

INVESTERING

[SEPTEMBER 2008]

SOL MED INDBYGGET
BESKYTTELSESFAKTOR

VENDING I SIGTE PÅ
USA'S AKTIEMARKED

Medicinalsektorens udfordringer

Derivatstrategi: USA slår Europa

Råvarer og spekulation

Spar i skat, hvis du har tab på aktier

Danske Bank

04	VENDING I SIGTE PÅ USA'S AKTIEMARKED
08	MEDICINALSEKTORENS UDFORDRINGER
11	MEDICINAL- OG BIOTEKSEKTOREN UNDER FORANDRING
13	DERIVATSTRATEGI: USA SLÅR EUROPA
16	FORNYET BEKYMRING FOR VÆKST
18	KORT NYT: NY AKTIEHEDGEFOND, DOLLARVENDING, VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER
20	HAR DU RÅD TIL AT BLIVE GAMMEL?
22	SOL MED INDBYGGET BESKYTTELSESFAKTOR
25	ENERGI – INFRASTRUKTUR OG EFFEKTIVITET
27	SPAR I SKAT, HVIS DU HAR TAB PÅ AKTIER
27	SKATTEN AF STIGENDE EJENDOMSVURDERINGER
28	CARLSBERGS SKÆBNEÅR
30	AKTIEANBEFALINGER: APPLE, CARLSBERG, TEVA PHARMA, STATOILHYDRO
32	RÅVARER OG SPEKULATION
37	NYE SLAG TIL BOLIGMARKEDET
40	NATIONALØKONOMI FOR ALLE: MIT HUS FALDER – HVAD RAGER DET MIG?
41	MODELPORTEFØLJER
42	TEMPERATURER I VERDENSØKONOMIEN
43	AKTIEOVERSIGT

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

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

Redaktion: Niels Adelmark (ansvarshavende)
og redaktør Flemming Østergaard.
Redaktion afsluttet den 9. september 2008

Grafisk design og produktion: Datagraf
Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri

Forside: Getty Images

SOL MED INDBYGGET BESKYTTELSESFAKTOR

SIDE 22

GETTY IMAGES

Investering, nyheder og analyser i Netbanken

[Investering] handler om relevante emner inden for investering i værdipapirer, makroøkonomi, pension, bolig, realkredit, skat m.v. Hensigten med magasinet er at give primært bankens 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.

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

Af pladshensyn bliver vi nogle gange nødt til at skære i en artikel, som for interesserede læsere kan være relevant i en

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

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

I Netbanken kan du også få adgang til realtidsnyheder fra Reuters, analyser af nordiske selskaber fra Danske Equities, kalender over nøgletal, begivenheder og selskabsspecifikke forhold samt Goldman Sachs-portalen. Goldman Sachs er en af verdens største investeringsbanker, og du har via denne portal adgang til bankens analyser af 2.400 globale aktier, sektorer, økonomiske analyser og strategiforslag m.v.

I krisernes tegn

Sommeren er gået sin vej, men det er alle kriserne ikke (finans, bolig, økonomi, klima, aktier, fodboldlands-hold...). Det er svært at tjene penge som investor i dette marked, hvor usikkerheden er stor, og man aldrig ved, hvor den næste dårlige nyhed kommer fra. Så hvad gør man, hvis man er villig til at løbe en vis risiko ved at være med?

»Køb jord, de laver det ikke mere,« sagde Mark Twain engang. Hans evner som investor stod ikke mål med forfatterevnerne, og han formåede hele sin formue på aktiemarkedet. Alligevel har hans ord med den vanlige ironiske undertone et godt råd i sig. Det er som udgangspunkt altid godt, at købe noget, hvortil efterspørgselen er stor, og udbudet er knapt – hvis altså prisen er rigtig.

Medicin og biotek

Lige nu er jord måske ikke lige sagen med alle kriserne in mente, inklusive den på boligmarkedet. Men der er andre muligheder. I økonomiske nedgangstider er et klassisk råd at skifte cykliske aktier ud med de defensive. De defensive er de selskaber, der leverer produkter eller ydelser, som samfundet har brug for, uanset om det går

op eller ned i økonomien. Fx mad, drikkevarer og medicin. Særligt interessante er medicinal- og biotekselskaber, da de har mulighed for at overraske med nye blockbusterkandidater – hvilket fødevarerproducenterne og bryggerierne ikke kan hamle op med.

I dette nummer ser vi derfor på medicinal- og biotekbranchen. Men der er kun relativt få selskaber, der aktuelt skiller sig positivt ud i vores optik, for desværre er medicinalbranchen også i krise. Omfattende patentudløb og hård konkurrence fra kopiproducenterne præger i disse år branchen, som også slås med lav produktivitet, idet præparaterne til de mere enkle sygdomme groft sagt er opfundet for længst, hvilket tvinger selskaberne til at løse gåderne bag de mere komplekse sygdomme. Og det tager tid og koster mange penge. Om nogle år ved vi ifølge eksperter til gengæld så meget om den menneskelige organisme, at produkterne kan produceres meget hurtigere ved hjælp af den virtuelle patient. Det bliver formentlig først omkring 2020, men alligevel tager vi det op i dette nummer. Hvorfor?

Se lyset – før de andre

Fordi et væsentligt kriterium at opfylde for at få succes på aktiemarkedet er, at man spotter de vigtige trends og tendenser i god tid. Som fx den netop introducerede hedgefond Danske Hedge European Equity forsøger at gøre. Filosofien i fonden er, at spotte vigtige temaer og strukturelle ændringer af betydning. Historien viser nemlig, at det tager investorerne en rum tid at erkende større ændringer – og det giver gevinstmuligheder for de aktører, der er tidligt ude.

Tag nu klodens energi-, råvare- og klimakrise – et oplagt eksempel på en afgørende strukturel ændring, der vil forandre verden – men som er vanske-

lig at erkende for mange. For de tre kriser udspringer alle af det samme problem, nemlig at kloden er ved at have nået grænsen for bæreevnen med den udviklede verdens levevis (som de store udviklingsøkonomier er i fuld gang med at kopiere). Udtrykt ved et mylder af flaskehalse på vand, fødevarer, råvarer og energi samtidig med, at klodens problemer med forurening, miljømæssig nedslidning og befolkningstilvækst også er på katastrofekurs.

Investér i energikrisen – med garanti

Det kalder på radikale ændringer i menneskelig adfærd på mange områder – og under alle omstændigheder nye energikilder, bedre energieffektivitet og udbygning af energiinfrastrukturen, uanset om man tror på menneskeskabte klimaændringer eller ej.

Men udnyttelsen af disse stærke trends kræver høj risikovillighed, da vi taler om volatile brancher, hvor det er svært at spotte vinderne på forhånd. Og det kan afholde mange fra investering i enkeltaktier.

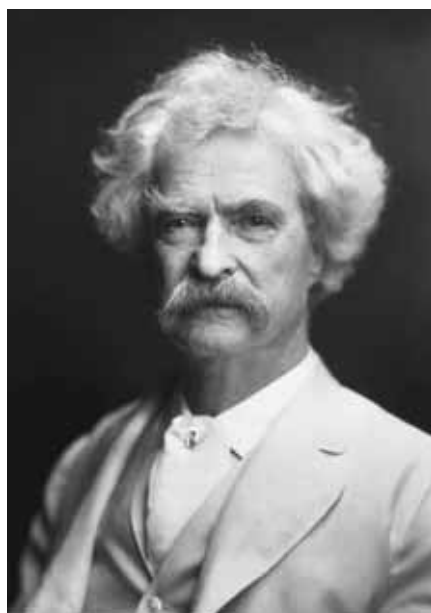
Derfor lancerer Danske Bank nu to aktieindekserede obligationer med kapitalgaranti. Dels en obligation, der baserer sig på en kurv af de førende selskaber inden for solenergi – den vedvarende energikilde, der knyttes de største forventninger til. Og dels en obligation, der baserer sig på en kurv selskaber med store kompetencer inden for energieffektivitet og –infrastruktur.

Forandring fryder

Verden er under hastig forandring på mange måder i disse år. Men det er en uforanderlig kendsgerning, at hvis man som investor ønsker at tjene penge, gælder det om at erkende de nye tider og tendenser og investere derefter.

Som Warren Buffet, verdens rigeste aktieinvestor, sagde engang:

»Hvis den forgangne historie var alt, hvad spillet drejede sig om, ville de rigeste mennesker være bibliotekarere.«



»Køb jord, de laver det ikke mere«

MARK TWAIN

Vending i sigte for USA's aktiemarked

Der er flere forhold, der indikerer, at det amerikanske aktiemarked har passeret bunden eller er tæt på.

Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug, tror, at vi vil se et opsving på det amerikanske aktiemarked i løbet af efteråret, og anser 1425 i S&P 500 for et realistisk mål inden for 3 måneder (aktuel 1300).

»Markedet har brug for katalysatorer til at gå højere end de 10-12 pct., der kendetegner en større modkorrektur i et bearmarked, og vi tror, de vil dukke op, når vi nærmer os årsskiftet,« siger Kongshaug.

Argumenter, der støtter aktiemarkedet i USA

Han fremhæver flere forskellige forhold, som understøtter det synspunkt.

Som udgangspunkt er det meget vigtigt, at den usikkerhed, der dominerede markedet for få måneder siden, er blevet kraftigt afdæmpet. Der var stor frygt for inflation, rentestigninger og et decideret olieprishok. Denne frygt har nu i betydelig grad fortonet sig som følge af lavere oliepriser, lavere renter og en mindre inflationsrisiko, der tillader centralbankerne igen at blive mere væksthedede.

Inflationsrisikoen er dog ikke helt

forsvundet, men efter Kongshaugs vurdering er der i de globale aktiemarkeds valuering inddiskonteret en høj inflation – endda uden føde- og energipriser. En så høj kerneinflation vil imidlertid kun blive en realitet, hvis løn-pris spiralen, velkendt fra bl.a. 70-80'erne, genopstår. Og det tror Morten Kongshaug ikke vil ske i den globaliserede erhvervssektor, hvor arbejdstagerne ikke føler sig trygge nok til at presse lønningerne op i truende stigningstakter. På den baggrund alene mener han, at en revaluering i de globale aktiemarkeder vil kunne finde sted, hvis/når de inflationstal, der har skræmt markedet, begynder at falde.

Positivt er det også at konstatere, at eksporten, godt hjulpet af den svage dollar, udviser markant fremgang, hvilket understøtter erhvervsinvesteringerne. Og selv om meget tyder på, at dollarens nedtur er overstået, er der ikke udsigt til, at den sandsynlige styrkelse over det kommende års tid i nævneværdig grad vil erodere den konkurrenceevneforbedring, der er opnået i kraft af det store dollarfald siden 2001. Afsætningsmulighederne

for amerikanske virksomheder understøttes også af, at Asien og Latinamerika kører i fortsat højt gear med vækstrater på 8-10 pct. trods afmatningen i verdens rige lande.

