lande kører i samme gear. Verdensøkonomien i dag er nemlig ikke skruet sammen på samme måde som fx for 10 år siden. Selv om vi stadig kun er i den spæde start, så er der ingen tvivl om, at vi befinder os i en ny økonomisk æra, hvor den økonomiske magtbalance er ved at blive forrykket i forhold til det, vi har været vant til – og denne udvikling vil fortsætte med stigende hastighed de næste mange år.

De lande, som vi i stigende grad skal lægge mærke til, både som økonomiske storspillere og interessante investeringsområder, er de største af udviklingsøkonomierne – populært kaldet *BRIK-landene*. Dvs. **Brasilien**, **Rusland**, **Indien** og **Kina**, der for alvor har gjort deres entré på den verdensøkonomiske scene de seneste år, foreløbig med Kina i den dominerende hovedrolle.

Attraktivt investeringsbevis

Det er langt fra outsourcing fra de rige lande, som er hele

forklaringen på BRIK-landenes øgede bidrag til verdensøkonomien og egen udvikling. Disse lande – og Emerging Markets generelt – er fuld gang med at indhente OECD-landenes økonomiske forspring, og det indebærer en voldsom udvikling af de indenlandske økonomier. I takt med landenes øgede velstand er en middelklasse af meget stort omfang og med stor købekraft under udvikling. Disse lande er typisk karakteriseret af relativt unge befolkninger, som dels udgør en meget stor motiveret arbejdsstyrke, dels udgør en potentiel middelklasse med stigende købekraft i takt med den tiltagende velstand.

Foreløbige opgørelser for 2007 viser, at BRIK's bidrag til det globale forbrug (målt på indenlandsk detailsalg) er på 0,6 procentpoint mod 0,2 procentpoint for USA. Selv om man korrigerer for den aktuelle afmatning i USA, indikerer det, at BRIK's bidrag til det globale forbrug fremover vil være større end USA's.

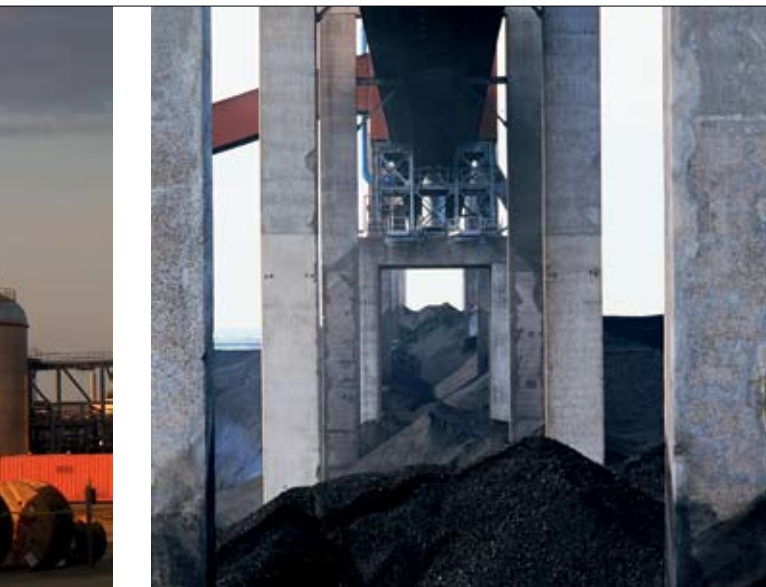
Danske Invest (DI) har tidligere i år lanceret en investeringsafdeling *DI Engros Global Emerging Markets Smaller Companies*, hvis fundament netop er den indenlandske efterspørgsel i Emerging Markets, som især udviklingsøkonomiernes mindre selskaber er godt eksponeret imod.

Udviklingsøkonomier bruger råvarer i stor stil

De senere års efterspørgsel efter olie, metaller og andre råvarer og materialer kommer langt fra kun fra OECD-landene, men i høj grad også fra Emerging Markets generelt, ikke mindst BRIK-landene, som følge af industriforbruget, de massive indenlandske investeringer i byggeriet, udbygningen af infrastrukturen m.v. Især Kina er allerede en af verdens største efterspørgere af metaller, hvilket illustreres af, at et fald på 1 pct. i USA's metalforbrug kan opvejes af en stigning på kun 0,4 pct. i Kinas forbrug.

Generelt ventes en stor efterspørgsel af metaller og råvarer fra BRIK, og økonomerne hos Goldman Sachs mener, at den økonomiske fremgang i BRIK ikke vil blive påvirket nævneværdigt af cyklisk modvind i USA. BRIK er med andre ord ved at dekolle sig fra afhængigheden af de internationale konjunkturer.

Goldman Sachs fremhæver **Freeport McMoRan** inden for



sektoren Materialer. Selskabet driver minedrift inden for kobber, sølv og guld, og skønnes at have en gunstig position til at udnytte den kraftige efterspørgsel efter metaller, som især stammer fra den stærke vækst i BRIK-landene, herunder ikke mindst kobber fra Kina.

Tidligere tiders manglende investeringer i nye mineprojekter gør udbudssituationen meget følsom over for forstyrrelser. Det betyder, at selv små ændringer i forsyningen kan få stor betydning for råvarepriserne, og det betyder i sidste ende højere afregningspriser til mineselskaberne. Tegn på bl.a. accelererende kobberpriser, høje guldpriser og 100% eksponering uden for USA gør, at Goldman Sachs ser Freeport McMoRan som godt positioneret til fremtiden. Investeringsbanken fremhæver også minekoncernen **Xstrata** som et godt bud på at udnytte den stærke globale efterspørgsel efter råvarer (læs mere s. 22-23).

Energi – olieprisen forbliver høj

Det er vanskeligt at spå – ikke blot om fremtiden generelt, men sandelig også om den fremtidige oliepris. I 1980, hvor prisen pr. tønde rundede 40 dollars, spåede mange eksperter, at 100 dollars ikke var langt væk. Og i 1999, hvor tøndeprisen gik under 10 dollars, var der flere, der anså en pris under 5 dollars for realistisk. I dag har oliepriserne for nylig sat verdensrekord, og fakta peger unægtelig i retning af om ikke meget højere oliepriser, så i hvert fald næppe nævneværdige fald de kommende år.

Havde den globale vækst ikke været understøttet af Kinas voldsomme ekspansion i disse år, så havde olieprisen ikke ligget, hvor den ligger i dag - til trods for, at Kinas olieforbrug begrænser sig til »kun« 9 pct. af den globale efterspørgsel mod USA's 24 pct. Kinas olieforbrug skyldes ikke mindst landets status som verdens industricentrum og genstand for outsourcing fra verdens største industrivirksomheder m.v., Med Kina i spidsen ventes udviklingsøkonomierne at tegne sig for 2/3 af den forventede stigning i olieefterspørgselen i de kommende dekader.

Aktuelt kan vi konstatere, at olieprisen har sat ny rekord igen, og det er næppe nogen tilfældighed. Vi nærmer os vinteren på den nordlige halvkugle og traditionen tro inde-

bærer det en øget efterspørgsel. Da OPEC i deres regulering af olieproduktionen blandt medlemslandene kører med et stramt udbud og tilsyneladende sigter mod højere oliepriser end tidligere ventet, så er der lagt op til faldende olielagre i de kommende måneder, et stramt oliemarked og en fortsat høj oliepris, der holder året ud. Men ifølge Goldman Sachs er der heller ikke udsigt til prisfald på den anden side af årsskiftet. Investeringsbanken venter, at gennemsnitsprisen bliver 80 USD pr. tønde i 2008 og 90 USD i 2009, hvilket er væsentligt over konsensus i markedet.

Goldman Sachs fremhæver to selskaber i energisektoren:

Apache – et af verdens største uafhængige olie- og gasselskaber, som er karakteriseret af udvindingsområder i relativt stabile lande/regioner, hvilket sikrer en stabilitet i produktionen. Apache er et økonomisk solidt selskab, hvis aktiekurs imidlertid ikke fuldt ud afspejler den øgede gennemsigthed om selskabets projekter, olie- og gasreserverne, udsigten til stigende gaspriser samt vækstmulighederne i selskabets australske og egyptiske forretninger.

Valero Energy – der driver 16 raffinaderier i USA, et i Canada og et i Aruba ud for den venezuelanske kyst. Selskabet har også et detailsegment, der bl.a. omfatter tankstationer, truck stop-faciliteter og salg af fyringsolie til huse. Udover, at der er udsigt til generelt forbedrede marginer i raffinaderibranchen har Valero forbedret sin position ved at frasælge raffinaderier, der ikke var tilstrækkeligt »produktions effektive« og samtidig investeret i nye moderne raffinaderier, der vil styrke selskabet på sigt.

Private Equity, LBO og M&A vil støtte aktiemarkedet igen

Ser vi tilbage på de seneste års udvikling på aktiemarkedene har *Private Equity-opkøb*, *LBO* (Leveraged Buy-Outs, dvs. overtagelse af selskaber vha. store lån) samt *M&A* (fusioner og opkøb) været vigtige understøttende faktorer for prisfastsættelsen af aktiemarkedene.

Fælles for aktiviteterne fra både Private Equity, LBO og M&A er, at de ligger underdrejede for tiden som følge af kredittkrisen. Men når kreditmarkedene normaliseres, taler alt for, at vi igen vil opleve betydelig aktivitet fra disse områder og dermed vil vigtige understøttende faktorer for aktiemarkedet være genetableret.



Finanskrisen er stadig i live

Selv om pengemarkedet og vigtige dele af obligationsmarkedet viser tegn på bedring, så er det finansielle system stadig præget af betydelig usikkerhed og mistillid



Danske Banks cheføkonom Carsten Valgreen



Den amerikanske centralbank, Federal Reserve (Fed), overraskede d. 18. september markedet ved at sætte renten ned med et halvt procentpoint – dobbelt så meget som forventet.

»For kort tid siden virkede det som om, markedskomiteén i Fed var delt i spørgsmålet om rentenedsættelser eller ej, men nu var der pludselig ensstemmighed om, at sænke renten med et halvt procentpoint. Det rejser spørgsmålet om, hvorvidt Fed har fået en anden viden end markedet, især når man også tager i betragtning, at inflationsrisikoen i høj grad er til stede,« siger chefen i obligationsanalysens strategifdeling, Allan von Mehren.

Det kunne være viden om specifikke store bankers problemer, som Fed ligger inde med. Tidligere har vi i Europa set tyske banker, der måtte reddes af store kapitalindskud, og den franske bank BNP Paribas, der valgte at indefryse kundernes indeståender i tre fonde, da de i det kriseramte marked ikke kunne opnå nogen prisfastsættelse. Og vi har set Northern Rock i England blive sendt til tælling. Dels af kunderne, der flygtede i tusindvis fra banken med deres indlån til trods for den britiske centralbanks erklæringer om, at den ville garantere for indskuddene. Dels af et lammet pengemarked, hvor banken normalt hentede det meste af sin ar-

bejdskapital.

Generelt er ingen større banker eller finanshuse således blevet tilladt at bukke under for krisen. Og Feds rentenedsættelse kritiseres for at være en hjælpende hånd til banker, der i bund og grund har taget for store risici i deres udlåns- og investeringspolitik.

Kritikken er berettiget, men åbenbart vurderes krisen af Fed og den britiske centralbank at være så betydningsfuld, at en enkelt stor banks kollaps ganske vil have for store følgevirkninger i det finansielle system og dermed også økonomien som helhed.

Prisen for undervurderede risici skal betales

Men det egentlige problem er, at vi befinder os i en fase, hvor prisen skal betales for flere års gearede investeringer i ikke mindst rentebærende papirer, hvor den underliggende risiko i betydelig grad er blevet undervurderet. Et bredt udsnit af investorerne har spillet med – også bankerne, der i mange tilfælde har været villige til at sponserer festen med lån i stor stil. Nu er der en opstramning i gang og en revurdering af risici – en proces, der måske vil tage måneder. Carsten Valgreen, Danske Banks cheføkonom, er imidlertid optimist.

»Det ser ud til, at finanskrisen så småt er ved at ebbe ud og tilliden

gradvist vender tilbage. Men faktum er, at finanskrisen i bund og grund er en tillidskrise. Problemet er nemlig ikke tabene på et par hundrede mia. dollars, som subprimelån og tilknyttede lån og strukturer skønsomt kan løbe op i. Det er derimod manglende tillid fra investorerne, som ikke længe stoler på kreditstrukturer, derivater uden for balancen, ratingbureauer, CDO'er osv. Og det er denne manglende tillid, der gør, at den finansielle fødekæde er blevet lammet og har skabt en likviditetskrise i det finansielle system,« siger Carsten Valgreen.

Truslen fra boligmarkedet

Udgangspunktet for krisen kan spores tilbage til det svage amerikanske boligmarked. Med udsigt til en økonomisk afmatning, mange subprimelån der snart skal refinansieres til en betydeligt højere rente efter »teaserperioden« samt et dårligt fungerende realkreditmarked, der holder mange nye potentielle boligkøbere ude, så forekommer det umiddelbart svært at finde argumenter for, at boligmarkedets nedtur snart vil stoppe. Og det indebærer en stor risiko for, at forbrugerne – der trækker 72 pct. af amerikansk økonomi – vil stramme livremmen ind.

»Lige nu lægger det svage boligmarked en dæmper på det amerikanske forbrug, men Fed's rentenedsættelse for nylig og sandsynligvis endnu en ved Fed's ordinære møde 31. oktober vil mindske boligmarkedets trussel mod væksten på kort sigt - men den forsvinder ikke. Det største problem, jeg ser i amerikansk økonomi, er inflationen. Inflation udvikler sig langsomt, men når vi når ind i 2009, vil vi efter al sandsynlighed have en amerikansk inflation, der umuliggør, at centralbanken kan give boligmarkedet en vigtig hjælpende hånd i form af rentenedsættelser, tværtimod, og så har vi for alvor et problem med det amerikanske boligmarked,« siger cheføkonomen.

Europa rammes også

De største problemer ligger altså muligvis længere ude. På kort sigt slipper vi dog ikke for, at finanskrisen lægger en dæmper på den amerikanske vækst i et vist omfang, og det vil også påvirke Europa.

