

INVESTERING

[OKTOBER 2009]

NYD AKTIEFESTEN
– SÅ LÆNGE DEN VARER

ER DE NORDISKE AKTIEMARKEDER
BLEVET FOR DYRE?

World Future Society:
FREMTIDSVURDERINGER

SKATTEREFORMEN
– og personers investeringsbeviser



KLIMA

TEMA: KLIMA

06

DANSKE INVEST LANCERER KLIMATRENDS

Den nye afdeling fokuserer på selskaber, der bidrager til at løse problemerne med den globale opvarmning, men også tilpasningsorienterede selskaber indgår.

08

KLIMA STRUKTUR MED KAPITALGARANTI

Struktureret produkt baseret på 10 førende selskaber inden for sol, vind og kabler.

10

NYD AKTIEFESTEN – SÅ LÆNGE DEN VARER

Aktiemarkedet forventes at fortsætte stigningen året ud, men festen kan meget vel slutte i 2010.

16

FREMTIDSVURDERINGER

World Future Society har netop udsendt en række bud på de næste 20-30 års udvikling inden for vidt forskellige områder.

19

ER DE NORDISKE AKTIEMARKEDER BLEVET FOR DYRE?

Målt på P/E er de nordiske aktiemarkeder noget dyrere end de øvrige europæiske markeder.

22

DANSK ERHVERVSLIV ER MED I DEN GRØNNE FRONT

På besøg hos Better Place, Gaia Solar, Topsoe Fuel Cell og Lithium Balance.

1000

Så mange atomkraftværker vil vi have i 2025, estimeres det – mod 435 i dag. LÆS MERE SIDE 16-18

04 Kort nyt

Pengepolitik og Too Big To Fail; finanspolitik på kort sigt; mest dystre klimarapport fra FN hidtil.

12 Aktieanbefalinger

Google, Lafarge, Nokia, Autoliv.

14 Låntagerne skifter kurs

Låntagerne skifter fra fast til flex og giver den største udbudseffekt i 10 år.

15 Hvorfor stiger renterne ikke?

Obligationsanbefalinger og en forklaring på hvorfor renterne mod forventning ikke er steget.

20 Efterlysning: Risikomodeller med hold i virkeligheden

Finanssektorens risikomodeller tager ikke højde for panik.

21 Kreativiteten blomstrer igen i Wall Street

25 Boligprisfald i vente – lidt endnu

27 Store fald i ydelsen på garantilån

Større usikkerhed ved december-auktionen end normalt.

27 FlexLån® F3 kontra FlexLån® F1 »med skub«

28 Skattereformen og personers investeringsbeviser

31 Forældre køb med skattemæssigt underskud – hvad sker der i 2010?

31 Skatteregler for DI KlimaTrends og KK Klima 2012

32 Aktivallokering: Positiv økonomisk udvikling støtter aktiemarkedet

Aktieandelen øges i KerneSatellit. Flexinvest Fri har slået aktieindeks siden starten i okt. 2006.

INVESTERING udkommer 10 gange årligt. Hensigten med magasinet er at give primært bankens investeringsaktive privatkunder et godt overblik over de mest aktuelle investeringsmuligheder og anbefalinger og samtidig skabe den bedst mulige indsigt i andre emner af økonomisk karakter.

Udgiver: Danske Bank · Holmens · Kanal 2-12 · 1092 København K · Telefon 33 44 00 00
SWIFT: DABADKK www.danskebank.dk/kontakt · Redaktion: Niels Adelmark (ansvarshavende)
og redaktør Flemming Østergaard · Redaktion afsluttet den 6. oktober 2009 · Grafisk design
og produktion: Datagraf AS · Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri · Kommentarer, spørgsmål, ris og ros
bedes sendt til flste@danskebank.dk · Forside: IStockphoto

FASTE RUBRIKKER:

- 33 Modelporteføljer for obligationer
- 34 Verdensøkonomien – kort fortalt
- 35 Aktieoversigt

»With every day that passes, the underlying trends that science has provided is . . . of such a dramatic nature that shying away from a major agreement in Copenhagen will probably be unforgivable if you look back in history at this moment.«

Achim Steiner, direktør for FN's miljøorganisation UNEP, i forbindelse med den seneste klimarapport.

Rygter og revolutioner

LEDER

Nedtællingen til klimatopmødet i København i december er i fuld gang, og FN har med sin seneste rapport om klimaets tilstand markeret, at der er behov for en vidtrækkende global aftale, som kan afløse Kyoto-traktaten. Rapporten, som udgives af FN's miljøorganisation UNEP, er baseret på 400 videnskabelige undersøgelser og observationer over hele verden gennem de seneste tre år. Konklusionen er skræmmende. Klimaforandringerne foregår hurtigere end i selv det mest pessimistiske scenario fra IPCC-rapporten i 2007.

Der er stadig masser af klimaskeptikere, der stædigt fastholder, at den globale opvarmning er massehysteri eller ligefrem en ondsindet konspirationsteori. Ligesom der stadig findes mennesker, der ikke tror amerikanerne landede på månen, og folk, der er overbeviste om, at Darwins evolutionsteori er helt ude i hampen.

Men uanset hvordan man vender og drejer det, så er kendsgerningen, at verden er ved at få et ressourceproblem. Vi så det i 2008, da råvare-, energi- og fødevarerpriserne eskalerede til hidtil usete højder; i høj grad drevet af især Kinas voldsomme entré på den verdensøkonomiske scene. Og det rækker langt videre end det. Vandmangel, forurensningsproblemer, overfiskeri, overbefolkning, nye sygdomsepidemier osv. er altsammen symptomer på en kurs, der ikke er holdbar i det begrænsede system, som Jorden nu engang er.

Der skal findes nye bæredygtige løsninger og energialternativer. Vi er i starten af en industriel revolution, der kommer til at overgå alt, hvad vi tidligere har set. Inklusive den vi oplevede for kun 10 år siden.

Buffets tale

Vi skruer lige tiden tilbage til 1999. Scenen er Sun Valley i Californien. Interneteuforien står i fuldt flor, der er ingen grænser for informationsteknologiens velsignelser og alt, der har bare en perifer forbindelse til internettet, er drønet til kurs-højder, som ingen havde haft fantasi til at forestille sig blot få år tidligere. Og kurserne stiger, selv om selskaberne er helt nye, de tjener ingen penge, men *idéen* er bare så god. Buffet holder tale for en stor gruppe af de investorer, der allerede har tjent rigtig mange penge på IT, og som ikke er tvivl om, at eventyret fortsætter længe endnu.

Buffet er på ingen måde overbevist, og i en ny bog om den snusfornuftige investor, netop udgivet på Børsens Forlag, er talen citeret.

»Det er vidunderligt at promovere nye industrier, for de er meget egnede til promovering. Det er meget svært at promovere investeringer i et jordbudent produkt. Det er meget nemmere at promovere et esoterisk produkt, endda især et, der har oplevet tab, for så er der ingen kvantitative retningslinjer.«

Det ramte publikum lige der, hvor det gjorde ondt.

»Men folk bliver ved med at investere, ved I. Det minder mig lidt om den historie om ham, der prøvede at finde olie, og som døde og kom i himlen. Og så sagde Sankt Peter: »Jeg har tjekket dig, og du opfylder alle kvalifikationerne. Men der er et enkelt problem.« Han sagde: »Vi har nogle strenge byzonerlove heroppe, og vi holder alle oliesøgerne samlet derovre. Men som du kan se, er der helt propfyldt. Der er ikke plads til dig.«

Og så sagde oliesøgeren: »Gør det noget, hvis jeg lige siger fire ord?«

Sankt Peter sagde: »Det kan der vel ikke ske noget ved.«

Så oliesøgeren satte hænderne for munden og skrålede: »Olie fundet i Helvede!«

Og selvfølgelig blev låsen sprængt, og alle oliesøgerne begyndte at begive sig direkte nedad.

Sankt Peter sagde: »Det var et ret smart trick. Nå, men så gå bare ind, og lad, som om du var hjemme. Der er masser af plads.«

Oliesøgeren tøvede et øjeblik og sagde så: »Nej, jeg tror, jeg følger efter de andre. Måske er der alligevel noget om rygter.«

»Og det er sådan, folk har det med aktier.

Det er meget nemt at tro på, at der alligevel er noget om rygter,« sagde Buffet til forsamlingen.

Pas på rygterne

Vi vil se masser af kreative løsninger i de kommende år – og høre masser af rygter. Den teknologiske udvikling foregår med eksponentiel hastighed på mange områder, og siden industrialiseringen holdt sit indtog i verden for et par hundrede år siden, har den menneskelige innovation og fantasi overrasket gang på gang – både til den gode og dårlige side. Ingen ved, hvordan verden ser ud om 100 år eller måske bare 50. Måske behersker vi fusionsenergien til den tid. Må-

ske kan vi fremstille brint ud af havvand vha. fotosyntesens principper, og har dermed løst verdens energiproblemer én gang for alle. Men der er lang vej endnu.

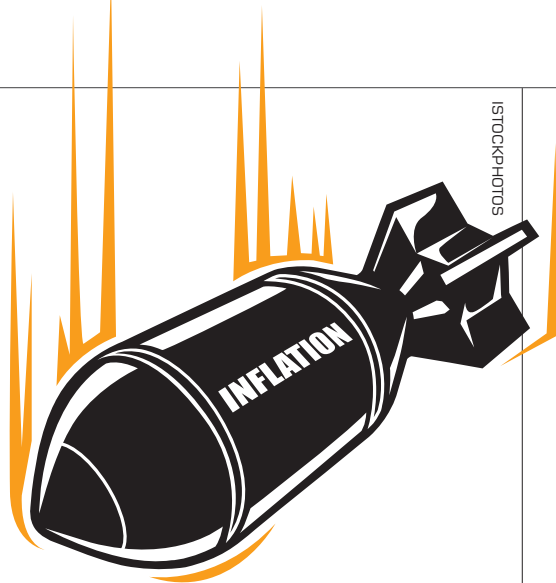
Foreløbig må vi bruge de løsninger vi har eller er tæt på at færdigudvikle. Taler vi blot om energi, så gælder det atomkraft, vind, sol, biomasse, vandkraft, jordvarme, bølgeenergi osv. Det har altid været svært at spå, men i og med, at der i dag spores en stigende international politisk vilje til hurtigt at finde en mere bæredygtig kurs, herunder løsninger på CO₂-problemet og energiudfordringen, så er man nødt til at vælge og videreudvikle de løsninger, der er for hånden.

Vi vil ikke opfordre de private investorer til at sætte penge i projekter, som på papiret lyder meget lovende, men som ikke har bevæget sig meget udover idéstadiet. Lad venturekapitalisterne, store kapitalstærke selskaber og offentlige instanser som Vækstfonden om det.

Som privat investor bør man holde sig til de selskaber, der tjener penge, og som har et fornuftigt forretningskoncept, der rækker ud over det næste regnskabskvartal. Vores bedste bud er at koncentrere sig om de selskaber, der i dag er blandt de førende inden for deres branche. Rygter er for risikable. ■



ISTOCKPHOTOS



De store bankers fejl vurderinger blokerede for pengepolitikens virkemåde

NÅR EN ØKONOMISK nedtur udspiller sig med faldende vækst og stigen-
de ledighed, så kommer centralbanken sædvanligvis på et tidspunkt
med en hjælpende hånd i form af rentenedsættelser og opkøb af korte
statspapirer – og dermed får bankerne bedre muligheder for at låne fle-
re penge ud og låntagerne mulighed for at bruge flere penge.

Afgørende for at centralbankens handlinger påvirker den økono-
miske aktivitet i positiv retning, er naturligvis reaktionen fra banksys-
temet og kapitalmarkederne. Og normalt fungerer det godt. Adskil-
lige akademiske analyser har konkluderet, at pengepolitik før finanskri-
sen fungerede bedre, hurtigere og mere forudsigeligt end for få årtier
siden. Faktisk tilskrives pengepolitikken æren for, at vi siden starten
af 80'erne har oplevet den længste periode med økonomisk stabilitet
– *The Great Moderation* – med få og milde recessioner kombineret
med lav inflation.

Men så kom finanskrisen. Federal Reserve (Fed), den amerikanske
centralbank, begyndte at sænke renten allerede for to år siden og i de-
cember 2008, var den tæt på nul – og andre centralbanker fulgte efter.
Erfaringen sagde, at sådanne aggressive politikker relativt hurtigt ville
føre til genetablering af stabilitet og vækst. Men ikke denne gang.

Mange meget store banker – dem, der var *Too Big To Fail* (TBTF)
– havde nemlig ladet sig forføre af højvækstperioden/lavrente-æraen
til at jagte høje afkast i overdreven grad via komplekse, eksotiske in-
vesteringer med høj indbygget gearing og generelt lånt for mange pen-
ge ud til tvivlsomme projekter. Med finanskrisens eskalering var de-
res finansielle formåen pludselig katastrofalt lav.

I dette miljø virkede pengepolitikken ikke. De renter, der betyder
mest for økonomiens opsving – dem, der betales af erhvervsliv og hus-
holdninger – steg i stedet for at falde. Og de banker, der var tynget mest
af »giftige aktiver« var hurtige til at fastfryse eller reducere deres ud-
lånsaktivitet. Og problemet var, at det gjaldt så mange af dem. TBTF-
banker udgør mere end halvdelen af den amerikanske banksektor, og i
Europa er andelen endnu større – og de mindre banker, hvoraf en del
var godt kapitaliseret, havde langt fra tilstrækkelig kapacitet til at kom-
pensere for TBTF-bankernes svækkede låneaktivitet.

Richard W. Fischer og Harvey Rosenblum fra ledelsen af Federal
Reserve Bank of Dallas døbte i et nyligt læserbrev i *Wall Street Jour-
nal* situationen for »the TBTF Blob«, og efterlyser en tættere overvåg-
ning af og skrappe krav til de store banker i fremtiden for at und-
gå lignende situationer.

»Idet TFTB Blokken reducerer effektiviteten af pengepolitikens
transmissionsmekanismer, så bliver uortodokse politikker den eneste
udvej. Og sådanne tiltag indebærer store risici. Gør ikke nok, og øko-
nomien kan falde ind i en deflationær spiral. Gør for meget for læn-
ge og man kan antænde en inflationær eksplosion,« skrev de. ■

Analyse: Kortsigtede finanspolitiske lempelser kan være uhensigtsmæssige

SKATTELETTELSER, tilskud til bilkøb via »skrot-ordninger« og
andre kreative finanspolitiske stimulanser har været anvendt
i stor stil i denne krise for at få gang i økonomien igen. Men
kan det betale sig? Det er ikke alle, der mener det. Ganske vist
har ekspansiv finanspolitik kombineret med ekspansiv pen-
gepolitik fra centralbankerne utvivlsomt spillet den afgøren-
de rolle for at få sparket gang i økonomierne igen. Men er det
tilstrækkeligt til at gøre økonomierne selvkvørende igen, eller
er det i virkeligheden bare spild af penge?

John B. Taylor, professor i økonomi på Stanford Universi-
ty, har set på finanspolitiske stimulanser gennem tiderne, og
han hælder klart til sidstnævnte synspunkt. Han peger på, at
der kun er begrænsede beviser på, at kortsigtede impulser fra
finanspolitikken, typisk i form af midlertidige skattelettelser,
skaber en tilstrækkelig dynamik, så økonomien bliver selvkvø-
rende udover skattelettelsernes virkningsperiode.

I den krise, som vi nu tilsyneladende er på vej ud af, blev
økonomien trukket ned af boligmarkedets kollaps, finanskri-
sen og de forsinkede effekter af høje energipriser. Men for-
ventningerne om den fremtidige indkomst og væksten i be-
skæftigelsen er afgørende, og hvis de er lave i forventning om,
at effekterne af finanskrisen vil vare ved i flere år frem, så er
der kun ringe chancer for, at kortsigtede finanspolitiske sti-
mulanser kan føre til et vedvarende opsving. Folk vil simpelt-
hen spare på pengene, når de finanspolitiske indsprøjtninger
ikke virker længere.

John B. Taylor mener på baggrund af sin analyse ikke, at
finanspolitik bør anvendes til kortsigtede stimulanser for at
modvirke cykliske nedture. Efter hans opfattelse bør man nø-
jes med den automatiske stimulans, der kommer fra de så-
kaldte *automatiske stabilisatorer* i det offentlige budget.

De automatiske stabilisatorer er de poster i det offentlige
budget, som automatisk – dvs. uden ændringer i eksisteren-
de love eller regler – reagerer på konjunkturudsving. Det dre-
jer sig først og fremmest om indtægterne fra skatter og afgif-
ter og udgifterne til indkomstoverførsler.

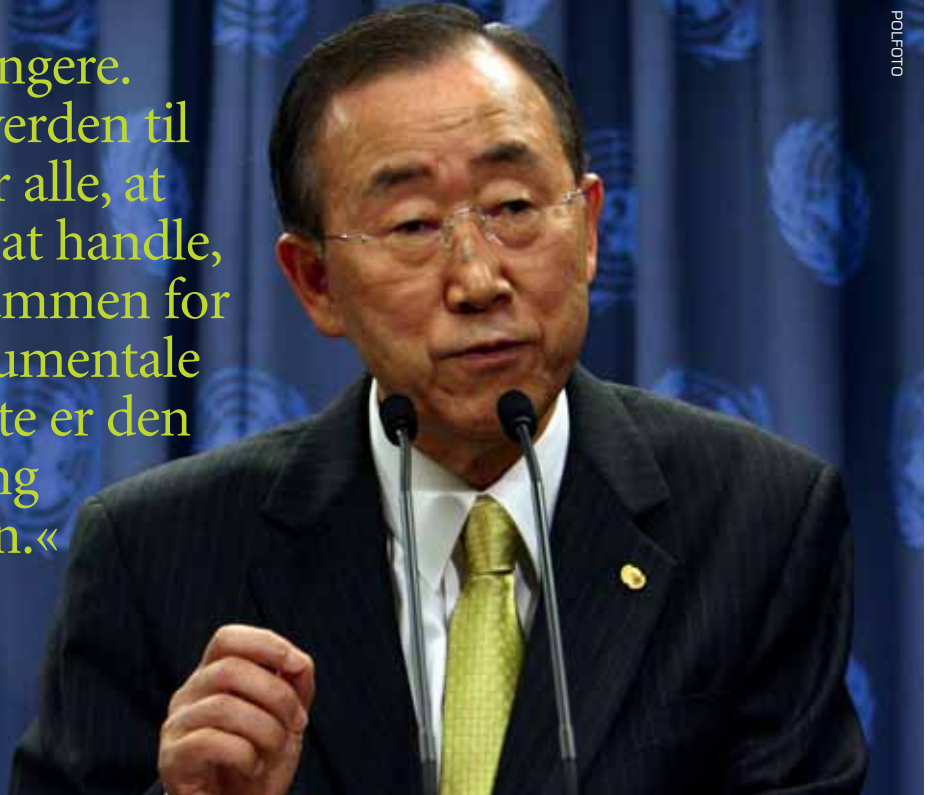
I en konjunkturedgang med faldende produktion og ind-
komster samt stigende ledighed vil skatteindtægterne auto-
matisk falde, mens udgifterne til arbejdsløshedsunderstøttel-
se automatisk vil stige og dermed gøre krisen mindre slem for
de ledige, end den ellers ville have været (tilsvarende virker de
automatiske stabilisatorer som en automatisk stramning af fi-
nanspolitikken under et konjunkturopsving, når udgifterne til
de ledige falder).

Ønsker man yderligere lempelser derudover, er det ikke kort-
sigtede skattelempelser, der er løsningen, men derimod finans-
politiske tiltag, der sigter mod mere strukturelle langsigtede
langsigtede temaer, f.eks. infrastruktur, tiltag som øger incita-
mentet til at blive på arbejdsmarkedet længere tid for at imø-
degå den demografiske udfordring, støtte til cleantech-projek-
ter (med mål om fremtidig eksport og jobskabelse) osv.

John B. Taylor bekræfter med analysen, at han tilhører den
skole af økonomer, der mener, at økonomiske nedture i vir-
keligheden er den optimale respons på de problemer, som en
højkonjunktur skaber. Med andre ord: Samfundet må simpelt-
hen tage de tømmermænd, som afslutningen på en vækst-
fest fører med sig. ■

» Vi kan ikke tøve længere. Vi er nødt til at få verden til at indse én gang for alle, at tiden nu er inde til at handle, og vi må arbejde sammen for at tage denne monumentale udfordring op. Dette er den moralske udfordring for vores generation.«

FN'S GENERALSEKRETÆR BAN KI-MOON
i forordet til FN's seneste klimarapport



Ny klimarapport fra FN:

Det går dårligere end ventet

HVIS MAN HAR FULGT med i nyhedsstrømmen omkring den globale opvarmning gennem de senere år, så har tendensen været, at det bliver værre og værre. Det er derfor heller ikke overraskende hovedbudskabet i den seneste klimarapport fra FN's miljøorganisation, UNEP, som bl.a. peger på, at de nyeste estimater fra klimamodellerne estimerer, at mindst fem ud af de næste 10 år vil være varmere end det hidtil varmeste år, som er målt – og at planeten allerede nu med sikkerhed er påvirket af skadelige og irreversible effekter af de drivhusgasser, der allerede er i atmosfæren. Alene vejret de seneste to år har budt på adskillige nye ekstreme rekorder over hele verden i form af orkaner, tørke, flodbølger og regn.