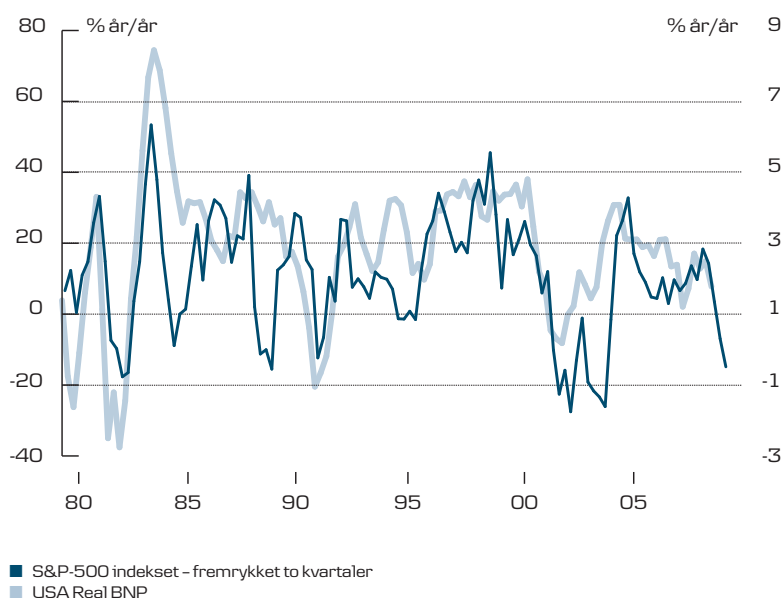
Danske Analyses ekspert på amerikansk økonomi, Peter Possing Andersen, mener dog som udgangspunkt, at USA's økonomi her i andet halvår bliver noget skidt. Men han ser en stabilisering i første halvår 2009 med et begyndende opsving til sommer.

Særlig vigtigt i forbindelse med den økonomiske krises betydning for aktiemarkedet er det, at der efter alt at dømme ikke er udsigt til en massivt stigende arbejdsløshed, der vil tynge økonomien – som det ellers plejer at være tilfældet i nedgangsperioder.

»Forklaringen er, at der ikke er optræk til en forværring af virksomhedernes sundhedstilstand i stil med det vi så i starten af 90'erne og starten af dette årti. Hvis det viser sig at holde stik, så vil aktiemarkedet snart begynde at stige mærkbart, da det historisk set stiger et par kvartaler, før amerikansk økonomi rejser sig igen efter en krise,« siger Morten Kongshaug.



Aktiemarkedet vender før økonomien – siger historien



KILDE: REUTERS, ECOWIN, DANSKE MARKETS EQUITIES

Figuren viser udviklingen i det amerikanske aktiemarked (fremrykket to kvartaler) sammenholdt med den realøkonomiske vækst i USA. Udviklingen er sammenfaldende, hvilket fortæller, at aktiemarkedet typisk stiger to kvartaler, før der konstateres en vending i økonomien. Som investor skal man altså have mod til at investere, selv om de økonomiske udsigter virker dystre.

Aktieinvestorer skal gå bredt ind

Men indtil videre er det tydeligt, at investorerne som helhed er skræmte og bange for, hvad der lurder om det næste hjørne. Når der samtidig er tale om en verden i forandring – en verden, der er markant anderledes end for 10 år siden i kraft af globaliseringens styrke og de store udviklingsøkonomiers voldsomme entré på den verdensøkonomiske scene – så er mange også forvirrede. Og det kommer til udtryk i de hastige skift i markedets fokus som den ene dag kan være inflation, den næste recession, den tredje råvarebobler og den fjerde prissætningen af aktiemarkedet.

»Verden er forandret, ingen tvivl om det. Min tese er imidlertid, at idet vi har fået nye store økonomier, som deltagere i de globale konjunkturer, så medvirker de også til at stabilisere netop konjunkturerne. Der er flere motorer, der driver verdensøkonomien, og fordi nogle af de hidtil største sætter ud, er det ikke ensbetydende med, at de nye også gør det. Udviklingsøkonomierne har nemlig ikke i samme grad de problemer, de havde tidligere, med

»

Risici for USA

Man bør ikke ignorere, at boligmarkedet fortsat er i krise. Det seneste år er det amerikanske boligmarked faldet 16 pct. i snit, og nu er det et skræmmende faktum, at 20 pct. af boligejerne (10 mio. mennesker) er teknisk insolvente – dvs. gælden overstiger husets værdi. I halvdelen af tilfældene overstiger gælden husets værdi med mere end 20 pct. Harvard-professor Martin Feldstein estimerede i Financial Times for nylig, at et fald i huspriserne på 15 pct. herfra vil betyde, at yderligere 10 mio. boligejere bliver teknisk insolvente.

Teknisk insolvens er i sig selv ikke nogen katastrofe, hvis USA's økonomiske nedtur snart får en ende uden, at arbejdsløsheden når at køre nævneværdigt op. Ser man bort fra at teknisk insolvens er ubehageligt for dem, der er tvunget til at sælge boligen af den eller anden grund, så er der ikke noget til hinder for, at en boligejer – som ærgerlig må konstatere, at gælden fx er 10 pct. højere end husets værdi – fortsætter med at betale af på lånet.

Men billedet kan blive anderledes, hvis gælden er væsentlig højere. I så fald begynder en del boligejere nemlig – som det allerede er sket i et vist omfang flere steder – at overveje, om det ikke var bedre bare at sende husets nøgler til kreditforeningen. *Jingle mail* hedder trenden, som vi omtalte i *INVESTERING* maj 2008. Sagen er nemlig, at man ikke hænger på evt. realkreditgæld, som en tvangsauktion ikke kan dække. Og hvis gælden fx overstiger husets værdi med 30 pct. er der stor sandsynlighed for, at man vælger »Jingle mail«-løsningen.

Krisen i boligmarkedet hænger tæt sammen med krisen i finanssektoren, som kan accelerere igen. USA's to største realkreditinstitutioner, Fannie Mae og Freddie Mac, har lidt så store tab på deres lånemasse, at den amerikanske regering for nylig besluttede, at overtage de to selskaber for at undgå en konkurs med uoverskuelige konsekvenser for det finansielle system, amerikansk økonomi og verdensøkonomien. De to realkreditgiganter står samlet for omkring 50 pct. af lånene til boligejerne i USA, og har som følge af den øvrige sektors problemer, tegnet sig for 70 pct. af nye udlån i år.

For Freddie og Fannie er jo langt fra de eneste med store problemer i USA's finanssektor. Hidtil er 10 banker gået ned i forbindelse med finanskrisen. Heraf var den største Indymac Bank i Californien, som kommer til at koste USA's indskydergarantifond, FDIC, 45 mia. kr. Men allerede nu forventer FDIC at skulle anmode finansministeriet om ekstra penge, idet fonden netop har hævet estimatet på mulige bankkonkurser i år til 117 fra 90 i marts. En vurdering af en forværret finanskris, der deles af mange internationale bankanalytikere.

Baggrunden er, at der forfalder mange lån til betaling i denne tid. Mange banker i USA optog kortfristede lån i 2006 til bl.a. investering i subprimeobligationer – lån, der forfalder i år og næste år. Ifølge dagbladet Børsen vurderer JP Morgan Chase, at der skal betales i alt 4000 mia. kr. tilbage inden udgangen af 2009. Det er 43 pct. over, hvad bankerne har skullet betale det seneste halvandet år. Dette er skrappe betingelser for bankerne, der i forvejen har svært ved at skaffe tilstrækkelig kapital, og det varslar øgede kreditstramninger forude. Selv de allerstørste banker er i knibe. Heriblandt investeringsbanken Lehman Brothers, der er i gang med at sælge sin forvaltningsdivision for at skaffe op imod 35 mia. kr., mens flere af bankens hedgefonde også er på salgslisten.

» store betalingsbalanceunderskud, ukontrolleret inflation, dårlig politisk ledelse osv. På den baggrund deler jeg ikke den fremherskende vurdering af, at vi balancerer på kanten af en global recession,« siger Morten Kongshaug.

Han erkender, at vi befinder os i en vanskelig situation, hvor det kan være svært at se lyset.

»Men sådan var det også i 2003. Dengang havde vi haft krise siden aktieboblens kollaps i 2000, og i 2003 kom så olieprisstigningerne oveni sammen med Irak-krigen. Pessimisterne, som der var mange af, kom med nye dommedagsprofetier, men kendsgerningen var, at markedet ikke kunne blive mere pessimistisk. Investorerne var markant undervægtede i aktier, men pludselig kom der fokus på aktiemarkedernes valuering, som var ganske attraktiv, og det blev startskuddet til en gigantisk optur på aktiemarkedet generelt,« siger Morten Kongshaug.

Han peger på, at vi er i en lignende situation i dag med generelt undervægtede investorer, en masse økonomiske dårligdomme – men til gengæld også et P/E-niveau for USA-aktier ikke set siden midten af 90'erne.

»Hvis vi slipper for flere eksterne chok, så er det kun et spørgsmål om tid, før aktiemarkedet kører igen. Det er ikke sikkert, at dette er den absolutte bund på aktiemarkedet, men det er tæt på. Derfor bør man øge eksponeringen mod USA i den kommende tid, men sørg for at sprede sig på mange forskellige brancher,« tilråder Morten Kongshaug.

Forventninger til Europa og Norden

Morten Kongshaug har ikke samme tiltro til de europæiske aktiemarkeder som til de amerikanske. Det hænger som udgangspunkt sammen med, at de europæiske økonomier halter langt efter den amerikanske i konjunkturcyklen og først de senere måneder har bevæget sig ind i en markant lavkonjunktur – som til gengæld begynder at minde om en balanceakt på recessionsrand ifølge de fleste vurderinger. I modsætning til USA har det således lange udsigter, før det økonomiske fun-



dament igen støtter det europæiske erhvervsliv, og det vil naturligvis lægge en dæmper på aktiemarkedene.

Det danske aktiemarked, udtrykt ved OMXC20, er som udgangspunkt godt rustet til en økonomisk afmatning, og det skyldes markedets defensive karakter. I indekset indgår en række defensive aktier - dvs. aktier, der ikke i så høj grad svinger i takt med økonomiens op- og nedture. Det drejer sig om producenter af føde- og drikkevarer – som Danisco og Carlsberg – som de mere stabile i den ene ende. Og medicinalvirksomheder som Lundbeck, Novo Nordisk og Novozymes i den anden ende som de mere risikable, defensive vækstaktier. Morten Kongshaug anser ikke det danske aktiemarked for at være overvurderet efter de korrektioner, vi har oplevet, og tror på et afkast på niveau med det europæiske gennemsnit over de kommende seks mdr.

Også det norske marked spås en god periode, selv om de økonomiske konjunkturer peger nedad. Det skyldes, at energisektoren fylder meget i det norske hovedindeks med olieselskaber og andre selskaber relateret til oliebranchen. Og netop energisektoren har Morten Kongshaug store forventninger til i den kommende periode.