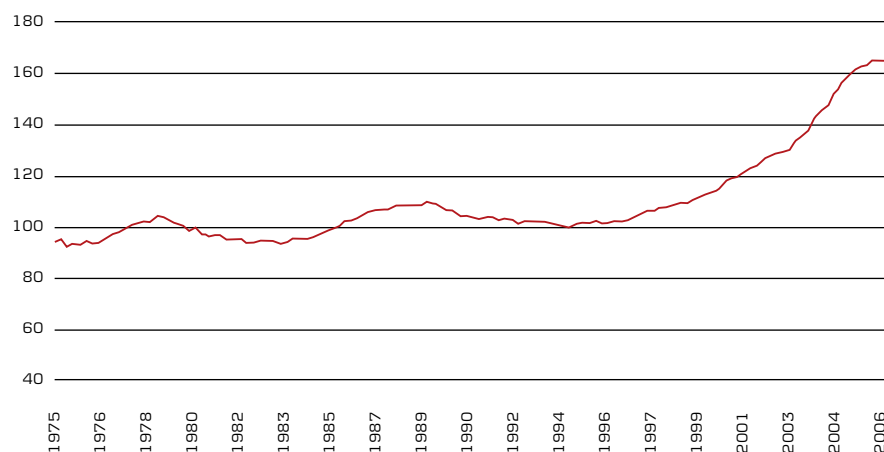
»Europæisk økonomi var i stand til at dekoble sig fra nedturen i amerikansk industri sidste år, og vi kan på kort sigt godt opleve, at Europa vil kunne udvise stærkere vækst end USA. Men på længere sigt vil Europa

blive trukket mere med ned af bl.a. dollarfaldet og dermed en svækket europæisk konkurrenceevne. Dertil kommer, at Europa længe inden krisen var gået i gang med en pengepolitisk opstramning, og den vækstdæmpende effekt heraf vil kunne mærkes i løbet af det kommende år,« siger Carsten Valgreen.

I forvejen er realindkomststigningen faktisk nul, olieprisen historisk høj, fødevarerpriserne er også høje, og eksporten tynges af stigningen i EUR/USD. Oveni det hele kommer risikoen for, at også de europæiske boligmarkeder indleder en nedtur. Alle europæiske lande undtagen Tyskland er nemlig også karakteriseret af boligmarkeder, der virker overvurderede, og de har haft en vigtig understøttende effekt for økonomien hidtil.

Finanskrisen skal altså langt fra have hele skylden for, at vi vil opleve en økonomisk afmatning det kommende år. I forvejen lå det i kortene, at vi var i afdæmpningsfasen af konjunkturcyklen. Finanskrisen har blot sænket vækstudsigterne med yderligere 0,25-0,50 pct. for europæisk og amerikansk økonomi, mens Asien derimod står med stærke kort på hånden til at overtage førerrollen i den globale økonomi.

Inflationskorrigeret udvikling i amerikanske huspriser: 1980=100.



KILDER: OFFICE OF FEDERAL HOUSING ENTERPRISE OVERSIGHT, U.S. DEPARTMENT OF LABOR

Hvor skal renterne hen?

I Euroland på 1-3 måneders sigt ventes fald i renten på de 2-årige statsobligationer og uændret rente på de 10-årige, hvilket vil medføre stejle rentekurver. På 6-12 måneders sigt ventes både de korte og lange renter at stige, så vi om et år har både 2-årige og 10-årige statsobligationer på et niveau 15 bp over det aktuelle.

I USA ventes det samme at gælde for de 10-årige, men de 2-årige statsrenter ventes lidt lavere end i dag. Spændet mellem 2- og 10-årige statsobligationer i USA ventes om et år på 90 bp mod 60 bp i dag.

Aktiemarkedet rejser sig igen

Den amerikanske centralbanks rentenedsættelse har skabt fornyet optimisme på aktiemarkedet, der skønnes at kunne stige op mod fem pct. herfra inden årsskiftet.

Aktiemarkedernes reaktion på den amerikanske centralbanks overraskende store rentenedsættelse på et halvt procentpoint d. 18. sep. var ikke til at tage fejl af. Der var markante stigninger over hele linjen, og den positive stemning holder fortsat ved redaktionens afslutning, hvor vi har nået den historiske top fra foråret 2000 på flere markeder.

»Aktiemarkedets risikoappetit reagerede prompte på udmeldingen fra Fed. Rentenedsættelsen er da også positiv for aktiemarkedet, og er et vigtigt skridt på vejen mod at genoprette roen på de finansielle markeder. Samtidig er det understøttende for det svage amerikanske boligmarked og medvirker også til at begrænse den øgede frygt for betalingsstandsninger på den mere spekulative del af erhvervslånemarkedet, som forekommer at være en overreaktion på finanskrisen – bl.a. fordi virksomhederne generelt stadig er velkonsoliderede og den realøkonomiske vækstafmatning som følge af finanskrisen efter alt at dømme vil være begrænset. Vi vurderer, at der alt i alt er basis for, at de globale aktiemarkeder generelt vil stige en smule frem mod årsskiftet,« siger Mads Hesselholt fra Danske Markets Equities og tilføjer, at det dækker over en maksimal stigning på fem pct.

Indtjeningsforventninger er for optimistiske

Men ser vi lidt længere frem, er horisonten mindre lys. Ikke mindst fordi markedets indtjeningsforventninger

generelt forekommer Mads Hesselholt noget optimistiske.

»Det er en udbredt opfattelse, at aktiemarkederne generelt er relativt billige i både historisk perspektiv og sammenlignet med andre aktivklasser såsom statsobligationer, kreditobligationer og huse. Men det er en betragtning, der kun holder, hvis man tager udgangspunkt i markedets generelle indtjeningsforventninger. Vi mener imidlertid, at disse er noget overdrevne for 2008, og det fjerner noget af det attraktive ved aktierne,« siger Mads Hesselholt.

Han mener, at der er udsigt til generelle nedjusteringer af virksomhedernes evne til at tjene penge – en proces som allerede er i gang i ikke blot USA, men også andre lande - og det skyldes flere forhold. De økonomiske nøgletal i både USA, Euroland og Japan viser således tegn på afmatning.

Størst økonomisk risiko i USA

Størst synes den økonomiske risiko at være i USA. Bekymringen for det amerikanske boligmarked er reel nok, og risikoen for en markant svækkelse lurer i baggrunden – som en potentiel bombe under privatforbruget i USA.

Dertil kommer, at lønpresset i det stramme arbejdsmarked er med til at udhule indtjeningen i en situation, hvor virksomhederne har et stigende behov for at øge kapaciteten både i form af (dyrere) medarbejdere og/eller et udvidet kapitalanlæg samtidig med, at råvare- og energipriserne sætter nye rekorder. Mange virksomheder kører tæt på kapacitetsgrænsen, men har indtil nu kunnet udskyde større investeringer, fordi man kunne leve højt på overinvesteringerne fra slutningen af 90'erne – hvilket ret beset har medvirket til at skabe

en »overnormal« vækst i indtjeningen i en periode.

Udsigt til beskeden aktieår i 2008

Med verdensøkonomiens tre største økonomiske regioner på vej fra den sencykliske fase ind i en decideret konjunkturaufmatning er der i historisk perspektiv lagt op til, at de globale aktier giver et betydeligt lavere afkast end i den sencykliske fase.

»Ser vi frem på den anden side af årsskiftet er der i det lys kun udsigt til yderligere kursstigninger på højst fem pct. frem til efteråret 2008,« siger Mads Hesselholt.

Også gode aktier i nedgangstider

Han peger samtidig på, at i Norden såvel som på alle andre aktiemarkeder gælder det, at tider med økonomisk afdæmpning ikke er ensbetydende med, at der ikke kan foretages gode aktieinvesteringer. Der findes altid strukturelle trends, som er stærke nok til at overvinde cyklisk modvind, hvilket kan udnyttes af selskaber med det rigtige forretningskoncept. Og der findes altid selskaber, hvis ydelser eller produkter er så unikke, at de vil kunne generere solid indtjeningsvækst i trange tider.

Danske Markets Equities' liste over de mest lovende nordiske aktier i øjeblikket, ser således ud:

Danske Markets Equities' Select List

Selskab	Sektor
Neste Oil	Olie & Gas
Prosaf	Olie & Gas
NKT Holding	Industri
Sandvik	Maskinindustri
Nokia	Telecom
Nordea	Banker
TrygVesta	Forsikring
Getinge	Health Care
William Demant	Health Care
Novo Nordisk	Health Care



Obligationsmarkedet på rette spor

Både obligationsmarkedet og pengemarkedet viser tegn på bedring

Som før nævnt i disse spalter udspringer den aktuelle finanskrise i USA, verdens største økonomi, udløst af, at stormagtens centralbank havde pengesluserne på vid gab i flere år, også efter konjunkturerne for længst havde rettet sig, for at imødegå den recession, der var under udvikling i 2001. Og det var dette – kombineret med ikke mindst innovative finansieringsteknikker – som var årsagen til, at det amerikanske boligmarked eksploderede i disse år.

Nogenlunde samtidig med Fed's lavrentepolitik opstod der nemlig en ny arbejdsdeling inden for den finansielle formidling, hvor introduktionen af produkter som kreditderivater og *Collateralized Debt Obligations (CDO)* gjorde det muligt for banker og kreditinstitutter at sælge kreditrisikoen videre i markedet.

Denne spredning af kreditrisikoen reducerede risikoen for, at kreditinstitutter går konkurs pga. dårlige betalere. Men det betød også, at der blev taget lige rigelig let på kreditvurderingen hos de finansielle institutioner, der udstedte især de såkaldte subprimelån til boligkøb. Desuden bad man nærmest om problemer ved at lokke mange af de mindre kreditværdige kunder i folden med lave »teaser«-renter og afdragsfrie perioder som lokkemad.

Da lånene blev pakket ind i papirer som CDO'er og kreditderivater i forskellige varianter og solgt videre til investorerne på de globale finansmarkeder var det investorerne, der sad med kreditrisikoen, fristet af en højere rente som kompensation. For at vurdere om denne kompensation var tilstrækkelig, skulle investorerne skabe sig et overblik over låntagernes kreditværdighed. Men investorerne, der i den lykkelige lavrentetæra i øvrigt selv havde vænnet sig til at tage let på risikoen i deres investeringer, støttede sig typisk til ratingbureauernes vurderinger af kreditkvaliteten – som siden viste sig at være for optimistisk.

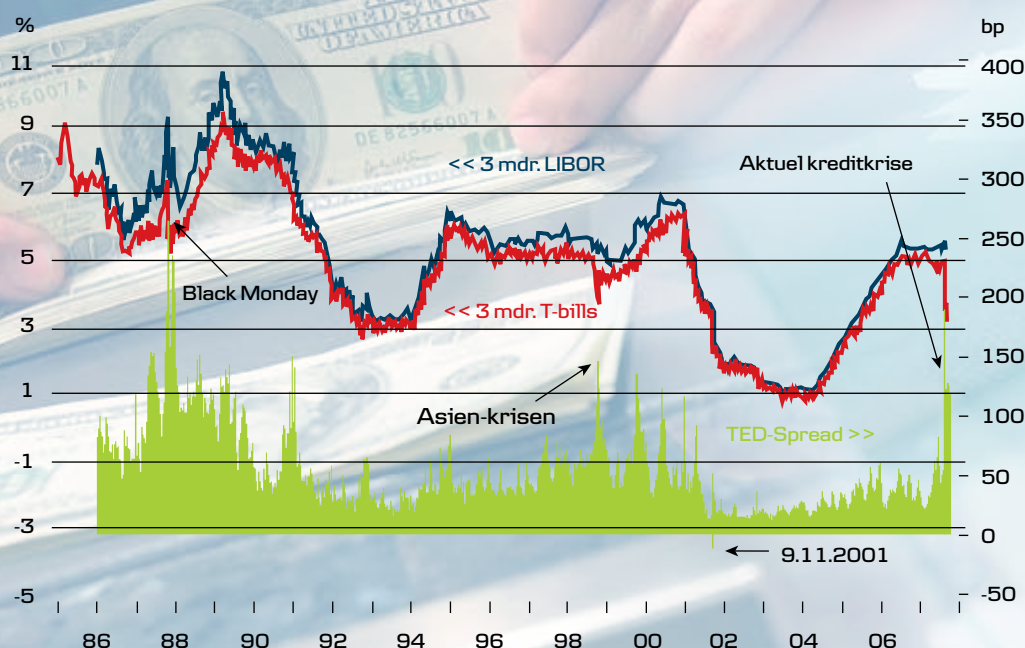
Dette er finanskrisen i den korte version. For mange dårlige låntagere er sluppet gennem det finansielle system, og kreditrisikoen er solgt videre til investorer over hele verden, så ingen har et overblik over hvem, der har tabt og hvor meget. Derfor opstod mistilliden i det finansielle system, som har delvist lammet vitale dele i den finansielle fødekæde.

Det lysner

Men der er lyspunkter. *Pengemarkedet* har således vist tegn på bedring. Det er det marked, som bankerne bruger, når de skal bruge kortfristede lån uden at skulle udstede obligationer. Mistilliden bankerne imellem



Stadig mistillid i banksektoren



TED-Spread er forskellen på korte amerikanske statspapirers rente (3 mdr. T-bills) og den rente, som bankerne internt kan låne dollar til hos hinanden (interbankrenten, 3 mdr. LIBOR). TED-Spreadet er stadig langt over det historiske gennemsnit – dvs. interbankrenten er stadig usædvanlig høj, hvilket afspejler, at der fortsat er en tillidskrise i banksektoren.

» har betydet, at pengemarkedsrenterne har været relativt høje i en periode nu, men tendensen har været fallende pengemarkedsrenter på det seneste i de korte løbetider op til 14 dage. Samme tendens ses dog endnu ikke (se figur s. 12) på de længere pengemarkedsrenter, hvilket afspejler en fortsat mistillid bankerne imellem samt et stadig stort pres på bankernes likviditet, da den finansielle fødekæde fortsat er svækket. Der er dog lyspunkter. Fx er markedet for *Collateralized Debt Obligations (CDO)* så småt ved at komme i gang igen. CDO-markedet har de seneste år været det hastigst voksende segment i obligationsuniverset. Betegnelsen dækker over papirer i mange forskellige varianter og risikogrupper med sikkerhed i en pulje af gældspapirer i en eller anden form.

Covered bonds er en vigtig finansieringskilde for banker og realkreditinstitutter. Typisk er en covered bond-serie udstedt med sikkerhed i realkreditlån med løbetider fra 1–30 år eller lån med den offentlige sektor som debitor. At en covered bond på denne måde er »sikret« i tilfælde af, at den udstedende bank bliver insolvent, betyder, at investorerne er villige til at acceptere en relativt beskeden merrente på papiret i forhold til statsobligationer. Også her baner en svagt stigende tillid i banksystemet vejen for, at markedet for covered bonds er ved at genopstå. Covered bonds har typisk en AAA-rating.

Commercial Papers (CP) – kortfristede gældsbeviser,

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

De nye SIV- og ABCP-investeringsselskaber har således haft en gearret position, hvor investeringer i langfristede værdipapirer med kreditrisiko er finansieret med kort låntagning til variabel rente. Da finanskrisen blussede op, mistede investorerne tilliden til ABCP-papirerne og foretrak statspapirer. Det betød, at SIV og ABCP Conduits var tvunget til at udnytte deres lovede kredittilsagn hos bankerne, og det betød et voldsomt træk på bankernes likviditetsberedskab, hvilket har været med til at presse pengemarkedsrenterne højt op.