UNEP har gennemgået de seneste tre års videnskabelige undersøgelser af klimaet, 400 i alt, og konkluderer, at klimaforandringerne foregår hurtigere end estimeret i selv det pessimistiske scenario i den store rapport fra IPCC (FN's klimapanel) for godt to år siden – den rapport, som i kombination med Nicholas Sterns estimater på den økonomiske pris for at gøre noget ved den globale opvarmning kontra at lade være, for alvor satte klimaet på den globale politiske dagsorden.

I rapporten dengang anslag IPCC, at stigningen i havene ville blive 18-59 centimeter inden år 2100. Den nye forskning anslår, at det snarere bliver 0,8-2 meter og i de følgende århundreder 5-10 gange dette.

IPCC har også tidligere anslået temperaturstigningen til 1-3 grader højere end tiden før industrialiseringen, men nu er intervallet hævet til 1,4-4,3 grader. Overskridelsen af intervallet 1-3 grader er ifølge UNEP også overskridelsen af en tærskel, der af mange opfattes som grænsen for mange »tipping points« – bl.a. dramatiske ændringer i monsunen i Indien, Sahara og Vestafrika og kritiske økosystemer som Amazonas, samt at Grønlands indlandsis og gletscherne i Himalaya smelter. Tabet af gletschere i tropiske og tempererede zoner vil påvirke 20-25 pct. af Jordens befolkning mht. drikkevand, vanding og vandkraft.

En forklaring på, at det går hurtigere end ventet med den globale opvarmning er, at CO₂-udledningen er foregået med en hastighed, som IPCC ikke forudså. I 1990-99 voksede de globale udledninger med 1,1 pct. årligt, og dette er accelereret til 3,5 pct. årligt i 2000-2007. Udviklingsøkonomierne og de seneste udviklede økonomier (i alt 80 pct. af

klodens befolkning) tegnede sig for 73 pct. af væksten i den globale udledning i 2004 og 41 pct. af den samlede udledning.

Men det er også kommet bag på klimaforakterne, at både oceanerne og de landbaserede økosystemers evne til at »opsuge« CO₂ har været betydeligt lavere end hidtil estimeret – og det har ført til en hastig stigning af CO₂-koncentrationen i atmosfæren. Dette har bidraget til, at effekterne af klimaforandringerne er set tidligere end ventet.

Det omfatter bl.a. hurtigere vandstandsstigning, forsuring af havene; smeltende is på Nordpolen; opvarmning af de polare landmasser; skift i vandkredsløbet og cirkulationsmønstrene for oceanerne og atmosfæren som vil føre til drastiske regionale klimaændringer med tab og migration af mange arter, kollaps af hele økosystemer og udbredelse af flere ørkenområder; mere ferskvand i de globale havstrømme, som kan bringe alvorlige forstyrrelser i den *thermohaline cirkulation* (og bremse eksempelvis Golfstrømmen) – og dermed reducere produktionen af planteplankton til stor skade for økosystemerne rundt om i verden.

Læs rapporten her:
<http://unep.org/compendium2009/>



DANSKE INVEST LANCERER

KLIMATRENDS

Den nye afdeling vil investere i selskaber, som bidrager til at løse problemerne med den globale opvarmning, men også selskaber, der på anden vis kan drage fordel af udviklingen på klima- og miljøområdet.

■ BRED KLIMAAFDELING

KLIMATOPMØDET I KØBENHAVN sigter mod at opnå en global aftale, der forpligter klodens lande til at reducere udledningen af CO₂ og andre drivhusgasser i de kommende år og derved mindske hastigheden af den globale opvarmning. Men selv hvis det lykkes at opnå markante reduktioner af drivhusgasserne over de kommende årtier, så vil opvarmningen fortsætte i betydeligt omfang som følge af de drivhusgasser, der allerede er udledt.

Den globale opvarmning vil påvirke samfundet på mange måder. Dyrelivet vil ændre sig, vandstanden i havene vil stige, vejret bliver mere ekstremt, ferskvandsressourcerne bliver reduceret ganske markant, og nedbørsmønstre vil ændre sig drastisk og påvirke mulighederne for at dyrke diverse afgrøder. Alternativ energi, energieffektivitet og -besparelser kommer i fokus, men der vil opstå mange andre trends, vandrensning, afsaltning af havvand, genmodificerede landbrugsafgrøder osv. Omlægningen af de menneskelige samfund i

en bæredygtig retning vil påvirke samfundet på mange områder, og ønsker man at være med som investor i denne stærke trend, åbner det op for investeringer i vidt forskellige brancher, som kan være vanskelige at overskue for mange private investorer. En mulighed kan være investering i Danske Invests nye afdeling KlimaTrends.

Schroders Investment Management Ltd. i London skal være rådgiver for DI KlimaTrends, og den løbende udvælgelse af de 50-80 selskaber i porteføljen fordelt på forskellige sektorer og lande, vil foregå med baggrund i de fem hovedtemaer som angives på s. 7.

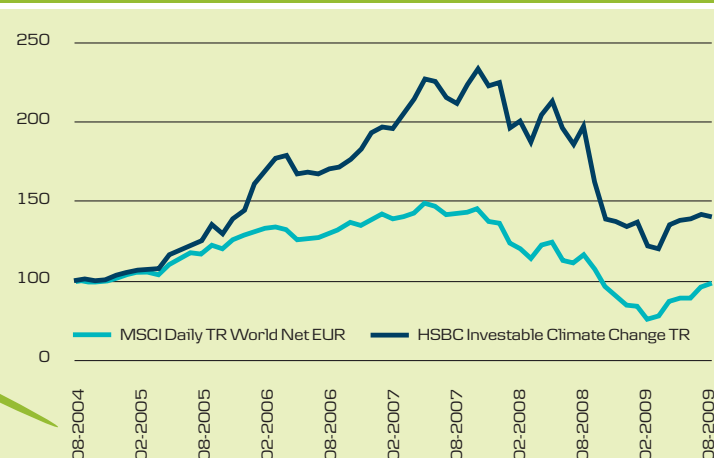
»Selskaber, som er i stand til at tilpasse sig de ændrede betingelser og selskaber med produkter eller ydelser, som vil forbedre klima- og miljøforhold, vil nyde godt af klimaforandringerne. Det er de selskaber, vi går efter,« forklarer Simon Webber fra Schroders.

Fælles for selskaber udvalgt på denne baggrund er, at de arbejder med løsningsmodeller, der bidrager til at løse klimaproblemerne. De er med andre ord *løsningsorienterede*.

Men selv hvis det lykkes at opnå markante reduktioner af drivhusgasserne over de kommende årtier, så vil opvarmningen som før nævnt fortsætte i betydeligt omfang som følge af de drivhusgasser, der allerede er udledt. Derfor skal samfundet også indstille sig på at tilpasse sig på mange måder. En del af porteføljen i DI KlimaTrends vil derfor også bestå af selskaber, der er gode til at tilpasse sig – eller på anden måde drage fordel af – udviklingen på klima- og miljøområdet. Denne type selskaber har DI valgt at kalde *tilpasningsorienterede*, og det kan omfatte brancher som f. eks. detailhandel og forsikring.

Du kan læse mere om KlimaTrends på www.danskeinvest.dk. Se i øvrigt skattereglerne s. 31. ■

Klimainvesteringer svinger mere end det brede marked



DI KlimaTrends er klassificeret i kategorien »høj risiko«, hvilket hænger sammen med, at investeringer i klimarelaterede selskaber svinger mere i kurs end det brede marked.

ENERGI-
BESPARELSER



BÆREDYGTIG
TRANSPORT



FOSSILT
BRÆNDSSEL
MED LAV
CO₂-UDLEDNING



EFFEKTIV
ANVENDELSE
AF NATUR-
RESSOURCER



REN ENERGI



TANDBERG / TOYOTA / POLFOTO / ISTOCKPHOTOS / ISTOCKPHOTOS

Her er et uddrag af de selskaber, som Klima Trends kan investere i

De løsningsorienterede:

> TANDBERG (energibesparelse)

Enorme mængder CO₂ kan spares ved at skifte forretningsrejserne ud med videokonferencer. Norske Tandberg producerer videokonference-udstyr og nyder godt af, at flere og flere virksomheder får øjnene op for, at organisationens produktivitet kan forbedres ved brug af videokonferencer – samtidig med, at der tages hensyn til miljøet. Schroders vurderer, at markedet for videokonference-udstyr vil vokse omkring 15 pct. om året frem til 2014.

> TOYOTA (bæredygtig transport)

Skrappere lovgivningskrav til, hvor meget biler fremover må udlede af CO₂ medfører større efterspørgsel efter biler, der kan køre på alternativt brændstof. Japanske Toyota er helt i front, når det gælder miljøvenlige biler. Selskabet sidder solidt på tre fjerdedele af markedet med sin hybridbil, som kører på en kombination af el og benzin – og hvor elektriciteten genereres af den kinetiske energi ved opbremsning.

> BRITISH GAS GROUP (fossilt brændsel med lav CO₂-udledning)

Naturgas er en renere energikilde end olie. Derfor bliver naturgas stadig mere eftertragtet. Den stigende efterspørgsel udgør et stort potentiale for British Gas Group, som er førende inden for udvinding og produktion af naturgas.

> COSAN SA INDUSTRIA E COMERCIO (effektiv anvendelse af naturressourcer)

Cosan er verdens næststørste producent af ethanol. Ethanolen fremstilles af brasilianske sukkerrør, som vurderes at være en af de mest effektive råvarer til produktion af biobrændsel.

> ORMAT TECHNOLOGIES (ren energi)

Fra små lommer i jorden henter amerikanske Ormat Technologies damp og varmt vand op, som omdannes til elektricitet. I modsætning til sol- og vindenergi er jordvarme ikke afhængig af vejret, men er en konstant ressource.

De tilpasningsorienterede:

> MUNICH REINSURANCE (forsikringer)

Klimaforandringerne medfører ekstreme vejrforhold, som kan presse forsikringsselskaberne til at sætte deres præmier op. Det tyske genforsikringsselskab Munich Reinsurance er med sine 30 klimaeksperter stærke i at beregne omkostningerne ved klimaændringer og kan derfor sætte en præcis og konkurrencedygtig pris på forsikringerne.

> TESCO (fødevarer)

Tesco er en af de store fødevarer kæder i verden, som har fokus på energieffektive butikker og effektiv distribution. Selskabet arbejder desuden med at indføre et mærkningssystem, der angiver mængden af CO₂-udledning for en vare. Herudover forventes det at være positivt for Tesco, at råvarepriserne stiger som følge af klimaforandringerne.

KLIMASTRUKTUR MED KAPITALGARANTI

STRUKTURERET PRODUKT

Direkte investering i klimarelaterede aktier kan være forbundet med en risiko, der er betydeligt højere end den generelle markedsrisiko. Danske Bank præsenterer nu en 3-årig aktieindekse-ret obligation baseret på 10 klimarelaterede aktier med en garanteret indfrielseskurs på 100 – og et stort afkastpotentiale.

SOM NÆVNT ANDETSTEDS er transformationen over mod et samfund baseret på andre energikilder end de fossile brændstoffer, en bedre energiudnyttelse og en miljømæssigt mere bæredygtig global udvikling en proces, der påvirker alle sektorer i samfundet og erhvervslivet i et eller andet omfang. I praksis betyder det også, at vi står over for en industriel revolution, der ikke er set siden selve industrialiseringen vendte op og ned på verden.

Der forskes rundt omkring i verden i dag i utroligt mange løsninger inden for Clean Technology generelt, og det er meget vanskeligt, om ikke umuligt, at forudsige vinderne i mange undersektorer og niches. Vi har i dette produkt valgt at koncentrere os om en del af klimamotoren, hvor der er en betydelig grad af gennemskuelighed og forudsigelighed: *vind, sol og kabler*.

KommuneKredit Klima 2012 løber fra 30. okt. 2009 til 30. okt. 2012, og den strukturerede obligation har ikke nogen pålydende rente. Tegningskursen er 105 franko kurtag, og den garanterede indfrielseskurs ved udløb er 100. Investors tabsrisiko er altså fem kurspoint plus afkastet på en alternativ investering i samme periode, f.eks. en tre-årig statsobligation, der aktuelt giver 2,38 pct. før skat.

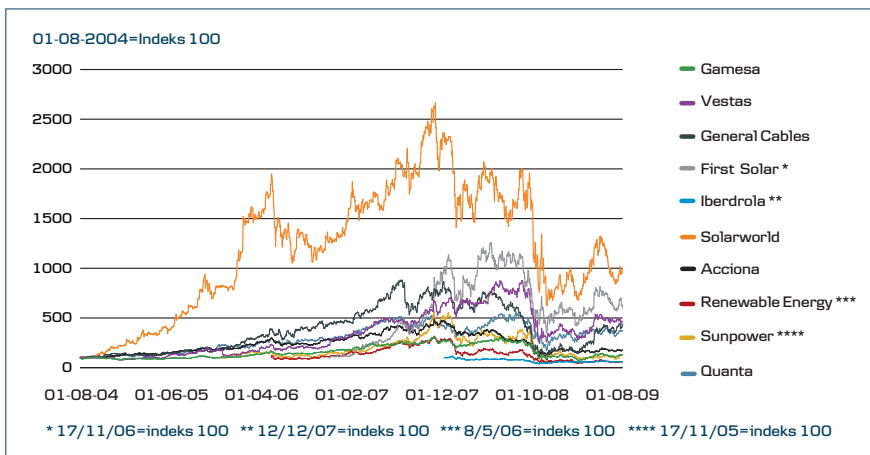
Afkastet på obligationen afhænger af, hvordan de 10 aktier udvikler sig. Der anvendes i dette produkt såkaldte digitale optioner – også kaldet binære optioner eller alt-eller-intet optioner – som giver et fast beløb, hvis en på forhånd aftalt tærskelværdi overskrides.

I dette tilfælde har hver enkelt aktie tilknyttet en digital option, og hvis den enkelte aktie ved udløb er blot et kurspoint højere end ved udstedelsen, så noteres en stigning på 32 pct. Hvis f.eks. alle 10 aktier er steget ved udløb – uanset hvor meget de er steget – så vil indfrielseskursen være 132. Hvis ingen aktier

Skattemæssige forhold

Skattemæssigt behandles obligationerne efter samme regler som finansielle kontrakter. Kursgevinster og tab på obligationerne opgøres efter lagerprincippet, hvilket blandt andet betyder, at urealiserede kursgevinster og -tab opgøres år for år. Det indebærer blandt andet, at investor skal betale skatten af en gevinst, selv om gevinsten ikke realiseres. Tal med din rådgiver om de skattemæssige perspektiver for netop din situation (læs mere s. 31).

Store udsving i de 10 aktier i KK Klima 2012



Eksempel på beregning af indfrielseskurs i KK Klima 2012

Scenario A	Ændring i procent	Vægtet ændring uden Loft	Vægtet ændring med Loft
Aktie 1	2,00%	0,20%	3,20%
Aktie 2	6,67%	0,67%	3,20%
Aktie 3	4,71%	0,47%	3,20%
Aktie 4	-3,33%	-0,33%	-0,33%
Aktie 5	8,00%	0,80%	3,20%
Aktie 6	2,91%	0,29%	3,20%
Aktie 7	0,57%	0,06%	3,20%
Aktie 8	12,50%	1,25%	3,20%
Aktie 9	3,33%	0,33%	3,20%
Aktie 10	-3,33%	-0,33%	-0,33%
Gennemsnit		3,40%	24,93%
Indfrielseskurs			124,93

er steget eller måske oven i købet er faldet kraftigt i perioden, træder den garanterede indfrielseskurs på 100 i kraft. Hvis kun nogle aktier er steget, så noteres disse altså for en stigning på 32 pct., som vil blive modregnet af tab på andre (se tabellen).

Det skal tilføjes, at loftet på 32 pct. ikke er endeligt fastsat, men blot afspejler de aktuelle markedsforhold. Den endelige fastsættelse sker senest 27. oktober. Det er et krav for ud-

stedelse af produktet, at loftet kan fastsættes til mindst 25 pct., svarende til en maksimal indfrielseskurs på 125. Se i øvrigt beskrivelsen af de 10 aktier i produktet s. 9. ■

Tegningsperioden for KK Klima 2012 løber fra den 5. oktober til den 23. oktober 2009, begge dage inklusive. Tegningen kan lukkes før tid.



› SOL

(Solarworld AG / Renewable Energy / Group First Solar / Sunpower Corp.)

Solenergi er en teknologi der er under heftig udvikling – solcellernes effektivitet forbedres til stadighed markant. Det er i høj grad en teknologi, der stilles meget store forventninger til. Og det medvirker til at gøre solenergiaktierne til en branche, der er særlig følsom over teknologiske fremskridt, olie- og kulpriser, den politiske klimadebat m.v. Direkte investeringer i solenergi-aktier er ikke for sarte sjæle, jf. grafen. Kursudsvingene er meget store, hvilket taler for at investere i denne branche via et produkt med kapitalgaranti. Blandt solenergiaktierne har vi udvalgt fire selskaber:

Solarworld AG, et tysk selskab, der på få år har udviklet sig til at være blandt de førende inden for solenergi. Solarworld spænder over hele værdikæden lige fra bearbejdning af råmaterialer, fremstilling af solceller, genbrug af solceller, solpaneler og -moduler til levering af køreklare solenergianlæg. Selskabet har med en tidlig integration af hele værdikæden sikret sig en markeds-mæssigt stærk position og styrer nu udviklingen af teknologien på alle områder under eget tag.

Renewable Energy Group er et norsk selskab, der også behersker stort set hele værdikæden og bl.a. er en af verdens største producenter af polisilicium, et vigtigt råmateriale til de mest udbredt solceller.

First Solar er en amerikansk producent i branchen, som til gengæld baserer sig på de såkaldte »thin-film« solceller, der kun kræver 1-2 pct. af det polysilicium, som anvendes i de mest udbredt solceller. Effektiviteten er lidt lavere i disse celler, men til gengæld er prisen også lavere, og First Solar profilerer sig på at kunne levere paneler, der giver solenergibranchens laveste omkostninger per watt.

Sunpower Corp. er også et amerikansk selskab, hvis speciale er solceller. Baseret på polysilicium men til gengæld med en højere effektivitet. Sunpower Corp., der har eksisteret siden 1985, har en lang række rekorder bag sig og er aktuelt også indehaver af verdensrekorden i solcellers effektivitet. I praksis betyder det, at selskabets produkter er 50 pct. mere effektive end den nærmeste konkurrent inden for polysilicium celler og derfor også omkostningsmæssigt kan hamle op med »thin-film«-producenterne.

› VIND

(Vestas / Gamesa / Iberdrola Renovables / Acciona)

Blandt de vedvarende energikilder, der på sigt skal erstatte de fossile brændstoffer, er de mest oplagte vind- og solenergi.

Vindmøllebranchen er karakteriseret af at være en moden teknologi, der er domineret på verdensplan af nogle få store spillere med meget stor kompetence og erfaring. I aktiekurven indgår danske **Vestas** og spanske **Gamesa** – to af verdens absolut førende vindmølleproducenter:

Dertil kommer **Iberdrola Renovables**, et spansk selskab, der er blandt verdens fire største elforsyningselskaber, der baserer produktionen på vedvarende energikilder. Hovedparten af selskabets forretningsaktiviteter vedrører vindenergi (vindmølleparker). Dertil kommer mindre vandkraftstationer og termiske solanlæg – og selskabet er begyndt at udvikle andre teknologier baseret på bl.a. biomasse og tidevand.