»Selv om olieprisen er steget så voldsomt de senere år, så er det paradoksalt nok langt fra afspejlet fuldt ud endnu i prissætningen på de olierelaterede selskaber. Vi føler os overbevist om, at der er betydelige stigninger i vente i denne sektor – ikke mindst når valueaktier igen kommer i fokus, for her kan man virkelig tale om, at valueinvestorerne får noget for pengene,« siger Morten Kongshaug.

Det svenske marked er væsentlig anderledes end både det norske og danske. Der er tale om en relativt stor industrisektor og ikke mindst en stor teknologi- og telesektor, som gør, at hovedindekset er præget af mange cykliske aktier. Det betyder, at mange selskaber er følsomme over for konjunktursvingninger, og den igangværende afmatning varsler derfor ikke godt for det svenske marked.

Det finske marked, som i meget høj grad er domineret af Nokia og de mange teknologiske selskaber, der er vokset op omkring det, har Kongshaug heller ikke de store forventninger til. Hverken teknologiaktierne eller de andre konjunkturfølsomme selskaber i skov- og papirbranchen samt metalbranchen.

»Som udgangspunkt vil Danmark og Norge klare sig bedre end Sverige og Finland, men når USA's økonomi begynder at rejse sig, vil de mange svenske og finske internationalt orienterede selskaber med stor eksponering til USA løfte det svenske og finske aktiemarked,« siger aktiestrategen.

Sektorvurderinger

Udover at fremhæve den nordiske energisektor (++), mener Kongshaug også, at Sundhed (+) fortsat er en interessant sektor. Dog skal man koncentrere sig om medicinalselskaberne. De selskaber, der beskæftiger sig med udstyr og service i sundhedssektoren, får det vanskeligere.

Forsyning nedbringes til Neutral, mens de øvrige sektorer fastholdes (se tabel).

For både Energi og Sundhed er det i øvrigt værd at holde øje med præsidentvalget i USA. I dag har Demokraterne flertal i både Senatet og Repræsentanternes Hus. Men i forbindelse med valget skal også halvdelen af Senatet og en tredjedel af Repræsentanternes Hus udskiftes, og forbliver det et demokratisk flertal kan det få betydning for de to sektorer. Præsident Bush, den tidligere guvernør fra det olierige Texas, har holdt hånden over olieindustrien og forskånet dem for en beskatning, der bare perifert minder om den vi har i Norden. Med en demokratisk præsident ved roret og et demokratisk flertal i Kongressen vil der være lagt op til øget beskatning af olieindustrien og sundhedsreformer, der vil sørge for billigere medicin til amerikanerne og dermed lægge yderligere pres på medicinalsektoren, der i forvejen slås med mange patentudløb, færre nye produkter og stærk konkurrence fra de generiske kopiproducenter. Kongshaug understreger dog, at der på den nuværende værdiansættelse i begge sektorer kun skal forventes begrænset effekt af udfaldet på det amerikanske præsidentvalg.

Sektoranbefalinger

	Danske Markets Equities EUROPA		Goldman Sachs USA	
	MSCI Europe Faktisk vægt	Anbefaling	S&P 500 Faktisk vægt	Anbefaling
Forbrugsgoder	8,33%	-	8,1%	7,0%
Forbrugsvarer	9,92%	N	11,2%	11,0%
Energi	10,73%	++	14,1%	17,0%
Finans	25,54%	N	15,3%	13,0%
Sundhed	9,36%	+	12,7%	12,0%
Industri	10,32%	+	11,4%	11,0%
IT	3,38%	-	16,5%	18,0%
Materialer	9,00%	--	3,8%	5,0%
Tele	6,56%	N	3,1%	3,0%
Forsyning	6,86%	N	3,8%	3,0%

Forklaring: Tabellerne viser aktuelle sektoranbefalinger for hhv. Europa (Danske Markets Equities) og USA (Goldman Sachs) i forhold til de relevante benchmark. N=Neutral; +=mindre overvægt; ++=større overvægt; -=mindre undervægt; --=større undervægt

KILDE: DANSKE MARKETS EQUITIES, GOLDMAN SACHS

Medicinalsektorens udfordringer

»Den engelske patient« var en kassesucces i biograferne.

Når »Den virtuelle patient« er en realitet, er gevinsterne langt større. For medicinalbranchen og samfundet som helhed.

Omkring 2020 vil medicinalsektorens forsknings- og udviklingsproces måske være forkortet med 2/3, antallet af produkter, der kommer gennem testfasernes nåleøje vil kunne stige dramatisk, og omkostningerne forbundet med kliniske testfaser kan falde drastisk. Det er hovedbudskabet i en ny rapport, udsendt for nylig af konsulenthuset PricewaterhouseCoopers (PWC): *Pharma 2020: Virtual R&D, which path will you take?*

Baggrunden for denne optimistiske forventning er, at nye computerbaserede teknologier vil skabe en langt større forståelse af sygdommes biologi og bane vejen for den *virtuelle patient*, som vil gøre det muligt for forskerne, at forudsige effekterne af prototyper på nye medicinske præparater før de er anvendt på mennesker. Sammen med igangværende ændringer i det regulatoriske og socioøkonomiske miljø vil dette gøre medicinalindustrien i stand til at overvinde de store udfordringer den nødvendigvis må klare i det næste årti. Branchen har det nemlig hårdt.

Minderne har man da lov at ha'...

Medicinalselskaberne må længes tilbage til de gode gamle dage. Dengang, hvor man med massiv markedsføring kunne tjene gigantiske summer på præparater rettet mod enkle sygdomme, der relativt let kunne behandles.

Men tiderne har ændret sig. Produktiviteten i laboratorierne er blevet lavere, så medicinalselskabernes *pipelines* – benævnelsen for et selskabs produkter under udvikling – er væsentligt tyndere end tidligere. Det kan umiddelbart forekomme paradoksalt, idet teknologierne, erfaringsgrundlaget

og den tilgængelige forskning og viden selvsagt er på et langt højere niveau i dag end fx for 20 år siden. Men forklaringen er primært, at hvor mange store sællerter i farmaciens verden groft sagt ofte har været baseret på relativt simple lidelser og sygdomme, så er dette område snævvret gevaldigt ind, og forskerne må derfor i større omfang rette sig mod de mere komplekse sygdomme såsom Alzheimers, kræft osv. Og denne vanskeligere proces har udtyndet pipelines – det tager i sagens natur længere tid at finde de rigtige molekylesammensætninger til de mere komplicerede sygdomme. Selskabernes problem afspejles med grum tydelighed i, at de amerikanske medicinalmyndigheder, FDA, i 2007 kun godkendte 19 nye molekyllære og biologiske enheder – det laveste antal siden 1983.

Et problem for branchen er også, at i og med at medicinalselskaberne er tvunget til at rette forskningen mod de mere komplicerede sygdomme, så vil de samlede forsknings- og udviklingsudgifter betyde, at disse præparater bliver relativt dyre, når de endelig kommer på markedet. Og det kan hæmme salget gevaldigt. Dette er et stærkt argument for selskaberne om at fokusere forskningen, så man ikke spilder unødigt mange forskningskroner. Samfundet skal have råd til at købe præparaterne.

Et andet brancheproblem er, at patenterne på medicinalgiganternes mangeårige guldæg i disse og de kommende år løber ud og dermed åbnes døren på vid gab for konkurrenterne. Det er naturligvis ikke noget nyt problem, idet patentudløb i sagens natur altid har åbnet op for, at konkurrenterne kunne begynde at lave lignende produkter.

»



Den virtuelle patient

Når medicinalsselskaber i dag begynder at undersøge biologiske mål, ved de ofte relativt lidt om, hvordan disse mål er involveret i de sygdomme, de ønsker at behandle. Den information, de råder over i udgangspunktet, kommer typisk fra den akademiske litteratur og patenter på eksisterende produkter og er ofte baseret på dyrestudier, som måske ikke er relevante, når det handler om, hvordan sygdommen udvikler sig i mennesker. Det er normalt først i den kliniske fase II, at selskaberne tester om et specifikt mål sat i forbindelse med et bestemt molekyle er effektivt i behandlingen af sygdommen i mennesket.

Dette hjælper med til at forklare, hvorfor kun 11 pct. af de molekyler, som går ind i den præ-kliniske fase ender med at nå medicinalmarkedet – og hvorfor udviklingsprisen på medicinalpræparater er så høj. PWC estimerer, at R&D-omkostninger pr. færdigudviklet medicinalprodukt er 454 mio. USD.

Afgørende for at nedbringe disse omkostninger og forskningstiden er en øget forståelse af, hvordan kroppen virker på det molekulære niveau – og hvordan kroppen funktionelt

ændrer sig som følge af sygdom. En sådan øget forståelse og indsigt vil kunne bruges til at bygge matematiske modeller af kroppens molekulære og cellulære komponenter. Herved bliver det muligt at simulere de fysiologiske effekter af interaktion med specifikke sygdomsmål, identificere nye mål, bestemme hvilken intervention, der er påkrævet osv.

Der arbejdes på livet løs med sådanne modeller mange steder, men problemet er det samme som med alle mulige andre modeller: De er ikke bedre end de data, de er baseret på. Og der er endnu lang vej før »Den Virtuelle Patient« er en kendsgerning.

Ikke desto mindre forudsiger PWC, at omkring 2020 vil udviklingen være nået så langt, at udviklingen af et medicinalpræparat vil være langt hurtigere end i dag, hvor det tager gennemsnitligt otte år fra den første kliniske fase til godkendelsen. PWC tror, at det i 2020 kun vil tage halvdet år fra man har et potentielt præparat til det godkendes til begrænset klinisk anvendelse – og op til yderligere halvdet år før det er godkendt til det brede marked.



» Men nye teknologier har i de senere år banet vejen for de såkaldt generiske kopier, som er billige at fremstille og derfor sælges til langt lavere priser. Derfor gør det særligt ondt, når patenter udløber i dag.

Det amerikanske analyseselskab Sanford C. Bernstein har estimeret, at de generiske kopier vil reducere indtægterne for verdens 10 største medicinalsselskaber med mellem 2 og 40 pct. i perioden frem til 2015. Det vurderes samtidig, at kun fire af de 10 selskaber har pipelines, som indeholder tilstrækkeligt værdifulde produkter, der kan imødegå disse tab.

Branchen har med PWC's ord et »innovationsunderskud«, og det har meget store strategiske implikationer for medicinalindustrien.

»Faldende produktivitet af effektive, nye behandlinger i laboratoriet betyder, at de gradvise forbedringer af Forskning & Udvikling (R&D) ikke længere er nok. Det resulterende kommercielle underskud i farma har enorme implikationer for industrien, samfund og regeringer som helhed. For at blive i fronten af den medicinske forskning, hjælpe patienterne med at leve længere og sundere og levere de indtægter, som aktionærerne er blevet vant til, så har medicinalsektoren brug for en hurtigere, mere forudsigelig vej til at teste molekyler før de bruges på

mennesker,« siger Steve Arlington, rådgiver for den farmaceutiske industri hos PWC.