Mortgage Backed Securities (MBS) er et andet specielt papir, hvor lånet er bakket op af pengestrømmen fra fx subprimelån. MBS-papirer er blevet købt i stor stil af hedgefonde og andre, som er blevet fristet af den noget højere rente end statspapirer, men til gengæld er

3 mdr. ABCP-rente (USA)



Markedet for ABCP-papirer, en vigtig finansieringskilde, viser klar fremgang.

den underliggende risiko blevet undervurderet. Markedet for MBS ligger i vid udstrækning stadig underdrejet i USA, men ABCP er til gengæld i bedring (se fig. s. 13), selv om det stadig er problemfyldt. Således er det i flere tilfælde på det seneste ikke lykkedes fuldt ud at forny større mængder ABCP-papirer, som er udløbet.

Kreditobligationer begynder at se interessante ud

Kreditobligationer kan udstedes af virksomheder, banker og lande. Hvor høj renten er på papiret afhænger af, hvilken rating den bagvedliggende låntager er tildelt af de internationale kreditvurderingsinstitutter. Som udgangspunkt er der to hovedgrupper:

Investment Grade (rating AAA til BBB) – gruppen af de mest kreditværdige udstedere og dermed den laveste rente.

High Yield (rating lavere end BBB) – gruppen af mindst kreditværdige papirer med en væsentlig højere rente.

De senere års globale lavrentemiljø, den buldrende verdensøkonomi, høj indtjening i virksomhederne og investorerens afslappede holdning til risiko har medvirket til at snævre kreditobligationernes rentespænd i forhold til risikofrie statsobligationer i USA og Euroland ind til historisk lave niveauer. *Default raten* – dvs. den andel af de udstedende virksomheder, der går konkurs – har været helt usædvanligt lav, fordi virksomhederne har haft det rigtig godt. Merrenten på kreditobligationer har kompenseret investorerne for konkurserne, men ikke for den risikopræmie, som ligger ud over konkurser. Men så kom finansskri-

sen. Risikopræmien steg voldsomt på kreditobligationerne – renten steg, kursen faldt, og det gjorde ondt på mange investorer.

Både *Investment Grade*- og *High Yield*-obligationer begynder nu at se attraktive ud. Renten på kreditobligationer har nået et højere og mere »normaliseret« niveau, som kompenserer investorerne i et økonomisk miljø, som efter alt at dømme i de kommende måneder bliver præget af en vis afmatning, en strammere kreditpolitik i det finansielle system, flere konkurser og flere nedjusteringer af ratings.

En anden måde at måle stemningen i det finansielle system på er, at se på de såkaldte *Credit Default Swaps (CDS)* eller *iTraxx Crossover-indekset*, som udtrykker, hvad det egentlig koster for investor i kreditobligationer at forsikre sig mod misligholdte betalinger. Tendensen har på det seneste været, at det er blevet billigere, dvs. investorerne vurderer, at kreditrisikoen er faldende.

Analytiker: Mere tillid i systemet

»Efter at vi længe har ventet på en korrektion i kreditspændene, så begynder kreditobligationer nu at virke mere attraktive. Der er i dag mere solskin i horisonten, end vi har set længe. Der er generelt tegn på mere tillid i systemet, ABCP-markedet er ved at komme i gang så småt, og der er også tegn på opblødning af likviditet bankerne imellem. Stemningen er skiftet, og markedet synes ikke længere at vente på en dårlig nyhed, som det var tilfældet for få uger siden,« siger Rasmus Gutknecht, der er kreditstrateg i Danske Markets.

Midt i finanskrisen:

Aktier i Emerging Markets sætter rekord

Trods en finanskrise, der stadig kan få ubehagelige konsekvenser for verdensøkonomien, fortsætter aktiemarkederne i udviklingsøkonomierne ufortrødent med at sætte nye rekorder

- 1994. Mexico må for anden gang på 12 år opgive at betale af på udlandsgælden.
- 1997. Finanskrise udløst af fokus på især asiatiske økonomier og asiatiske virksomheders usunde tilstand.
- 1998. Ny finanskrise udløst af negativ fokus på Emerging Markets generelt – kulminerende med Ruslands devaluering.
- 1999. Brasilien devaluerer kraftigt.
- 2001. Argentina går bankerot.
- 2002. Ny krise i Brasilien
- 2007. Overvurderede aktiemarkeder, valutaer og boligmarkeder i dele af Central- og Østeuropa.

Sådan er nogle af overskrifterne for udviklingsøkonomierne, hvis vi skuer lidt tilbage i historien. Men verden ændrer sig, og det gør udviklingsøkonomierne naturligvis også. I dag har vi en global finanskrise, som kort fortalt er udløst af et overkøbt boligmarked i USA, verdens førende økonomi. Obligationsmarkederne er trods fremgang stadig delvist lammede, og der er frygt for, at verdensøkonomien sendes til tælling af den igangværende krise, som i bund og grund handler om, at investorerne har taget alt for lemfældigt på risiko de senere år og fremover må stramme sig an, hvis de gerne vil tjene penge.

Med baggrund i historien skulle det ligge lige til højrebænet at forudse nogle store kløer til aktiemarkederne i udviklingsøkonomierne, når investorerne begynder at justere deres investeringer i forhold til den underlig-



Mark Butler, Aberdeen Asset Management

gende risiko. Men i dette tilfælde må man smide de historiske erfaringer væk og rette blikket mod nutiden. Aktiemarkederne i Emerging Markets har for nylig nået det højeste niveau nogensinde, og der er ikke noget, der tyder på, at det er en spekulativ bobbel. Det er i hvert fald vurderingen hos Mark Butler, senior porteføljerådgiver hos Aberdeen Asset Management, der styrer bl.a. **Danske Invest Nye Markeder**.

»Vi taler om markeder af en helt anderledes kvalitet end for 10–12 år siden. Mange af de mest interessante lande i Emerging Markets er karakteriseret af stabile regeringer, sund finanspolitik, gæld under kontrol, solide overskud på betalingsbalancen osv. Og på virksomhedsniveau er der tale om selskaber, der i vid udstrækning har taget de vestlige forretningsmodeller og koncepter til sig og desuden agerer på et betydeligt bedre lovgivningsmæssigt grundlag. Overordnet set taler vi om markeder på et helt andet risikoniveau end for få år siden – og faktisk finder vi i dele af Asien selskaber af en kvalitet, der overgår vestlige selskaber,« siger Mark Butler.

Hvornår er toppen nået?

Ser man på de seneste fem år, så har afkastet på de eksotiske aktiemarkeder været imponerende. Således er indekset MSCI Emerging Markets steget over 320 pct. siden 2002 (i USD). Selv om risikoniveauet i mange tilfælde nærmer sig Vestens niveau, så bør det vel umiddelbart få alarmklokkerne til at ringe. Hvornår er festen i Emerging Markets slut?

»Det vil jeg ikke spå om. Jeg kan blot sige, at selv om der er længere mellem de attraktive aktier nu end for fem år siden, så er der stadig masser af muligheder for at finde selskaber i alle dele af Emerging Markets med et stort potentiale,« siger Mark Butler, der under-

streger, at AAM's kriterier for aktieudvælgelse er de samme som i 2002, hvor opturen startede.

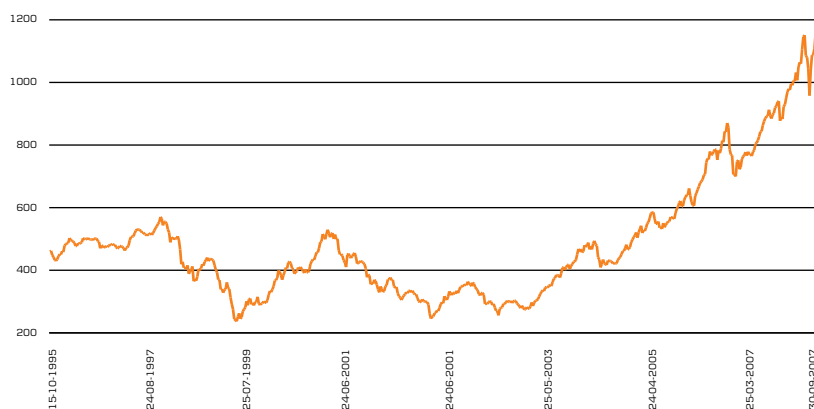
»Vi går ikke på kompromis med kravene til kvalitet, pris og potentiale. Ganske vist er prisforskellen i forhold til aktierne i Vesten indsnævret betragteligt, men der er stadig masser af potentiale. Det, der adskiller Emerging Markets fra de udviklede markeder, er nemlig væksten, som er langt højere. Se blot på alle de produkter i din dagligdag, som er produceret i disse regioner. Og denne outsourcing fra den udviklede verden vil jo fortsætte frem-

Udelukker ikke korrektion

Nuvel, det skorter ikke på gode argumenter for langsigtede investeringer. Men finanskrisen er ikke overstået endnu, og det kan ikke udelukkes, at uroen blusser op igen. Hvordan vil Emerging Markets så kunne forventes at reagere?

»Svært at sige, da det i høj grad også kommer an på uroens omfang. Jeg vil ikke blive overrasket, hvis vi ser en periode med et vist pres på Emerging Markets, men der er ikke fundamentalt belæg for, at det bliver en længerevarende nedtur,« siger Mark Butler.

Aktierne i Emerging Markets er steget 320 pct. siden 2002 (i USD)



over. Men væksten kommer ikke bare udefra. Landene er blevet langt mere selvkørende i takt med, at den indenlandske økonomi fylder mere og mere. Og det er en udvikling, der vil fortsætte de næste mange år i takt med udviklingen af en købestærk middelklasse,« siger Mark Butler, og påpeger, at investeringerne derfor i særlig grad bør rettes mod selskaber, der har relationer til det stærkt stigende privatforbrug samt finanssektoren, der vil opleve en massiv vækst i takt med den øgede efterspørgsel efter banklån, realkreditlån, kredittkort osv.

Han understreger, at investeringsfilosofien i AAM ikke er regionsbaseret, men udelukkende går efter at finde attraktive aktier uanset geografisk placering – dog naturligvis under behørigt hensyn til en vis spredning af risikomæssige årsager.

Derfor vil han heller ikke fremhæve nogle regioner frem for andre, selv om visse regioner – især Øst- og Central-europa – i flere tilfælde er præget af dårlig økonomi, boligbobler og aktiemarkeder, der prismæssigt ser lovligt anstrengte ud.

Ny låntype fra Realkredit Danmark

er et godt alternativ til de fastforrentede lån

RD har netop lanceret et nyt realkreditlån, hvor den pålydende rente aldrig kan stige – kun falde. Der er i princippet tale om et lån, som automatisk konverteres ned hvert halve år, hvis renten er faldet – uden omkostninger og kurstab for låntageren.

Realkredit Danmark har netop lanceret RenteDyk™ – et lån, hvor renten er variabel, men kun kan bevæge sig nedad.

Lånets pålydende rente fastsættes ud fra en referencerente, der beregnes to gange om året – d. 1. april og den 1. oktober. Referencerenten beregnes ud fra en 10-årig swaprente for lån i DKK. Referencerenten beregnes som et gennemsnit over en periode på fem bankdage, der slutter den fjerdesidste bankdag i hhv. marts og september.

Oveni denne rente lægges et tillæg på 120 bp (1,2 procentpoint), som aktuelt bringer kuponrenten på RenteDyk™ i DKK op på 6,07 pct. Er der tale om et lån i EUR er kuponrenten på 5,71 pct., hvilket dels afspejler et lavere rentetillæg på 100 bp samt, at swaprenten i EUR er lidt lavere end i DKK.

Som et fastforrentet lån med automatisk nedkonvertering

Selv om renten på lånet er variabel, idet den kan ændre sig ved de halvårslige rentenedsættelser, så kan man reelt sammenligne det med et fastforrentet konverterbart obligationslån, hvor låntager i et tænkt eksempel altid konverterer ned i april og/eller oktober, hvis renten er faldet. Renten på RenteDyk™ kan jo som før nævnt ikke stige, men er kun variabel nedad.

Men RenteDyk™ adskiller sig fra et traditionelt fastforrentet lån og evt. nedkonverteringer på et vigtigt punkt. På det fastforrentede lån kræves der typisk rentefald på 1–2 procentpoint for, at låntageren udnytter konverteringsretten. Og det hænger sammen med, at

låntager ofte realiserer et kurstab på det nye lån og altid skal afholde konverteringsomkostninger, der for et lån på en mio. kroner typisk løber op i omkring 6.000 kr.

Selv små rentefald udnyttes

Ved RenteDyk™ slipper låntager både for kurstab og konverteringsomkostninger. Og der er heller ikke noget krav om, at rentefaldet skal være af en vis størrelse. Selv mindre rentefald får låntagere i RenteDyk™ dermed glæde af, da renten automatisk nedsættes.

Prisen for denne automatik er rentetillægget på de 120 bp. I tabellerne på side 17 kan du se, hvad lånet koster i månedlig ydelse i sammenligning med andre låntyper. Det mest relevante lån at sammenligne med er det fastforrentede lån – i dette tilfælde 6 pct. 2038, som er det 30-årige fastforrentede lån, der for øjeblikket ligger tættest på kurs 100. For et lån på en mio. kr. er RenteDyk™ både med og uden afdrag omkring 150 kr. dyrere om måneden efter skat.

Det er naturligvis op til den enkelte låntager at vurdere, om det er en pris, der er værd at betale. For et relativt beskedent beløb får man som låntager maksimal sikkerhed, og hvis renten falder, så er man uden omkostninger og kurstab sikret automatisk nedkonvertering – og det vil ske ved selv de mindste rentefald.

Hvorvidt RenteDyk™ bliver billigere end et fastforrentet lån, og hvornår dette i givet fald sker, afhænger af, om referencerenten falder, hvornår den falder og hvor meget den falder. Jo kortere tid der går, før referencerenten falder, og jo større faldet er, desto kortere tid går der, før kunden opnår en besparelse i forhold til et fastforrentet lån.

Lad os som eksempel antage, at referencerenten – og dermed den pålydende rente – på RenteDyk™ falder med 0,5 procentpoint efter 1 år. Rentefaldet betyder, at ydelsen efter skat på RenteDyk™ nu et år efter optagelsen af lånet er lavere end på et fastforrentet lån. Men

Så meget koster det at låne 1 mio. kr. (med afdrag)

1.års ydelse (pr. måned)*	RenteDyk™	6 pct. 2038	FlexGaranti® 6'38	FlexLån® F1
Før skat	6.809	6.587	5.925	5.798
Efter skat	4.916	4.761	4.406	4.344
Afdrag	1.074	1.055	1.322	1.393

* Antagelser: Skattesats 33%. 12 terminers betaling, forskelligt bidrag på FlexGaranti® og RenteDyk™ relativt til 6'38 og FlexLån® F1. RenteDyk™ har kurs 97,5 i beregningerne. FlexLån® F1 har første fixing 1. jan. 2009. På FlexGaranti® er kuponrenten uændret første år.