Acciona er et andet spansk selskab, som også ejer mange vindmølleparker, faktisk er det verdens største på den front. Selskabet beskæftiger sig med bl.a. infrastruktur, ejendomsudvikling, vandforsyning og -rensning, miljøservice og transport. Men det største område er elektricitetsgenerering baseret på vedvarende energi (98,5 pct.), og selskabet er for nylig blevet reklasificeret som et forsyningsselskab. Selskabet har også en stor pipeline af solenergi-parker:

› KABLER

(Quanta Services / General Cables)

Global opvarmning eller ej – klodens energibehov er stadig stigende og ventes at stige med 50 pct. over de næste 20 år. Dette kræver en massiv udbygning af den eksisterende energiinfrastruktur, som allerede nu har svært ved at klare belastningen mange steder. Desuden skal både de alternative energikilder også forbindes til det eksisterende elforsyningsnet. Alt dette kræver kabler i meget stort omfang over de næste mange år. Vi har udvalgt to amerikanske selskaber inden for den branche.

Quanta Services er en af verdens leverandører af netværksløsninger inden for elforsyning, telekommunikation, bredbånd og rørledninger til gasindustrien.

General Cables er blandt verdens førende selskaber inden for udvikling, design, fremstilling og distribution af kobber, aluminium og fiberoptiske wire- og kabelprodukter til energi, industri, specialiteter og kommunikation.



NYD AKTIE - SÅ LÆNGE DEN

Aktiemarkedet forventes at fortsætte stigningen året ud, men festen kan meget vel slutte i 2010.

■ AKTIEFEST MED RISICI

AKTIEMARKEDET, der påbegyndte opturen i marts, da alt så meget dystert ud, har »fået ret«. Kurserne begyndte massive stigninger over hele kloden på et tidspunkt, hvor der kun var ganske få nøgletal, der gav anledning til optimisme, men siden har en jævn strøm af gode nyheder bekræftet, at forventningerne om et opsving ikke var helt ude i hampen. Opsvinget er i gang. Aktiemarkedet har fået mere »sikker grund« under fødderne.

Selv om der stadig er usikkerhedsfaktorer, der kan spolere glansbilledet af en global økonomi på vej frem, så er der nu så meget dynamik i verdensøkonomien, at den ikke går i stå igen lige med det samme. Lagertilpasning, ekspansiv finans- og pengepolitik samt en markant forbedring af de finansielle muligheder har givet næring til opsvinget, som samtidig også er stærkt alene af den grund, at nedturen var så voldsom.

Men at det nu går fremad igen, betyder ikke at alle bekymringer er pist verschwunden. Krisens alvorlighed og den gældsbyrde, der er tilbage, har gjort, at der stadig er usikkerhed blandt markedsdeltagere, økonomer og beslutningstagere om, hvordan den »genfødte« verden vil se ud i det kommende års tid. Får vi en løbsk inflation? Får vi deflation og fornyet recession? Hvem skal trække verdensøkonomien, hvis de ellers så ødsle amerikanske forbrugere ikke vil/har råd til det mere, og statskasserne heller ikke har?

Lyspunkter

En af aktiestrateg Morten Kongshaugs bekymringer blev dog lettet for nylig, da den globale disinflation viste tegn på en vending. USA's producenterprisindeks for august viste således en stigning på 2 pct. efter et fald på 0,7 pct. i juli.

»Dette er godt nyt som en forløber til indtjeningssæsonen i 3. kvartal i USA, idet det indikerer, at outputpriserne for hverken kapitalgoder eller forbrugsgoder bliver solgt til dumpingpriser for at vinde markedsandele på dette skrøbelige tidspunkt af opsvinget i virksomhedernes indtjening. Idet lønningerne samtidig er meget undertrykt, ser det ud til, at profitmarginerne vil blive løftet yderligere i 3. kvartal efter fremgang i 2. kvartal. Det er vores anbefaling, at investorerne skal fortsætte med at investere i den »globale healing«. Det næste vigtige skridt vil være, at vi får et opsving i indtjeningsforventningerne, idet forventningerne til de globale virksomheders indtjening et år frem typisk følger det globale PMI-indeks, der er en god konjunkturindikator. Jeg tror, vi står overfor en revidering i indtjeningsforventningerne på omkring 10 pct.«

Den globale healing fortsætter

Afgørende elementer i den globale »healing-proces« er især, at boligmarkederne i USA og andre steder i verden fortsat stabiliserer sig og at den udhuling af forbrugernes nettoformue, som har fået dem til at spare på pengene, er stoppet. Men hvis healingprocessen skal fortsætte, kræver det, at vi rent faktisk ser virksomhederne blive ved med at forbedre deres indtjening. Kreditbetingelserne skal fortsat bevæge sig mod »normale tilstande« – der er de langt fra endnu. Og ydermere er det nødvendigt med markant forbedrede arbejdsmarkeder så forbrugertilliden og dermed efterspørgslen får mulighed for at komme sig.

»Vi forventer, at disse betingelser vil blive opfyldt i de kommende måneder. Bl.a. tror vi, at den amerikanske beskæftigelse uden for landbruget til næste sommer vil stige med omkring 200.000 personer om måneden. På

baggrund af disse »helingsfaktorer« tror vi, at de globale aktiemarkeder vil fortsætte med at stige i de kommende måneder.«

Men vi befinder os i en fase, der bestemt ikke er uden risici, understreger aktiestrategen. Et jobløst opsving er en af de faktorer, som kan stoppe den igangværende aktiefest. Derfor er det en udvikling, man bør følge meget tæt, ikke mindst i USA.

»Selskaberne i både USA og andre lande har været meget hurtige til at fyre folk under krisen, og med det kraftige igangværende opsving kan det meget vel vise sig, at de snart får brug for flere hænder. Som udgangspunkt er det derfor vores forventning, at den amerikanske ledighed vil nå toppen omkring årsskiftet. Vi tror, at den afgørende test af dette bullmarkeds bæredygtighed vil finde sted i løbet af 2010 i takt med, at de mange stimuli fra den økonomiske politik udfases. Det bliver afgørelsens time for den globale forretningscyklus. Hvor stærkt jobmarkedet bliver, og hvor langt kreditbetingelserne har bevæget sig mod »normalen« er nøgleelementer for den globale aktieudvikling i 2010. Dette er ikke ensbetydende med, at vi undgår de økonomiske »exit-strategier«. Allerede ved udgangen af oktober vil vi eksempelvis se det første skridt fra Federal Reserve, når de stopper med at købe statsobligationer og ved udgangen af året, når de stopper med køb af realkreditobligationer.«

Toppen på det amerikanske aktiemarked før krisen blev nået i oktober 2007 omkring 1570, men der tror aktiestrategen ikke, vi når op igen foreløbig.

»Finansselskabernes massive indtjening under højkonjunkturen betød, at de finansielle aktiers markedsværdi var relativt stor på det amerikanske aktiemarked. På længere sigt er det muligt, at finanssektoren ikke kommer til at opleve en tilsvarende vækst og indtjening, især ikke med udsigt til de strammere reguleringer, der formentlig vil træde i kraft fra 2011. Mine modeller siger, at S&P 500 ikke kan nå højere end 1200 på et års sigt, og næppe meget højere derefter, medmindre vi får et nyt stærkt globalt tema.« ■

FESTEN VARER

» Det er vores anbefaling, at investorerne skal fortsætte med at investere i den *globale healing*.«

MORTEN KONGSHAUG · DANSKE BANKS AKTIESTRATEG



Forretningscyklens udformning 2007-2010

Exit-strategier og global vækst



SCENARIO 1: Den bløde vej, hvor virksomhedernes indtjening vil fortsætte mod trendniveau

Effekter af finansiell regulering og stor privat og offentlig gæld i OECD rammer

SCENARIO 2: »W« hvor virksomhedernes indtjening vil opleve en ny nedtur



Google er et globalt teknologiselskab, som er udbyder af en webbaseret søgemaskine på sin hjemmeside. Selskabet tilbyder en bred række søgemuligheder, som inkluderer web, billeder, grupper, direktiver og nyheds-søgninger.

Goldman Sachs (GS) har tidligere været bekymret for, at det europæiske marked grundet krisen ville komme sig langsommere end det amerikanske marked. Dette kunne betyde, at Googles omsætning ville komme sig langsommere i forhold til selskabets konkurrenter, som har en omsætning, der er mere baseret på det amerikanske marked. GS tror dog nu på, at Googles omsætning vil komme sig samtidig, hvilket bl.a. er indikeret af nylige resultater fra andre internetselskaber, som har vist stærk europæisk indtjening.

GS er blevet mere positivt indstillet over for Googles muligheder for annonceindtjening, hvilket er baseret på et bredere forbrug af display annonceringer samtidig med, at selskaber trækker sig ud af forretningsområder, som ikke skaber indtjening. GS forventer således, at Googles display annonceindtjening vil overstige søgeannonceindtjeningen i 2010-2011, da der blandt andet er markant trafik på dele af selskabets områder, som ikke involverer internetsøgninger, samtidig med at der er lav konkurrenceintensitet på dette område. Derudover er selskabets nuværende værdi særlig attraktiv i forhold til vækstmulighederne, hvorfor GS finder aktien interessant netop nu.

Risikoen for aktien inkluderer Googles konkurrence med Microsoft, som kan have effekt på selskabets markedsandel på det amerikanske marked. GS har en Køb-anbefaling på aktien med et kursmål på USD 560.



bringing materials to *life*™

Lafarge er et fransk selskab, som producerer og sælger byggemateriale, der blandt andet omfatter cement, aggregater, beton og andre relaterede produkter over hele verden.

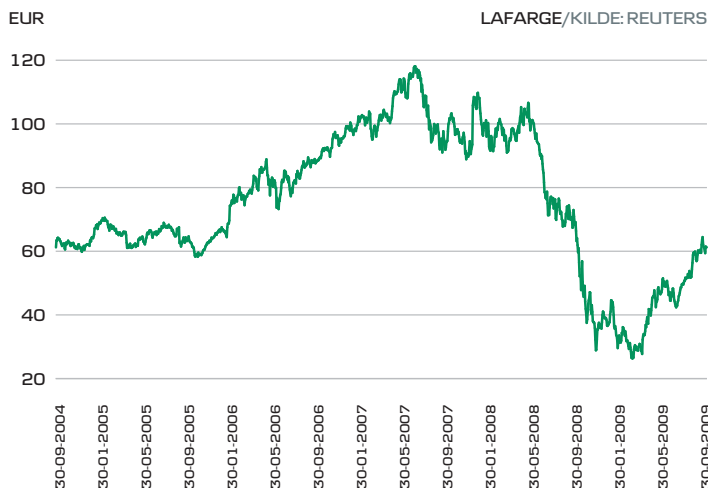
Lafarge er markedsleder inden for sine primære forretningsområder, hvor selskabets omsætning er fordelt med 57 pct. på cement, 35 pct. på aggregater og cement samt otte pct. på relaterede produkter.

Grundet indikatorer, der tyder på lovende forventninger til BNP vækst i Europa og byggemarkedet generelt, har Goldman Sachs (GS) øget forventningerne til byggeaktiviteten og efterspørgslen efter byggemateriale. GS tror derfor på, at volumen i udviklede markeder vil stige i 2010. Den europæiske byggeaktivitet og cementforbruget er tæt korreleret, og korrelerer endnu mere, hvis byggeaktiviteten i sammenligningen skubbes et år bagud, hvilket kan forklares ud fra, at der anvendes mest cement i den tidlige start af byggeprojekter.

Resultatet af disse forventninger er, at GS tror på, at cement vil være den første type byggemateriale, som vil påvirkes af en stigning i efterspørgslen efter byggematerialer. Dette vil med høj sandsynlighed afspejles i Lafarges kommende indtjening og er derfor et solidt argument for, at selskabets aktie er særlig interessant på nuværende tidspunkt.

Risici forbundet med aktien er en nedgang i efterspørgselsvæksten i udviklingslande, større prissvagheit i Mellemøsten end forventet og en sløvere end forventet udvikling på de udviklede markeder.

GS har en Køb-anbefaling på aktien med et kursmål på EUR 91,10.

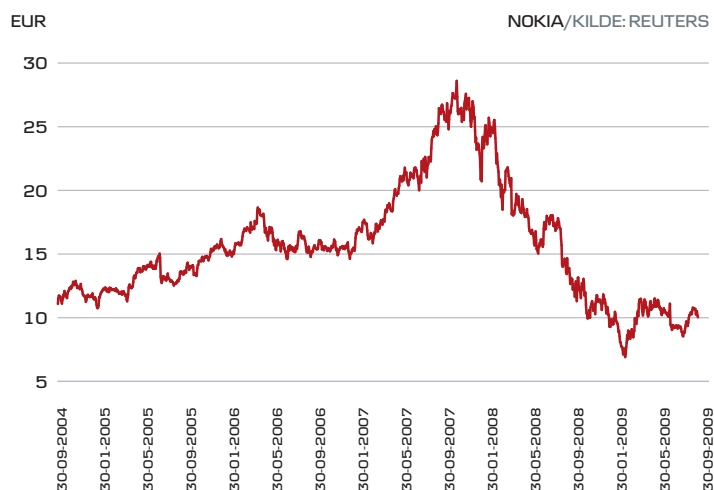


LAFARGE

Graferne viser kursudviklingen for de respektive aktier. Bemærk, at tidligere års kursudvikling ikke er en pålidelig indikator for den fremtidige kursudvikling. Bemærk ligeledes, at udsving i valutakursen kan påvirke afkastet på de udenlandske aktier.



NOKIA



Nokia er verdens største producent af mobiltelefoner, med en global markedsandel på ca. 40 pct., og er dermed dobbelt så stor som markedets nr. 2. Udover mobiltelefoner leverer Nokia, gennem sit joint-venture med tyske Siemens, netværksløsninger til den globale teleindustri. De seneste år har Nokia forsøgt at udvide forretningsmodellen således, at der følger mere indhold med mobil-enhederne – blandt andet gennem forskellige opkøb.

Nokia er ubetinget den mest omkostningseffektive og lønsomme producent af mobiltelefoner, hvilket har været en væsentlig årsag til selskabets førende markedsposition. Selskabet kan samtidig fremvise en fornuftig balance. Aktien er interessant at købe nu, eftersom Nokia står over for faldende udviklingsomkostninger som følge af indførelsen af simplere softwaresystemer, såsom det gratis Linux. Endvidere forventer Danske Markets Equities (DME) en lancering af en ny gruppe af 3G telefoner rettet mod det lavere segment.

Af konkrete triggere forude kan nævnes en potentiel marginforbedring i forbindelse med den lavere softwareomkostningsbase, samt markant stigende leverancer i fjerde kvartal, understøttet af en mulig introduktion af de billigere 3G modeller.

Risici ved køb af aktien er svigtende salg af mobiltelefoner, specielt i den højere ende af smartphone-segmentet, samt en stigning i underleverandørernes priser som følge af den seneste tids manglende lageropbygning. DME har en Akkumulér-anbefaling på aktien og et kursmål på EUR 12,50.



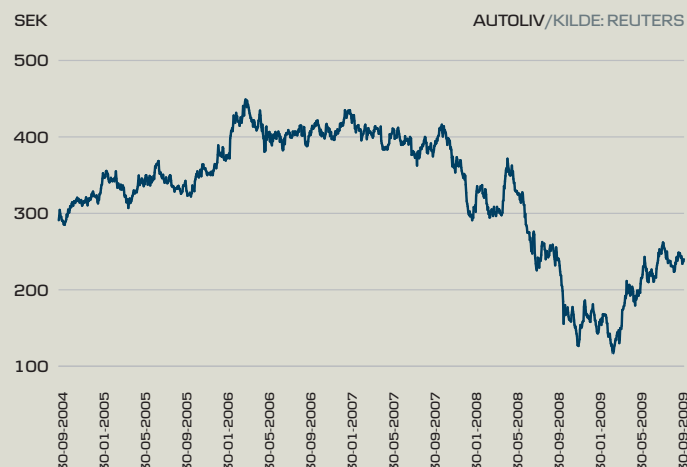
Autoliv

Svenske Autoliv er globalt førende inden for bilsikkerhed med markedets bredeste produktportefølje og den nyeste teknologi, herunder hvad angår både sikkerhedsseler og airbags. Autolivs kunder tæller samtlige af verdens ledende bilfabrikanter, som selskabet servicerer gennem 80 datterselskaber og joint-ventures i 30 lande.

Selskabet viste styrke og overgik forventningerne til indtjeningen i andet kvartal, primært som følge af en stigende omsætning og ledelsens succesfulde omkostningsreduktioner. Aktien er interessant at købe på nuværende tidspunkt, dels fordi der stadig er en del at hente i andet halvår fra spareplanerne fra 2008 – Autoliv har identificeret yderligere besparelser for USD 300 mio. Og dels fordi det bliver mere og mere klart, at den globale bilproduktion bundede i første kvartal, og nu er på vej op igen.

Af konkrete triggere forude kan nævnes en forventet erobring af markedsandele fra mindre konkurrenter allerede fra fjerde kvartal 2009, samt besparelsernes positive effekt på indtjeningen inden for den nærmeste fremtid. Derudover forventer Danske Markets Equities (DME) robuste bil salg i Europa, blandt andet på grund af diverse offentlige stimulusprogrammer.

Risici ved køb af aktien indbefatter usikkerhed omkring virkningen af den forestående afskaffelse af de statslige skrotprogrammer i Tyskland, Frankrig, UK og USA, samt irrationel adfærd fra de mindre konkurrenter i form af en aggressiv priskrig. DME har en Køb-anbefaling på aktien og et kursmål på SEK 280.



DET DANSKE REALKREDITMARKED

LÅNTAGERNE SKIFTER KURS

Låntagerne skifter fra fast til flex og giver den største udbudseffekt i 10 år.

■ STRUKTURELT SKIFTE I REALKREDITMARKEDET

SIDEN FORÅRET HAR ØKONOMIERNE vist fremgang, og det har gradvist dæmpet risikoaversionen blandt investorerne. Volatiliteten er faldet markant på de finansielle markeder, og på det danske obligationsmarked har det givet sig udtryk i en betydelig indsnævring af rentespændet mellem realkreditobligationer og statsobligationer, som var blevet udvidet ret kraftigt, dengang finanskrisen var på sit højeste.

Udlandet er også stoppet med at sælge danske realer, og det samme gælder hedgefondene, der fra tidligere at have spekuleret i udvidelser af rentespænd mellem stater og realer nu er vendt rundt og er blevet rene købere af realerne, evt. i en kombination, hvor de samtidig sælger stater. De danske institutionelle investorer har typisk fastholdt deres lange positioner af hensyn til deres behov for høj varighed.

Mange konverterbare realer »forsvundet«

Medvirkende til, at lange realkreditobligationer har været en særdeles god investering i år, har også været, at der faktisk er forsvundet en ganske stor mængde af 30-årige konverterbare realkreditobligationer. Der er således forsvundet over 120 mia. kr. i tilbagekøb, afdrag og førtidsindfrielse i år, mens nyudstedelsen har været begrænset til 25 mia. kr. Låntagerne vil have FlexLån/rentetilpasningslån og populariteten hænger i høj grad sammen med den aktuelt stejle realkreditkurve, som giver exceptionelt lave renter på de korte FlexLån 1-5 år i forhold til de fast-

forrentede inkonverterbare. 5 pct. 2041 i en kurs omkring 99 er i det lys åbenbart ikke godt nok til at friste mange låntagere.

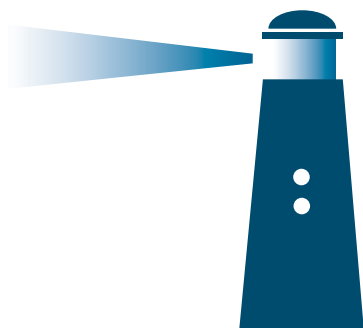
Der er tale om den største udbudseffekt siden 1999-2000 og faktisk det første strukturelle skifte i realkreditmarkedet siden 2003, hvor der var et moderat skifte fra »fast til flex«.

Spørgsmålet er så, om de lange realkreditobligationer stadig vil være en god forretning – vi har jo faktisk nu nået en pris-sætning af disse, som kan betegnes som relativt dyr i historisk perspektiv. Svaret synes at være »ja«. Umiddelbart blev prisfastsættelsen af de konverterbare realkreditobligationer styrket, da genplaceringen 1. oktober som ventet blev rettet mod netop disse i stor udstrækning. Og på lidt længere sigt ser der også ud til at være god støtte til de lange realer. Under antagelse af, at vores økonomiske prognoser holder stik, så fortsætter vi mod en normalisering/stabilisering af den globale økonomi. Det betyder, at risikoaversionen ikke stiger, tværtimod, og da inflations-truslen med en høj ledighed og en meget lav kapacitetsudnyttelse samtidig ikke er til stede, så peger alt på, at de lange realkreditobligationer kan holde kursniveauet og dermed give et relativt højt afkast.