Svaret er ifølge rådgiveren den *virtuelle patient*. Denne patient, der vil stå model til hvad som helst uden at løbe medicinalsselskaberne på dørene med sagsanlæg kan muliggøres med anvendelse af eksisterende teknologier, som forbindes på nye måder. Modeller af hjertet, organer, celledsystemer, muskelskelettets arkitektur m.v. udvikles allerede af akademikere rundt om i verden. Sådanne teknologier kan bruges til at simulere de fysiologiske effekter af interaktion med specifikke præparater og identificere hvilken medicin, der har en effekt på bestemte sygdomme. Nogle selskaber bruger allerede virtuelle teknologier og har reduceret den kliniske testtid med 40 pct. og reduceret antallet af nødvendige testpatienter med 2/3.

Der er dog stadig lang vej, før vi kan sige, at vi har en tilstrækkelig forståelse af, hvordan kroppen virker på det molekylære niveau samt de funktionelle ændringer, der er forbundet med eller opstår som følge af sygdomme og skader. Og det enkelte medicinalsselskab kan ikke opnå denne forståelse alene - uanset hvor stort det er.

PWC-rådgiveren peger på, at den nødvendige viden skal genereres gennem et omfattende samarbejde mellem

den akademiske verden, medicinalsselskabernes forskningsafdelinger, regeringer, regulerende myndigheder og uafhængige forskningsinstitutioner. For første gang vil medicinalsektoren som helhed være tvunget til at dele intellektuel kapital.

Slut med knald-eller-fald

Hvis PWC-rapportens visioner holder stik, vil medicinalbranchen være væsentlig anderledes i 2020.

I dag er den langvarige testproces med nye præparater et meget dyrt knald-eller-fald projekt, som selv med lovende resultater i fase II eller endog fase III sagtens kan blive afvist ved døren af godkendelsesmyndighederne – og mange års arbejde og mange millioner er spildt.

Men lykkes det at virkeliggøre de virtuelle visioner, så vil tilblivelsen af medicinsk produkt i 2020 være resultatet af en kumulativ proces, baseret på gradvis akkumulering af data. Så snart der er tilstrækkelige beviser for, at en medicin virker og er prismæssigt bæredygtig, så vil de regulerende myndigheder kunne udstede en licens til begrænset markedsføring. Og med hvert yderligere skridt i beviset for produktets sikkerhed, effektivitet og værdi vil licensen kunne udvides til at dække flere patienter og forskellige sygdomsindikationer.



Medicinal- og bioteksektoren under forandring

I en verden præget af et dystert børsmarked, kreditkrise og økonomisk stagnation kan man med fordel rette blikket mod udvalgte aktier i medicinalektoren, da forbruget af medicin er nogenlunde upåvirket af konjunktursvingninger.

I mange år har køb af medicinalaktier i et vist omfang været den klassiske reaktion blandt investorerne i økonomiske nedgangstider, netop af denne årsag – og er det stadig. Men tiderne har dog ændret sig, så man skal se sig godt for. Medicinalselskaberne har i flere år været under pres, og det vil også gælde i de nærmeste år som følge af patentudløb, skærpet konkurrence, faldende produktivitet m.v.

Disse forhold betyder, at væksten i dag er langsommere i medicinalbranchen – og derfor er kurserne væsentligt lavere end for 15-20 år siden. Om det aktuelle niveau så afspejler branchens forøgede usikkerhed og lavere vækst kan naturligvis ikke siges med sikkerhed, men analytiker Martin Parkhøi i Danske Markets Equities mener dog, at det aktuelle prisniveau for branchen forekommer realistisk. Men der er selskaber i det udfordrende miljø, der forekommer markant undervurderede, og her skiller Novo Nordisk sig ud.

Novo Nordisk

»Hvis jeg skal pege på en favorit blandt de nordiske farmakaktier, så er Novo Nordisk klart mit førstevalg. I en branche med faldende vækst og øget risiko skiller selskabet sig stærkt ud. Det er fortsat verdens klart førende udbyder af insulin med over halvdelen af markedet, og der er ikke truende patentudløb i horisonten. Og selskabets styrke er ikke afspejlet i den aktuelle kurs,« siger Martin Parkhøi, der mener, at aktien på 12 måneders sigt har et stigningspotentiale på 25 pct. fra den aktuelle kurs omkring 300.

Alliancer med kopisterne

Der er naturligvis også andre muligheder i branchen end den nordiske insulingigant, men man skal se sig godt for. De attraktive selskaber skal have en stærk pipeline eller patenter på stærke produkter, der løber nogle år endnu.



» Det gælder selskaber som fx Roche, Genentech, Novartis og Amgen. Men der er ikke mange af dem, og desuden er det heller ikke sikkert, at det er nok til at danne basis for en attraktiv investering.

Medicinalsektoren er nemlig under forandring. De generiske kopiproducenter er også under pres, og der finder derfor mange fusioner og opkøb sted blandt disse.

Det sker ikke blot de generiske producenter imellem – de store medicinalsselskaber køber også selv op blandt kopiproducenterne. Og kan det ikke lade sig gøre, er den nyeste tendens »fredsaftaler« som fx verdens største medicinalproducent Pfizer indgik for nylig med den generiske producent Ranbaxy om den blodfortyndende blockbuster-medicin Lipitor (verdens mest udbredte medicin til patienter med højt kolesterol-tal), der sælger for knap 13 mia. dollars årligt.

Patentet på denne medicins grundprodukt og tilknyttede processer udløber i de kommende år. Aftalen går ud på, at Lipitor får nogle ekstra måneder at løbe på, når de første patentet begynder at løbe ud, mens Ranbaxy til gengæld efterfølgende får eksklusive salgsrettigheder i USA i 180 dage på selskabets generiske version af Lipitor og tidlig indtræden på andre markeder. Ranbaxy indgik tidligere på året en lignende aftale med AstraZeneca om præparatet Nexium, der er verdens næstmest sælgende efter Lipitor.

De trængte medicinalvirksomheders succes i fremtiden afhænger således ikke blot af deres innovative evner, men også deres størrelse, samt muligheder for og evner til at indgå værdifulde strategiske alliancer.

Biotek

Det er ikke blot blandt de generiske kopiproducenter, der finder store opkøb sted. Medicinalproducenterne har i høj grad også blikket rettet mod de bioteknologiske virksomheder, der er en vigtig fødekæde for medicinalsektoren.

I de senere år har bioteknologiske selskaber produceret en stabil pipeline af nye behandlinger i en grad, så biotekgrupper i betydeligt omfang er blevet en outsourced form for R&D for de store farmaselskaber. Og med et stadigt stigende behov for mere medicin er de store medicinalsselskaber tvunget til fortsat at øge fokus på biotekselskaberne for at kunne følge med.

Det tager typisk otte år fra et præparat er kommet igennem de tre kliniske testfaser og selve godkendelsen. Jo tidligere en fase produktet befinder sig i, desto større er risikoen for, at produktet ikke bliver godkendt. De færreste biotekselskaber vælger at køre hele vejen på egen hånd, men finder typisk en samarbejdspartner i medicinalbranchen, som har penge og distributionskanaler til at sende produktet på markedet. Det vil sige, det er typisk de store medicinalsselskaber, der indgår disse alliancer eller ligefrem opkøber selskaberne.

I disse tider med tynde pipelines blandt medicinalsselskaberne selv er det bioteknologiske marked næsten støvsuget for selskaber med fase 3-produkter, som ikke allerede har en partner.

Genmab

Genmab skiller sig ud i biotekbranchen. Selskabet, baseret i Danmark, blev oprindeligt udskilt fra amerikanske Medarex i 1999 og har været en del af OMXC20-indekset siden juni 2007. Selskabet beskæftiger sig med udvikling af antistoffer mod kræft og inflammatoriske/autoimmune sygdomme. Selskabet har et samarbejde med tre store medicinalsselskaber – GlaxoSmithKline, Roche og Amgen – og et antal partnerskaber med flere mindre selskaber. Største aktieejers i selskabet er GlaxoSmithKline med 10,1 pct.

Genmab kunne for kort tid siden præsentere resultater for fase 3 for blodkræftmidlet ofatumumab/Humax-CD20, som var langt bedre end ventet, og det er en betydelig med, at selskabet har et meget stort potentiale.

»Det var flotte data, langt over godkendelsesmyndighedens FDA's tærskelværdier, og det betyder, at der er stor sandsynlighed for godkendelse af produktet,« siger biotekanalytiker fra Danske Markets Equities, Thomas Bowers, der peger på Genmab som den p.t. mest attraktive biotekaktie i Norden. De gode resultater for præparatet, rettet mod blodkræftformen CLL, indikerer en milliardindtjening forude.

Det er især aftalen med GlaxoSmithKline om produktet, indgået allerede i 2006, der sikrer Genmab en stærk indtjening, hvis produktet godkendes endeligt og rammer markedet – og det taler for betydelige kursstigninger på aktien. De flotte resultater for kræftproduktet og det ventede *blockbuster*-potentiale (årligt salg på mindst 1 mia. USD) har også sat gang i spekulationerne om, at medicinalgiganter vil opkøbe selskabet – til trods for at Genmab ofte har slået fast, at man ønsker at fortsætte som et selvstændigt selskab. Mest oplagt køber anses for at være GlaxoSmithKline.

Risikoen for Genmab er bl.a., at de store forventninger, der knyttes til leukæmiproduktet ikke bliver indfriet. Men også andre produkter kan skuffe. For nylig afbrød partneren Amgen samarbejdet med Genmab omkring AMG714, og Genmab har desuden udskudt nogle kliniske testfaser, der var planlagt til start i 2008 - forhold, der har fået Thomas Bowers til at nedjustere target på 12 mdr. sigt til 475 - dog stadig langt over den aktuelle kurs omkring 320.

Anbefalinger

Generisk kopiproducent

Teva Pharmaceuticals

Bioteknologi med stærke produkter i pipeline

Genmab (blodkræft i fase III)

Neurosearch (fedmeprodukt i fase II)

Distribution (USA)

CVS Caremark

Selskaber med stærke patenter, ikke truet af udløb

Roche

Novo Nordisk

KILDE: GOLDMAN SACHS, DANSKE MARKETS EQUITIES

Strategi: USA slår Europa



Der er tegn på, at den amerikanske nedtur slutter længe før den europæiske. Det kan udnyttes med en futurestrategi.

Trods mange dystre forhold har USA foreløbig – i modsætning til Danmark – undgået recessionen. Ganske vist steg økonomien med 1,9 pct. i andet kvartal, men en væsentlig del af forklaringen på dette er den skattepakke til en værdi af godt 100 mia. dollars, der kom forbrugerne til gode fra midten af maj. Selv om forbrugerne sparede omkring halvdelen op, blev den andel halvdelen omsat til forbrug. Men også eksporten gav et positivt bidrag – en afspejling af, at den kraftige dollar-svækkelse de seneste år har givet de amerikanske eksportører en betydelig konkurrencefordel.