Så meget koster det at låne 1 mio. kr. (uden afdrag)

1.års ydelse (pr. måned)*	RenteDyk™	6 pct. 2038	FlexGaranti® 6'38	FlexLån® F1
Før skat	5.823	5.594	4.668	4.424
Efter skat	3.902	3.748	3.128	2.964

* Antagelser: Samme antagelser som i tabellen med afdrag. Dog er RenteDyk™ afdragsfri regnet på kurs 96,75.

da låntager i perioden inden rentefaldet fandt sted har betalt en højere ydelse på RenteDyk™ end på et fastforrentet lån, vil det samlet tage godt to år, før denne initiale merydelse er blevet opvejet af den nu lavere ydelse på RenteDyk™. Falder renten omvendt først efter to eller tre år, vil den initiale merydelse først være opvejet af den nye lavere ydelse på RenteDyk™ efter 4½ år hhv. 6½ år.

Særlig oplagt for små lån

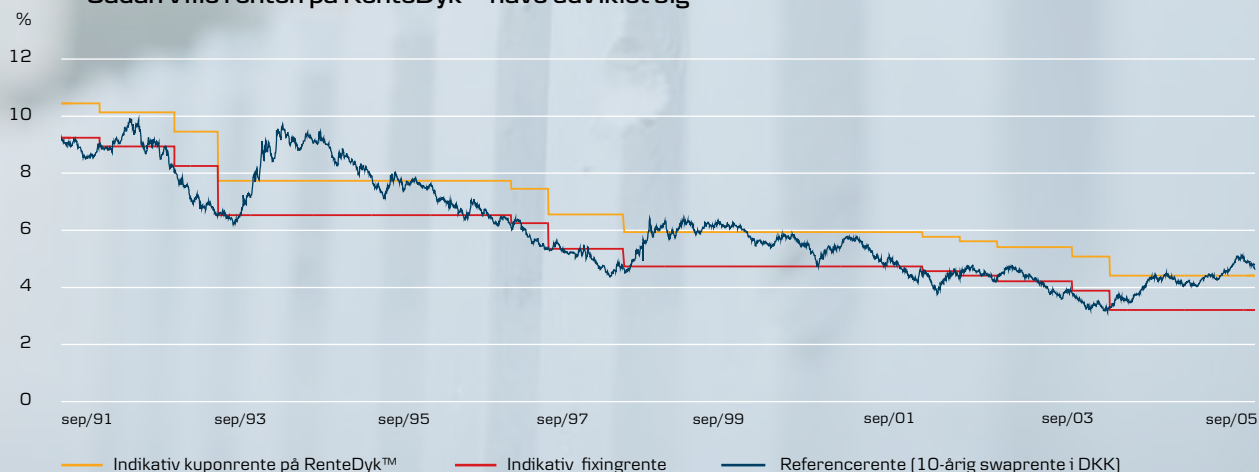
For relativt små beløb kan man argumentere for, at RenteDyk™ generelt er særlig oplagt, da konverterings-

omkostninger vejer relativt tungt for små lån.

Aktuelt kan lånet også være interessant for eksisterende låntagere i fx 30-årige 4 pct.-lån, der med rentestigningerne i år har oplevet et betydeligt kursfald, og dermed ved en lånomlægning kan skære en god bid af restgælden.

Det kan også være en mulighed for låntagere i FlexLån®, som med udsigt til fortsatte renteforhøjelser i EU, når finanskrisen er overstået, kan vælge at udnytte den aktuelt flade rentekurve til at opnå mere sikkerhed på deres lån ved en omlægning af en del eller hele lånet til RenteDyk™.

Sådan ville renten på RenteDyk™ have udviklet sig





Nye bankregler med fokus på beskyttelse af investorerne

Fra november 2007 gælder nye regler for danske pengeinstitutter og børsrådgivere i forbindelse med investeringsrådgivning

Det er EU's såkaldte MiFID-direktiv, der udstikker de nye krav til investeringsrådgivning, som pengeinstitutter og børsrådgivere i alle EU-lande skal følge fra 1. november 2007. De nye regler skal sikre en mere ensartet beskyttelse af private investorer over hele EU, når der handles med værdipapirer samt valuta- og derivatproduk-

ter. Det er samtidig håbet, at fælles spilleregler for værdipapirhandel i EU vil sikre en øget gennemsigtighed, skærpe konkurrencen og dermed være til gavn for investorerne.

I skrivende stund tyder meget på, at ikke alle medlemslande har implementeret EU-reglerne fuldt ud som en integreret del af den lokale lovgivning, når klokken falder i slag til november. Men Danmark forventes at være klar. Herunder Danske Bank, der i adskillige måneder har haft over 400 medarbejdere involveret i projektet, som lø-

ber op i 150 mio. kr. Over 10.000 medarbejdere med kundekontakt, hvis fremtidige arbejde er påvirket af de nye regler, har været på kurser i forskelligt omfang.

Rådgivningsprocessen dokumenteres
Men hvad er det så egentlig, det hele går ud på? Kort fortalt handler det om, at der stilles nye krav til bankens rådgivningsproces. Fremover skal bankerne i højere grad end tidligere kunne dokumentere, hvordan rådgivningsprocessen er forløbet. Og det omfatter

blandt andet, at kunden har forstået, hvad der investeres i – herunder også risikoen ved investeringen. Som udgangspunkt er der reelt ikke noget nyt i det, idet bankerne med »God Skik«-princippet i forvejen tilstræber at sikre dig som kunde den bedste rådgivning, og at du kun investerer i produkter, du har forstået fuldt ud. Men fremover bliver kravene mere formelle og præcise. Og med de nye procedurer og den skærpede dokumentation vil man i højere grad kunne sikre, at rådgivere og kunder ikke misforstår hinanden undervejs i rådgivningsprocessen.

Investeringsprofilen er fundamentet for rådgivningen

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**.

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 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 afkast 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.

Handelsområdet

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.

Det skal i øvrigt tilføjes, at du sagtens kan handle uden for det handelsområde, du er blevet tildelt som udgangspunkt i forbindelse med det brev, du har modtaget om MiFID-reglerne. Men ønsker du at gøre dette, vil banken gøre opmærksom på, at du afviger fra det handelsområde, som skønnes hensigtsmæssigt, og du opfordres til at søge yderligere information eller rådgivning i banken først.

Rådgiveren vil stille flere spørgsmål

Når du taler med en rådgiver efter, at de nye regler er trådt i kraft, vil du nok opleve, at rådgiveren stiller flere spørgsmål end normalt – også selv om han har kendt dig og din investeringsprofil over en længere periode. Rådgiveren er ganske enkelt efter de nye regler pålagt strengere krav om at sikre en løbende opdatering af din investeringsprofil for på bedst mulig vis at kunne give dig anbefalinger, der passer til dine ønsker og behov.

Du kan dog spare tid ved forud for et møde med rådgiveren *selv at opdatere din investeringsprofil i Netbanken* – herunder fx din *finansielle situation*,

hvis den har ændret sig afgørende eller *erfaring og kendskab*, der sammen med *investeringsformål* danner udgangspunktet for dit aktuelle handelsområde.

Ønsker du blot at købe eller sælge et konkret værdipapir uden bankens rådgivning, vil du ikke opleve de store ændringer. Du kan enten selv handle gennem Netbanken eller få handlen ekspederet i en afdeling.

Hvad betyder de nye regler for dig?

Du opnår en god beskyttelse med de nye regler i og med, at hele rådgivningsprocessen er blevet mere formaliseret og struktureret, og det vil i højere grad sikre, at der ikke opstår misforståelser mellem dig og din rådgiver. Samtidig vil risikoen mindskes for, at du kommer til at handle med produkter, som du endnu ikke har den tilstrækkelige forståelse for. Skulle der alligevel opstå problemer, vil den tætte, løbende dokumentation af rådgivningsprocessen kunne afdække, hvori problemet består.

Banken vælger automatisk den bedste handelsform

Som følge af det nye regelsæt vil rådgiveren altid som udgangspunkt lade banken vælge den handelsform, der ifølge bankens politik for udførelse af ordrer sigter mod at give dig det bedst mulige resultat på handelstidspunktet (best execution). Hvis du ønsker en bestemt handelsform, så er det din afgørelse.

Handelsformerne ser således ud:

- *Banken vælger* [sker automatisk, medmindre du gør opmærksom på, at du ønsker en bestemt handelsform]
- *Handel på et reguleret marked, hvor banken er medlem*
- *Strakshandel*
- *Gennemsnitskurshandel* [kun for aktier]
- *Handel via udenlandsk mægler*



Opnå merafkast på en aktieposition via optionsstrategi

Læs her om en strategi du med fordel kan anvende i forbindelse med en aktie, du forventer stabil til svagt stigende

Hvis man har en forventning om stabile til svagt stigende aktiekurser frem mod årsskiftet – så kan man med fordel overveje en strategi kaldet *Solgt Covered Strangle* på sunde, attraktive enkeltaktier.

Strategien er baseret på, at man udover at eje den underliggende aktie sælger en call-option med aftalekurs over aktiens spotkurs, og samtidig sælger en put-option med aftalekurs under spotkursen.

I det valgte eksempel tages der udgangspunkt i, at man *ikke* ejer aktien i forvejen.

Eksempel:

1. Man køber 3.000 stk. StatoilHydro-aktier til den aktuelle spotkurs NOK 186.
2. Man sælger en put-option, som forpligter til at købe yderligere 3.000 StatoilHydro-aktier til NOK 180 (put-optionens aftalekurs), hvis aktiekursen falder dertil. For denne forpligtelse modtager man en præmie på NOK 6,60 pr. aktie.
3. Man sælger samtidig en call-option, hvorigennem man forpligter sig til, at sælge 3.000 StatoilHydro-aktier til NOK 200 (call-optionens aftalekurs), hvis aktiekursen stiger dertil. For denne forpligtelse modtager man en præmie på NOK 5,20 pr. aktie.

4. Man har således modtaget en samlet præmie på:

$6,60 \text{ NOK} + 5,20 \text{ NOK} = \text{NOK } 11,80$
før omkostninger for at sælge call- og put-optionen.

Det svarer til $17.986 \text{ DKK} + 14.112 \text{ DKK} = \text{DKK } 32.098$ efter omkostninger.

Kort fortalt kan man sige, at i de tilfælde, hvor StatoilHydro ligger i kursintervallet mellem NOK 170 – 210 når regnestykket gøres op ved udløb i december, så vil man have opnået en gevinst ved at vælge *Solgt Covered Strangle* (der hvor den gule linie er over den grønne linie i grafen) frem for blot at have købt StatoilHydro-aktien alene.

Det modsatte gør sig gældende, hvis StatoilHydro kommer uden for det nævnte interval – dvs. falder til under kurs NOK 170 eller stiger til over kurs 210 NOK (der hvor den gule linie ligger under den grønne linie i grafen).

Risikoen ved *Solgt Covered Strangle*-strategien i sin helhed er altså, at man forpligter sig til, *via den solgte put-option*, at købe yderligere 3.000 aktier på kurs 180, uanset hvor meget StatoilHydro-aktien end måtte falde. Desuden er man forpligtet til at sælge på kurs 200, uanset hvor meget StatoilHydro end måtte stige. Dette betyder,

at den maksimale gevinst opnås ved kurs NOK 210, mens risikoen er, at StatoilHydro falder til kurs NOK 0, hvorfor strategien bør anvendes ved en moderat positiv forventning til en given aktie.

Ønsker man et større spillerum i sin strategi end i det anførte eksempel, fx et kursinterval mellem NOK 160 – 210, vil dette alt andet lige medføre en lavere præmie. Baggrunden er naturligvis, at jo længere put-optionens aftalekurs ligger under aktiens spotkurs – og jo længere call-optionens aftalekurs ligger over – desto mindre er sandsynligheden for, at aktiekursen rent faktisk når den ene eller anden aftalekurs i optionernes løbetid, og derfor modtager man som optionssælger en mindre præmie.

Omvendt forholder det sig, hvis man ønsker mindre spillerum – dvs optionernes aftalekuser ligger tættere på aktiens spotkurs, så modtager man en større præmie, da sandsynligheden øges for, at aktiekursen kommer uden for intervallet.

Ønsker man kun at indgå *den ene forpligtelse* – altså kun sælge call- eller put-optionen – er det også muligt, da disse kan indgås uafhængigt af hinanden. Man behøver desuden ikke at beholde forpligtelserne til udløbstidspunktet, da disse kan købes tilbage i

Skatteregler

Sælges der en put-option samtidig med, at der sælges en call-option på *de samme underliggende aktier* – en »Covered Strangle« – anses der skattemæssigt for at være indgået to »modsatrettede kontrakter«.

Det betyder bl.a. at

- gevinst og tab på kontrakterne opgøres uden hensyn til de underliggende aktier.
- gevinst og tab på kontrakterne opgøres efter lagerprincippet, hvor såvel realiserede som urealiserede gevinster beskattes. De modtagne præmier indgår i denne opgørelse.
- der skal betales skat, selv om der ikke er konstateret gevinst.
- gevinst og tab på de underliggende aktier opgøres med udgangspunkt i den faktiske børskurs på handelstidspunktet.

Personlige investorer er skattepligtige af gevinster på såvel de solgte put-optioner som de solgte call-optioner, mens tab normalt kun kan modregnes i andre gevinster på finansielle kontrakter samt i gevinst på visse strukturerede obligationer. Tab kan dog fratrækkes i det omfang, tabet ikke overstiger tidligere års beskattede gevinster på finansielle kontrakter m.v.

Selskaber er ligeledes skattepligtige af gevinster på såvel de solgte put-optioner som de solgte call-optioner. Tab på solgte put-optioner kan fratrækkes, mens tab på solgte call-optioner kun kan modregnes i andre gevinster på aktiebaserede finansielle kontrakter efter særlige regler.

Indgås der kun den ene type kontrakt, f.eks. der sælges kun en put-option, så beskattes kontrakten ikke efter lagerprincippet, men som udgangspunkt efter reglerne for aktier. Den skattemæssige behandling af sådanne kontrakter er beskrevet i forrige nummer af bladet *Investering*.

Solgt put-option i StatoilHydro		Solgt call-option i StatoilHydro	
Den underliggende aktie	StatoilHydro	Den underliggende aktie	StatoilHydro
Udløbstidspunkt	20. dec 2007	Udløbstidspunkt	20. dec 2007
Aftalekursen	180,00	Aftalekursen	200,00
Spotkursen	186,00	Spotkursen	186,00
Præmie pr. kontrakt	6,60	Præmie pr. kontrakt	5,20
Kontraktstørrelsen	100	Kontraktstørrelsen	100
Underliggende værdi i DKK	500.000	Underliggende værdi i DKK	500.000
Antal kontrakter	30	Antal kontrakter	30
Handles i NOK, der ligger i kurs	0,9555	Handles i NOK, der ligger i kurs	0,9555
Samlet præmie inkl. omk. i DKK	17.986	Samlet præmie inkl. omk. i DKK	14.112
Reel købskurs ekskl. omk.	173,40	Reel salgskurs ekskl. omk.	205,20
Reel købskurs inkl. omk.	173,84	Reel salgskurs inkl. omk.	204,78
Difference til spotkursen inkl. omk.	6,54%	Difference til spotkursen inkl. omk.	10,10%

markedet. Prisen herfor vil primært afhænge af restløbetiden på optionerne, spotkursen på StatoilHydro samt volatiliteten.