Men hvornår kan vi forvente at se øget udstedelse i de konverterbare realkreditobligationer igen? Ser vi på det aktuelle kursniveau for 5'41 med og uden afdrag, som er de obligationer, hvor vi med størst sandsynlighed kan forvente, at der kommer udstedelser, så ligger kursniveauet omkring 99 henholdsvis 97,75. Dette svarer til en effektiv rente omkring 5,20 pct. henholdsvis 5,29 pct. Selv om nogle låntagere vil blive fristet til at optage disse lån som nye eller ved omlægning fra 7 pct., og dermed føre til en vis nyudstedelse af 5 pct. 2041, så vurderes den effektive rente for 5'41 imidlertid til at være høj sammenlignet med en effektiv rente på RTL 4'11 på 2,38 pct. Danske Analyse mener således, at der fortsat vil være en del låntagere, som vil vælge FlexLån frem for et traditionelt 30-årigt fastforrentet lån, så længe rentekurven fortsat er så stejl. ■



Men Danske Banks økonomer er jo ikke de eneste, der har fået øje på, at det går ret godt for verdensøkonomien. *Så hvorfor stiger renterne ikke?»*



ANBEFALINGER

Vi fastholder vores anbefaling om overvægt af konverterbare og inkonverterbare realkreditobligationer i forhold til statsobligationer i forventning om fortsat indsnævring af stat-real spændene. Især konverterbare realkreditobligationer ser interessante ud i lyset af fortsat fald i den cirkulerende mængde.

Skibskreditfonden er blevet nedjusteret af kreditvurderingsinstituttet Moody's. I forvejen handler skibskreditobligationerne oftest for dyrt i forhold til 2 pct. inkonverterbare realkreditobligationer. Det er nærmest blevet en reaksionsreaktion blandt private investorer, at man går efter skibskreditobligationer med lav kupon, fordi man herved har udsigt til en skattefri kursgevinst. Men faktum er altså, at 2 pct. realkreditobligationer, der tilbyder tilsvarende afkastmuligheder, er prismæssigt mere attraktive end skibskreditobligationer for tiden – og desuden også understøttet af mere »sikre« udsigter i form af sikkerheden i fast ejendom frem for sikkerhed i en skibsbranche, der er præget af stor overkapacitet.

I det hele taget har vi stor tiltro til 2 pct. flex-obligationerne. Vi vælger at udskifte alle 4 pct. flexer i brutto- og pensionsbeskattede porteføljer med 2pct. flex'er. I den korte portefølje vælger vi samtidig at omlægge flex 2012 til flex 2013.

I porteføljerne for personbeskattede kunder vælger vi at omlægge restbeholdningen af 2 pct. flex 2010 til 2 pct. flex 2013. Samtidig nedbringer vi 10 pct. af beholdningen af 2 pct. 2011, hvor der ikke er meget skattefri kursgevinst tilbage. I den mellemlange og lange portefølje nedbringer vi andelen af 2 pct. 2012 og øger andelen tilsvarende i 2 pct. 2013.

Investorer, der vil spekulere i spread mellem 2 pct. og 4 pct.'er vil køre ud i takt med, at 2 pct.'erne går fra at handle »brutto« til at handle »efter skat«, anbefales at gøre det i 2 pct. flex'er med løbetid længere end 2012.

Overordnet set er vores anbefalinger relativt defensive. Baggrunden er, at vores makroøkonomer har relativt store forventninger til den økonomiske udvikling både i USA og Euroland. Det er de ikke ene om. Den generelle markedsforventning er, at det globale opsving vil fortsætte. Det udmønter sig i forventninger om, at renterne vil stige, ikke mindst de lange, og derfor har vi en relativt stejl rentekurve. Med den forventning bør man lægge sig i den kortere ende af rentekurven – man bør tage varighed ud af porteføljen.

Risikoen er, at vi tager fejl i forventningen om, at det økonomiske opsving tager til i styrke i den kommende tid. Hvis det sker, vil vi ikke opleve stigende renter i det forventede omfang, og det ville i så fald have været mere attraktivt med længere varighed i porteføljen, end vi aktuelt anbefaler. Det afgørende i de kommende måneder vil være forbrugernes købelyst og udviklingen på jobmarkedet.

Rentestigninger lader vente på sig

DANSKE ANALYSE reviderede for nylig deres forventninger til den globale vækst en smule op og forventer nu en hurtig bedring i de kommende 2-3 kvartaler – også uden megen hjælp fra forbrugerne. Genopretningen vil være drevet af en hurtig stigning i produktionen for at imødekomme efterspørgslen, penge- og finanspolitiske stimuli samt mindsket negativ påvirkning fra finanskrisen.

Men Danske Banks økonomer er jo ikke de eneste, der har fået øje på, at det går ret godt for verdensøkonomien. Men på trods af en fortsat strøm af gode økonomiske nyheder er renterne fortsat med at falde den seneste måned. Det er der især tre grunde til:

1. Centralbankerne er stadig meget bløde i tonen og signalerer bestemt ikke snarlige rente-forhøjelser i øjeblikket.
2. Det er de »forkerte« økonomiske nøgletal, der overrasker. Der er fortsat mange der tror, at den nuværende bedring i økonomien ikke vil føre til et varigt opsving. Så længe der ikke er pæn jobvækst og forbrugsfremgang i USA, er det næring til tvivl.
3. Det er meget dyrt at spekulere i højere renter på grund af den stejle rentekurve. Den store forskel mellem finansieringsomkostningerne og den rente, man får på obligationen, gør det alt andet lige attraktivt at spekulere i lavere renter.

Det bevirker, at forventningerne til renteforhøjelser de næste par år er blevet skruet ned, renterne er faldet, og rentekurverne er stejlet på begge sider af Atlanten

Vi fastholder imidlertid vores forventninger om stigen- de lange renter og fladere rentekurver på et års sigt i både Euroland (og dermed også Danmark) og USA. På kort sigt vil de amerikanske renter formentlig stige mest, og rentemarkedet vil forvente flere renteforhøjelser i USA end i Euroland. Når det står klart, at det bliver ECB, der kommer til at sætte renten op først (Danske Analyses forventning), så vender billedet, og renten forventes at stige mest i Euroland. ■

Hvordan ser fremtiden ud?
Det har World Future Society en del bud på.

FREMTIDSVURDERINGER

■ TRENDS OG TENDENSER

World Future Society (WFS) er en organisation, hvis medlemmer består af videnskabsfolk, topchefer, kunstnere, filosoffer, sociologer m.fl. fra over 80 lande. WFS har netop udsendt en række bud på de næste 20-30 års udvikling inden for vidt forskellige områder lige fra teknologi, videnskab og demografi til sundhed, miljø, erhvervsliv og computere. WFS gør opmærksom på, at der ikke er tale om egentlige forudsigelser af, hvordan fremtiden vil arte sig, men snarere glimt af hvad der kan ske – eller forslag om, hvilken udvikling, der bør stiles imod. De mange trends, tendenser og vurderinger er baseret på undersøgelser offentliggjort i akademiske tidsskrifter m.v. fra det seneste års tid.

ERHVERV OG ØKONOMI

Kina vil sandsynligvis blive verdens største økonomi og dermed overgå USA allerede i 2035, mener The Carnegie Endowment for International Peace. Det er uvist om Indien med tiden vil overgå Kina, men sikkert er det, at de asiatiske økonomier er i vækst og på vej mod globale førerpositioner.

Internettet gør forbrugerne i stand til at dele information og rådspørge hinanden om produktinformation frem for at støtte sig til professionel rådgivning. Virksomheder vil tilpasse sig ved at tilbyde flere kunde-til-kunde fora; tiltag som skal tilskynde/motivere forbrugere til at påvirke andre forbrugere og erstatte kendte personer med almindelige mennesker i produktreklamer.

Der vil opstå stigende spændinger i mange samfund i takt med, at forholdsvist mange mennesker går på pension i de næste årtier. Politikerne må være mere opmærksomme på, hvordan utilstrækkelige ressourcer tidligt i livet kan føre til at mange pensionister ender som dårligt stillede.

Den demografiske udvikling i den industrialiserede verden vil tvinge mange regeringer til at reducere pensions- og sundhedshjælp til pensionister. De yngre i arbejdsstyrken vil i stigende grad protestere mod de højere skatter, som de aktuelle støtteordninger vil kræve i takt med, at andelen af pensionister i forhold til arbejdsstyrken vil stige markant. Efterfølgende generationer vil være tvunget til at arbejde sammen for at undgå »alders-krige«. ■

COMPUTERE

Arthur C. Clarkes roman 2001 – A Space Odyssey – blev en milepæl for science fiction-genren (især pga. Stanley Kubricks filmatisering), og et centralt element i fortællingen var computeren HAL 9000, der var bevidst om sin egen eksistens. Så langt er computere af i dag ikke kommet. Det vil kræve kalkulationer langt hurtigere, end det er muligt at opnå i dag, såvel som udvikling af særlige tænkende algoritmer. Men det kommer. Eksperterne gætter på, at 50 år efter årstallet i romanens titel bliver det muligt. Men inden da vil vi få søgemaskiner baseret på kunstig intelligens (AI), der omkring 2050 vil være i stand til at forstå spørgsmål og søgninger som en menneskelig assistent.

En teknik, som kan dæmpe lysets hastighed i ekstrem grad kan gøre computere i stand til at bruge lyset som hukommelse frem for elektroner. Resultatet kan forøge computerens arbejdskapacitet med 1000 pct. ■

INFORMATIONSSAMFUNDET

Når vi nærmer os 2020, vil bitte-små nanoapparater gøre trådløs kommunikation og overvågning mulig overalt. Mennesker vil have nanoimplantater, som gør det muligt at agere i et allestedsnærværende netværk. Alle vil have en unik IP-adresse. Og da nanoteknologien indebærer i realiteten ubegrænsede lagringsmuligheder, vil al samtale og aktivitet blive optaget og gemt.

Tyveri af identitet er allerede den hurtigst voksende forbrydelse i USA, og det udbreder sig hastigt gennem hele internetuniverset. Det vil kunne forventes at skabe store ødelæggelser på de finansielle og sociale verdener rundt om på kloden. Desuden – i takt med, at trådløs kommunikation bliver mere fremherskende, vil nye forbrydelser i cyberspace blive opfundet. ■

TRANSPORT

Hvis de nuværende trends fortsætter, så kører der i 2050 tre mia. biler rundt på alverdens veje. Dette scenario kan imidlertid blive ændret i takt med, at kraftigere og bedre trådløs kommunikation reducerer behovet for rejser; lovgivning kan sætte en grænse for antallet af køretøjer pr. husstand og ubemandede »flying delivery drones« vil delvist kunne erstatte lastbiler som transportmiddel for varer m.v.

Ingen snak om fremtiden uden at nævne flyvende biler. Faktisk er der allerede opfundet en del flyvende prototyper – bl.a. Paul Mollers Skycar, som flyver på ethanol, 20 miles per gallon, cruising speed 275 mph og maks. højde på 36.000 fod. Foreløbig er teknologien dog ikke så udviklet og gennemtestet, at en kommercialisering er lige om hjørnet. Men Moller selv er overbevist om, at vi vil se masser af flyvende biler om 10-15 år.

I Star Trek-filmene kan man »beame« folk op og ned fra rumskibet. Der er vi ikke endnu, og kommer det nok aldrig. Men DARPA-forskere er nået langt med teknologier, der reducerer partikler til en bølgelængde, så kvanteinformation om partiklen, er det, der transmitteres i stedet for selve partiklen. Originalen forsvinder et sted, og kvanteinformationen genskaber den et andet sted. ■

ENERGI

I 1970 havde 40 pct. af Jordens befolkning adgang til elektricitet, i 2000 var tallet 73 pct. og det skønnes, at tallet vil nå 83 pct. i 2030. Elektricitet er af afgørende betydning for at hæve levestandarden og give adgang til verdens produkter og serviceydelser. Fattige lande, heraf mange afrikanske, har stadig en meget lav udbredelse af elektricitet, f.eks. 3,7 pct. i Uganda.

Forskere på Massachusetts Institute of Technology har opfundet et system af fliser, der genererer strøm i og med, at de gnider sig op ad hinanden, når folk går på dem.

Elbiler og hybridbiler er i hastig fremgang. Men der har i adskillige år været forsket i motorer, som fungerer med komprimeret luft, og der er foreløbig opnået hastigheder på 320 km/t, og rækkevidde på flere hundrede km.

Der går lang tid, før vi kan undvære kraftværkerne baseret på fossile brændstoffer. En måde at begrænse CO₂-udledningen fra disse på er imidlertid at fange skorstensrøgen og fjerne en stor del af CO₂-indholdet og lagre det i undergrunden. Foreløbig er teknologien Carbon Capture and Storage (CSS) stadig på forsøgsstadiet. Et problem er omkostningerne – det vil koste 10-40 pct. mere at drive et CSS-kraftværk frem for et uden teknologien, og desuden er lagringen af CO₂ også et problem.

Der findes i dag 435 atomkraftværker i verden. Estimerer går på, at vi i 2025 vil have over 1000. ■

MILJØ OG RESSOURCER

Syreregn, afskovning og andre former for forurening og miljømæssig degradering vil blive mere udbredt i Kina, Indien og andre udviklingsøkonomier som følge af hastig industrialisering og ringe kontrol med forurening. Omfanget af forureningsrelaterede sygdomme vil stige uforholdsmæssigt meget i disse landes befolkninger. Eksempelvis er antallet lugesygdomme pr. indbygger i Kina fem gange højere end i USA allerede i dag.

Som følge af stigende mangel på ferskvand, vil afsaltning sandsynligvis blive en af verdens største industrier. Byer inde i landet vil opleve flere problemer end kystområderne, og installation af enorme vandledningsrør bliver nødvendigt.

Stigende vandstand i havene vil reducere verdens ferskvandsforsyning med 50 pct. mere end tidligere estimeret. I takt med at de tilgængelige vandressourcer falder, vil den globale efterspørgsel efter ferskvand stige og true miljøet, føde- og energiforsyningen og lokal og international politisk stabilitet. Ved at reducere vores energiforbrug nu, kan vi imødegå store reduktioner i tilgængeligheden af drikkevand senere.

En global temperaturstigning på 6 grader ville være nok til drastisk at ændre verden, som vi kender den, med katastrofale ændringer for mennesker. Konflikter over knappe ressourcer vil kunne få den menneskelige civilisation til at kollapse. En temperaturstigning på kun 3 grader vil kunne omdanne Amazonas regnskoven til en ørken, viser de senere års forskning af økosystemerne i Amazonas – og en stigning på 4 grader vil formentlig få de sidste bjerggletschere til at smelte.

Landbruget bidrager ifølge FN med mere CO₂ til atmosfæren end transportsektoren. Men en måde at imødegå problemet på er via støt-teordninger at tilskynde landmændene til at gøre deres landbrugspraksis miljømæssigt mere bæredygtig. ■

SUNDHED OG MEDICIN

Det 21. århundrede vil blive præget af et kapløb om at blive bedst til at »forbedre« mennesket via biomedicin og genetik – som det foregående århundrede var præget af rumkapløbet, mener UCLA-professor Gregory Stock.

Genetiske terapier vil friste stadig flere til at manipulere deres DNA. Ny viden om de menneskelige gener kan føre til behandlinger, der kan kurere de fleste af nutidens almindelige sygdomme. Det kan også føre til, at individer ændrer deres egen DNA for at forbedre deres udseende, deres atletiske evner og mentale kapacitet. Forskerne vil få brug for stramme retningslinjer for hvad, der er passende og upassende, når der skal fifles med det menneskelige genom.

Radioimmunoterapi – brugen af radioaktive atomer for at dræbe vira, som forårsager tumorvækst – vil gøre det muligt for lægerne at bekæmpe kræft og samtidig forvolde mindre skade til patienternes kroppe. Disse terapier vil have en minimal effekt på sundt væv og forebygge meget tumorvækst, før en operation er nødvendig. ■



TEKNOLOGI OG VIDENSKAB

Internet-entreprenøren Andrew Keen tror, at anonymiteten af nutidens internet version 2.0 vil bane vejen for en mere åben version 3.0, i hvilken tredjeparts »gatekeepers« overvåger den information, der lægges ud på nettet for at verificere dens præcision. Keen ser allerede nu en stigende tendens til, at web-sites kræver, at bidragsyderne skal identificere sig selv og betale for at være med.

Teknologi-kapløbet mellem Sydkorea og Japan tager til – ikke mindst inden for robotter. Sydkorea har erklæret en målsætning om, at hvert hjem skal have en robot senest i 2020. I Japan er det samme mål fastsat til 2015. Begge lande har en stor udfordring foran sig med en stærkt stigende ældrebyrde, og robotter er en del af løsningen til at imødegå mangelen på arbejdskraft.

Fremtidens TV får måske ikke brug for skærme. Matematikere i Finland har udarbejdet en plan for instrumenter, som kan projicere 3D-billeder med brug af nanomaterialer, der bøjer lyset omkring objekter. ■

VÆRDIER OG SAMFUND

De dage, hvor USA og den første verden har kunnet dominere verdens kultur og økonomi, kan meget vel snart være forbi. Brugbare idéer fra mindre udviklede lande – såsom den trehjulede »tuk-tuk« i overbefolkede megabyer, vil i stigende grad inspirere og tiltrække sig opmærksomhed i de højt udviklede regioner.

Selvstændighed og samarbejde vil blive fremherskende samfundsmæssige værdier i takt med, at Generation X og Generation Y afløser baby-boom generationen på arbejdsmarkedet. Generation X og Y er præget af en stærk iværksætterånd, men er samtidig meget socialt bevidste. Samfundene kan forvente øget forretningsaktivitet fra virksomheder i mindre skala, mere social aktivisme og større og bedre evne til at strække sig ud over forskellige kulturer og politiske partier.

Trenden mod mere »grønt« forbrug er kun toppen af et etisk isbjerg. Virksomheder vil i stigende grad tiltrække kunder ved at promovere deres etiske retningslinjer i ansættelsespolitikken, outsourcing, R&D standarder (f.eks. ingen test på dyr) og filantropiske aktiviteter.

Det enkelte individs professionelle viden bliver forældet hurtigere end nogensinde før. De fleste professioner vil kræve kontinuerlig instruktion og uddannelse. Hurtige ændringer i arbejdsmarkedet og arbejdsrelaterede teknologier vil nødvendiggøre job-relateret uddannelse for næsten alle arbejdere. På et hvilket som helst tidspunkt vil en betydelig del af arbejdsstyrken altid være i job-relaterede træningsprogrammer og kurser. ■

GLOBALE FORHOLD

Mellemøsten bliver mere sekulær. Befolkningens støtte til religiøse regeringer er faldende i lande som Irak, ifølge en undersøgelse fra University of Michigan. I 2004 viste f.eks. en meningsmåling i Irak, at kun en fjerdedel af de adspurgte mente, at Irak ville være et bedre sted, hvis religion og politik var adskilt. I 2007 var andelen steget til en tredjedel.

I det næste årti vil biologiske teknologier, der engang var i videnskabens allerforreste frontlinjer, blive tilgængelige og anvendelige for alle med et minimum af videnskabelig indsigt. Nye videnskabelige discipliner som genetik, nanoteknologi og andre mikrovidenskaber kan bane vejen for et biologisk angreb. Bakterier og vira kan ændres til at blive mere dødbringende eller immune over for antibiotiske behandlinger. Desuden vil sygdomme, der anses for at være udryddede, kunne genskabes og blive spredt i nye regioner.

Forening fra nanoteknologi i moderne krigsførelse repræsenterer en betydelig risiko for både soldater og civile samfund. Nanopartikler kan defineres som usynlige kugler, idet ingen sensorer hidtil har været i stand til at finde dem i bombede områder. Nanopartikler kan potentielt forårsage nye sygdomme med usædvanlige symptomer, som vanskeligt kan behandles, og de vil forårsage skader langt uden for den traditionelle slagmark.

En varmere planet kan meget vel blive en mere krigshærget, viser en undersøgelse foretaget af Hong Kong-forskere. Undersøgelsen viser, at pludselige temperaturændringer fra 1400 til 1900 på konsistent vis forstyrrede verdens forsyning af fødevarer og vand, hvilket førte til, at flere befolkninger gik i krig. Forskerne bag rapporten adværer mod, at de stigende temperaturer i dag kan føre til en tilsvarende stigning i omfanget af væbnede konflikter og politiske stridigheder. ■

DEMOGRAFI

I dag lever 50 pct. af Jordens befolkning i byer, og andelen skønnes vokset til 60 pct. i 2030. Hastig udvikling for at få plads til de mange mennesker på begrænsede områder, vil forværre socioøkonomiske og miljømæssige problemer. Epidemier vil blive mere hyppige som følge af dårlig sanitering og overfyldte boligheder. Global opvarmning kan accelerere som følge af øget CO₂-udledning og tab af plante- og skovområder.