Selv om vi langt fra har oplevet den fulde effekt af denne konkurrenceevneforbedring, så vil eksporten dog næppe være en tilstrækkelig løftestang for økonomien i de kommende måneder, da verdensøkonomien er i en generel afmatning.

Så er der privatforbruget, som faktisk tegner sig for over 70 pct. af USA's

BNP. Men forbrugernes bekymring og manglende købelyst vil slå igennem her i andet halvår, hvor de må klare sig uden skattepakke. Ikke mindst fordi boligmarkedet stadig er en lurende trussel, kreditgivningen er stram, og det kan ikke udelukkes, at endnu en eller flere store banker må kaste håndklædet i ringen, hvilket vil kunne føre til endnu strammere kreditgivning.

Så alt i alt er der lagt op til en amerikansk økonomi, der her i anden halvdel af 2008 stadig vil have store problemer. I det lys forekommer det ikke indlysende, at det amerikanske aktiemarked ville være det rette sted at sende risikovillig kapital hen.

Aktiemarkedet vender længe før økonomien

Men faktum er, aktiemarkedet historisk set vender bear-markedet til et bull-marked et par kvartaler før vendingen i realøkonomien kan konstateres i de økonomiske nøgletal. Og den stigning, der kommer i denne periode er typisk halvdelen af den stigning, der kendetegner de første 3 år af et nyt bull-marked. Det interessante er derfor at spotte vendingen i tide. Og den er muligvis ikke langt væk.

De netop oprensede dystre forhold med økonomisk krise, finanskriser, boligkrise og udsigten til skuffende nøgletal i de kommende måneder er jo ikke information, som kun Danske Banks økonomer sidder inde med. Det er fakta

og forventninger, der er afspejlet i de aktuelle kurser på aktiemarkedet. Risikoen består naturligvis i, om det hele udvikler sig værre end, der er lagt op til.

Men hvis vi skal tage boligmarkedet først, så har hussalget faktisk stabiliseret sig de seneste 4-5 mdr. Og et stabilt salg er en forudsætning for, at også priserne stabiliserer sig. Det er en opmuntrende tendens i betragtning af den økonomiske krise generelt, at den 30-årige amerikanske realrente er steget med knap et procentpoint i år. Udsigten til mere gang i boligsalget er også, at mange som af den ene eller anden årsag er tvunget til at sælge huset i nær fremtid men har udskudt det, nu vælger at komme på banen.

Hvad angår finanskrisen, så er der trods de mange nedskrivninger hos bankerne i regnskabet for 2. kvartal, lys forude, selv om krisen endnu ikke er overstået. Et eller flere kollaps hos store spillere i finanssektoren kan ikke udelukkes, men regeringens redning af de to trængte realkreditgiganter Freddie Mac og Fannie Mae har umiddelbart skabt en vis ro på de finansielle markeder og skabt en grundlæggende tillid til, at både regering og centralbank vil strække sig meget langt for at stimulere økonomien og forhindre en ødelæggende dominoeffekt i finanssektoren.

Et andet lyspunkt er, at de kraftige stigninger i olie- og råvarepriserne, der har ramt økonomien hårdt, nu synes



» overstået. Hverken Goldman Sachs eller Danske Bank tror dog, at vi ser yderligere kraftige fald som vil bringe bl.a. olieprisen under 100 dollars pr. tønde igen – dertil er den strukturelle efterspørgsel som følge af især Kinas voldsomme entré i verdensøkonomien for stærk og udbudet for ufleksibelt. Men det seneste markante fald giver luft til de amerikanske forbrugere, letter presset på inflationen og kan dermed give centralbanken mulighed for igen at bruge rentenedsættelser som en stimulerende faktor.

Så konklusionen er, at aktiemarkedet i USA meget vel kan vende inden for de nærmeste måneder, selv om vi nok skal helt frem til sommeren 2009, før vi kan se den faktiske vending i amerikansk økonomi.

Strategier

Som aktieinvestor kan man få del i det stigende marked ved at købe en futurekontrakt på S&P 500-indekset. En futurekontrakt på et aktieindeks er et finansielt væddemål om, hvor kursen på et givent aktieindeks befinder sig på et givet tidspunkt i fremtiden. I futurekontrakten er angivet en kurs på et fremtidigt tidspunkt på aktieindekset kaldet futurekursen.

Køber man således en future på fx S&P 500-indekset, vil man opnå en gevinst, hvis aktieindekset ved udløb ligger over futurekursen – og tab, hvis det ligger under. Man kan i øvrigt til enhver tid i handel med futures fastlåse en gevinst eller et tab før udløb ved at indgå den modsatte handel.

Timing af vendinger af såvel aktiemarkederne som økonomierne er en vanskelig opgave. Man kan derfor vælge at supplere købet med salg af futurekontrakter for et tilsvarende beløb på det tyske MDAX-indeks. Hvorfor nu det?

Jo, sagen er den, at USA – som var startstedet for hele finanskrisen – også er længere igennem lavkonjunkturen. Hvorimod Europa som udgangspunkt først her på det seneste er begyndt at mærke den økonomiske krise. Særlig hårdt er det gået ud over Tyskland, traditionelt Europas økonomiske lokomotiv, som her i det nye årtusind har haft nogle forrygende år efter en mangeårig lavvækstperiode efter genforeningen. Det tyske aktiemarked har de senere år skilt sig ud som det bedste i Europa.

S&P 500

S&P 500 er et amerikansk aktieindeks bestående af 500 af de største amerikanske virksomheder og repræsenterer alle større industrier. Indekset er denomineret i USD.

MDAX

MDAX er et tysk midcap indeks bestående af de 50 største virksomheder, der rangerer lige under DAX-indekset. Indekset er denomineret i EUR.

Den meget eksporttunge tyske økonomi har nydt godt af flere år med den stærkeste vækst i verdensøkonomien i to årtier, og derfor begynder de senere års voldsomme styrkelse af EUR mod USD og mange andre valutaer nu også at gøre særlig ondt. Meget tyder på, at tysk økonomi nu går trange kvartaler i møde. Den høje inflation, den stærke EUR og den svagere vækst på eksportmarkederne bevirker, at tysk økonomi nu balancerer på kanten af en recession. Men også den indenlandske vækst ventes at blive hårdt ramt. Og det ventes i højere grad at ramme de mellemstore selskaber, som vi finder i MDAX-indekset, end de store eksportorienterede globale virksomheder i DAX-indekset.

Der er med andre ord lagt op til, at USA, som først kom ind i en økonomisk krise også kommer først ud, mens Tyskland (og Europa generelt) må imødesee, at krisen her først lige er startet. En vending i det amerikanske aktiemarked ligger sandsynligvis ikke langt væk, men der er udsigt til adskillige måneder med nedtur i det europæiske marked, som dog i det globaliserede finansmarked også har været trukket med ned af den amerikanske syge.

Fordelen ved at sælge MDAX mod S&P 500 er, at man reelt ikke behøver at ramme rigtigt med den amerikanske vending. Alt peger på, at udsigterne for de tyske aktier er betydeligt ringere end for de amerikanske. Så selv om de amerikanske aktier skulle falde i futurekontraktens løbetid, så vil man sta-

Eksempel: Køb S&P 500

Køb af 3 kontrakter på kurs 1,285 i S&P 500 mini

Udløb 19. dec. 2008

Underliggende værdi 965.000 DKK i alt.

Hvis aktieindekset ved udløb er fx 4 pct. højere end futurekursen, så er gevinsten på godt 38.000 DKK før omkostninger. Tilsvarende tab opstår, hvis aktieindekset ved udløb er faldet tilsvarende.

Eksempel: Sælg Europa mod USA

Køb af 3 kontrakter på kurs 1,285 i S&P 500 mini

Udløb 19. dec. 2008

Underliggende værdi 965.000 DKK i alt.

Salg af 3 kontrakter på kurs 8.500 i MDAX

Udløb 19. dec. 2008

Underliggende værdi 949.000 DKK i alt.

Det skal bemærkes, at det angivne underliggende beløb i eksemplerne ikke skal op af lommen. I handler som disse er det normalt med en vis sikkerhedsstillelse, som

giver mulighed for at indgå positioner for væsentligt større beløb. Der er altså i handel med futurekontrakter mulighed for et gearingselement, som det også er tilfældet ved handel med aktieoptioner. Når kontrakten udløber, beregnes tab/gevinst ved differenceafregning – dvs. forskellen på afslutningskursen og kursen på det underliggende aktiv (her aktieindeks). Det er i øvrigt kun denne difference, som påvirkes af evt. valutakursændringer. I dette tilfælde vil man altså ikke nyde godt af en evt. stigende dollar/faldende euro på hele det underliggende beløb, men kun på differencebeløbet.

Nettoresultat for køb af S&P 500 mod salg af MDAX (før omk.)

Tabellen viser nettoresultatet for strategien ved forskellige relative kursændringer i de to aktieindeks.

Hvis S&P 500 klarer sig bedre end MDAX

Hvis S&P 500 klarer sig dårligere end MDAX

Relativ kursændring	Nettogevinst i kr. pr. kontrakt
10%	96.539
8%	77.231
6%	57.923
4%	38.616
2%	19.308
0%	0
-2%	-19.308
-4%	-38.616
-6%	-57.923
-8%	-77.231
-10%	-96.539

dig opnå gevinst, hvis bare de tyske aktier falder endnu mere. Gevinsten bliver størst, hvis amerikanske aktier stiger samtidig med at de tyske falder.

Der er naturligvis også risiko for tab på strategien. Tab vil blive resultatet, hvis det tyske aktieindeks klarer sig bedre end det amerikanske i løbetiden. Men det vil være særdeles overraskende og ulogisk, hvis MDAX-indekset i den kommende periode udvikler sig bedre end S&P 500.

Strategien er ved redaktionens slutning stadig aktuel. Men er du interesseret, bedes du dog diskutere med din investeringsrådgiver, om strategien stadig hænger sammen, og om futurekontrakter passer til din risikoprofil.

Vil du vide mere...

... om handel med futures og optioner, kan du med fordel læse bankens *Guide til optioner og futures på aktier og aktieindeks* i Netbanken.

Efter log-on vælges i venstre side menupunkterne »Investering«, »Nyheder og analyser« og »WEB-redaktionen«.

Herefter kan du se linket til guiden i den nederste boks til højre på siden.

Skat af futures på aktieindeks

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

Gevinst og tab på finansielle kontrakter opgøres efter

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

For **personlige investorer** gælder følgende:

- Gevinst på kontrakten medregnes ved opgørelsen af kapitalindkomsten.
- Tab kan fremføres til modregning i gevinst på øvrige finansielle kontrakter, herunder i gevinster på aktieindeks og visse strukturerede obligationer m.v. udstedt efter 4. maj 2005.
- Tab, som ikke overstiger tidligere års beskattede gevinster på finansielle kontrakter, kan dog fradrages ved opgørelsen af kapitalindkomsten.