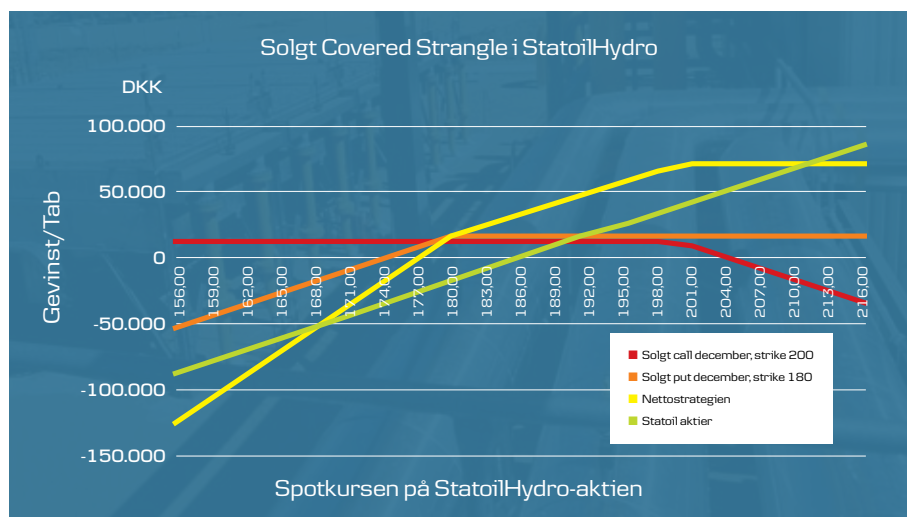
Man skal dog være opmærksom på, at der er skattemæssig forskel på, om man indgår hele strategien eller kun den ene af forpligtelserne (se skatteboksen).

En *Solgt Covered Strangle* kan i skrivende stund anbefales som en relevant strategi i det aktuelle økonomiske miljø, hvor Danske Banks aktieholdning netop går på et stabilt til svagt stigende aktiemarked frem til årsskiftet.

Meget kan dog ændre sig fra redaktionens slutning, og indtil du læser disse linjer. Hvis princippet i strategien taler dig, skal du derfor henvende dig til din investeringsrådgiver for at høre, om strategien aktuelt hænger sammen.

Generelt

Handel med optioner kræver en aftale med banken, så er du interesseret, skal du henvende dig til din investeringsrådgiver, der samtidig kan oplyse om de skattemæssige konsekvenser samt de praktiske forhold ved optionshandel.



Elektas skæreri gennem

Svenske Elekta er et internationalt medtech-selskab blandt verdens ledende inden for laserbaserede strålebehandlingssystemer samt udvikling og produktion af kirurgiske og diagnostiske værktøjer til laserkirurgi.

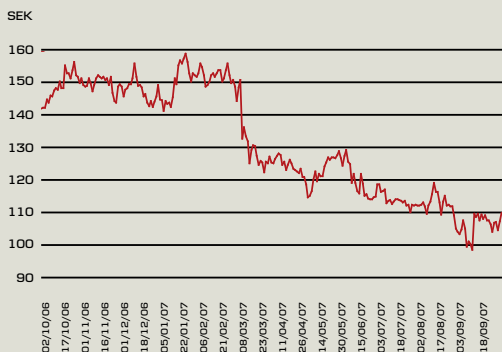
I slutningen af september præsenterede selskabet et meget skuffende regnskab for finansårets første kvartal med en indtjening før skat og renter (EBIT), som var betydeligt ringere end både Danske Markets Equities (DME) og markedet havde forventet.

Men alligevel valgte ledelsen at fastholde de tidligere udstedte retningslinjer om det forventede mål for halvårsregnskabet, som ligger noget højere end sidste års. Også selskabets mål for året som helhed med en EBIT-vækst på 30 pct. og en salgsvækst på 10 pct. i lokale valutaer blev fastholdt.

Dette implicerer nødvendigvis en stærk vækst i finansårets andet kvartal – en forventning, der ikke er grebet ud af den blå luft, men understøttes af en særdeles stærk ordrebog, der fortæller om en fremgang på 20 pct. i forhold til samme periode i fjor.

Udover selskabets egne kvaliteter og vækstmuligheder ses Elekta også som en overtagelseskandidat, når kreditmarkederne normaliseres og den stærke trend i M&A- og Private Equity-aktiviteter genoptages. I den forbindelse har såvel kapitalfonde som industrielle spillere været nævnt blandt interesserede parter – senest har Philips været nævnt som en mulig køber.

Aktien har været i modvind det seneste år trods en realiseret vækst i indtjeningen pr. aktie (EPS) på 16 pct. DME har forventninger om en indtjeningsvækst på 25-30 pct. årligt i de kommende tre år, og anser aktien for kraftigt undervurderet med target i 135.



Verdens største kobberproducent står stærkt

Freeport McMoRan, som er den største børsnoterede kobberproducent på verdensplan, driver forretninger via de tre datterselskaber PT Freeport Indonesia, Phelps Dodge og Atlantic Copper.

PT Freeport Indonesias største aktiv er Grasberg-minen, der blev opdaget i 1988, og som indeholder verdens største kobber- og guldreserver. Phelps Dodge, der blev opkøbt i 2007, fremstiller kobber og molybdæn via miner og produktionsfaciliteter i Nordamerika, Sydamerika og Europa. Atlantic Copper driver et kobbersmelteri og et raffinaderi i Spanien.

Freeport McMoRan annoncerede den 12. september et salg af kabelforretningen under Phelps Dodge til General Cable Corporation for USD 735 mio. Nettoprovenuet fra dette salg, som ventes at lande på USD 620 mio. efter skatter og transaktionsomkostninger, skal anvendes til nedbringelse af lån. Goldman Sachs finder salget positivt, idet Freeport McMoRan dermed øger fokus på kerneforretningen.

Markedet for kobber har på det seneste været præget af forstyrrelser i udbuddet, hvilket har ført til en erodering af de i forvejen lave lagerbeholdninger og sendt prisen op på omkring USD 3,60 per pund. Goldman Sachs vurderer dog, at der er mulighed for yderligere prisstigninger.

Goldman Sachs, hvis anbefaling lyder på Køb med et kursmål på USD 130 per aktie, tilføjede den 10. august selskabet på Conviction Buy List – listen over særligt attraktive aktier.

Investeringsbanken regner med, at Freeport McMoRan vil påbegynde returneringen af penge til aktionærerne i løbet af de kommende fem til otte måneder.

De primære risici består i en makroøkonomisk nedgang i henholdsvis Brasilien, Rusland, Indien, Kina og USA med et lavere metalforbrug og lavere priser til følge.



Statoil er blevet til StatoilHydro

Statoil er Nordens største olie- og gasselskab og en betydelig spiller inden for gas og olieproduktion. Statoil købte i foråret Norsk Hydros olie- og gasaktiviteter, og Statoil har pr. 1. oktober skiftet navn til StatoilHydro. Norsk Hydro fortsætter som aluminiumproducent.

StatoilHydro fastholdt i juli forventningerne til årets produktion og fortsatte vækst på trods af en faldende produktion på den norske sokkel, som dog opvejes af en voksende international udvinding. Statoil har nu den højeste produktionsvækst blandt de europæiske oliegi-ganter, men handles alligevel til en rabat, som dog langsomt indsnævres. Desuden betyder den internationale udvidelse, at selskabet rammes mindre af en høj norsk selskabsskat.

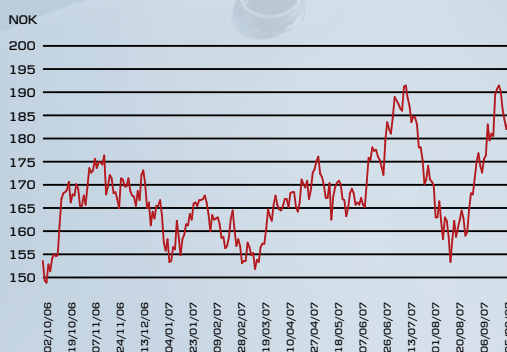
Selskabet er uafhængigt af OPEC og er gunstigt placeret mellem USA, Europa og Rusland, der nu er toneangivende i branchen. En kurstrigger for aktien er, at russiske Gazprom muligvis tildeler StatoilHydro en operatørlicens på Shtokman-feltet, der er verdens største naturgasprojekt.

Risiciene ved aktien er, at omkostningerne til udforskning af nye udvindingsmuligheder er steget kraftigt på det seneste, samt at de ventede synergieffekter af Hydro-fusionen ikke rea-

liseres. Selskabet er desuden dollarfølsomt, og hvis verdens-økonomien svækkes betragteligt, rammer det også olieprisen og dermed StatoilHydro.

StatoilHydros kursudvikling er i høj grad korreleret med olieprisen, som Goldman Sachs forventer vil forblive høj resten af året og slutte omkring 85 USD pr. tønde - mens gennemsnitsprisen i 2008 ventes på 80 USD og 90 USD i 2009.

Danske Market Equities har aktien på Hold, men GS har Køb og target i 223.



Xstrata køber op igen

Xstrata er en globalt diversificeret minekoncern, hvis forretning dækker syv internationale råvaremarkeder inden for kobber, koks, varmekul, krom, nikkel, vandium og zink. Koncernen beskæftiger omkring 43.000 ansatte og har drift i 18 lande.

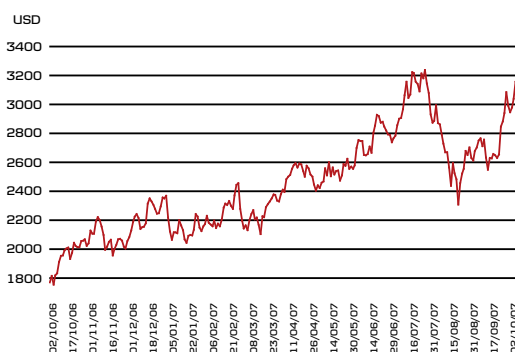
Xstrata Coal annoncerede den 17. september opkøbet af Anvil Hill-kulprojektet i Australien. Samtidig annoncerede selskabet, at det havde budt på australske Austral Coal Limited, hvis bestyrelse enstemmigt anbefalede at godkende budet.

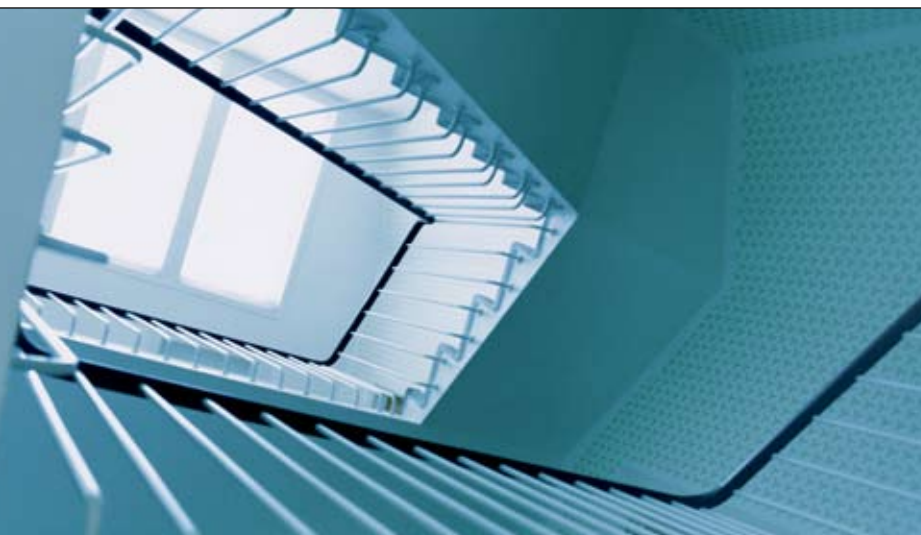
Koncernen har en imponerende historie inden for værdiskabende opkøb. De to opkøb indikerer, at Xstrata handler i overensstemmelse med koncernens hidtidige aggressive vækststrategi om at købe aktiver med højt vækstpotentiale. De to mineprojekter, som producerer henholdsvis varmekul og koks, medfører forøgede indtjeningsmuligheder, da de fleste producenter af disse råvarer vil få svært ved at imødekomme den stigende efterspørgsel i Asien og Indien.

Ydermere forventes det, at metalpriserne vil stige stabilt indtil slutningen af 2008, hvilket også vil have positiv indflydelse på Xstratas indtjening.

Hovedrisikoen forbundet med Xstrata-aktien er efterspørgslen afhængighed af den globale økonomiske vækst samt kernemarkedet Kina. En sløv økonomisk vækst på globalt plan og i Kina kan medføre lavere indtjening og cash-flow for Xstrata. Politiske og driftsmæssige risici er ligeledes vigtige faktorer i mineindustrien generelt og for Xstrata.

Goldman Sachs' anbefaling lyder på Køb med et kursmål på GBP 3840 per aktie.





Så meget nedslag i prisen får boligkøberne

Boligfesten er slut, men der er stor usikkerhed om, hvor slemme tømmermændene bliver. Tal fra Danmarks Statistik og Realkreditrådet tyder foreløbig på, at det bliver en blød landing. Skal dette umiddelbare indtryk holde stik, forudsætter det naturligvis, at den aktuelle finanskrisen ikke ender med en global recession eller noget, der ligner. I modsat fald kunne situationen blive meget værre.

Men som udgangspunkt antager vi, at finansverdenen stabiliseres, og verdensøkonomien klarer skærene. Det er stadig ikke let at forudsige, hvordan boligpriserne arter sig, men man kan få et mere nuanceret billede ved at supplere statistikken over de handlede priser med tal, der viser, hvor meget boligkøberne får i nedslag.

Figuren viser, at for landet som helhed har prisnedslagets størrelse for villaer og rækkehuse været nogenlunde inden for det samme interval i perioden sep. 2006-juni 2007, mens de seneste to måneder har budt på et lidt større nedslag. Det gennemsnitlige prisnedslag lå i august på 7,1 pct. af den udbudte handelspris.

Ser man på den andel af bolighandlerne, der ender med et prisnedslag, er der en klar stigning det seneste års tid fra godt 16 pct. til nu 25 pct.

København er mest presset

Den regionsmæssige udvikling giver et mere forskelligartet billede. Her skiller København sig ud som det mest pressede område, idet andelen af nedslagshandler allerede for et år siden var på 31 pct. og nu ligger på 41 pct. – og nedslagets størrelse er steget fra 6 pct. til 7,7 pct. Også målt i kroner og øre er nedslaget klart størst i København, da priserne her jo er væsentligt højere end i resten af landet.

For Sjælland er andelen af handler, der ender med nedslag, på 34 pct., mens nedslagets størrelse er 7,2 pct. Begge tal har udvist en jævnt stigende tendens over året.

Også i Jylland/Fyn er nedslagets størrelse på 7,2 pct. Derimod er andelen, der får nedslag, noget anderledes på godt 16 pct. Dette afspejler, at store dele af Jylland og Fyn er karakteriseret af områder med en boligprisudvikling, der har været mere stabil over de seneste 10–15 år, og derfor ikke oplever et nævneværdigt nedadgående prispres nu. I Jylland/Fyn er de pressede områder omkring de større byer, især Århus, Ålborg og Odense.