Stigende migration af arbejdere fra udviklingslande til de udviklede lande vil medvirke til at imødegå problemet med manglende arbejdskraft i de rige lande. Men mange af migranterne vil være forarmede. Sociale sikkerhedsnet og bymæssig infrastruktur vil komme under stærkt pres i takt med indvandringen. Modreaktioner og protester fra den oprindelige befolkning bliver mere hyppige.

Den demografiske udvikling i USA er under hastig forandring. Fremskrivninger tyder på, at allerede i 2015 vil minoriteter i USA udgøre 40 pct. af befolkningen, og eksperter peger på, at udviklingen går så hurtigt, at den amerikanske identitet, som vi kender den, vil blive forandret drastisk. ■



ISTOCKPHOTOS

ER DE NORDISKE AKTIEMARKEDER BLEVET FOR DYRE?



De nordiske aktiemarkeder, især de danske og svenske, er tordnet i vejret, så de målt på P/E er noget dyrere end øvrige europæiske markeder.

EFTER MASSIVE stigninger på aktiemarkedene siden foråret, er det naturligt, at man begynder at væbne sig med skepsis overfor, om det nu også kan fortsætte – især på de nordiske markeder, som i mange tilfælde ser noget dyrere ud end de fleste øvrige europæiske markeder målt på P/E niveauer.

Kendsgerningen er, at 60 pct. af de 120 største nordiske selskaber har nået P/E-niveauer – dvs. den aktuelle kurs i forhold til forventet indtjening i 2010 – som set relativt til selskabernes egen historie er relativt høje. Spørgsmålet er, om det er realistisk i et scenario, hvor der er stor frygt for, om det økonomiske globale opsving kan fortsætte. Selv hvis det holder, kan der være begrundet tvivl om, hvorvidt efterspørgselen vil kunne nå før-krise niveauet. De vigtige forbrugere er ringere stillet økonomisk end før krisen, forbrugertilliden er hårdt ramt, og vi skal se forbedringer her, hvis efterspørgselen skal komme sig. Dette kræver, at forbrugeren genvinder tilliden til fortsat at have et arbejde og dermed er det vigtigt, at vi ser arbejdsledigheden deaccelerere.

60 pct. »kritiske« selskaber

Som nævnt har 60 pct. af de 120 største nordiske selskaber nået P/E-niveauer, der forekommer »kritiske«. Men ifølge aktiestrateg Morten Kongshaug er det kun de 18 pct. (dvs. 10 pct. af de samlede nordiske selskaber) som rent faktisk kan betegnes som kritiske ud fra den betragtning, at de aktuelle kurser afspejler forventning om en indtjening for 2010, der er tæt på de rekordhøje indtjening, der blev nået, da den forrige højkonjunktur toppede i 2007-08. 24 pct. af de 60 pct. kritiske (dvs. godt 14 pct. af de samlede nordiske) har inddiskonteret indtjening, som bringer

prisfastsættelsen tæt på den historiske median og som dermed kan betragtes som at ligge på et »fair« P/E niveau set i forhold til historien.

For de resterende 58 pct. af den »kritiske« gruppe (dvs. 35 pct. totalt set) afspejler kurserne et opsving i indtjeningen, der ligger lavt i forhold til »historisk« indtjening. Under de nuværende markedsvilkår og tegn på forbedring i realøkonomien er det Morten Kongshaugs vurdering, at der vil komme positive justeringer for forventninger til indtjeningen i 2010. Overordnet konkluderer han, at den stigning i P/E, som vi har oplevet for en del nordiske selskaber, endnu ikke er kritiske mht. de nordiske markeders potentiale for fortsatte stigninger i de kommende måneder.

En vigtig forklaring på, hvorfor nordisk P/E er højere end i Europa er, at de nordiske markeder er præget af flere cykliske selskaber. Således er 93 pct. af de førnævnte 60 pct., der umiddelbart ser »kritiske« ud på P/E, cykliske aktier. Og forklaringen på, hvorfor Sverige og Danmark skiller sig ud med særligt store stigninger i Norden, er, at 50 pct. af de 60 pct. (30 pct. af de samlede nordiske aktier) er svenske og danske virksomheder.

»Vi indtager ikke en overdreven positiv holdning til det nordiske marked i forhold til det europæiske. Men vores pointe er, at man skal passe på med ikke at se for negativt på de nordiske aktier. Samlet set er »inflationen« i nordisk P/E retfærdiggjort efter vores vurdering, idet vi forventer stærk global ekspansion og yderligere »healing« af kreditmarkedet, som vil udløse stærkere opjusteringer af indtjening i nordiske selskaber end hvad, der forekommer sandsynligt i det brede europæiske marked.« ■



RISIKOMODELLER MED HOLD I VIRKELIGHEDEN

■ RISIKOMODELLER OG PANIK

Når man skal forsøge at forklare og forstå, hvorfor de amerikanske subprimelån, der trods alt kun dækker en beskednen del af USA's samlede realkreditlån, kunne ende med at spille en hovedrolle i den globale finanskrisen, så er det svært at lade være med at pege på skurkene i Wall Street. De finansielle troldmænd, der skabte produkter og selskabskonstruktioner så komplicerede, at ingen havde overblik over den samlede risikoeksponering. Sandt nok, de spillede unægtelig en stor rolle, men faktum er, at de blot agerede kreativt inden for lovens rammer (se historien om finanskrisen i **INVESTERING**, okt. 2008).

DET EGTENTLIGE PROBLEM VAR, at de risikomodeller, som alverdens finansielle institutioner bruger til at styre deres forretning efter, ikke afspejlede de underliggende risici. Ifølge disse modeller var de strukturerede produkter, baseret på subprimeobligationernes pengestrøm, sikre papirer. Men det viste sig jo, at de ikke var. Ganske vist var der angiveligt en indbygget risikospredning i, at betalingsstrømmene kom fra subprimepapirer fra mange forskellige stater, og at produkterne var inddelt i forskellige risikoklasser (trancher), så dem med den højeste rating fik pengene først, hvis der skulle opstå problemer med subprimelåntageres betalingsevner. Denne risikospredning var bare ikke meget værd, da det viste sig, at en meget stor del af subprimelåntagerne generelt over hele USA havde optaget lån, de ikke kunne betale, da de efter de første par år til lave lokkerenter pludselig skulle betale langt mere. Tvangsauktionerne begyndte at rulle og startede en veritabel lavine i de amerikanske boligpriser, der var kommet alt for højt op af

flere års ukritisk långivning. Og det var en national lavine, så også de højtratede dele af de strukturerede produkter måtte vinke farvel til obligationsbetalingerne.

Panikken skal med i modellerne

Men der var andre fejl i hele konstruktionen. Finanssektorens risikomodeller tog heller ikke højde for den risiko, der blev udløst af menneskelig adfærd i form af panik.

»Det, der ikke blev anerkendt i modellerne var betydningen af en anden slags risiko – likviditetsrisikoen. Når tilliden til modparter forsvinder, så fryser markedet fast, og der er ikke nogen priser. Det viste virkelig, hvor langt den virkelige verden er fra vores modeller,« sagde Stephen Figlewski, professor i finans på New York University, for nylig til New York Times.

En vej for fremtidens modeller kan være at implementere elementer, som måler, og måske endda forudsiger store gruppers adfærd. Og det er der allerede lavet meget forskning i uden for finansverdenen ved at se på folks adfærd på internettet. Internettet giver forskerne mulighed for at følge spredningen af alt muligt – nyheder, idéer, videoer, musik, bøger, modeluner – gennem nettets sociale netværk. En sådan forskning har mange anvendelsesmuligheder lige fra politik og sundhedsundersøgelser til reklamer og handel på internettet – og finder sted i dag i stor stil hos bl.a. Google, Yahoo, Microsoft, Twitter, Facebook m.fl.

Finansielle markeder er ligesom mange »samfund« på internettet sociale netværk. Forskerne ser efter hvilke mekanismer og modeller, som udvikles til at udforske kollektiv adfærd på nettet, også kan anvendes på de finansielle markeder. Et hold på seks økonomer, finanseksperter og computerspecialister på Cornell University modtog for nylig en pris fra National Science of Foundation for at følge netop det mål.

»Håbet er at tage denne forståelse af smitte og bruge den som en perspektivering af,

hvordan hastige adfærdsændringer kan sprede sig gennem komplekse netværk i finansielle markeder,« siger Jon M. Kleinberg fra holdet til NY Times.

På Massachusetts Institute of Technology har Andrew Lo en anden tilgang til at få indarbejdet menneskelig adfærd i finans. Hans forskning fokuserer på, at anvende viden og indsigt fra andre videnskabelige grene, bl.a. evolutionær biologi og kognitiv neurovidenskab for at give et nyt perspektiv af, hvordan finansielle markeder fungerer – den såkaldte adaptive markedshypotese.

J. Dooyne Farmer, en tidligere fysiker ved Los Alamos National Laboratory og stifter af et børsselskab, der handler på baggrund af kvantitative modeller, mener, at forskningen i menneskelig adfærd er interessant, men frygtelig ambitiøs. I stedet forsker Farmer, der i dag er professor ved Santa Fe Institute, i modeller af markeder, institutioner og deres komplekse interaktioner – en hybrid forskningsdisciplin kaldet econophysics.

Han mener ikke, at man havde behøvet en model af den menneskelige psykologi for at se, at der var en lurende katastrofe. Således var omfanget af Credit Default Swaps, forsikringer mod at obligationslåntagere ikke kan betale, i 2006 vokset til 60 trillioner USD. Samtidig var den gennemsnitlige gearing på realkreditobligationer steget til 16 til 1 (i dag 1,5 til 1).

»Sæt de to sammen, og du har et alvorligt problem. Du behøver ikke en model af den menneskelige psykologi for at se, at der var fare for en lurende katastrofe. Men det er ikke lykkedes for økonomerne at lave modeller, der modellerer sådanne fænomener og i tilstrækkelig grad afdækker deres sammenhænge.« ■



Kreativiteten blomstrer igen i Wall Street

INVESTERINGSBANKER i Wall Street har store planer om, at livsforsikringer skal blive et hit for investorerne. Ikke fordi de skal tegne dem, men fordi de skal købe dem. De kreative finansfolk har planer om at købe livsforsikringer i stor stil fra syge og ældre mennesker. Derefter skal forsikringerne pakkes sammen i hundred- eller tusindvis i strukturerede obligationer. Obligationerne skal derefter sælges videre til investorerne, f.eks. pensionskasser, som vil modtage udbetalingerne fra livsforsikringerne, når de forsikrede personer dør.

Jo tidligere personer dør, desto højere bliver afkastet. Lever forsikrede personer længere end forventet, forringer det afkastet og kan føre til, at investeringen viser sig at være direkte tabsgivende. Uanset hvad, så modtager finanstrøldmændene i Wall Street betydelige summer for at skabe obligationerne, sælge dem og senere handle dem.

En stor risiko ved projektet er naturligvis, hvis lægevidenskaben kommer med store gennembrud og endegyldigt løser kræftens gåde. Eller f.eks. at det lykkes for Obama at få vedtaget en ambitiøs sundhedsreform, der i sidste ende betyder, at amerikanerne lever længere. Det betyder at ikke blot vil det betyde tab på den enkelte forsikring, men også at forsikringsselskaberne hæver præmierne.

Det kan de også gøre af en anden grund. En hel del personer, der har tegnet livsforsikringer, opgiver således på et tidspunkt at betale på deres forsikringer, måske fordi præmierne er blevet for dyre eller fordi børnene er vokset op og ikke længere har brug for den finansielle beskyttelse. Når det sker, har forsikringsselskabet ikke pligt til at foretage en udbetaling. Men den slags er allerede indkalkuleret i de forudsætninger, der ligger til grund for livsforsikringsselskabernes præmier i dag, og hvis der pludselig er en hel del flere forsikringspolicer, der bliver vedligeholdt fordi investorer sørger for at betale præmierne, så er forsikringsselskaberne nødt til at hæve præmierne på et tidspunkt – og dermed forringes investeringen.

Ikke desto mindre – interessen for projektet er åbenbart stor blandt potentielle investorer, som er stærkt interesserede i nye aktivklasser, der ikke er forbundet med hverken aktiemarkedet eller den økonomiske udvikling.

Resecuritisation of real estate mortgage investment conduits – også kaldet Re-Remics – er en anden kreativitet, der er i fuld gang og i høj grad også var det før krisen.

Det handler i korte træk om, at man tager en bunke CDO'er, som i forvejen består af forskellige realkreditobligationer, og blander

kortene igen. Dvs. man skaber nye papirer baseret på samme princip. Nemlig, at man har inddelt dem i forskellige risikoklasser og forskellig rating, som sikrer at de højestratede får deres penge først.

Det er samme princip, som man brugte til subprimeobligationerne i sin tid. Denne gang er der dog tale om obligationer med lidt bedre betalingsudsigter. Og argumenterne for at skulle købe dem er, at ejendomsmarkedet muligvis er tæt på bunden samt at mange nedjusteringer af ratings på Remic's der tidligere var f.eks. AAA-rated, angiveligt er ufortjente. Krisens chokeffekt tvang mange til at sælge stort ud, og mange har heller ikke mandat til at købe papirer med rating under AAA, hvilket betyder, at kursen på nedjusterede papirer presses yderligere. Hvad gør man så?

Man sætter papirerne sammen på en ny måde, måske ved at en større mængde af obligationer sikrer betalinger for den øverste risikotranche. Slutresultatet bliver, at man får nye CDO'er, hvor kreditvurderingsbureauerne så igen kan forsvare at give AAA-rating til den øverste risikotranche. Det er business as usual i Wall Street. ■

DANSK ERHVERVSLIV er med i den grønne front

Hvis man tror, at Vestas er dansk forskning og erhvervslivs eneste seriøse bud på at bidrage med løsninger, tilpasninger og idéer til den globale transformation over mod en mere bæredygtig menneskelig tilstedeværelse på den tredje planet fra solen, så tager man grueligt fejl.

I vores lille land har vi et væld af iværksættere, forskningsgrupper, større og mindre selskaber, der beskæftiger med udvikling af bæredygtige teknologier lige fra bølgeenergi, vandrensning og biomasse til brændselsceller, varmepumper og energieffektivitet. Vi har besøgt fire af dem.

Better Place – visionen om elbilerne

BETTER PLACE (BP) er ikke en dansk idé, men israeleren Shai Agassi's. Projektets grundidé er, at solenergi og vindmøller i vid udstrækning kan erstatte fossilt brændstof som transportsektorens basale energikilde – og Danmark, Hawaii og Israel er udvalgt som projektets primære testområder.

Vindmøller sørger i Danmark i dag for omkring 20-25 pct. af det samlede elbehov, og nogle gange er det meget mere – til tider over 100 pct., når der blæser en vældig vind ude fra vest. Men også i mere normale vindstyrker er der en betydelig overskudsstrøm om natten. Det giver os et problem, fordi vi ikke kan gemme strømmen, men praktisk talt må forære den væk til nabolandene.

Batteriskiftestationer over hele landet

Men her kommer BP ind i billedet. Dels skal en national flåde af elbiler tage sig af en betydelig del af strømmen med natlige opladninger hjemme hos bilejerne (4-8 timer), dels skal strømmen oplades på batterier, som ejes af BP. Idéen er så, at batterierne udskiftes på stationer, som BP etablerer over hele landet. Bilejerne betaler en afgift for at kunne udskifte batteriet på stationerne rundt om i landet – en udskiftning, som kun tager et par minutter. Allerede i dag har man batterier, der giver en rækkevidde på 160 km – dog noget mindre på en kold, dansk vinterdag, hvor varmeblæseren, varmeruden, vinduesviskerne og andre strømkrævende aggregater skal i gang.

»Visionen er, at give bilisterne samme muligheder som med biler, der bruger forbrændingsmotor. Hvis alle personbiler i Danmark var 100 pct. eldrevne, ville det kræve mindre

end 700 vindmøller at forsyne dem alle med strøm. Sol og vind er energikilder med et enormt potentiale. Robert Kennedy har påpeget, at USA for en investering på 1,5 trillioner USD i solenergianlæg og vindmøller kunne blive energiuafhængig. I dag bruger USA 750 mia. USD årligt på energi,« siger direktøren for BP's danske afdeling, Jens Moberg.

Håbet for BP er, at bilproducenternes kommende elbiler i et vist omfang vil basere sig på standardiserede batterier, som kan udskiftes på BP's batteriskiftestationer.

Mange elbiler på vej

Over 30 bilproducenter er på vej med elbiler eller plugin hybrid elbiler, men de fleste er baseret på lynopladning, hvilket dog foreløbig er noget mere tidskrævende end at skifte batteriet – 20-30 min. for en opladning til 80 pct. af batteriets kapacitet. Rekordene er foreløbig 8 min. for en lynopladning af en lastbil.

Der forskes voldsomt i batteriteknologien nu og i de kommende år, og batteriernes ydeevne og lynopladningen vil forbedres drastisk. Tidligere i år kunne forskere på Massachusetts Institute of Technology eksempelvis meddele, at de har identificeret en kemisk proces, der kan gøre opladningen af lithium-ion batterier 100 gange hurtigere end i dag.

Men det vil tage årevis, før batteriteknologien er klar til håndtere lynopladninger på 5-6 minutter til den brede bilpark. Et problem med lynopladning er også, at det trækker meget store mængder strøm ud på kort tid, og det kan elnettet ikke klare i sin nuværende form – og slet ikke på de tidspunkter, hvor nettet er mest belastet af andre strømslugen-

de aktiviteter. Jens Moberg påpeger, at det er afgørende betydning, at sikre en intelligent opladning af elbilerne, ellers overbelastes elnettet. På bilmessen i Frankfurt i september præsenterede BP softwaren AutoS, der gør, at den enkelte bil kan kommunikere med BP's centrale datacenter, og det gør BP i stand til at prioritere hvor, hvornår og hvor meget elbilerne skal lades. I datacentret indsamles også oplysninger om hvor der er ledige ladestationer og batteriskiftestationer, trafikinformationer, bilisternes køremønstre osv. På bilmessen præsenterede BP's samarbejdspartner, Renault, i øvrigt også sin første elbil med udskifteligt batteri (se foto).

Elbilens fremtid bliver en blanding af løsninger baseret på hjemlig opladning i kombination med lynopladning og batteriskift – og det vil kræve en omfattende infrastruktur. Planen for Better Place er da også, at der i Danmark som i Israel udover de 100 batteriskiftestationer også skal stilles 500.000 ladestationer op. ■





Gaia Solar luner sig i solen

BETTER PLACE'S FORRETNINGSKONCEPT bygger på, at andre sørger for de teknologiske løsninger – så sørger Better Place for infrastrukturen.

Gaia Solar udnytter i høj grad også den teknologiske udvikling. Gaia Solar, der har eksisteret siden 1996, baserer sin forretning på et indgående kendskab til solenergibranchen, og er i dag Skandinaviens største selskab inden for bygningsintegrerede solcellepaneler. Selskabet sørger løbende for på det globale marked at købe det udstyr, som giver bedste kvalitet for pengene – og så sætter de det sammen. De danske kunder, både private boligejere og virksomheder, tilbydes skræddersyede løsninger, der passer til kundens behov for miljøoptimal ydelse, funktion og æstetisk arkitektur.

Fokusområdet er private og offentlige virksomheder, men en hel del parcelhusejere er også i kundekredsen efterhånden. Det koster omkring 100.000-140.000 kr., at etableret et solcelleanlæg, hvis man selv ordner det. Men kan det overhovedet betale sig i dette forblæste land med det grå vejr?

Svaret er ja. Med et sådant anlæg kan man blive selvforsynende med elektricitet. Det hænger sammen med, at vi har en nettomålingsordning i det danske elsystem. Med denne ordning kan evt. overskydende el fra solcellerne (hvis de producerer mere, end man bruger) »indsættes« på det kollektive elnet og så »hæves« igen, når solen ikke skinner, og man har brug for elektriciteten. Husstandens elmåler løber ganske enkelt baglæns eller fremad, afhængigt af solcelleproduktionen og husstandens aktuelle strømforbrug. Og når året gøres op, så vil elregningen være omkring nul.

Det er i hvert fald udgangspunktet. Men hvornår har det så tjent sig hjem?

»Det afhænger af elprisen. De seneste 50 år er elprisen steget i gennemsnit med 7 pct. årligt. Ser vi på de seneste fem år har stigningen været på 20 pct. årligt. Vores beregninger viser, at med konservative antagelser om årlig elprisstigning på 5 pct., så er tilbagebetalingstiden for et komplet anlæg omkring 10-15 år,« siger adm. dir. for Gaia Solar, Michael Stadi. ■

Topsoe Fuel Cell

I EN BRÆNDELSCELLE omsættes brændsel og luftens ilt til elektricitet med varme og vand som biprodukter. Der findes mange typer af brændselsceller, hvoraf nogle også kan omsætte naturgas (metan, CH₄) og kulgas foruden brint. Alle har det til fælles, at en celle består af en elektrolyt og to elektroder, ligesom celler i almindelige batterier. Topsoe Fuel Cell er en forretningsaktivitet hos Haldor Topsoe, der allerede er udskilt fra moderselskabet, og fokusområdet er udvikling af fastoxidbrændselscellen, SOFC.