For **selskaber** gælder følgende:

- Gevinst medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.
- Tab på købte futures på aktieindeks kan fratrækkes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst
- Tab på solgte futures på aktieindeks kan fremføres til modregning i gevinst på alle øvrige aktiebaserede finansielle kontrakter.

Indekseret kursudvikling, juli 07=100



Generelt har det tyske aktiemarked klaret sig bedre end det amerikanske siden subprime-krisen startede sidste sommer, dog med store udsving. Alene siden midten af juni i år er MDAX steget med 17 pct., mens S&P 500 kun er steget med 5 pct. Nu begynder tysk økonomi at vise store svaghestegn, mens der er grund til at tro amerikansk økonomi er ovre det værste. Og da aktiemarkedet har det med at stige et par kvartaler før økonomien vender, er der lagt op til, at amerikanske aktier vil klare sig bedre end de tyske i den kommende periode. Dette er baggrunden for at købe futurekontrakter på S&P 500 og samtidig sælge futures på MDAX.

KILDE: REUTERS

Forny et bekymring for vækst

Før sommerferien var det inflationsfrygt, der var hovedtemaet på obligationsmarkedet. Men nu er det igen vækstbekymringer, der er øverst på dagsordenen.

Det er især udviklingen på råvaremarkedet, der har ændret billedet. Juli bød på et bredt fald i råvarepriserne i en størrelsesorden ikke set siden 1980. Det har bl.a. bevirket, at prisen på den for økonomierne så vigtige olie på kort tid er faldet fra 147 dollars pr. tønde til omkring 120 dollars.

Dette har medført at obligationsmarkedets primære fokus nu ikke længere er inflationstruslen, men derimod væksten. Ikke mindst i Europa, der i de seneste måneder har udvist overraskende svage nøgletal, der peger på, at også Europa nu er gået ind i den økonomiske stagnation, som ramte amerikansk økonomi for adskillige måneder siden.

Risikoen for recession i Euroland anses nu for at være betydelig. Forbrugsvæksten er ramt af det høje inflationsniveau, mens eksport- og investeringsvæksten falder på baggrund af den globale vækstafmatning. Derudover oplever flere lande i Euroland stigende problemer på deres boligmarkeder.

»Vi venter, at væksten aftager yderligere i resten af 2008 og begyndelsen af 2009. Der vil ikke komme noget op-

sving i Europa før i midten af 2009,« vurderer Allan von Mehren, chefanalytiker i Danske Analyses afdeling for international makroøkonomi og rentestrategi.

Den amerikanske økonomi holdt sig oven vande i foråret og den tidlige sommer, takket være stor udenlandsk efterspørgsel og god hjælp fra skattelettelsen til forbrugerne på godt 100 mia. USD.

»Udsigterne er imidlertid stadig fundamentalt svage med en fortsat korrektion på boligmarkedet, kreditstramninger, svage aktiemarkeder, høj inflation og afmatning i økonomierne uden for USA. Desuden vil effekten af skattelettelsen snart begynde at aftage, og arbejdsmarkedet er svækket betydeligt. Dermed vil økonomien fortsat befinde sig på randen af recession resten af året,« siger USA-ekspert Peter Possing Andersen, der ikke venter en stabilisering af amerikansk økonomi før i 1. halvår 2009.

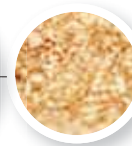
Selv om råvareprisernes fald naturligvis er gunstigt for inflationen, er der dog fortsat tale om høje inflationsni-

veauer i både Euroland og USA, som hindrer centralbankerne i at sætte renterne ned for at stimulere økonomierne.

Den europæiske centralbank, ECB, indtog på sit seneste rentemøde en neutral holdning som reaktion på lavere råvarepriser og svage aktivitetsrelaterede nøgletal.

»En yderligere forværring af de økonomiske nøgletal ventes at intensivere spekulationen om yderligere rentenedsættelser, hvilket også er risikoen næste år. Men vi tror som udgangspunkt, at ECB holder den ledende rente uændret i de kommende 12 måneder,« siger Allan von Mehren, og henviser til, at inflationen i Euroland ligger langt over ECB's inflationsmål på 2 %, men dog gradvist vil begynde at falde i det sene efterår.

I USA afventer Federal Reserve (Fed) situationen. I modsætning til Euroland og ECB har Fed ikke en inflationsmålsætning og centralbankens mål med pengepolitikken er at sikre væksten – dog under betingelse af stabil og lav inflation på lang sigt. Inflationen er imidlertid i USA også nået op



på et niveau, der ikke er set i mange år, og dette kombineret med det permanent højere prisniveau for råvarerne, et fortsat stramt arbejdsmarked og en ledende rente, der allerede er meget lav (2,0 pct.), betyder, at Fed aktuelt er tvunget til at lægge mere vægt på inflationsrisikoen. På denne baggrund forventer Danske Bank-analytikerne, at også Fed vil holde renten uændret i det kommende års tid.

Obligationsrenternes retning?

Obligationsmarkederne er i høj grad domineret af forventningerne til de toneangivende centralbanker, inflationen og væksten. Men også andre forhold spiller ind.

Et specielt forhold i den aktuelle situation er sårbarheden i finansmarkederne. Finanskssystemet fungerer ikke optimalt for tiden og er præget af mistillid bankerne imellem – en mistillid, der skyldes, at det stadig er vanskeligt også for bankerne at få det fulde overblik over hvem, der har tabt mest og har de største problemer. Denne mistillid, som hæmmer kapitalstrømme og udlånslyst, er ikke blevet mindre gennem de seneste måneder, der jævnlighar budt på nye meldinger om store tab og nedskrivninger på udlån – en finanskriser, der i USA tydeligt er kommet til udtryk i de to dominerende realkreditinstitutter Freddie Mac og Fannie Maes store problemer. Selv om redningen af de to har fjernet en stor usikkerhedsfaktor, lurer der stadig en vis frygt for, at andre vigtige spillere i den amerikanske finanssektor rammes af tilsvarende problemer med dårlige lån – hvilket kombineret med usikkerhed om vækst, inflation og råvarepriser betyder, at obligationsmarkedet fortsat vil være særdeles volatil.

Rentefald i sigte

Men tendensen peger i retning af rentefald for tiden. For få måneder siden var det amerikanske obligationsmarked præget af generelle forventninger

om, at Fed ville hæve renten med mindst 1,25 procentpoint over det kommende års tid pga. inflationstruslen. Siden har vækstbetyrning og senest faldet i råvarepriserne ændret forventningerne til renteforhøjelser fra Fed markant.

»Selv om markedet allerede har nedjusteret forventningerne til renteforhøjelser, er der mulighed for yderligere rentefald på 3-6 måneder. På lang sigt vil renten stige igen, efterhånden som økonomien stabiliserer sig,« siger Allan von Mehren.

Men på kort sigt er der altså lagt op til rentefald, men mest i de korte renter. Det betyder, at rentekurven i USA vil stejle på kort sigt i takt med at de pengepolitiske forventninger nedjusteres yderligere. Mens kurven vil begynde at flade igen, når vi går ind i det nye år, og økonomien stabiliserer sig.

I Euroland er det især ECB og forventningerne til pengepolitikken, der styrer kurvens hældning. Her vurderer Allan von Mehren, at udviklingen vil minde om den amerikanske.

»Vi venter, at rentekurven for Euroland fortsat vil stejle i de kommende 3-6 måneder, i takt med at de økonomiske udsigter forværres yderligere,« siger chefanalytiker. Han mener, at de europæiske og amerikanske obligationsmarkeder vil vise en forholdsvis

symmetrisk udvikling i de nærmeste måneder.

»Men efterhånden som vi nærmer os 2009, tror vi, at obligationsmarkederne i Euroland vil give et bedre afkast end det amerikanske,« siger Allan von Mehren.

Han begrundet det med en forventning om, at de europæiske renter efter et mindre fald inden for de kommende 3 mdr. vil stabilisere sig på 3-6 mdr. og derefter stige svagt, hvorimod de amerikanske renter vil begynde en tidlige stigning, idet USA er længere fremme i konjunkturcyklen. Det afspejler sig bl.a. i, at lagrene er kørt i bund i USA, mens Europa er kendetegnet ved store lagerbeholdninger. Det betyder, at den fremgang, der ventes i amerikansk økonomi på den anden side af årsskiftet, vil slå pænt igennem.

»Inden for de næste 3 måneder er der imidlertid lagt op til dystre overskrifter for amerikansk økonomi. Når skattelettelsen fortoner sig, vil vi igen se svage nøgletal. Det vil sende renterne ned, og de rentestigninger, der er priset ind i marts næste år, bliver formentlig udskudt. Selv om der generelt ventes en fornyet afmatning i nøgletallene her i andet halvår, så vil de faktiske tal alligevel medføre et vist nedadgående pres på renterne i USA,« mener chefanalytiker.

ANBEFALINGER

Med risiko for at lyde lidt kedelige gentager vi anbefalingen om primært at investere i det 2 - 5 årige segment på rentekurven, da renterne ventes at falde mest her i takt med, at de økonomiske udsigter forværres yderligere.

For private investorer kan 5% og 6% 30-årige realkreditobligationer kombineret med 2-5 årige Flex-obligationer være interessante for pensionsmidler.

Taler vi frie midler for den private investor skal man holde sig til de korte 2% Flex-obligationer med 2-5 års løbetid. 2% obligationerne er dem, som handler længst under kurs 100, hvilket betyder, at der er udsigt til betydelige kursgevinster frem til udløb – som er skattefrie for private. Og jo lavere kuponrente, jo lavere kurs og dermed bedre afkast efter skat pga. den store kursgevinst.



Danske Bank har fire andre hedgefonde. Læs mere på www.danskehedge.com

Aktiebaseret hedgefond slår aktiemarkedet

Normalt minimerer man selskabsrisikoen i aktieinvestering ved at sprede sig over mange aktier. Men markedsrisikoen kan ikke fjernes ved kun at indgå *lange positioner* – dvs. man kun køber aktier. Markedsrisikoen kan derimod afdækkes (*hedges*) i vidt omfang med *korte positioner*.

En hedgefond adskiller sig fra en dansk investeringsforening bl.a. ved at have lov til at indgå korte positioner. Når man indgår en kort position betyder det, at man låner en aktie, typisk af en langsigtet investor, og sælger den med det samme. Hvis kursen efterfølgende falder, købes aktien igen og afleveres tilbage til den oprindelige ejer. Det øger chancen for at tjene penge i et generelt nedadgående marked.

Hedgefonden har også mulighed for at skabe en mere afbalanceret portefølje, så den tjener penge, trods et forkert gæt på markedets retning. Køber man fx Aktie A og sælger Aktie B, så tjener man penge selv om begge aktier falder, hvis bare Aktie A klarer sig bedst.

Danske Hedge European Equity er et eksempel på en aktiehedgefond. Fokus er europæiske aktier, målet et årligt afkast på 12-15 pct. til lavere risiko end for det europæiske aktiemarked generelt.