De overordnede tendenser for ejerlejligheder er de samme. København er hårdest presset, og det



gennemsnitlige prisnedslag er her helt oppe på 8,5 pct. Også her er billedet tilsvarende i de øvrige største byer.

Det tager længere tid at sælge

Andre interessante tal er i øvrigt, hvor mange boliger, der er til salg – og hvor mange, der er til salg mere end fire måneder. På landsplan er tendensen tydelig: Der er knap 70 pct. flere villaer/rækkehuse til salg end for et år siden,

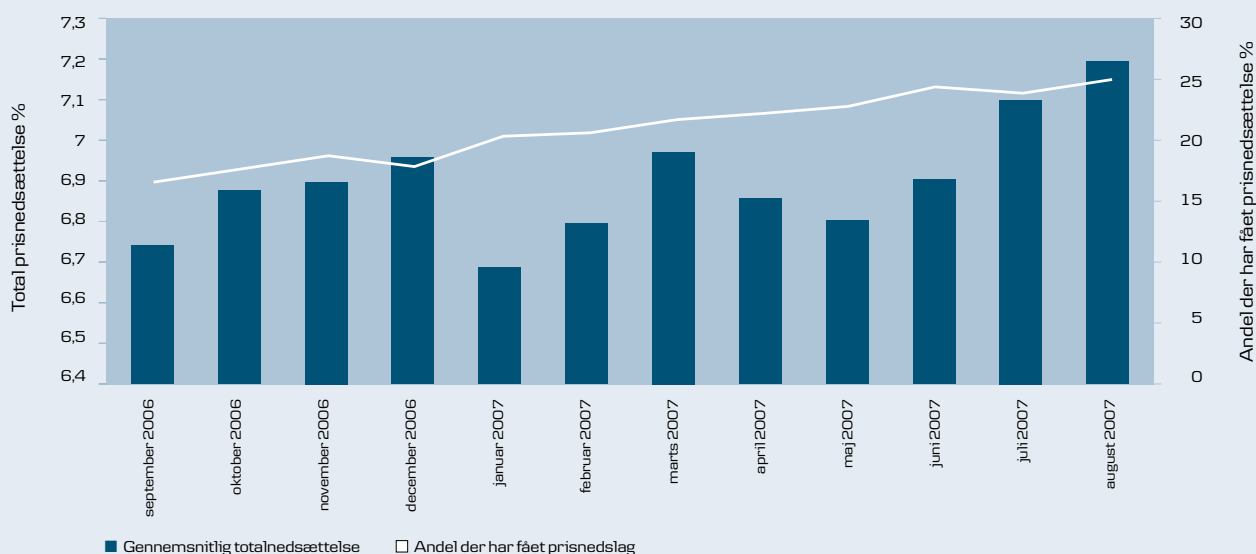
og 32 pct. flere har forgæves bejlet til køberne i mere end fire måneder.

I øvrigt er det værd at nævne, at de tal vi her har gennemgået, ikke tager højde for, at sælgerne kan vælge at skifte mægler undervejs i frustration over ikke at få solgt og derefter udbyde til en lavere pris. Statistikkerne viser heller ikke noget om hvorvidt de udbudte priser, som prisnedslaget måles ud fra, er blevet sat ned undervejs,

før salget finder sted.

Konklusionen er imidlertid ikke til at tage fejl af. For et par år siden var vi i et »sælgers marked«, hvor budrunder var populære blandt sælgerne for at presse citronen, men i dag er situationen den modsatte med et »købers marked«. En stadig stigende del af bolighandlerne i København, dele af Sjælland samt de større byer i Jylland og Fyn ender med prisnedslag i omegnen af 7-8 pct.

Gennemsnitlig total prisnedsættelse samt andel der har fået prisnedsættelse



Skattepakken 2007

Regeringen har den 2. oktober 2007 fremsat lovforslag om lavere skat på arbejde. Lovforslaget har til formål at øge arbejdsudbuddet, men kan også påvirke skatten af investeringer.

Nedenfor omtales hovedpunkterne i forslaget, som er:

- Forhøjelse af beskæftigelsesfradraget.
- Forhøjelse af personfradraget.
- Ændring af grænsen for mellemskat.
- Arbejdsmarkedsbidrag og særlig pensionsbidrag (SP-bidrag).

Forhøjelse af beskæftigelsesfradraget

Beskæftigelsesfradraget udgør nu 2,50 pct. af arbejdsindkomsten, dog max. 7.500 kr. Ifølge skatteaftalen forhøjes beskæftigelsesfradraget for 2008 til 4,00 pct., dog max. 12.300 kr. I 2009 sker der en yderligere forhøjelse til 4,25 pct., dog max. 13.100 kr.

Beskæftigelsesfradraget er et ligningsmæssigt fradrag og har i en gennemsnitskommune en skatteværdi på 33,3 pct. inkl. kirkeskat. Forhøjelsen af beskæftigelsesfradraget får kun betydning for marginals-katten, når den samlede arbejdsindkomst er under maksimeringen.

Det maksimale beskæftigelsesfradrag opnås i 2009 ved en arbejdsindkomst på 308.235 kr. og derved. (I 2008 307.500 kr.) Beskæftigelsesfradraget beregnes af arbejdsindkomsten efter fradrag for pensionsopsparing – det gælder både arbejdsgiveradministrerede og private pensionsordninger. Pensionsopsparing betyder derfor tabt beskæftigelsesfradrag og dermed lavere fradragsværdi for personer med en arbejdsindkomst under maksimeringen.

En beregning af skatteværdi af beskæftigelsesfradraget og

Eksempel 1: Skatteværdi af beskæftigelsesfradrag i 2009

En enlig person har i 2009 en arbejdsindkomst på 300.000 kr. Efter arbejdsmarkedsbidrag udgør den personlige indkomst 276.000 kr. og der skal derfor ikke betales mellem- og topskat.

Beskæftigelsesfradraget er et ligningsmæssigt fradrag og det har en skatteværdi på 33,3 pct. i en gennemsnitskommune.

Ved en indkomst på 300.000 kr. udgør beskæftigelsesfradraget 4,25 pct. af 300.000 kr. = 12.750 kr.

Skatten nedsættes med 33,3 pct. af 12.750 kr. = 4.246 kr. – svarende til 1,42 pct. af arbejdsindkomsten.

betydningen for marginals-katten fremgår af eksempel 1.

Forhøjelse af personfradraget

Personfradraget forhøjes ifølge aftalen med 500 kr. ekstra om året i både 2008 og 2009.

Personfradraget i 2008 udgør herefter 41.000 kr. efter den almindelige årlige regulering. For 2009 udgør personfradraget 41.500 kr. før den almindelige årlige regulering.

Ændring af grænsen for mellemskat

Grænsen for mellemskat ændres, så den fra og med 2009 svarer til grænsen for topskat, dvs. 335.800 kr. For enlige vil den marginale indkomstskat blive ændret med hele 21 pct. ved overskridelse af bundfradraget. Se skemaet vedrørende bundfradrag og marginals-kat.

Umiddelbart ligner det en forenkling med en fælles grænse for top- og mellemskat. Det fastholdes imidlertid, at et

»

Bundfradrag og marginals-kat ekskl. arbejdsmarkedsbidrag

Statsskat	Samlet skat inkl. kommuneskat, sundhedsbidrag og kirkeskat (33,3 pct. i en gennemsnitskommune)	Bundfradrag		
		2007	2008	2009*
Bundskat 5,48 pct.	Ca. 39 pct.	39.500 kr.	41.000 kr.	41.500 kr.
Mellemskat 6 pct.	Ca. 45 pct.	272.600 kr.	279.800 kr.	335.800 kr.
Topskat 15 pct.	Ca. 60 pct.	327.200 kr.	335.800 kr.	335.800 kr.

* 2009 tallene er angivet i 2008-niveau, dvs. før den årlige regulering



Eksempel 2: Marginalskatten af kapitalindkomst og pensionsopsparing for ægtefæller

Eksempel 2a:

Et ægtepar har i 2009 følgende indkomstforhold:

Ægtefælle 1:

Personlig indkomst 300.000 kr.

Kapitalindkomst -50.000 kr.

Ægtefælle 2:

Personlig indkomst 400.000 kr.

Kapitalindkomst 200.000 kr.

Marginalskat på kapitalindkomst	Ca. 60 pct.	Marginalskat på kapitalindkomst	Ca. 60 pct.
Marginalskat af kapitalpensionsopsparing	Ca. 45 pct.	Marginalskat af kapitalpensionsopsparing	Ca. 45 pct.
Marginalskat af ratepensionsopsparing	Ca. 45 pct.	Marginalskat af ratepensionsopsparing	Ca. 60 pct.

Mellemskat

Ægtefællernes personlige indkomst med tillæg af pos. nettokapitalindkomst	850.000 kr.
2 bundfradrag for mellemskatten (2x335.800 kr.)	671.600 kr.
Beregningsgrundlag mellemskat	178.400 kr.

Topskat

Ægtefælle 2's personlige indkomst	400.000 kr.
Ægtefællernes positive nettokapitalindkomst	150.000 kr.
1 bundfradrag for topskatten	-335.800 kr.
Beregningsgrundlag for topskat	214.200 kr.

Eksempel 2b:

Et ægtepar har i 2009 følgende indkomstforhold:

Ægtefælle 1:

Personlig indkomst 400.000 kr.

Kapitalindkomst -50.000 kr.

Ægtefælle 2:

Personlig indkomst 200.000 kr.

Kapitalindkomst 200.000 kr.

Marginalskat på kapitalindkomst	Ca. 60 pct.	Marginalskat på kapitalindkomst	Ca. 60 pct.
Marginalskat af kapitalpensionsopsparing	Ca. 45 pct.	Marginalskat af kapitalpensionsopsparing	Ca. 45 pct.
Marginalskat af ratepensionsopsparing	Ca. 60 pct.	Marginalskat af ratepensionsopsparing	Ca. 45 pct.

Mellemskat

Ægtefællernes personlige indkomst med tillæg af pos. nettokapitalindkomst	750.000 kr.
2 bundfradrag for mellemskatten (2x335.800 kr.)	671.600 kr.
Beregningsgrundlag mellemskat	78.400 kr.

Topskat

Ægtefælle 2's personlige indkomst	400.000 kr.
Ægtefællernes positive nettokapitalindkomst	150.000 kr.
1 bundfradrag for topskatten	-335.800 kr.
Beregningsgrundlag for topskat	214.200 kr.



» uudnyttet bundfradrag i mellemskatten som hidtil kan overføres mellem ægtefæller. Et uudnyttet bundfradrag for topskatten kan derimod ikke overføres mellem ægtefæller. Der er derfor fortsat behov for at opretholde to særskilte beregninger.

For ægtefæller, der samlet set har positiv kapitalindkomst gælder som hidtil, at kapitalindkomsten beskattes hos den ægtefælle, der har den højeste personlige indkomst. Se eksempel 2.

Skatteprocenterne ændres ikke med skatteaftalen. Det betyder, at marginals-katten er uændret for personer med høje indkomster.

Enlige med en samlet indkomst mellem den nuværende mellem- og topskattegrænse vil dog fra og med 2009 få en betydeligt lavere marginals-kat, idet denne gruppe ikke skal betale mellemskat. Pensionsindbetalinger får derfor en lavere fradragsværdi.

Med hensyn til indbetalinger på kapitalpensionsordninger for denne gruppe skal man være særligt opmærksom på, at fradragsværdien med de nye regler sænkes fra ca. 45 pct. til 39 pct., mens afgiften på 40 pct. ved udbetaling af kapitalpensionsordning er uændret. Hvis beskæftigelsesfradrag

get nedsættes på grund af pensionsindbetalinger vil fradragsværdien typisk være 1,42 pct. lavere.

Arbejdsmarkedsbidrag og særligt pensionsbidrag (SP-bidrag)

Arbejdsmarkedsbidraget er ifølge skatteaftalen stadig 8 pct. uden bundfradrag.

Bidraget skifter status til en egentlig indkomstskat. Det betyder, at bidraget kun skal beregnes af arbejdsindkomst, der kan beskattes i Danmark. Som noget nyt bliver der mulighed for, at bidraget kan lempes for international dobbeltbeskatning.

Særligt pensionsbidrag på 1 pct. har været suspenderet siden 2004. Suspensionen opretholdes i 2008. Der er endnu ikke taget stilling til om særligt pensionsbidrag igen skal opkræves fra 2009.

Sammenfatning

Lovforslaget er ikke vedtaget af Folketinget endnu.

Vi forventer dog ikke de store ændringer inden vedtagelsen, da der udelukkende er tale om forslag, som indgår i regeringens aftale med Dansk Folkeparti.



Kapitalpensionen lever i bedste velgående

Skattepakken betyder, at det for flere hundrede tusinde mennesker kan blive lidt mindre attraktivt at spare op i kapitalpension fra og med 2009, men kapitalpensionen er på ingen måde død.

Hører man til i gruppen, der betaler topskat i dag – og også regner med at gøre det som pensionist – sker der ikke nogen ændring efter de nye skatteregler. Kapitalpensionen er attraktiv – og man bør overveje at udnytte muligheden for at indbetale 43.100 kr. årligt (2007) på ordningen.

Derimod ser kapitalpension umiddelbart mindre attraktiv ud for de personer, der betaler mellemskat i dag – dvs. indkomster mellem 272.600 og 327.200 kr. efter arbejdsmarkedsbidrag. For disse personer falder fradragsværdien fra ca. 45% til ca. 39%. Og så siger det sig selv, at fordelene begrænses, når der skal betales 40% i afgift ved udbetalingen af kapitalpensionen.

Betaler man kun bundskat i dag, vil en ekstra pensionsindbetaling medføre en aftrapning af beskæftigelsesfradraget. Og i dette tilfælde falder fradragsværdien helt ned til 37,6%.

Så spørgsmålet er naturligvis, om det ikke længere kan betale sig at spare op i kapitalpension for disse indkomstgrupper.

Svaret er dog ikke så enkelt, at det kun skal tage udgangspunkt i den skattemæssige forskel på ind- og udbetalinger. Kapitalpensionen har i forhold til frie midler nemlig en lempelig beskatning på kun 15 pct. årligt af afkastet i opsparingsperioden. I frie

midler beskattes afkast forskelligt – afhængigt af om der er tale om aktier eller obligationer. Aktieafkast beskattes mellem 28% og 45%, mens kapitalindkomst beskattes mellem 33% og 60%.

Selv med den laveste beskatning på aktier på 28% er kapitalpensionen dog typisk bedre end frie midler, hvis man har en tidshorisont på mere end 5 år.

Kapitalpensionen har også den fordel, at udbetaling fra ordningen ikke giver modregning i folkepensionens tillæg. I modsætning til pensioner med løbende udbetalinger, der kan medføre modregning i offentlige ydelser som fx folkepensionens tillæg.

Kapitalpensionen er derfor som udgangspunkt stadig attraktiv for personer, der betaler mellemskat i dag.