Fordelen ved brændselsceller er en væsentlig højere effektivitet end ved traditionel forbrænding af et givet brændstof. Der udledes heller ikke NO_x, SO_x, sodpartikler og mindre CO₂ (intet CO₂, hvis brændslet er ren brint).

Brændselsceller har været kendt i mange år, men er ved at slå igennem. Den relativt ringe penetration hænger sammen med, at de fossile brændstoffer har været relativt billige, hvilket har gjort de mindre effektive forbrændingsmotorer og turbiner økonomisk attraktive. Samtidig har materialeprisen på brændselscellesystemerne været høj, og det har ikke kunnet lade sig gøre at leve op til de høje krav til levetid og driftssikkerhed, som er nødvendige at opfylde for at gøre brændselscellerne konkurrencedygtige.

Men klimaproblemerne, stigende priser på fossile brændstoffer kombineret med fremskridt i materialeforskningen har gjort det realistisk at tro på et kommercielt gennembrud for brændselscellerne inden for 5-10 år.

Claus Voigt Andersen, forretningsudvikler hos Topsoe Fuel Cell, tror, at private villaejere allerede om nogle år vil kunne erstatte deres olie- eller naturgasfyr med en brændselscelle på 1 kW. Men også lastbilerne, som ofte må køre i tomgang i timevis, så bilernes generatorer på en ikke-energieffektiv vis kan holde for eksempel et containerkøleanlæg i gang, har en løsning i udsigt inden for 4-5 år. Med en brændselscelle på 3 kW vil lastbilens motor kunne standse til glæde for miljøet.

»Den største udfordring er, at store brændselsceller skal kunne bruges som kraft/varmeanlæg i MW-klassen, og det kræver, at fremstillingsomkostningerne kommer langt ned.



CLEAN TECH



Men det er en udfordring, vi vil løse med tiden, og dermed får vi adgang til et marked med et enormt potentiale. I Danmark er 60 pct. af vores energiforsyning dækket af kraft/varme-produktionen, hvor spildvarmen fra elproduktion udnyttes. Men i en hel del andre lande er det blot 20 pct., og det problem vil vores brændselsceller kunne afhjælpe med en meget effektiv energiudnyttelse,« siger Claus Voigt Andersen, og tilføjer, at en børsnotering af Topsøe Fuel Cell ikke er lige om hjørnet, men det vil ske i løbet af nogle år.

»Jeg vil gætte på, at vi er omkring 2 mia. kr. værd nu og med den udsigt, vi har til et kommercielt marked for brændselsceller, er der ingen tvivl om, at vi med tiden vil opnå en væsentlig højere markedsværdi end moderselskabet Haldor Topsøe A/S.« ■



HALDOR TOPSØE



Lithium Balance – batterieksperter

DER ER INGEN TVIVL OM, at eldrevne køretøjer er hastigt på vej frem over hele kloden. Og det kræver batterier. I dag er den fremherskende teknologi baseret på lithium-ion batterier. I forhold til traditionelle bly-batterier giver disse en dobbelt så stor rækkevidde pr. opladning, en levetid der er 400-500 pct. længere, samt en reduktion af vægten med 2/3.

Lars Barkler, adm. dir. i Lithium Balance, mener, at Li-Ion teknologien vil være dominerende i mange år frem.

»Om 10-15 år vil nye batteriteknologier formentlig være konkurrencedygtige, men foreløbig er der ikke noget, der kan slå Li-Ion teknologien, som stadig har mange forbedringsmuligheder.«

Men det er ikke batterierne, som Lithium Balance udvikler. Det er styrings-systemer. For at sikre den maksimale levetid og performance af Li-Ion batterierne er det vigtigt, at de enkelte celler opererer som en enhed og oplades og aflades i samme udstrækning. Det er her systemet kommer ind i billedet. Det sikrer den løbende overvågning, og markerer f.eks. præcist, hvor der er celler i batteripakken, der fungerer dårligt. Dermed bliver man i stand til at udskifte den enkelte celle frem for hele batteriet.

Lars Barkler ser et enormt potentiale i anvendelsen af Li-Ion batterier og tilhørende styringssystemer i de kommende år. Der er på ganske kort tid kommet meget stor fokus på elbilen og hybridbilen, som afløseren for de traditionelle, og mulighederne er kolossale for batteribranchen og selskaber som Lithium Balance, der arbejder med styringssystemer. Behovet spænder bredt – lige fra kinesiske scootere til lastbiler, sportsvogne og familiebiler over hele kloden – og sågar også skibsbranchen. Således er en international lovgivning på vej, som forbyder de store skibes brug af dieselmotor i havnene. Den alternative løsning bliver ikke årer til besætningen, men derimod elmotorer, batterier og styringssystemer. ■



HALDOR TOPSØE

PRISFALD I VENTE – LIDT ENDNU

Boligpriserne vil på landsplan falde med endnu 5-6 procent ifølge Realkredit Danmark. Til gengæld forventer RD, at boligpriserne har stabiliseret sig om et års tid.

■ PRISFALD FORTSÆTTER I 2010

BOLIGPRISFALD I HORIZONTEN er ikke noget nyt. Der er gået knap 3 år siden, at boligprisboblen i København sprang. Siden da har boligprisfaldene bredt sig til resten af landet, og stort set samtlige danske kommuner har været ramt af skrumpende friværdier og stigende tvangsauktioner.

Boligprisfaldene er ikke et isoleret dansk fænomen. I langt de fleste vestlige lande har boligpriserne fulgt samme mønster som i Danmark. Og ligesom i den hjemlige andedam stiller boligejere over hele verden sig det samme spørgsmål: Hvor længe kan tømmereændene fra den forrige fest på boligmarkedet blive ved?

Der er ingen, der med stor sikkerhed ved, hvor længe den økonomiske hovedpinen fra prisfesten fra 1993 til 2006 vil blive ved. Hvis man helt generelt kigger på den historiske boligprisudvikling, er der intet til hinder for, at boligpriserne kan falde over en længere periode på mange år. Omvendt har man også set »boligkriser«, hvor boligpriserne kun er faldet nogle få år i træk. På kort sigt vil faktorer som indkomstudviklingen og renteniveauerne imidlertid have betydning for, hvor lang den nuværende boligkrise bliver. Kigger man på disse faktorer, er der udsigt til, at boligpriserne fortsat falder i 2010.

Hvor stort dette fald bliver, afhænger af hvor hurtigt Danmark kommer ud af den nuværende økonomiske krise. Der er meget, der tyder på, at dansk økonomi vil komme op i et lidt højere gear i 2010, om end vi sandsynligvis fortsat vil befinde os i en lavkonjunktur med en BNP-vækst i omegnen af 0,8 procent. Set i lyset af de økonomiske forventnin-

ger, skønner Realkredit Danmark (RD), at boligpriserne samlet set vil falde med lidt over 20 procent. Indtil videre er boligpriserne faldet med 14,8 procent, så med RD's forventninger in mente, er der et prisfald på omkring 6 procent i vente.

RD forventer, at størstedelen af faldet vil materialisere sig det kommende halvår. Helt konkret forventer RD, at boligpriserne vil falde med 2-3 procent i henholdsvis 3. og 4. kvartal. Der vil således kun være beskedne prisfald i vente i 2010.

Prognosen dækker over væsentlige regionale forskelle. RD forventer, at prisfaldet vil tage yderligere af i styrke i og omkring de store byer, mens der er udsigt til at prisfaldet i udkantsområderne tiltager i prognoseperioden.

RD forventer, at huspriserne i Region Hovedstaden vil falde omtrent 10 procent fra 2. kvartal 2009 til frem mod udgangen af 2010. I Region Sjælland og Region Syddanmark forventes prisfald på omkring henholdsvis 8,5 procent og 7,0 procent i samme periode. Endelig forventes prisfald i Region Midtjylland og Region Nordjylland på henholdsvis 3,3 procent og 5,5 procent frem mod udgangen af 2010.

BOLIGPRISPROGNOSE PÅ OPDELT PÅ REGIONER – PARCEL- OG RÆKKEHUSE

	2008	2009	2010	Forventet fald siden toppen
Region Hovedstaden	-11,3%	-20,5%	-8,0%	-37,0%
Region Sjælland	-5,8%	-15,5%	-6,5%	-27,0%
Region Syddanmark	2,0%	-5,0%	-5,0%	-12,0%
Region Midtjylland	0,2%	-5,0%	-2,5%	-9,5%
Region Nordjylland	2,5%	1,5%	-4,0%	-7,0%
Hele landet	-4,3%	-11,5%	-5,5%	-20,5%





Det skal dog bemærkes, at de meget moderate prisfald i netop Region Midt- og Nordjylland, som vi har oplevet indtil nu, skønnes at undervurdere den faktiske udvikling. I Region Midt- og Nordjylland er der nemlig en udpræget tendens til, at boligkøberne udnytter de lavere boligpriser til at købe boliger af bedre kvalitet og/eller beliggenhed end tidligere. Dermed er de mere beskedne prisfald formentlig ikke et udtryk for, at regionerne går fri af boligkrisen, men at boligkøberne udnytter prisfaldene til at vælge en bolig i bedre stand og med mere attraktiv beliggenhed. Priserne falder således ikke meget; i stedet stiger kvaliteten af de handlede boliger. RD forventer, at denne tendens fortsætter frem mod udgangen af 2010, hvilket taler for, at tendensen med beskedne prisfald fortsætter.

Murstensformuer på skrupp

Boligprisudviklingen i de enkelte regioner har stor betydning for, i hvilken retning og med hvilken hastighed økonomien bevæger sig. I de områder, hvor boligpriserne falder mest, taber husejerne mange penge på skrumpende murstensformuer, og det påvirker husholdningernes forbrugs- og købelyst. I sidste ende rammer det den økonomiske aktivitet i regionen.

Der er ligeledes et betydeligt antal boligejere, der har købt en bolig, da boligpriserne lå allerhøjest, og derfor skylder flere penge væk i boligen end de kan sælge den for. Hvis man ikke har anden formue, kan man dermed indirekte være bundet til at blive bo-

ende i sin bolig. Hvis man eksempelvis bliver ramt af ledighed og ikke kan betale ydelserne på sit boliglån, kan en tvangsauktion i værste fald blive konsekvensen.

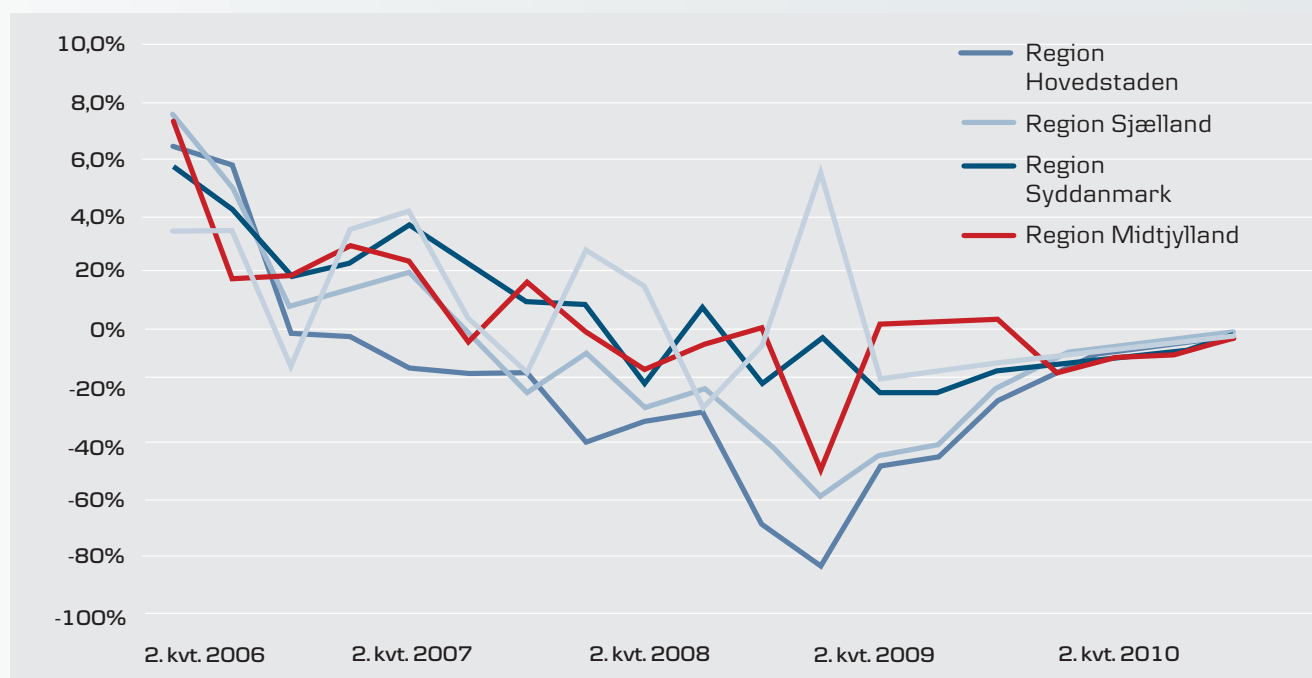
RD forventer imidlertid ikke, at det bliver realiteten for så mange boligejere som under tidligere krisetider på boligmarkedet. Det skyldes, at den danske ledighed ikke forventes at stige i samme omfang som under lignende tilbagegangsperioder. Lige nu er den danske ledighed 3,8 procent, og Danske Banks økonomer forventer, at den vil ramme fem procent i 2010.

I langt de fleste tilfælde finder man en løsning for de boligejere, der bliver midlertidigt ramt af ledighed. Der er dog en lille gruppe, for hvem den manglende betalingsevne er af mere permanent karakter. En tvangsauktion kan blive den uheldige udvej for en del af disse låntagere.

I kølvandet på den finansielle krise har vi desværre set flere af den slags tilfælde. Og realkreditsektoren har været nødt til at overtage 216 boliger i 2. kvartal 2009. Til sammenligning overtog sektoren kun 184 boliger i 1. kvartal 2009. ■



BOLIGPRISPROGNOSE PÅ OPDELT PÅ REGIONER - PARCEL- OG RÆKKEHUS



KILDE: REALKREDIT DANMARK



Store fald i ydelsen på garantilån

34.272 LÅNTAGERE har fra den 1. oktober 2009 fået en markant lavere månedlig ydelse. Det drejer sig om låntagere med FlexGaranti®. Det er et lån, hvor der er et loft over, hvor meget renten kan stige, men ikke for hvor meget renten kan falde.

Renten fastsættes hvert halve år på baggrund af udviklingen i den halvårslige penge-markedsrente (CIBOR 6), og da den er faldet skarpt siden sidste rentefastsættelse den 1. april 2009, får låntagerne nu skåret en pæn bid af den månedlige ydelse – i gennemsnit får de private låntagere en månedlig besparelse efter skat på 600 kroner. Realkredit Danmark

(RD) forventer også, at renten på FlexGaranti® vil være lav ved den næstkommende rentetilpasning pr. 1. april 2010, om end en smule højere end det nuværende niveau.

I første halvår af 2009 er antallet af nyudlån bremsset fuldstændigt op og der har stort set ikke været nogle låntagere, der har optaget FlexGaranti®. Det skyldes sandsynligvis, at realkreditinstitutterne – inklusiv Realkredit Danmark – har frarådet, at man optager FlexGaranti®, da det har været relativt dyrt i forhold til andre boligfinansieringsalternativer på grund af en meget lav kurs.

Hvis man betragter det seneste års rente-

fald på FlexGaranti®, kan lånet virke meget attraktivt. Men i et turbulent marked holder investorerne sig til traditionelle produkter, det vil sige rentetilpasningslån og fastforrentede lån, hvilket betyder at kursen på FlexGaranti® i øjeblikket er væsentlig lavere end på et almindeligt fastforrentet lån - og den større gæld kan altså ikke opveje udsigten til lavere renter her og nu. FlexGaranti® er altså i øjeblikket ikke attraktive for nye låntagere, mens kunder, der allerede har et FlexGaranti®, kan glæde sig over rentefald. ■

FlexLån® F3 kontra FlexLån® F1 »med skub«

DE FASTFORRENTEDE LÅN må siges at være tiltrækkende med 5-2041 omkring kurs 99 og altså fastlåsnings af en lav rente i 30 år. Men foretrækker man FlexLån, så er der tale om væsentlig lavere renter, og det frister mange, selv om renten dermed kun er kendt i relativt kort tid.

Hvis man nu som udgangspunkt har besluttet sig for FlexLån, kan det så betale sig for nye kunder at tage FlexLån® F1 »med skub«, dvs. refinansiering i dec. 2010, og derefter holde fast i F1 frem til ultimo 2011 frem for at vælge FlexLån® F3-lån i dag, som første gang skal rentetilpasses pr. 1. januar 2012?

Regneeksempel:

Kunden kan i dag vælge mellem:

- 1) FlexLån® F1 »med skub« til en kontantlånsrente på 2,31 pct. gældende fra 15/9 2009 til 31/12 2010 og en *forventet* kontantlånsrente på omkring 2,75 pct. gældende fra 1/1 2011 til 31/12 2011 og
- 2) FlexLån® F3 til en kontantlånsrente på 2,75 pct. gældende fra 15/9 2009 til 31/12 2011.

Konklusion

FlexLån® F1 med skub giver en økonomisk gevinst frem for FlexLån® F3, *såfremt F1-renten lander på under 3,6 pct. ved rentetilpasningen ultimo 2011*. Lander renten i stedet på 3,6 pct. eller mere ved rentetilpasningen i 2011, vil FlexLån® F3 være økonomisk mest fordelagtig. ■

	Månedlig nettoydelse 15/9 2009 til 31/12 2010	Månedlig nettoydelse 1/1 2011 til 31/12 2011	Nettoydelse i alt de næste 2 år + 3 mdr.
FlexLån® F1 med skub	3.675	3.700	99.525
FlexLån® F3	3.790	3.790	102.330
Forskel	-115	-90	-2.805

KILDE: RD. BEREGNINGERNE ER FORETAGET 15. SEP. 2009 PÅ LÅN MED AFDRAG. LÅNET ER PÅ 1 MIO. KR.

Skattereformen og personers investeringsbeviser

SKAT OG INVESTERINGSBEVISER

Skattereformen lempet beskattningen af kapitalindkomst fra 2010. Det betyder, at udloddende obligationsafdelinger og akkumulerende afdelinger fra en skattemæssig synsvinkel bliver mere attraktive. Samtidig gennemføres nogle justeringer af mere teknisk karakter mht. udlodningsforpligtelsen i udloddende aktieafdelinger og af beskattningstidspunktet for beviser i akkumulerende afdelinger.

Udloddende og akkumulerende afdelinger
Overordnet set sonderer de danske skatteregler mellem udloddende og akkumulerende afdelinger.

Udloddende afdelinger er kendetegnet ved, at afdelingen årligt skal udlodde sin indkomst i form af renter, udbytter og avancer. Udlodningerne beskattes hos investor efter et transparensprincip og medregnes i aktieindkomsten eller kapitalindkomsten afhængig af, om afdelingen er aktie- eller obligationsbaseret. Hvad der ikke skal udloddes kommer til beskattning ved salg af investeringsbeviserne.

Akkumulerende afdelinger foretager normalt ikke nogen udlodninger. Til gengæld beskattes investorerne efter lagerprincippet. Såvel realiseret som urealiseret avance og tab på beviserne skal beskattes årligt og medregnes

i kapitalindkomsten. Alt afkast kommer dermed til beskattning hos investor.

Større udlodninger i aktieafdelinger fremover

Udloddende aktieafdelinger har hidtil kun skullet udlodde realiserede avancer på afdelingens aktier, der har været ejet i mindre end 3 år.

Fra og med regnskabsåret 2010, dvs. for udlodninger der finder sted til investorerne i 2011 og senere, skal afdelingerne udlodde alle realiserede avancer på aktier uanset ejertiden.

Er du investor i en udloddende aktieafdeling i f.eks. Danske Invest, vil du derfor opleve en fremrykket beskattning, idet afdelingens realiserede avancer på aktier ejet i 3 år eller mere også vil blive udloddet og dermed beskattet som aktieindkomst allerede på udlodningstidspunktet.