Fonden har kun eksisteret siden december 2007, og har i år foreløbig givet et afkast på 9 pct. – langt over de generelle markedsindeks, der er nede med 10-15 pct. - og til langt lavere risiko. En afspejling af dels den førnævnte reduktion af markedsrisikoen, dels udnyttelsen af aktiernes indbyrdes korrelation. I en portefølje med kun købte aktier minimeres risikoen også ved at udnytte aktiernes forskellige korrelation med hinanden – stærkest, hvis korrelationen mellem to aktier er negativ (når den ene stiger, falder den anden – og omvendt). Men med korte positioner i porteføljen, mindskes risikoen også markant med aktier, der er positivt korrelerede ved, at »gå kort« i den

ene aktie, og købe den anden.

Strategien i DH European Equity går ud på, at købe de mest attraktive aktier i forskellige sektorer, og samtidig gå kort i de dårligste/overvurderede aktier. Fondens overordnede investeringsfilosofi er temabaseret, og tesen er, at strukturelle ændringer ofte har en betydelig indvirkning på et selskabs fremtidige cash flow og risiko.

Men mange investorer har svært ved forudse og erkende sådanne ændringer, og kræver mere overbevisende data, før de ændrer deres forventninger. I DH European Equity udnytter

man, at mange aktier derfor er forkert prissat i en periode, før markedet som helhed erkender de nye tider.

Eksempelvis er to temaer, der kalder på aktiekøb i de relevante selskaber, at verden bliver stadig mere afhængig af trådløs teknologi i mange former – samt de stærkt voksende middelklasser i Emerging Markets med et enormt forbrugspotentiale.

Mens temaer, der aktuelt inviterer til korte positioner, er vestlige forbrugere, der strammer livremmen ind – samt bankerne, hvis krise, efter fondens vurdering, langt fra er overstået endnu.

Danske Hedge European Equity slår markedet på afkast og risiko

	Afkast år til dato	Risiko (årlig standardafvigelse)	Sharpe Ratio **]
DH European Equity	9,22% *)	8,44%	0,94
MSCI Verdensindeks	-14,69%	18,77%	-1,35
OMXC20	-10,11%	19,05%	-0,87

*) Tidligere afkast er ikke en pålidelig indikator for fremtidige afkast.

**) Sharpe Ratio beregnes som investeringens afkast minus pengemarkedsrenten – divideret med standardafvigelsen (historisk kursrisiko). Jo højere Sharpe Ratio, desto bedre er investeringen.

BEMÆRK: at hedgefonden retter sig mod investorer, der har kendskab til/erfaring med komplekse investeringsprodukter og dermed forstår de underliggende risici ved hedgefonde, derivathandel eller lignende.

KILDE: DANSKE HEDGE

Skatteregler

- Investorer, der er skattemæssigt hjemmehørende i Danmark, beskattes efter de særlige regler i aktieavancebeskatningslovens § 19. DH European Equity er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte.
- Gevinst og tab opgøres efter lagerprincippet. Det betyder bl.a. at der skal betales skat af en gevinst uanset at gevinsten ikke er realiseret. På tilsvarende vis opnås fradrag for et tab, selv om tabet ikke er realiseret.
- Urealiseret gevinst medregnes dagen efter DH European Equity's regnskabsår. Hvis investors indkomstår er sammenfaldende med kalenderåret udskydes skatten til det følgende år. Realiserede gevinster medregnes dog på salgstidspunktet.
- Personer medregner gevinst og tab opgjort efter lagerprincippet i kapitalindkomsten.
- Erhvervsdrivende personer kan investere i DH European Equity for midler omfattet af virksomhedsskatteordningen. Gevinst og tab medregnes ved opgørelsen af virksomhedens resultat.
- Selskaber medregner gevinst og tab opgjort efter lagerprincippet i den skattepligtige indkomst uanset ejertiden.
- Pensionsinvestorer kan investere i DH European Equity. Der må maksimalt investeres 20 pct. af pensionsordningens værdi i DH European Equity.



» Vi forsøger ganske enkelt, at være frygtsomme, når andre er grådige – og at være grådige, når andre er frygtsomme.«

WARREN BUFFET, VERDENS RIGESTE AKTIEINVESTOR,
OM HEMMELIGHEDEN BAG SUCCESSEN I HANS SELSKAB BERKSHIRE HATHAWAY

Vending i EUR/USD

Dollaren startede sin svækkelse mod den fælleseuropæiske valuta, euroen, i starten af dette årtusinde. Fra efteråret 2000 og frem til sommeren 2008 tabte dollaren næsten halvdelen af sin værdi. Forklaringerne herpå er talrige og har skiftet undervejs, men af betydningsfulde faktorer kan nævnes dot-com-krakket, stigningen i olieprisen, udviklingen i relative renter, relative eksterne balancer og den igangværende finansielle krisen med udspring i USA.

Kombinationen af olieprisens eksplosive stigning, nedturen på det amerikanske boligmarked og de afledte effekter heraf på bl.a. privatforbruget og

beskæftigelsen drev dollaren svagere. Elendige nøgletal afstedkom ydermere at der blev skabt en negativ stemning omkring den amerikanske valuta.

Nu er billedet tilsyneladende ændret. Olieprisen er 40 dollars under toppen, men en mere afgørende faktor er det formentlig, at Europa nu synes at balancere på kanten af recession, mens USA – trods stadig mange dårligheder – skønnes at være længere gennem lavkonjunkturer.

Danske Banks valutaanalytikere påpeger, at euroen er overvurderet i historisk målestok. Dette kan fortsætte så længe økonomien ekspanderer, men

med flere europæiske lande på kanten af recession, vil det være vanskeligt at holde niveauet for euroen.

Overordnet set mener Danske Banks valutaanalytikere, at EUR/USD vil falde yderligere i det kommende år, men ligesom det var tilfældet i 2000-2001 er der ikke nogen garanti for at den ene klare trend afløses af en lige så klar modsatrettet trend. I starten af årtusindet var der ingen klar retning i EUR/USD og det var først efter en rum tid at dollarovertur blev afløst af dollarnedtur. Danske Analyses prognose for EUR/USD på hhv. 3, 6 og 12 mdr. sigt er hhv. 1,45, 1,43 og 1,40.

Dystre udsigter for virksomhedsobligationer

Højvækstperioden fra 2003 til 2007, som også var præget af et historisk lavt renteniveau, blev i stor udstrækning brugt på at nedbringe gæld i de europæiske virksomheder. I dag er langt de fleste selskaber præget af sunde balancer og en lav gæld med billige renter, samt billige tilsagn om yderligere kredit i bankerne.

Men de mange tab i finanssektoren og tillidskrisen kombineret med stagnation i den globale økonomi har givet bankerne likviditetsproblemer og tvunget dem til at stramme op på kreditgivningen. Og det vil fortsætte i mange måneder endnu. Bankerne vil stramme deres kreditpolitikker og rentevilkår over for virksomhederne i de

kommende måneder efterhånden som eksisterende kredittilsagn og lån genforhandles. I sådanne situationer søger flere virksomheder mod markedet og henter ny kapital via obligationsudstedelser

»Det aktuelle rentespænd for Investment Grade obligationer er aktuelt på 100 bp over statsobligationer, og det er et højt niveau for kreditspænd, når man sammenligner med en fair kompensation for historiske tab til kreditinvestorer – selv i dårlige tider. Men mange faktorer er i spil og et massivt udbudspres af kreditobligationer fra især finansielle institutioner men også virksomheder vil holde kreditspændet på et højt niveau«, mener Peter Tind

Larsen, obligationsanalytiker i Danske Bank.

Men det betyder ikke, at man skal lade sig lokke som investor. Kendsgeringen er, at virksomhederne i det kommende års tid vil opleve en betydelig stigning i deres finansieringsomkostninger, og antallet af konkurser vil stige.

»I en så usikker situation vil vi fraråde investeringer i virksomhedsobligationer foreløbig. Man bør i stedet afvente nye udstedelser af virksomhedsobligationer om nogle måneder, som vil ske til en præmie noget over de allerede udstedte serier,« siger Peter Tind Larsen.

Har du råd til at blive gammel?

Alt tyder på, at den gennemsnitlige levealder vil stige markant over de næste mange år.

Men privat pensionsopsparing er ofte rettet mod en engangsudbetaling, og en ratepension udbetalt over 10 år. Denne model holder ikke længere.

I disse år øges middellevetiden for en nyfødt med 3-4 måneder om året, og restlevetiden for de, der allerede har nået pensionsalderen, er også gået voldsomt op i de seneste år. Alene inden for de seneste fem år er restlevetiden for denne gruppe gået op med ca. et år.

Intet tyder på, at udviklingen i levetiden standser nu. Lægevidenskaben gør eksplosive fremskridt inden for alle områder og kombineret med genteknologien forventes det, at vi i løbet af en overskuelig årrække får bugt med nogle af de store udfordringer som kræft, Alzheimers m.v. Fra videnskabens egne rækker er der faktisk udbredt enighed om, at den gennemsnitlige levealder for en nyfødt allerede om 20-25 år vil være over 100 år.

Selv om den støt stigende levealder formentlig også vil blive udnyttet samfundsøkonomisk til at hæve pensionsalderen, så vil det dog næppe ske i et omfang, der svarer til den øgede levealder. Vi kan altså med sindsro se frem til et længere otium, hvor vi oven i købet også vil være friske og mobile over en længere periode. Der er bare lige ét problem: Har vi råd til det?

Stræk udbetalinger over flere år

Hidtil har de fleste valgt at supplere folkepensionen eller efterlønnen med udbetaling af en kapitalpension, når man stopper med at arbejde og senere udbetaling af en ratepension over 10 år. Skulle man være så "uheldig" at

leve meget længere derefter og i øvrigt være sund og frisk, så er det økonomiske råderum begrænset, hvis vi ser bort fra evt. friværdis i huset og andre formuegoder. Folkepensionen og de beskudne bidrag fra ATP lægger ikke ligefrem op til fest.

Løsningen er åbenlys. Man skal spare mere op til pension, og man skal strække udbetalingerne over flere år. Men selv om danskerne sparer mere op end for 10-15 år siden, så er den typiske udbetaling af ratepensionen stadig den korte version. To ud af tre ratepensioner under udbetaling har således en udbetalingsperiode på 10 år.

Men udover at det kan være fornuftigt at sikre sig økonomisk i en længere periode, så er der også en økonomisk gevinst i, at få pensionen udbetalt over 20 frem for 10 år. Forklaringen er, at når du vælger en længere udbetalingsperiode for din ratepension og dermed lavere årlig udbetaling, så bliver modregningen i folkepensionstillægget typisk også mindre, og indkomstgrundlaget for skattebetalingen bliver under alle omstændigheder mindre. Dertil kommer i øvrigt, at man ved at udskyde udbetalingerne, får gavn af den lave afkastbeskatning på pensionsmidler i en længere periode.