Af andre fordele ved kapitalpensionen kan i øvrigt nævnes, at kapitalpensionen altid kan omlægges til en ratepension inden efterlønsalderen, mens det modsatte ikke er tilfældet. En kapitalpension er således det rigtige valg, hvis du ønsker mulighed for at få en større engangssum udbetalt, når du går på pension.

Få regnet på dine egne tal

Vi har i denne gennemgang set bort fra efterlønnen. Ønsker man at gå på efterløn, er der særlige modregningsregler – som også vil kunne ændre billedet af, om kapitalpensionen er attraktiv. Her bliver det blandt andet afgørende, hvor mange år man planlægger at være på efterløn. Derfor er det altid vigtigt med individuel rådgivning for at finde ud af, hvad der bedst kan betale sig i den konkrete situation.

Fakta om kapitalpensionen

En kapitalpension kan udbetales på én gang eller i bidder over fx et par år. Den kan oprettes af alle, der har en personlig indkomst og endnu ikke har nået efterlønsalderen.

I 2007 kan der indbetales op til 43.100 kroner og indbetalingerne trækkes fra i den personlige indkomst ved beregning af bund- og mellemskat, men ikke ved beregning af topskat.

Når opsparingen udbetales, skal der betales en afgift til staten på 40% af det udbetalte beløb.



Wall Street-folk lærer ingenting og glemmer alt.
Benjamin Graham, opfinderer af Value Investing

Nobelprisvinder:

Biobrændsel forværrer global opvarmning

Forskeren Paul J. Crutzen blev verdenskendt, da han i 1995 sammen med to kolleger modtog Nobelprisen i kemi for bl.a. sin belysning af mekanismerne bag det voksende hul i ozonlaget. For nylig har han igen bragt sig i søgelyset ved at angribe det energialternativ til de fossile brændstoffer, som mange landes regeringer i første omgang har sat deres lid til i kampen mod global opvarmning – nemlig biobrændsel.

Paul J. Crutzen er en del af et britisk forskerhold, som netop har offentliggjort undersøgelser, der viser, at afbrænding af biobrændsel og ikke mindst dyrkningen af afgrøderne til produktion af biobrændsel sandsynligvis vil øge snarere end sænke udledningen af drivhusgasser.

Crutzen og hans kolleger har således beregnet, at ved at dyrke nogle af de afgrøder, der er mest anvendt til biobrændsel indebærer udledning af dobbelt så meget lattergas som tidligere antaget. Mikrober formår således at nedbryde omkring 3–5 pct. af kvælstoffet i den gødning, der bliver påført markerne – betydeligt mere end de anerkendte to pct., der bl.a. har været anvendt af FN's klimapanel. Og det er et problem, da lattergas er en drivhusgas omkring 300 gange stærkere end CO₂. Forskerholdet har på baggrund af resultaterne beregnet, at hvis USA i 2022 har nået sit mål om en syvdobling af deres

majs-baserede ethanol-produktion, vil udledningen af drivhusgasser fra transportsektoren stige seks procent.

Ifølge forskerne er det kun produktionen af bioethanol ud fra sukkerrør (som i Brasilien), der indebærer en miljømæssig fordel. Her er udledningen af drivhusgasser mellem 50 og 90 procent af en benzinmotor – mod kornbaseret bioethanol, hvor tallet er 90 til 150 pct. Mens rapsbaseret biodiesel, der dækker 80 pct. af Europas produktion af biobrændsel udleder mellem 0 og 70 pct. mere drivhusgas end traditionel diesel.

Er man investor i alternativ energi, er det vigtigt at holde sig denne udvikling for øje. I forvejen er den stærke globale fokus på biobrændsel udsat for stærk kritik som følge af den voldsomme stigning, det har medført i kornpriserne og skadevirkningen på biodiversiteten. OECD er blandt kritikerne og har i en nylig rapport peget på disse problemer og andre med biobrændsel. OECD anbefaler de respektive regeringer, at man nedtoner fokus på biobrændsel, indtil man har et mere klart billede af konsekvenserne.

Det kan ikke udelukkes, at biobrændsel ganske enkelt bliver upopulært og i betydeligt omfang fravalgt som energikilde, i hvert fald indtil 2. generation af konversionsprocessen er klar, og det kan skabe øget fokus på andre alternativer som fx solenergi og vindenergi.



Solenergien konkurrencedygtig i 2014

Der investeres heftigt i solenergien i disse år. Aktuelt er omsætningen omkring 13 mia. dollars årligt, men udviklingen peger på en tredobling inden for de næste tre år. Ifølge USA Today venter branchens aktører, at prisen på

installation af solpaneler vil halveres i samme periode. I 2014 vil solenergi, uden statslig støtte, kunne levere elektricitet til priser, der kan konkurrere med de traditionelle kraftværkers, lyder vurderingen fra Deutsche Bank.



Verdens næstrigeste mand, Warren Buffet, der måske er bedre kendt som verdens rigeste investor efter over 40 års konsekvent fokus på Value Investing, har to regler for investering:

Regel nr. 1: Tab ikke penge.

Regel nr. 2: Glem aldrig regel nr. 1

IMF advarer om mere turbulens og svagere vækst

Verden må forberede sig på en langtrukken periode med turbulens i den finansielle sektor med vidtrækkende konsekvenser for den globale vækst. Det er hovedbudskabet i en ny rapport netop udsendt af den internationale valutafond, IMF.

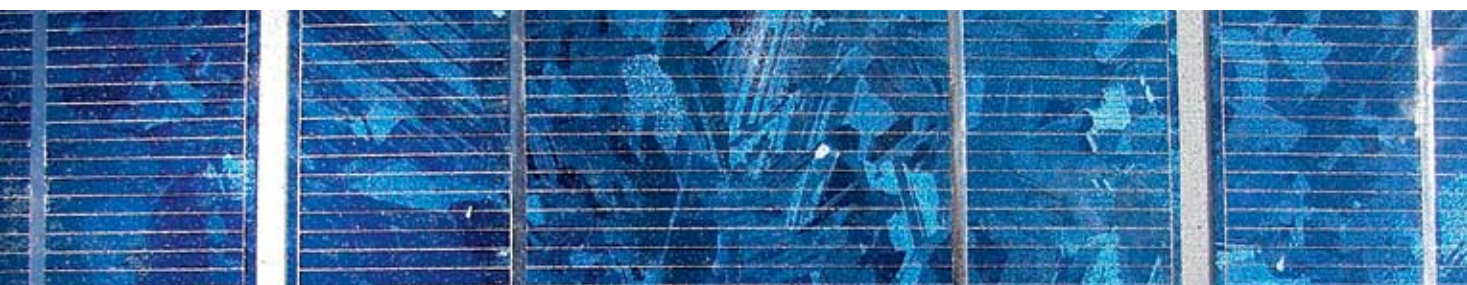
I rapporten siger IMF, at sammenbruddet i det amerikanske subprime-marked og andre former for risikabel kredit, som har skabt de massive likviditetsproblemer, viser nødvendigheden af vidtrækkende ændringer i måden, hvorpå de finansielle markeder fungerer i dag.

Samtidig advarer organisationen om, at risiciene for en afmatning i den globale, økonomiske vækst er øget signifikant. Selv hvis disse risici fortøner sig, vil implikationerne af turbulensen på de finansielle markeder have betydelige og vidtrækkende konsekvenser.

»De potentielle konsekvenser af denne episode bør ikke undervurderes og sandsynligheden taler for, at tilpasningsfasen bliver langtrukken. Kreditbetingelserne normaliseres muligvis ikke på kort sigt, og nogle af de fremgangsmåder, som har ud-

viklet sig i de strukturerede kreditmarkeder, må ændres«, lyder det i rapporten.

IMF efterlyser reformer, der skal give større gennemsigtighed, bedre risikoovervågning, bedre kreditvurderinger, definition af et bredere risikospektrum for bankerne samt overvejelser om, hvordan man bedst muligt håndterer prissætningen af komplekse produkter, som ikke handles særlig meget og er særligt følsomme over for situationer med likviditetsmangel.



Nanoteknologiske batterier

Nanoteknologiske forskere på Rensselaer Polytechnic Institute i USA har netop præsenteret et »barberbladsagtigt« materiale kaldet *nanoblades*. Nanoblades er ekstremt tynde med et meget stort overfladeareal, hvilket gør dem ideelle til lagring af energi samt brændselscelle-teknologi, fremgår det af artiklen i septemberudgaven af *Journal of Nanoscience and Nanotechnology*.

Lagring af energi er et problem for de alternative energikilder. Vindmøllefabrikanter og solcelleproducenter sukker efter den dag, hvor man har opfundet den lagringskapacitet, der kan gemme energien fra vind og sol til dage med vindstille og gråvej. Når det sker, får vindenergi og solenergi pludselig en ny dimension.

Nanoblades er et lovende skridt i den retning, men

kommerciel udnyttelse er næppe lige om hjørnet. Inden for solenergi er en anden løsning lige ved hånden. I nogle af USA's sydvestlige ørkener, Australien og andre solrige områder er etableret solare termiske kraftanlæg, hvor mange spejle over et stort område opfanger og koncentrerer solenergien mod vandfyldte rør – og den højtryksdamp, der opstår, driver strømproducerende turbiner. David Mills, manden bag et sådant projekt (Ausra) i USA, påpeger, at problemet med lagring af energi kan løses med sådanne anlæg, da det er langt lettere at gemme varme end strøm.

Han estimerer, at solare termiske kraftværk ville kunne dække mere end 90 pct. af USA's elektricitetsbehov til priser konkurrencedygtige med kul og naturgas.

Genetiske guldårer

En opdagelse i genforskningen kan revolutionere diagnosticering og behandling af sygdomme inden for få år

Da det humane genom kunne erklæres for 100 pct. kortlagt i 2003, var der i pharmaindustrien store forventninger om, at dette i løbet af få år ville revolutionere branchen. Det er ikke sket endnu. En del af forklaringen er, at det humane genom har vist sig mere komplekst end først antaget. Desuden er det en kendsgerning, at store videnskabelige fremskridt ofte kommer i bølger. Når en enkelt stor opdagelse har set dagens lys, kan det få kaskadevirkninger i meget stor stil på en lang række områder.

En sådan opdagelse sås faktisk i genetikkens verden allerede tilbage i 90'erne, da nogle forskeres forsøg gennemhulde et centralt dogme i molekylærbiologien. Det dogme som siger, at den enkelte celledes genetiske information afkodes i form af dobbeltstrengt DNA til enkeltstrengt messenger-RNA – cellens budbringer af genetisk information – der processeres og translateres til protein i cellens cytoplasma. Men forskerne Fire og Mello, som modtog Nobelprisen i medicin/fysiologi i 2006 for deres opdagelse, fandt ud af, at RNA spiller en langt større rolle end tidligere antaget.

Forsøget viste nemlig, at RNA faktisk kan nedregulere eller helt slukke geners udtryk. *RNA-interferens* var tidligere observeret i planter, men dette var den første iagttagelse af det samme fænomen i dyreverdenen.

Siden har udviklingen af langt bedre teknologiske hjælpemidler kombineret med kortlægningen af det humane genom især i de

senere år gjort det muligt at undersøge emnet langt dybere, og RNA-interferens (RNAi) er konstateret i mange andre forsøg med både dyr og mennesker. I laboratorier verden over anvendes RNAi allerede i dag som en standardmetode til studier af geners funktion.

Vejen til individuel medicin

RNAi kaster nemlig helt nyt lys på det humane genom og udviklingen af genetiske sygdomme. Det er således meget muligt, at genetiske sygdomme kan skyldes geners fejlregulering som følge af fejl i RNAi-maskineriet eller, at RNAi-processer kan have en supplerende rolle i sygdomsudvikling.

Forsøg har allerede vist, at nedsatte niveauer af visse dobbeltstrengede RNA-molekyler (miRNA) observeres hos patienter, der udvikler visse sygdomme, bl.a. kronisk lymfatisk leukæmi.

Det foreløbige estimat i forskerverdenen forudsiger, at 30 pct. af vores gener reguleres af miRNA-molekyler via cellens RNAi-apparat.

Masser af undersøgelser har påvist, at dobbeltstrengt RNA-sekvens specifikt kan slukke for gener og dermed forhindre produktion af sygdomsfremkaldende proteiner, som det ikke er muligt at ramme med konventionelle behandlingsstrategier.

Mere end 30 farmaceutiske og bioteknologiske selskaber er allerede i fuld gang med udviklingen af terapeutiske præparater baseret på RNAi-teknologien. RNAi anvendes i en lang række prækliniske og kliniske forsøg til behandling af bl.a. infektionssygdomme, kræft, neurodegenerative sygdomme, okulære lidelser og allergi.

En dybere forståelse af RNA har meget store perspektiver for den molekylærmedicinske verden og lægemiddelindustrien. Et dybere kendskab til RNA-interferens vil kunne bane vejen for medicin, der kan skræddersyes til det enkelte sygdomsgen og det enkelte individ. Og branchens eksperter spår, at individuel medicin baseret på genetisk information er mulig allerede om ganske få år. Opdagelsen af RNA's betydning er med andre ord opdagelsen af en genetisk guldåre, og investorerne bør holde et vågent øje med hvilke selskaber inden for bioteknologi og pharmaindustrien generelt, der er med i front inden for området.