Havde du som investor selv foretaget en investering direkte i aktier, ville en realiseret avance på aktierne også være skattepligtig uanset ejertiden. Ændringen i investeringsforeningernes udlodningsforpligtelse betyder således blot, at der fremover kommer til at gælde mere ensartede regler, hvad enten du foretager en investering i aktier via en investeringsforening eller direkte.

Investorer med beviser i udloddende aktieafdelinger i en skattefri beholdning vil dog opleve en stramning.

Efter de gældende regler vil avancer realiseret på afdelingens aktier med en ejertid på mindst 3 år nemlig give anledning til en værdistigning på beviserne, som investor kan realisere skattefrit ved et salg.

Skattefriheden på investeringsbeviser i en skattefri beholdning omfatter imidlertid kun avancer og ikke udlodninger. Det forhold, at alle realiserede avancer fremover skal udloddes til investorerne betyder, at realiserede avancer på afdelingens aktier ejet i mindst 3 år løbende vil komme til beskattning hos investor.

Har du sådanne beviser i en skattefri beholdning, bør du derfor næppe længere udvise helt samme tilbageholdenhed med at omlægge investeringerne til andre »skattepligtige« værdipapirer, idet muligheden for at få skattefrie avancer på beviserne fremover bliver begrænset.

Lavere skattesatser for udloddende obligationsafdelinger

Skattereformen lempet beskattningen af kapitalindkomst væsentligt, hvilket blandt andet kommer beskattningen af afkastet fra udloddende obligationsafdelinger til gode.

Se oversigten over ændringerne. Du kan også læse mere indgående om emnet i artiklen »Kapitalindkomst i 2009 og 2010 – få mest ud af skattereformen« i september-nummeret af INVESTERING.

OVERSIGT OVER ÆNDRINGERNE I BESKATTNINGEN AF KAPITALINDKOMST FOR TOPSKATTEYDERE

[Bundfradrag for topskat 389.900 kr. (2010). Alle skattesatser inkl. kirkeskat]

Nettokapitalindkomst	Indkomståret 2009 Skattesats afrundet	Indkomståret 2010 og herefter Skattesats afrundet
Udover 40.000 kr. (80.000 kr. for ægtefæller)	60 pct.	52,5 pct.
Fra 0 kr. til 40.000 kr. (80.000 kr. for ægtefæller)	60 pct.	37,5 pct.
Negativ nettokapitalindkomst	33,5 pct.	33,5 pct.*

*) Bemærk: personer med stor negativ nettokapitalindkomst får gradvist reduceret skatteværdien for den del, der ligger udover 50.000 kr. (eller 100.000 for ægtefæller). Fradragsværdien reduceres gradvist fra ca. 33,5 pct. til ca. 25,5 pct. i perioden 2012-2019.

Akkumulerende investeringsforeninger
Såvel realiseret som urealiseret avance og tab på beviser i akkumulerende afdelinger beskattes årligt efter lagerprincippet og medregnes i kapitalindkomsten.

Urealiseret avance og tab opgøres på grundlag af værdien af beviserne ved udløbet af investeringsforeningens regnskabsår. Alle danske investeringsforeninger, herunder Danske Invest, har kalenderårsregnskab.

Urealiseret avance og tab medregnes efter gældende regler i investors indkomstopgørelse dagen efter, at foreningens regnskabsår er afsluttet. Det betyder, at urealiseret avance og tab for regnskabsåret 2009 først skal medregnes i indkomståret 2010. Realiserede avancer og tab medregnes dog altid på salgstidspunktet.

Fra og med investeringsforeningernes regnskabsår 2010 bliver beskatningstidspunktet rykket én dag frem til den sidste dag i investeringsforeningens regnskabsår. Det betyder, at urealiseret avance og tab for regnskabsåret 2010 skal medregnes i indkomståret 2010.

Du skal således medregne den samlede urealiserede avance eller tab for regnskabsårene 2009 og 2010 i din kapitalindkomst for indkomståret 2010. [Se eksemplet.](#)

Aktieafdelinger – udloddende eller akkumulerende?

Udlodninger fra aktieafdelinger beskattes hos investor som aktieindkomst. Kun en mindre del af udlodningen, herunder renter af afdelingens kontante indeståender, beskattes som kapitalindkomst.

Skattereformen har lempet beskatningen af aktieindkomst en smule. Fra og med indkomståret 2010 beskattes aktieindkomst på op til 48.300 kr. (2010) eller det dobbelte beløb for ægtefæller med 28 pct. (27 pct. fra 2012). Et eventuel overskydende beløb beskattes med 42 pct.

Vælger du i stedet at investere i aktier via en akkumulerende afdeling, beskattes afkastet

af investeringen i kapitalindkomsten. Det kan være en fordel for investor, hvis beskatningen af kapitalindkomst er lavere end beskatningen af aktieindkomst.

Beskatningen af kapitalindkomst lempes som tidligere nævnt ved skattereformen.

Den væsentligste lempelse er, at alene positiv nettokapitalindkomst over 40.000 kr. (eller det dobbelte beløb for ægtefæller) skal medregnes i topskattegrundlaget. Det betyder, at beskatningen af den del af positiv nettokapitalindkomst, der ikke overstiger 40.000 kr., nedsættes fra ca. 60 pct. i 2009 til ca. 37,5 pct. i 2010 og følgende år for en topskatteyder.

Hvis du har høj aktieindkomst, der skal beskattes med 42 pct., og du samtidig har lav positiv nettokapitalindkomst under 40.000 kr. (eller det dobbelte beløb for ægtefæller), kan du derfor med fordel købe beviser i akkumulerende aktieafdelinger som et alternativ til en udloddende aktieafdeling eller en direkte aktieinvestering, idet beskatningen i så fald kun er ca. 37,5 pct. Det samme gør sig gældende, hvis du har negativ nettokapitalindkomst, idet beskatningen i så fald kun er ca. 33,5 pct.

I oversigten kan du se, hvilke akkumulerende aktieafdelinger i Danske Invest, der giver mulighed for investering i aktier og beskatning i kapitalindkomsten. ■

OVERSIGT OVER AKKUMULERENDE AKTIEAFDELINGER I DANSKE INVEST

Aktier Højt Udbytte
Nye Markeder
Danmark
Europa Valutasikret
USA Valutasikret
Verden
Indeks Verden Valutasikret
Mix (blandet afd. af aktier og obligationer)



NU DET ER DU SKAL HUSKE, AT

■ tænke over, om der er noget, du kan gøre for at optimere din kapitalindkomst ved overgangen til de nye skatteregler i 2010. Du kan læse mere om dette i **INVESTERING** for september.

■ hvis du sælger aktier med tab i 2009, kan du sikre dig skattefrihed af fremtidige udbytter og gevinster i en kortere eller længere årrække afhængig af tabets størrelse. Hvordan personers aktieindkomst bliver beskattet, kan du se mere om i **INVESTERING** fra juli.

■ det er ved at være sidste udkald for indbetaling til arbejds-giveradministreret pensions-ordning. Yderligere information om dette finder du i **INVESTERING** fra juni og juli.

Du er velkommen til at kontakte din rådgiver for at høre mere om de nævnte muligheder.

EKSEMPEL PÅ BESKATNING AF BEVISER I AKKUMULERENDE AFDELINGER

En person har i 2009 købt for 100.000 kr. beviser i en akkumulerende afdeling til kurs 100.

- Den 31. december 2009 er kursen på beviserne faldet til 97 svarende til et tab for på 3.000 kr.
- Den 31. december 2010 er kursen på beviserne steget til 105 svarende til en avance for hele regnskabsåret 2010 på 8.000 kr.

Resultatet bliver således, at investor samlet set skal medregne en urealiseret avance på 5.000 kr. i sin kapitalindkomst for indkomståret 2010. Fra og med indkomståret 2011 skal investor alene tage årets realiserede og urealiserede avance og tab til beskatning.

BEMÆRK, AT DER GÆLDER SÆRLIGE REGLER FOR PERSONER MED FORSKUDT INDKOMSTÅR!



Arkiv over tidligere numre af INVESTERING.

Du finder alle tidligere udgaver 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.



OVERSIGT OVER PERSONERS BESKATNING AF INVESTERINGSBEVISER (INKOMSTÅRET 2010)

Type af investeringsbeviser	Udloddende aktieafdelinger	Udloddende obligationsafdelinger	Akkumulerende afdelinger *
Beskatning af udlodninger	Aktieindkomst <i>Skat 28-42 pct.</i> Andel af udlodning, der hidrører fra renter mv. oppebåret i foreningen, beskattes dog som kapitalindkomst	Kapitalindkomst <i>Skat op til 52,5 pct.</i> Andel af udlodning, der hidrører fra avancer på blåstemplede obligationer i DKK, er skattefri	Akkumulerende afdelinger udbetaler normalt ikke udbytte. En evt. udlodning beskattes som kapitalindkomst. <i>Skat op til 52,5 pct.</i>
Beskatning af avance	Realisationsprincip ** Aktieindkomst. <i>Skat 28-42 pct.</i>	Realisationsprincip Kapitalindkomst. <i>Skat op til 52,5 pct.</i>	Lagerprincip Kapitalindkomst. <i>Skat op til 52,5 pct.</i>
Tab	Tab kan alene modregnes i udbytter og avancer på aktier optaget til handel på et reguleret marked samt beviser i udloddende aktieafdelinger Uudnyttede tab kan fremføres til modregning i senere indkomstår uden tidsbegrænsning	Tab på beviser er indkomst-opgørelsen uvedkommende Tab på beviser i udloddende afdelinger med udelukkende obligationer i fremmed valuta kan fratrækkes	Tab kan fratrækkes direkte i kapitalindkomsten
Skattereformens specifikke ændringer mht. investeringsforeninger	Udloddende aktieafdelinger skal fremover udlodde alle realiserede avancer på aktier uanset ejertiden	Ingen	Beskatningen af investor fremrykkes én dag til den sidste dag i den akkumulerende afdelings regnskabsår

*) Kan i praksis både være aktiebaserede, obligationsbaserede eller blandede.

**) Hvis den samlede kursværdi af børsnoterede aktier, herunder beviser i udloddende aktieafdelinger, pr. den 31. december 2005 var mindre end 136.600 kr. (273.100 kr. for ægtefæller) er avancer og tab på børsnoterede aktier mv. købt senest denne dato indkomstopgørelsen uvedkommende.

SELSKABERS INVESTERINGSBEVISER

Ved skattereformen er beskatningen af selskabers værdipapirer blevet gennemgribende revideret og skærpet. Investeringsbeviserne er ingen undtagelse. Du kan læse mere om dette emne i det næste nummer af **INVESTERING**.

Forældretræk med skattemæssigt underskud – hvad sker der i 2010?

Fradragsværdien af underskud i virksomhedsordningen kan i visse situationer falde i 2010 pga. skattereformen.

Underskud i virksomhedsordningen modregnes efter en nærmere fastsat rækkefølge,

1. Opsparet overskud fra virksomheden
2. Positiv kapitalindkomst
3. Personlig indkomst

Har du købt en lejlighed til dit barn, har du som oftest underskud og ikke noget opsparet overskud. Underskud vil derfor blive modregnet i eventuel positiv kapitalindkomst før modregning i personlig indkomst.

Modregningsrækkefølgen har hidtil ikke haft nogen praktisk betydning, da positiv kapitalindkomst og personlig indkomst til og med 2009 typisk beskattes med de samme skatteprocenter.

Skattereformen betyder, at positiv kapitalindkomst under 40.000 kr. (80.000 kr. for ægtefæller) maksimalt beskattes med 37,5 pct., uanset om du betaler topskat af din personlige indkomst eller ej.

Har du positiv kapitalindkomst, og har du underskud i virksomhedsordningen, skal du derfor være opmærksom på, at skatteværdien af underskuddet fra og med 2010 bliver noget lavere. Er underskuddet budgetteret med en fradragsværdi på 60 pct., kan den lavere skatteværdi efter skattereformen betyde en merudgift for dig. Eksempelvis kan et underskud på 80.000 kr. i værste fald medføre en merudgift på 18.000 kr., hvis du er gift, og I har positiv nettokapitalindkomst til sammen.

	2009	2010
Underskud af forældretræk	80.000 kr.	80.000 kr.
Modregnes i positiv kapitalindkomst	60 pct.	37,5 pct.
Sparet skat	48.000 kr.	30.000 kr.
Underskud efter skat	32.000 kr.	50.000 kr.

Har du positiv kapitalindkomst er der god grund til at overveje om forældretræk er det helt rigtige, eller om et rente- og afdragsfrit lån til dit barn er et bedre alternativ.

SKATTEREGLER

DI KLIMATRENDS er en udloddende aktiebaseret investeringsforening.

Personlige investorer beskattes af den del af afdelingens udlodning, der stammer fra renter m.m. som kapitalindkomst. Resten af udlodningen beskattes som aktieindkomst. Realiseret avance ved et salg af investeringsbeviserne beskattes altid som aktieindkomst. Tab ved salg af investeringsforeningsbeviserne kan modregnes i avancer og udbytter fra børsnoterede aktier m.v., der beskattes som aktieindkomst.

Investeres der for pensionsmidler beskattes avance og tab efter lagerprincippet. Pensionsafkastskatten af gevinster og udbytter udgør 15 pct. Investeringsbeviset kan uden begrænsning købes for pensionsmidler.

Personligt erhvervsdrivende, der anvender virksomhedsskatteordningen, må ikke investere virksomhedens midler i DI KlimaTrends.

Selskaber, der investerer i DI KlimaTrends, skal fra og med deres indkomstår 2010 beskattes efter lagerprincippet. Den opgjorte avance skal løbende beskattes, uanset om avancen er realiseret eller ej. Tilsvarende kan tab fratrækkes direkte i selskabets skattepligtige indkomst.

Selskabsinvestorer medregner fra og med indkomståret 2010 modtaget udbytte fra DI KlimaTrends fuldt ud ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.

SKATTEREGLER

KOMMUNEKREDIT KLIMA 2012

Skattemæssigt behandles KommuneKredit Klima 2012 obligationerne efter samme regler som finansielle kontrakter. Kursgevinster og tab på obligationerne opgøres efter lagerprincippet, hvilket blandt andet betyder, at urealiserede kursgevinster og -tab opgøres år for år. Det indebærer blandt andet, at investor skal betale skatten af en gevinst, selv om gevinsten ikke realiseres.

• PERSONER

Kursgevinst er skattepligtig, mens kurstab kun kan modregnes eller fratrækkes efter særlige regler.

Skattepligtige kursgevinster, samt kurstab der kan fratrækkes, medregnes i kapitalindkomsten.

Tab kan som udgangspunkt kun modregnes i gevinster på andre finansielle kontrakter, herunder visse strukturerede obligationer udstedt den 4. maj 2005 eller senere. Et eventuelt uudnyttet tab kan fremføres til modregning i senere indkomstår.

I visse tilfælde kan tabet dog fratrækkes direkte i kapitalindkomsten. Tab kan således fratrækkes i det omfang tabet ikke overstiger forudgående indkomstårs samlede beskattede nettogevinster på andre finansielle kontrakter og visse strukturerede obligationer udstedt den 4. maj 2005 eller senere. Netto-gevinster fra tidligere indkomstår end 2002 kan dog ikke anvendes.

Obligationerne kan anskaffes for midler i virksomhedsskatteordningen.

• SELSKABER, FONDE M.V.

Kursgevinster og -tab medregnes i den skattepligtige indkomst.

• PENSIONSMLER

Hele afkastet beskattes med 15 procent i pensionsafkastskat.

Kursgevinster og -tab medregnes i grundlaget for pensionsafkastskat.

Obligationen kan uden begrænsninger købes for pensionsmidler i pengeinstitutter.

Er du i tvivl om de skattemæssige forhold ved investering i DI KlimaTrends eller KommuneKredit Klima 2012, så kontakt din rådgiver.

Positiv økonomisk udvikling støtter aktiemarkedet

■ RISIKOSPREDNING

DEN GLOBALE ØKONOMI har overrasket de fleste, inklusive os, de seneste måneder. Udviklingen har været markant bedre end markederne forventede ved årets start. Asien har vist sig særdeles stærk, og stabiliseringen i den vestlige verden er kommet tidligere end ventet. Strømmen af økonomiske nøgletal indikerer løbende, at det globale opsving med stor sandsynlighed er kommet for at blive og idet vi vurderer, at aktier er prissat på et attraktivt niveau, har vi for nylig valgt, at øge den anbefalede aktieandel i KerneSattellit-porteføljerne.

Aktieandelen øges for alle profiler med lang horisont samt for de risikovillige med mellem lang horisont og gennemføres ved at øge eksponeringen til vores DI StockPicking og de globalt orienterede afdelinger. Det skal dog tilføjes, at i og med der stadig er en del risikofaktorer, så er der kun tale om en moderat overvægt af aktier i forhold til obligationer.

Også i Flexinvest Fri har vi valgt at øge aktieandelen. For de mest forsigtige kunder – med lav aktieandel og tidshorisont 3-7 år – vurderer vi dog, at risikoen allerede er passende og ændrer derfor ikke investeringsstrategien for dem.

Apropos Flexinvest Fri, så lad os lige tage et kig på, hvordan det egentlig er gået for produktet, der blev introduceret for tre år siden. Først lige en præsentation af produktet, som måske ikke er alle bekendt.

Vil du gerne slippe for ansvaret?

Når man er en aktiv investor, kræver det, at man følger markedsudviklingen tæt og løbende justerer porteføljen. Det gælder også selv om man primært investerer i investeringsforeninger. En investeringsforening er nemlig af skattemæssige årsager tvunget til at ligge fuldt investeret i sit pågældende speciale, uanset om situationen måtte se dystre ud. Det er derfor op til investor selv at sørge for løbende justering porteføljen af investeringsbeviser i henhold til de forventninger, han har til udviklingen.

Det er ikke alle, der har tid, lyst og mulighed for at gøre det på tilfredsstillende vis. Men det er der råd for. Flexinvest Fri hedder det. Det er et produkt, der blev lanceret i 2006, og som sikrer en professionel pleje af en portefølje bestående af investeringsafdelinger med hhv. aktier og obligationer.

Hvordan din profil i Flexinvest Fri skal være, afhænger af din investeringsprofil. Når den kendes, kan vi strikke en portefølje sammen, som matcher dine behov.

I praksis sker investeringen via fire investeringsforeningsafdelinger, der investerer i:

- korte danske obligationer – maksimal varighed på tre år
- danske obligationer – bredt spektrum af danske statsobligationer, herunder også realkreditobligationer
- udenlandske obligationer – primært kreditobligationer i udviklede lande og Nye Markeder med forskellig kreditrating
- aktier – udenlandske og danske aktier samt aktiebaserede investeringsbeviser

Stadig langt fra toppen

2008 var et katastrofeår for aktiemarkederne, og først i marts i år blev bunden nået i denne omgang. Det var en dyr fornøjelse for mange investorer. Det amerikanske S&P 500 faldt således med 55 pct. fra januar 2008 til marts 2009, mens det europæiske Euronext 100 faldt med 57 pct. i perioden. I år er de to indekser steget med hhv. 59 pct. og 54 pct. i skriveperioden (ultimo sep.). Det betyder jo desværre for den investor, der har været med hele vejen, at det tabte ikke er indhentet endnu. Således har S&P 500 stadig næsten 40 pct. op til toppen og Euronext 100 har 52 pct. Sagt på en anden måde: 100 kr. sat i hhv. S&P 500 og Euronext 100 1. jan. 2008 ville i dag være blevet til hhv. 73 kr. og 67 kr.

Virkeligheden kan være endnu værre. En hel del investorer kan således have valgt at trække sig ud af markedet med store tab til

følge af frygt for den finansielle nedsmeltning og det globale kollaps, der blev talt om, da det hele så værst ud. Og de samme investorer kan have haft svært ved at træde ind i markedet igen, da det begyndte at gå op igen i marts. Det samlede tab kan derfor være endnu større end de 40-50 pct., der kan være tilfældet for en investor med en global portefølje, som har været med hele vejen.

Flexinvest Fri har slået aktieindeks

Men hvordan ville det så være gået for en investor, der i stedet var med i Flexinvest Fri hele vejen? Bedre.

For en investor med en tidshorisont på 3-7 år ville 100 kr. investeret pr. 1. jan. 2008 være blevet til hhv. 106,7 kr., 102,6 kr. og 96,2 kr. ved hhv. lav, middel og høj aktieandel pr. 30. september 2009.

For investorer med en tidshorisont over 7 år, ser opgørelsen således ud:

102,5 kr., 94 kr. og 87,3 kr. ved hhv. lav, middel og høj aktieandel.

Flexinvest Fri har eksisteret siden 5. oktober 2006, og det årlige afkast for de seks forskellige profiler ses i tabellen. Heraf fremgår det, at også i dette tilfælde er Flexinvest Fri en klar vinder i forhold til de to aktieindeks.