Modelporteføljer for obligationer

OPDATERET 03/10/2007

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.	
20 927090 RD 2.0 01/01/2008	3,44%	3,16%	0,25	0,25	4,05%	4,39%	10 975478 NYK 4.0 01/01/2009	4,50%	1,21	1,24	4,49%	4,41%	
50 927104 RD 2.0 01/01/2009	3,36%	3,07%	1,23	1,21	3,07%	2,98%	10 926825 RD 4.0 01/01/2012	4,60%	3,87	3,90	4,47%	4,66%	
10 927112 RD 2.0 01/01/2010	3,40%	3,11%	2,19	2,12	3,12%	2,98%	20 927848 4.55 Cibor6 2010	6,16%	10,93	3,61	5,75%	5,98%	
10 927120 RD 2.0 01/01/2011	3,32%	3,03%	3,13	2,97	3,09%	3,13%	40 927465 4.78 RD CF6 2038	-	-	0,23	4,52%	4,92%	
10 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	3,02%	2,56%	6,51	5,58	2,23%	2,75%	20 927376 RD FRN C6 10/01/2038	-	-	4,35	4,99%	5,68%	
100	5]	3,34%	3,04%	1,80	1,68	3,20%	3,26%	100			2,19	4,85%	5,21%

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	3,40%	3,11%	2,19	2,12	3,12%	2,98%	10 975478 NYK 4.0 01/01/2009	4,50%	1,21	1,24	4,49%	4,41%
35 927120 RD 2.0 01/01/2011	3,32%	3,03%	3,13	2,97	3,09%	3,13%	10 926825 RD 4.0 01/01/2012	4,60%	3,87	3,90	4,47%	4,66%
25 927406 RD 3.0 A 10/01/2018	3,07%	2,62%	4,47	4,08	2,44%	2,77%	15 927317 RD 4.0 Aio 10/01/2038	5,41%	11,11	9,03	4,27%	5,23%
25 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	3,02%	2,56%	6,51	5,58	2,23%	2,75%	10 927295 RD 5.0 Aio 10/01/2038	5,65%	10,98	7,79	4,96%	5,69%
							20 927848 4.55 Cibor6 2010	6,16%	10,93	3,61	5,75%	5,98%
							10 927465 4.27 Nyk CF5io 2016	-	-	0,23	4,52%	4,92%
							10 976113 4.78 RD CF6 2038	-	-	3,40	4,90%	5,52%
							15 927384 RD FRN C6io 10/01/2038	-	-	4,66	5,05%	5,77%
100	3,20%	2,83%	4,14	3,75	2,72%	2,93%	100			4,31	4,89%	5,36%

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	3,32%	3,03%	3,13	2,97	3,09%	3,13%	10 975478 NYK 4.0 01/01/2009	4,50%	1,21	1,24	4,49%	4,41%
15 927406 RD 3.0 A 10/01/2018	3,07%	2,62%	4,47	4,08	2,44%	2,77%	15 926825 RD 4.0 01/01/2012	4,60%	3,87	3,90	4,47%	4,66%
35 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	3,02%	2,56%	6,51	5,58	2,23%	2,75%	35 927317 RD 4.0 Aio 10/01/2038	5,41%	11,11	9,03	4,27%	5,23%
25 927430 RD 4.0 A 10/01/2038	2,98%	2,37%	11,27	8,18	1,71%	2,55%	10 927295 RD 5.0 Aio 10/01/2038	5,65%	10,98	7,79	4,96%	5,69%
							10 927848 4.55 Cibor6 2010	6,16%	10,93	3,61	5,75%	5,98%
							20 927384 4.78 RD CF6 2038	-	-	4,66	5,05%	5,77%
100	3,10%	2,65%	6,47	5,30	2,36%	2,80%	100			5,76	4,71%	5,29%

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.

Kreditkrisen trækker spor i europæisk økonomi

Den globale kredit- og likviditetskrise fortsætter, og den sætter nu spor i den europæiske erhvervstillid, der er dykket kraftigt den seneste tid. Alligevel ser BNP-væksten ud til i efteråret at stabilisere sig omkring eller lidt over trend (vækstniveauet ved hvilken ledigheden er konstant). Det tyder på, at europæisk økonomi går en blød landing i møde. ECB har indikeret, at hvis usikkerheden fra krisen aftager, 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 det fortsat 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.

Udsigt til lavere vækst i Central- og Østeuropa i kølvandet på kreditkrisen

Den økonomiske vækst er fortsat høj i de fleste central- og østeuropæiske lande, men der er nu tegn på, at væksten er ved at bremse op. I de fleste lande er der udsigt til en blød landing, men i de mest overophedede økonomier i regionen er der en ikke ubetydelig risiko for, at vi kommer til at se en hård landing og måske også betydelig finansiel uro. Risikoen for en hård landing er størst i Baltikum, Bulgarien og Rumænien, hvor ubalancerne i økonomierne er blevet ekstremt store.

Nedturen på det amerikanske boligmarked fortsætter

De seneste data har tydeligt vist, at boligmarkedet i USA fortsætter opbremsningen. Efter kortvarige tegn på stabilisering i 1. kvartal fik nedturen igen fat i løbet af 1. halvår og henover sommeren. Nedturen blev formentlig forstærket af de højere renter, strammere kreditvilkår og de øvrige problemer forårsaget af subprime-uroen. Der tegner sig derfor et mere dunkelt vækstbillede, hvor boligmarkedet fortsætter med at lægge en pæn dæmper på aktiviteten igennem hele næste år. Det betyder blandt andet, at der også er risiko for, at Fed bliver nødsaget til at hjælpe økonomien med flere rentenedsættelser. Udsigterne for industrien og forbruget er dog fortsat pæne. Vi står dermed ikke over for en hård nedtur, men nærmere en forlænget vækstpause.

Asien

Asien bliver af flere og flere udpeget som »safe haven« for den aktuelle finansielle uro. Den stigende samhandel mellem de asiatiske lande gør dem mindre følsomme over for en eventuel nedtur i USA. Samtidigt har de fleste asiatiske lande overskud på betalingsbalancen og store valutareserver. Uroen på de finansielle markeder ser derfor ikke ud til at være indledningen til en ny »Asien-krise«.

Sektor/selskab	Land	Anbefaling	Kurs 01.10.07	Kursændring i pct. Seneste md	År til dato
Energi					
Acergy	NO	Reducér	161,8	5,0	34,8
BW Offshore	NO	Køb	25,0	6,8	-4,6
Fred Olsen Energy	NO	Reducér	282,0	4,8	-3,4
PROSAFE	NO	Køb	95,0	8,0	7,3
Seadrill	NO	Akkumulér	121,5	12,0	15,4
Subsea 7	NO	Hold	152,5	9,9	32,6
DNO	NO	Hold	11,5	10,4	-0,2
Neste Oil	FI	Køb	25,9	1,9	12,3
Statoil	NO	Hold	182,0	8,3	10,1
Materialer					
Kemikalier					
Auriga Industries	DK	Hold	109,5	-13,1	-30,9
Exel	FI	Hold	637,0	-1,2	31,1
Novozymes	DK	Akkumulér	637,0	-1,2	31,1
Emballage					
Huhtamäki	FI	Køb	10,7	-3,8	-27,8
Metaller & Minedrift					
Outotec	FI	Køb	49,2	17,0	117,0
Indstri					
Fly & forsvar					
SAAB	SE	Køb	151,5	-11,7	-29,0
Byggeprodukter					
Assa Abloy	SE	Akkumulér	134,8	-5,6	-9,6
Dantherm	DK	Hold	187,5	-0,5	79,4
Flugger	DK	Hold	665,0	-2,1	-8,9
H+H International	DK	Køb	2340,0	-8,6	27,2
Rockwool International	DK	Hold	1656,0	-13,2	89,5
Uponor	FI	Hold	20,8	-26,2	-26,8
Anlæg og Maskinteknik					
FLSmidth & Co	DK	Køb	573,0	11,1	59,6
Højgaard Holding	DK	Akkumulér	231,0	-1,7	5,7
Lemminkäinen	FI	Akkumulér	50,1	-1,8	38,6
Monberg & Thorsen	DK	Akkumulér	519,0	-12,0	7,0
Per Aarsleff	DK	Akkumulér	785,0	9,0	55,4
SRV	FI	Køb	8,1	-0,2	na
YIT	FI	Køb	19,9	-10,0	-4,9
Elektrisk udstyr					
NKT Holding	DK	Køb	591,0	2,2	18,3
Schouw & Co	DK	Akkumulér	498,0	-3,7	38,1
Vestas Wind Systems	DK	Køb	412,5	11,5	73,3
Maskinindustri					
Alfa Laval	SE	Køb	430,0	3,7	39,2
Atlas Copco	SE	Hold	104,0	-4,6	11,2
Cardo	SE	Hold	219,5	-10,8	-15,6
Haldex	SE	Reducér	148,0	-7,5	-9,5
Kone	FI	Køb	52,0	8,6	21,9
Metso	FI	Køb	48,8	3,9	27,1
Munters	SE	Hold	110,0	-5,9	-7,9
Nibe	SE	Hold	161,0	-31,7	-41,1
Sandvik	SE	Køb	161,0	0,5	45,4
Scania	SE	Reducér	139,0	1,6	42,5
SKF	SE	Akkumulér	43,8	-1,1	17,0
Trelleborg	SE	Køb	168,0	-7,2	-6,1
Volvo	SE	Hold	124,8	-4,8	25,1
Wärtsilä	FI	Køb	124,8	7,3	20,0
Handel og distribution					
Brdr A & O Johansen	DK	Reducér	1400,0	-2,1	-15,7
DLH	DK	Hold	96,5	-10,6	-9,0
Ramirent	FI	Hold	15,6	-10,7	38,9
Solar	DK	Køb	638,0	-8,9	-10,1
Sanistaal	DK	Hold	914,0	1,2	6,3
Erhvervsservice & -produkter					
Securitas	SE	Hold	84,5	-7,1	-20,5
Cramo	FI	Køb	25,2	-11,6	33,5
Securitas Systems	SE	Akkumulér	23,6	-2,5	-14,8
Luftfart					
Finnair	FI	Akkumulér	11,7	-9,3	-6,0
Shipping					
A. P. Møller - Maersk	DK	Hold	73500,0	2,8	38,2
Brostrom	SE	Køb	68,2	-3,2	-9,0
DFDS	DK	Hold	784,0	-0,4	15,3
Mols-Linien	DK	Hold	797,0	18,1	67,1
Torm	DK	Akkumulér	219,8	-7,1	18,8
Transport					
DSV	DK	Akkumulér	124,5	0,0	20,6
Forbrugsvarer					
Reserve dele					
Nokian Tyres	FI	Køb	27,7	7,3	78,4
Varige forbrugsvarer					
BoConcept	DK	Køb	559,0	-2,8	49,1
Ekornes	NO	Køb	111,5	-5,5	-22,0
Electrolux	SE	Reducér	135,0	-12,6	17,6
Fritidsudstyr					
Amer Sports	FI	Hold	16,3	-2,2	-2,7
Tekstiler & Beklædning					
IC Companies	DK	Køb	358,0	9,0	-5,8
Hoteller, Restauranter & Underholdning					
PARKEN Sport & Entertainment	DK	Hold	1418,0	-6,7	11,7
Medier					
Alma Media	FI	Akkumulér	11,9	10,3	28,6
Stormagasiner					
Stockmann	FI	Køb	32,6	0,2	-10,5

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 01.10.07	Kursændring i pct. Seneste md	År til dato
Næring & Nydelse					
Supermarkeder					
Kesko	FI	Køb	46,8	8,8	16,9
Drikkevarer					
Carlsberg	DK	Akkumulér	720,0	-2,2	28,3
Harboe	DK	Hold	152,0	-1,3	-33,9
Royal Unibrew	DK	Reducér	655,0	2,7	-11,5
Fødevarer					
Atria	FI	Køb	22,3	-2,8	21,9
Cermaq	NO	Reducér	100,5	0,5	10,4
Danisco	DK	Hold	400,5	-0,4	-16,3
EAC	DK	Reducér	399,0	8,3	26,3
Marine Harvest	NO	Hold	6,9	0,7	20,9
Tobak					
Swedish Match	SE	Køb	133,5	0,2	4,3
Sundhed					
Medicinalinstrumenter & -udstyr					
Coloplast	DK	Akkumulér	511,0	-1,5	1,4
Elekta	SE	Køb	107,8	2,4	-25,3
Gethinge	SE	Køb	158,0	5,0	2,9
William Demant Holding	DK	Køb	464,0	-3,7	1,3
Bioteknologi					
ALK-Abello	DK	Reducér	1045,0	-1,3	-25,9
Bavarian Nordic	DK	Akkumulér	449,0	8,5	-18,5
Curalogic	DK	Køb	17,7	3,5	10,6
Exiqon	DK	Akkumulér	37,0	-2,1	na
Karo Bio	SE	Køb	5,9	-14,6	-55,6
Q-Med	SE	Akkumulér	91,5	-3,9	-14,3
Topo Target	DK	Køb	24,0	6,7	-33,7
Farmaci					
Astrazeneca	UK	Hold	2475,0	1,2	-9,8
Lundbeck	DK	Hold	143,0	11,3	-8,0
Meda	SE	Køb	101,8	-0,2	-23,6
Novo Nordisk	DK	Køb	645,0	6,1	37,2
Finans					
Banker					
Amagerbanken	DK	Køb	302,0	-10,5	-19,3
DnB Holding	NO	Akkumulér	84,0	5,1	-5,1
Fionia Bank	DK	Akkumulér	1770,0	9,3	10,6
Forstaedernes Bank	DK	Hold	223,0	-2,6	6,8
Jyske Bank	DK	Akkumulér	404,5	-0,6	0,1
NORDEA	SE	Akkumulér	112,3	7,0	6,4
Ringjobing Landbobank	DK	Køb	895,0	-5,3	-17,1
Roskilde Bank	DK	Reducér	424,0	-22,3	-32,1
SEB	SE	Hold	212,5	2,2	-2,3
Svenska Handelsbank	SE	Køb	202,5	5,7	-2,9
Swedbank	SE	Reducér	220,0	-2,4	-11,5
Sydbank	DK	Køb	229,0	-8,4	-15,2
Vestjysk Bank	DK	Reducér	315,0	-7,1	0,6
Forsikring					
Alm Brand	DK	Akkumulér	327,0	-3,3	-18,2
Sampo	FI	Akkumulér	21,6	3,0	6,0
Topdanmark	DK	Køb	865,0	-1,7	-7,4
TrygVesta	DK	Køb	423,5	-2,4	-1,9
Fast ejendom					
Sjælsø Gruppen	DK	Akkumulér	185,0	-5,1	0,0
Informationsteknologi					
IT-konsulenter					
EDB Business Partner	NO	Reducér	44,5	-4,1	-19,5
EMENTOR	NO	Køb	48,5	0,0	37,8
HiQ International	SE	Hold	40,9	3,3	-3,3
Ixonos	FI	Køb	6,4	1,6	39,1
Semcon	SE	Køb	66,5	3,1	-2,6
Sysopen Digia	FI	Akkumulér	3,7	-8,1	6,7
Teleca	SE	Akkumulér	15,7	-0,6	-43,7
TietoEnator	FI	Reducér	15,9	-6,5	-34,7
Software					
Basware	FI	Akkumulér	12,7	7,6	-2,7
IBS	SE	Hold	15,0	-11,2	-42,7
Comptel Corporation	FI	Akkumulér	2,0	2,1	9,4
Danware	DK	Reducér	93,5	2,7	-20,4
EDB Business Partner	NO	Reducér	44,5	-4,1	-19,5
Orc Software	SE	Akkumulér	168,0	6,0	44,2
Simcorp	DK	Køb	1167,0	0,4	-16,0
Telelogic	SE	Akkumulér	20,8	1,0	35,9
TECNOMEN	FI	Akkumulér	1,3	-2,9	-21,4
Kommunikationsudstyr					
Ericsson	SE	Hold	25,7	0,4	-7,4
GN Store Nord	DK	Akkumulér	54,0	0,5	-35,5
Nokia	FI	Køb	26,2	8,3	68,4
Tandberg	NO	Akkumulér	130,5	2,8	39,4
Thrane & Thrane	DK	Hold	321,5	-4,0	2,6
Højteknologi					
Aspocomp Group	FI	Køb	0,3	3,3	-82,6
Telekommunikation					
ELISA	FI	Reducér	21,5	5,3	3,6
Tele2	SE	Hold	139,0	10,3	39,0
Telenor	NO	Akkumulér	109,0	1,4	-7,0
TeliaSonera	SE	Køb	57,8	7,4	2,7
Forsyningsselskaber					
Fortum	FI	Akkumulér	25,7	6,0	20,4

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.