Risikospredning betaler sig. Når det er sagt, må det jo også tilføjes, at en portefølje bestående af aktier og obligationer typisk ikke vil kunne levere samme afkast som en ren aktieportefølje i et stærkt bullmarked. Problemet er blot, at man aldrig ved, hvornår bullmarkedet slutter. ■

FLEXINVEST FRI KONTRA AKTIEINDEKS

Siden start 5. okt. 2006 til og med 30. sep. 2009.	Årligt afkast (i pct.)
Lav aktieandel (30 pct.), mellemlang sigt	3,8
Mellem aktieandel (45 pct.), mellemlang sigt	2,5
Høj aktieandel (60 pct.), mellemlang sigt	0,4
Lav aktieandel (40 pct.), lang sigt	2,4
Mellem aktieandel (60 pct.), lang sigt	-0,3
Høj aktieandel (80 pct.), lang sigt	-2,4
S&P 500	-7,9
Euronext 100	-10,3

De beregnede afkast for Flexinvest Fri er inkl. omkostninger.

BEMÆRK: Historiske afkast er ikke nogen pålidelig indikator for fremtidige afkast.

KILDE: DANSKE CAPITAL.

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

PERSONBESKATTEDE MED TIDSHORISONT 0-3 ÅR								
% andel 1)	Fondskode	Papir	DB eff. rt. 2)		3)	Hpr. 59% skat 4)		
			Skat 39%	Skat 60%		DB Var.	DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
40	DK0009271207	2 D.10DS11	1,16%	0,74%	1,24	0,56%	0,75%	
35	DK0009281438	2RD SDRO 12	1,58%	1,15%	2,19	0,33%	1,67%	
25	DK0009281511	2RD SDRO 13	2,08%	1,66%	3,08	0,34%	2,62%	
100			5) 1,53%	1,11%	2,03	0,43%	1,53%	

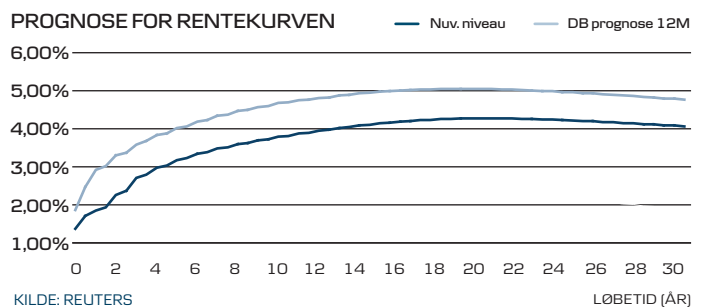
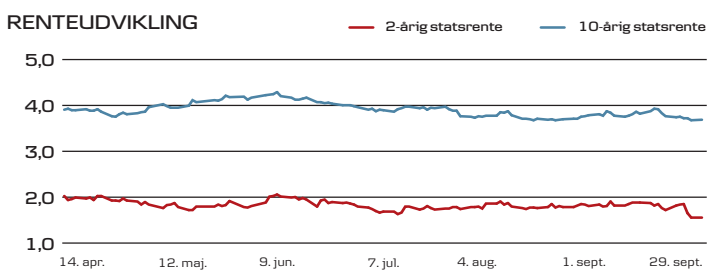
PENSIONSBEKATTEDE MED TIDSHORISONT 0-3 ÅR								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat		
			Skat 0%	DB Var.		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.	
40	DK0009279531	RD 6.0 A 10/01/2041	5,85%	-0,85	3,42%	2,33%		
10	DK0009280620	RD 7.0 Aio 10/01/2041	6,87%	-0,98	2,22%	1,71%		
10	DK0009274978	NYKRE FRN 10/01/2011	0,23%	0,24	2,00%	1,68%		
40	DK0009281511	RD 2.0 01/01/2013	2,88%	3,08	1,57%	3,83%		
100				0,78	2,44%	2,79%		

PERSONBESKATTEDE MED TIDSHORISONT 3-7 ÅR								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 59% skat		
			Skat 39%	Skat 60%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.	
10	DK0009281438	RD 2.0 01/01/2012	1,58%	1,15%	2,19	0,33%	1,67%	
40	DK0009281511	RD 2.0 01/01/2013	2,08%	1,66%	3,08	0,34%	2,62%	
20	DK0009281784	RD 2.0 01/01/2014	2,36%	1,93%	3,92	-0,20%	2,66%	
30	DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015	2,60%	2,17%	4,68	-0,63%	2,94%	
100			2,24%	1,81%	3,62	-0,05%	2,62%	

PENSIONSBEKATTEDE MED TIDSHORISONT 3-7 ÅR								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat		
			Skat 0%	DB Var.		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.	
20	DK0009279457	RD 5.0 A 10/01/2031	4,87%	3,08	1,77%	5,11%		
20	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,14%	4,83	0,89%	5,92%		
30	DK0009279531	RD 6.0 A 10/01/2041	5,85%	-0,85	3,42%	2,33%		
30	DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015	3,42%	4,68	0,66%	4,19%		
100				2,67	1,79%	4,15%		

PERSONBESKATTEDE MED TIDSHORISONT OVER 7 ÅR								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 59% skat		
			Skat 39%	Skat 60%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.	
25	DK0009281511	2RD SDRO 13	2,08%	1,66%	3,08	0,34%	2,62%	
25	DK0009281784	2RD SDRO 14	2,36%	1,93%	3,92	-0,20%	2,66%	
50	DK0009281867	2RD SDRO 15	2,60%	2,17%	4,68	-0,63%	2,94%	
100			2,41%	1,98%	4,08	-0,27%	2,78%	

PENSIONSBEKATTEDE MED TIDSHORISONT OVER 7 ÅR								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat		
			Skat 0%	DB Var.		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.	
10	DK0009279457	RD 5.0 A 10/01/2031	4,87%	3,08	1,77%	5,11%		
50	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,14%	4,83	0,89%	5,92%		
20	DK0009279531	RD 6.0 A 10/01/2041	5,85%	-0,85	3,42%	2,33%		
20	DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015	3,42%	4,68	0,66%	4,19%		
100				3,45	1,46%	4,76%		



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

Bemærk: Prognosen for afkast og renteutvikling er ikke en pålidelig indikator for den fremtidige udvikling.

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) DB-varighed angiver den procentvise ændring i en obligations værdi ved en renteændring på et procentpoint.

Tallet er korrigeret for evt. ekstraordinære udtrækninger på konverteringsstruede 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



ISTOCKPHOTOS

Centralbanker i Øst-europa fortsætter med rentenedsættelser, men vi nærmer os en bund.

De fleste økonomier i regionen har oplevet en stabilisering i industrisektorerne over de seneste måneder. Stabiliseringen er understøttet af bedring i den globale økonomi samt en kraftig lagerkorrektur. Forbrugerne har det dog stadig svært, da arbejdsmarkederne fortsat er i knæ.

Grundet den fortsat svage økonomiske situation er der generelt meget begrænset inflationspres. Centralbankerne har udnyttet dette til at nedsætte renterne kraftigt for at stimulere økonomierne. Markederne regner med fortsatte rentefald særligt i Ungarn og Tyrkiet, men også i Rusland. I Tjekkiet og Polen og det dog mere usikkert, om centralbankerne har rum til yderligere rentelepelsler. Vi tror derfor generelt, at renterne er ved at nærme sig en bund. Vi venter, at de offentlige finanser kommer under pres i 2010, og det vil holde centralbankerne i skak. Yderligere er det udsigt til, at ECB vil levere et par rentestigninger i andet halvår af 2010, og det vil bidrage til, at flere centralbanker i regionen også bliver nødt til at stramme pengepolitikken mod slutningen af 2010. ■

Asien skal være vækstlokomotiv

Asien og ikke mindst Kina skal være vækstlokomotiv for den globale økonomi, hvis G20-landene er i stand til at gennemføre de planer, som blev vedtaget i forbindelse med det netop overståede Pittsburgh-topmøde. Med massive finans- og pengepolitiske lempelser er Kina allerede en af de vigtigste bidragsydere til den seneste bedring i den globale økonomi.

Spørgsmålet er, om Kina kan og vil fortsætte med at være vækstlokomotiv. Svagheden ved G20-landenes planer er, at efterspørgslen skal øges der, hvor der er mindst ledig produktionskapacitet. Kina har i modsætning til USA og Europa foreløbigt været i stand til at sikre en forholdsvis blød landing af økonomien, og Kina vil derfor hurtigere end USA og Europa ramme kapacitetsgrænserne og i værste fald få inflationsproblemer. Der er derfor grænser for, hvor lang tid Kina kan være vækstlokomotiv. Det vil specielt blive svært for Kina at agere vækstlokomotiv, hvis ikke Kina tillader en væsentlig styrkelse af valutaen. Den kinesiske valutakurspolitik kommer derfor nok for alvor tilbage på dagsordenen til næste år. ■

Euroland: Behov for en bredt funderet vækst

De europæiske tillidsindikatorer er i bedring, industriordrerne er stigende og eksporten tog et godt spring opad allerede i juli. På den baggrund forventer vi pæn vækst i 3. og 4. kvartal trukket af eksporten og lagercyklen. Når vi kigger fremad, så er der behov for en mere bredt funderet vækst. Det er især vigtigt, at det europæiske privatforbrug snart kommer i gang igen. Ellers kan der komme et tilbageslag i væksten og i værste fald et »dobbeltdip«. Heldigvis ser det ud til, at ledigheden i Euroland allerede kan toppe i starten af 2010, hvilket vil bidrage til at genskabe trygheden hos forbrugerne.

Efter det tyske valg den 27. september har Tyskland fået en borgerlig-liberal flertalsregering bestående af kansler Angela Merkels CDU og det liberale FDP. Det er godt for vækstudsigterne i Europa. Begge partier går ind for indkomstskatteløst og en erhvervsvenlig politik. FDP ønsker en fuldstændig omlægning af skattesystemet, hvorimod Merkel foretrækker at gå mere forsigtigt til værks. Jobskabelse er også højt på agendaen. Manøvre mulighederne er dog begrænset af, at Tyskland i øjeblikket har meget store offentlige underskud og en hastigt voksende statsgæld. ■

USA: Opsvinget afhænger af forbrugerne

Amerikansk økonomi ser ud til at være vokset med omkring 4 pct. i 3. kvartal ført an af industrien og boligmarkedet, hvor der er klare tegn på vending. På den korte bane er vækstudsigterne stærke grundet effekten fra finans- og pengepolitiske stimulanser samt et stort efterslæb industriproduktionen.

Skal opsvinget bide sig fast på længere sigt, er der imidlertid brug for at få gang i forbrugerne, som fortsat ligger underdrejet af store formuetab og begrænset adgang til kreditmarkedet. Det kræver, at den nuværende vækst relativt hurtigt bliver omsat i jobs og faldende ledighed. Sker det ikke, er der risiko for, at opsvinget taber pusten, inden det rigtigt er kommet i gang. Det betyder også, at forbrugs- og jobtal bliver vigtige for markederne i de kommende måneder. ■

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
ENERGI			
Olje- og gastjenester			
Aceryg	NO	A	68.6
Aker Solutions	NO	R	61.7
BW Offshore	NO	K	6.5
Fortum	FI	A	17.0
Fred. Olsen Energy	NO	H	206.0
Petroleum Geo-Services	NO	R	52.9
Prosafe SE	NO	K	27.7
Prosafe Production	NO	K	13.9
Seadrill	NO	K	115.6
Sevan Marine	NO	K	8.8
Subsea 7	NO	H	72.9
TGS-Nopec	NO	K	83.9
Olje og gas			
Neste oil	FI	H	12.0
StatoilHydro	NO	H	126.0
MATERIALER			
Kemikalier			
Auriga Industries	DK	H	91.0
Exel Composites	FI	R	5.4
Kemira	FI	H	10.7
Novozymes	DK	H	477.0
Emballage			
Brodtrene Hartmann	DK	H	71.5
Huhtamäki	FI	A	8.4
Metaller & Minedrift			
Norsk Hydro	NO	R	37.0
Outokumpu	FI	A	12.4
Outotec	FI	K	20.2
Rautaruukki	FI	H	15.4
Talvivaara Mining Co PLC	FI	K	4.0
Papir & Skov			
M-real	FI	S	0.8
Stora Enso	FI	A	4.5
UPM-Kymmene	FI	A	7.7
INDUSTRI			
Fly & forsvar			
SAAB	SE	A	84.0
Byggeprodukter			
Assa Abloy	SE	K	111.2
Flügger	DK	R	388.0
H+H International	DK	S	228.0
Lindab	SE	H	80.3
Rockwool International	DK	S	428.0
Uponor	FI	A	11.1
Anlæg og Maskinteknik			
Højgaard Holding	DK	K	216.0
Monberg & Thorsen	DK	K	230.0
NCC	SE	S	100.8
Peab	SE	R	45.8
Per Aarsleff	DK	K	552.0
Pöyry	FI	A	11.9
Skanska	SE	A	99.3
Trelleborg	SE	H	39.0
YIT	FI	A	12.7
Elektrisk udstyr			
ABB	SE	R	136.0
Schouw & Co	DK	H	101.0
Vestas Wind Systems	DK	K	346.5
Maskinindustri			
Alfa Laval	SE	A	77.8
Atlas Copco	SE	R	86.6
Beijer Alma	SE	A	79.5
Cargotec Corp	FI	K	15.1
FLSmidth & Co	DK	A	252.0
Haldex	SE	R	61.5
Kone	FI	A	23.8
Konecranes	FI	H	18.6
Metso	FI	K	18.1
Morphic Technologies	SE	R	0.6
Nibe	SE	R	70.0
NKT Holding	DK	A	279.5
Opcon	SE	A	56.3
Sandvik	SE	R	73.0
Scania	SE	H	83.5
Seco Tools	SE	R	91.3
SKF	SE	A	105.1
VBG	SE	K	83.0
Volvo	SE	K	61.0
Wärtsilä	FI	K	25.7
Handel og distribution			
Brdr A & O Johansen	DK	R	530.0
Cramo	FI	R	10.1
DLH	DK	S	30.5
Ramirent	FI	S	6.9
Solar	DK	K	268.0
Sanistaal	DK	S	85.0

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
INDUSTRI, FORTSAT			
Erhvervsservice & -produkter			
Gunnebo	SE	S	35.0
Lassila & Tikanoja	FI	A	15.8
Loomis	SE	R	67.0
Niscayah	SE	H	15.1
Securitas	SE	K	65.2
Tomra Systems	NO	K	25.8
Luftfart			
Finnair	FI	R	4.1
SAS Group	SE	H	4.8
Shipping			
A. P. Møller - Maersk	DK	R	33900.0
DFDS	DK	H	342.0
Mols-Linien	DK	S	63.5
Norden	DK	S	183.5
Torm	DK	S	49.9
Transport			
DSV	DK	K	85.6
FORBRUGSVARER			
Reserve dele			
Autoliv	SE	K	31.4
Mekonomen	SE	R	128.8
Nokian Tyres	FI	A	15.2
Varige forbrugsvarer			
Bang & Olufsen	DK	H	59.5
BoConcept	DK	A	130.0
Ekornes	NO	H	99.0
Electrolux	SE	R	152.5
Husqvarna	SE	K	46.3
Fritidsudstyr			
Amer Sports	FI	H	5.6
Tekstiler & Beklædning			
Bjorn Borg	SE	H	54.0
IC Companys	DK	R	133.5
New Wave Group	SE	R	24.0
Hoteller & Cruise Lines			
Royal Caribbean Cruises	NO	K	131.3
Hoteller, Restauranter & Underholdning			
Betsson	SE	K	104.0
Parken Sport & Entertainment	DK	R	490.0
Skistar	SE	H	126.0
Unibet	SE	K	192.5
Medier			
Alma Media	FI	A	7.1
Cision AB	SE	A	7.1
Sanoma	FI	A	14.5
Stormagasiner			
Stockmann	FI	H	16.8
Detailhandel			
Clas Ohlson	SE	K	115.8
Hennes & Mauritz	SE	K	381.5
Nobis	SE	K	35.8
NÆRING & NYDELSE			
Supermarkeder			
Axfood	SE	R	188.0
Hakon Invest	SE	R	106.3
Kesko	FI	A	22.2
Drikkevarer			
Carlsberg	DK	K	333.0
Harboe	DK	K	124.0
Royal Unibrew	DK	A	165.0
Fødevarer			
AAK	SE	A	131.3
Atria	FI	A	11.7
Cermaq	NO	K	44.2
Danisco	DK	H	311.0
EAC	DK	S	176.0
HKScan	FI	K	9.1
Leroy Seafood Group	NO	A	100.0
Marine Harvest	NO	A	4.0
Orkla	NO	R	52.0
Tobak			
Swedish Match	SE	K	139.0
Personlige Produkter			
Oriflame	SE	K	340.5
SUNDHED			
Medicinalinstrumenter & -udstyr			
Coloplast	DK	R	414.5
Elekta	SE	H	130.8
Getinge	SE	A	114.3
William Demant Holding	DK	R	379.5
Bioteknologi			
ALK-Abello	DK	R	456.5
Bavarian Nordic	DK	R	216.0
Biogen	SE	K	81.5
Genmab	DK	K	126.5

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
SUNDHED, FORTSAT			
Exigon	DK	A	13.0
Karo Bio	SE	H	7.8
LifeCycle Pharma	DK	K	8.4
Neurosearch	DK	A	139.0
Q-Med	SE	R	40.9
TopoTarget	DK	K	3.2
Farmaci			
Astrazeneca	UK	H	2761.0
Lundbeck	DK	H	103.0
Meda	SE	K	62.0
Novo Nordisk	DK	H	320.8
Orion	FI	S	12.5
FINANS			
Banker			
Amagerbanken	DK	S	53.0
Danske Bank	DK	IA	129.8
DNB Nor	NO	K	64.0
Jyske Bank	DK	K	207.0
Nordea	SE	S	66.8
Ringkjøbing Landbobank	DK	K	620.0
SEB	SE	R	45.0
Spar Nord	DK	A	62.0
Svenska Handelsbanken	SE	H	174.0
Swedbank	SE	R	61.8
Sydbank	DK	K	129.0
Vestjysk Bank	DK	K	103.0
Forsikring			
Alm. Brand	DK	R	122.5
Sampo	FI	R	16.8
TopDanmark	DK	H	754.0
TrygVesta	DK	R	381.3
Ejendomsstyring & udvikling			
Citycon	FI	K	2.8
JM	SE	R	82.3
Sponda	FI	K	2.6
INFORMATIONSTEKNOLOGI			
E-Services			
Net Entertainment	SE	K	64.8
Tradedoubler	SE	A	71.3
IT-konsulenter			
Columbus IT Partner	DK	H	2.8
EDB Business Partner	NO	S	24.5
HiQ International	SE	R	28.3
Semcon	SE	K	27.3
Tieto	FI	H	13.0
Software			
Atea	NO	K	36.7
Netop Solutions	DK	H	11.0
IBS	SE	H	7.5
Maconomy	DK	H	6.9
Opera Software	NO	K	23.5
Orc Software	SE	A	135.5
Simcorp	DK	K	1001.0
Kommunikationsudstyr			
Eltek	NO	S	3.4
Ericsson	SE	A	69.8
GN Store Nord	DK	A	26.3
Nokia	FI	A	9.5
RTX Telecom	DK	R	7.6
Tandberg	NO	H	155.7
Thrane & Thrane	DK	H	133.5
TELEKOMMUNIKATION			
Telekommunikationsydelse			
Elisa	FI	A	13.8
Tele2	SE	A	87.9
Telenor	NO	H	63.5
TeliaSonera	SE	R	44.4
Aktieoversigten viser de aktuelle anbefalinger på nordiske aktier fra bankens analyseafdeling, Danske Markets Equities. Vær opmærksom på, at der kan ske ændringer i anbefalingerne efter redaktionens slutning.			
DK: Danmark, NO: Norge, SE: Sverige, FI: Finland, UK: Storbritannien			
Anbefalingsstruktur			
Anbefaling	Totalt afkast		Tidshorisont
Køb (K)	> +20%		12 måneder
Akkumulér (A)	+10% to +20%		12 måneder
Hold (H)	0% to +10%		12 måneder
Reducér (R)	-10% to 0%		12 måneder
Sælg (S)	<-10%		12 måneder
Anbefaling Suspenderet (AS)			
Ingen Anbefaling (IA)			

Disclosure

Anbefalinger af og omtale af nordiske værdipapirer i denne publikation er udarbejdet på baggrund af analyser fra 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 analytikerne modtager ikke bonusbetalinger eller andet vederlag med direkte tilknytning til specifikke corporate finance- eller kredittransaktioner.

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

Danske Bank er market maker og kan i sin egen skab 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.