En anden fordel er, at man automatisk får fordelt sine penge over en længere periode, uden at man skal tænke på at opspare en del af ratepensionsudbetalingen til at dække senere for-

brug. Og en yderligere fordel er, at der rent arvemæssigt er en fordel i at have en længere udbetaling, hvis man skulle dø inden udbetalingerne stopper, idet ratepensionen så vil blive udbetalt mod en afgift på kun 40 pct. samt evt. boafgift.

Bemærk!

At indkomstbeskatning og modregning i folkepension betyder at længere udbetalinger er en fordel, er i de fleste tilfælde korrekt. Men det er dog meget individuelt, hvor stor betydning det har – i enkelte tilfælde kan effekten af modregning i folkepension endog gøre en kortere udbetalingsperiode mere attraktiv.

Supplér med en livrente

Man bør også overveje at supplere ratepensionen med en livrente, der sikrer en løbende årlig udbetaling, uanset hvor længe man lever. Sammenligner man livrenten med ratepensionen og antager den samme udbetalingsperiode, så vil man på livrenten få en større løbende udbetaling. Det skyldes, at man får en kompensation for, at arvingerne ikke får udbetalt noget i tilfælde af dødsfald.

En livrente kan i modsætning til en ratepension oprettes efter, at man har nået efterlønsalderen. Enten som en ny ordning eller konvertering af en hel eller en del af en ratepension. Men det kan være en fordel, at etablere livrenten tidligere, da man herved opnår en

Økonomisk gevinst ved udbetalinger over 20 frem for 10 år

Rentepensionsformue	Månedligt forbrug	Formuegevinst
500.000	10.000	30.000
1.500.000	12.000	80.000
2.500.000	13.800	110.000

KILDE: WEALTH ADVISORY SERVICES, DANSKE CAPITAL

Sådan læser du tabellen:

Der er tale om en enlig mand på 65 år. Han modtager folkepension, 22.000 kr. årligt fra ATP og har ikke andre pensionsordninger end den angivne ratepension, som han vælger at få udbetalt over 10 år.

Det antagede forbrug betyder, at han ikke bruger alle de udbetalte penge fra ratepensionen. De penge han ikke bruger, sættes i banken til en rente, der beskattes. Fra han er 75 til 85 år begynder han at bruge disse penge, og da han runder 85 år, er alle pengene brugt.

Formuegevinsten viser, hvor stor en gevinst der er ved at få pengene udbetalt over 20 år i stedet for 10 og i øvrigt have det samme forbrug.

Risikoen for at dø før de 65 år er halveret

Den andel af danskerne, der på grund af sygdom eller ulykker dør, før de bliver gamle, er – de seneste årtier – blevet reduceret markant. Blandt de, der i dag er 20 år, vil ni ud af ti mænd fortsat være i live som 65-årige. Kun 10 pct. vil altså dø før deres 65-års fødselsdag. Det er en halvering i forhold til den risiko, den generation, der i dag er 65 år, har levet med. Siden deres tyvende år er hver femte – 19 pct. – gået bort. For kvinderne er billedet endnu mere udtalt: 95 pct. af de kvinder, der i dag er 20 år, kan forvente at blive mindst 65 år. De unge kvinders risiko for at dø i utide er mere end halveret i forhold til den risiko, de nu 65-årige har levet med. Siden de for 45 år siden var 20 år, er hver ottende – 13 pct. – afdøet ved døden. Den betydelige reduktion i danskernes risiko for at dø i utide fremgår af en ny analyse, som ATP har lavet. Analysen giver en væsentlig del af forklaringen på, hvorfor man de kommende årtier vil opleve, at en stadig stigende del af den danske befolkning er i pensionsalderen. Forklaringen er nemlig ikke alene, at de ældre lever længere end tidligere. Det er også, at næsten alle når frem til pensionsalderen.

KILDE: ATP FAKTUM

større udbetaling. Det skyldes, at den førnævnte kompensation for, at arvingerne ikke får noget, opnås over en længere periode.

Hvis man sammenligner en mand, der konverterer en ratepension til livrente som 50-årig med én, der gør det som 65-årig, så vil førstnævnte faktisk opnå en årlig, livsvarig ydelse, der er næsten 14% højere. For kvinder er forskellen knap 9%. Dette illustrerer, at særligt mænd har en fordel af at konvertere en ratepension så tidligt som muligt. Det skyldes, at dødeligheden for mænd er større end for kvinder i aldersgruppen 50-65 år. Mænds årlige udbetalinger fra en livrente er i øvrigt højere end kvinders selv om indskuddets størrelse er den samme. Det er også en afspejling af, at mænds dødelighed er højere. Kvinder lever længere og skal derfor have fordelt opsparingen over flere år.

Før man tegner en livrente af denne type, skal man gøre sig klart om man er villig til at afskrive arvingernes muligheder for til gengæld selv, at få bedre økonomiske muligheder i den tredje alder.

Et andet vigtigt forhold er ens sandsynlige levealder. Den kender ingen naturligvis på forhånd, men man kan måske få et indtryk ved at tage den aktuelle helbreds-situation i betragtning. Tyder det på, at man ikke når den gennemsnitlige levealder, kan man argumentere for, at livrenten rent økonomisk ikke er det optimale valg. Ulempen ved livrenten er i øvrigt, at den normalt ikke kan ophæves, hvis man senere i livet får et dårligt helbred og derfor har brug for pengene hurtigere.

Der er mange forhold at overveje herunder, f.eks. folkepensionens tillæg, når man skal planlægge sin tredje alder. Du bør diskutere med en rådgiver, hvad der er det bedste for dig ud fra dine forventninger og behov.

Solenergi med indbygget beskyttelsesfaktor

Solenergi spås langt det største potentiale blandt de vedvarende energikilder.

Men solenergibranchen er en volatil sektor, som afholder mange fra investering i enkeltaktier. Nu lancerer Danske Bank et værdipapir baseret på en kurv af verdens førende selskaber inden for solenergi – med indbygget kapitalgaranti.

De senere år har den stigende internationale fokus på klimaproblemet og den eksplosive stigning i priserne på olie, kul og gas medført en stærkt stigende politisk og erhvervs-mæssig fokus på alternative energikilder.

Motiverne er forskellige. I USA er det ikke miljø- og klimahensyn, der er i højsædet. Men det var George Bush, der for alvor fik alternativ energi placeret højt oppe på den globale agenda, da han lancerede en ambitiøs energipolitik for USA i 2006. Hans motiv var ikke klimaforandringer – men et mål om at frigøre USA fra afhængigheden af olie fra Mellemøsten. Et synspunkt, som republikanernes aktuelle præsidentkandidat, John McCain, har overtaget:

”En stor del af verdens oliereserver er kontrolleret af udenlandske kræfter, der ikke har de samme værdier som os. Deres magt vil forsvinde med vores afhængighed af olien,” sagde McCain i forbindelse med et besøg hos Vestas i Oregon tidligere i år.

Et andet motiv ligger officielt bag fx Europas og Japans politiske fokus på alternativ energi, nemlig den globale opvarmning - om end de fleste politikere i regionerne næppe vil være utilfredse med at mindske energiforsyningsafhængighed af Mellemøsten, Rusland og andre politisk ustabile områder.

Et tredje motiv er i hvert fald fælles for alle. Penge og vækst. Den voldsomme stigning i energipriserne siden årtusindskiftet har ganske enkelt gjort det tvingende nødvendigt, at man i stigende grad forsøger at transformere det olie-, gas- og kulbaserede samfund til at være baseret på andre energikilder. Med en samlet olieproduktion, der topper

i disse år og et globalt energibehov, der vil stige med 50% over de næste 22 år, er der ikke nogen vej udenom.

Atomenergi har fået en voldsom renæssance på den baggrund, og IEA, det internationale energiagentur, spår, at der frem mod 2030 vil blive bygget flere hundrede nye atomkraftværker for at imødegå energibehovet. Men den globale opvarmning har i høj grad sat fokus på klodens bæreevne som helhed og derfor er der særlig opmærksomhed omkring vedvarende energikilder.

Kapløb om sol

Blandt disse er solenergi den energikilde, der spås det største potentiale i nær fremtid. Og kapløbet om at levere de bedste teknologier til udnyttelse er i fuld gang. Japan og Tyskland har i en længere årrække fokuseret på solenergi som en vigtig alternativ energikilde, og støttet branchen med omfattende statslige subsidier. På den baggrund er adskillige solenergiselskaber i disse lande blomstret op, og har med årene fået en kompetence og teknologisk udvikling, der gør dem til verdens førende i branchen. Eller rettere gjorde for Japans vedkommende.

For udviklingen er eksplosiv i branchen i disse år. Tyskland er endnu helt i front, men Solens Rige, der for få år siden var verdens førende inden for solenergi, blev overhalet sidste år af Kina. Verdens folkerigeste land - der har både et enormt og stadig stærkt voksende energibehov kombineret med store forureningsproblemer og voldsom CO2-udledning – har nemlig de senere år fostret solenergiselskaber hastigt på vej mod det globale førerfelt. Men også USA, der

It never rains in California. Ikke helt rigtigt, men sol er der nok af. Og kendsgerningen er, at Californien er den amerikanske stat, der satser mest på solenergi. Her ses Solar Two panels ved South California Edison Plant i Barstow, CA.



trods hård konkurrence fra Kina, stadig er verdens største forbruger af energi og udleder af drivhusgasser, oplever en voldsom vækst i branchen.

Californien har tidligere gjort sit til at skyde væksten i solenergibranchen i gang med et mål om, at 20 pct. af den elektricitet, der produceres i statens kraftværker, skal komme fra vedvarende energi ved udgangen af 2010 - samme år, hvor mindst en mio. californiske husstande skal have solceller i taget.

Og det er også i det solrige Californien, at det næste afgørende skub til branchen har fundet sted. I midten af august lancerede det californiske forsyningsselskab Pacific Gas & Electric således planer om at bygge verdens to største kraftværker baseret på solenergi med solpaneler, der skal dække 32,5 kvadratkilometer og levere 800 MW. Svarende til et års forbrug af el i 239.000 husstande i Californien. Ordren, der er afgivet til Optisolar og SunPower i Silicon Valley, vil fordoble det amerikanske udbud af solenergi, hvilket illustrerer, at der er tale om et område, der endnu kun er opdyrket i yderst beskedent omfang. Californien kan i forvejen bryste sig af, at verdens største solkraftværk allerede ligger i staten, hvor det aldrig regner, med en kapacitet på 150 MW.

Den amerikanske ordre er dog afgivet under forudsætning af, at USA vedtager de forventede støtteordninger til industrien. Ordningen ventes at komme til afstemning efter det amerikanske præsidentvalg, og i den forbindelse er det værd at hæfte sig ved, at både McCain og Obama er tilhængere af alternativ energi, og vedtagelsen forventes blot at være en formalitet.

Vækstpotentiale

På et år modtager Jorden fra solen 120.000 TW (terawatts) – hvilket er godt 8000 gange så meget energi, som menneskeheden forbruger årligt p.t. Det indikerer et vækstpotentiale, som er meget, meget langt fra at være udnyttet.

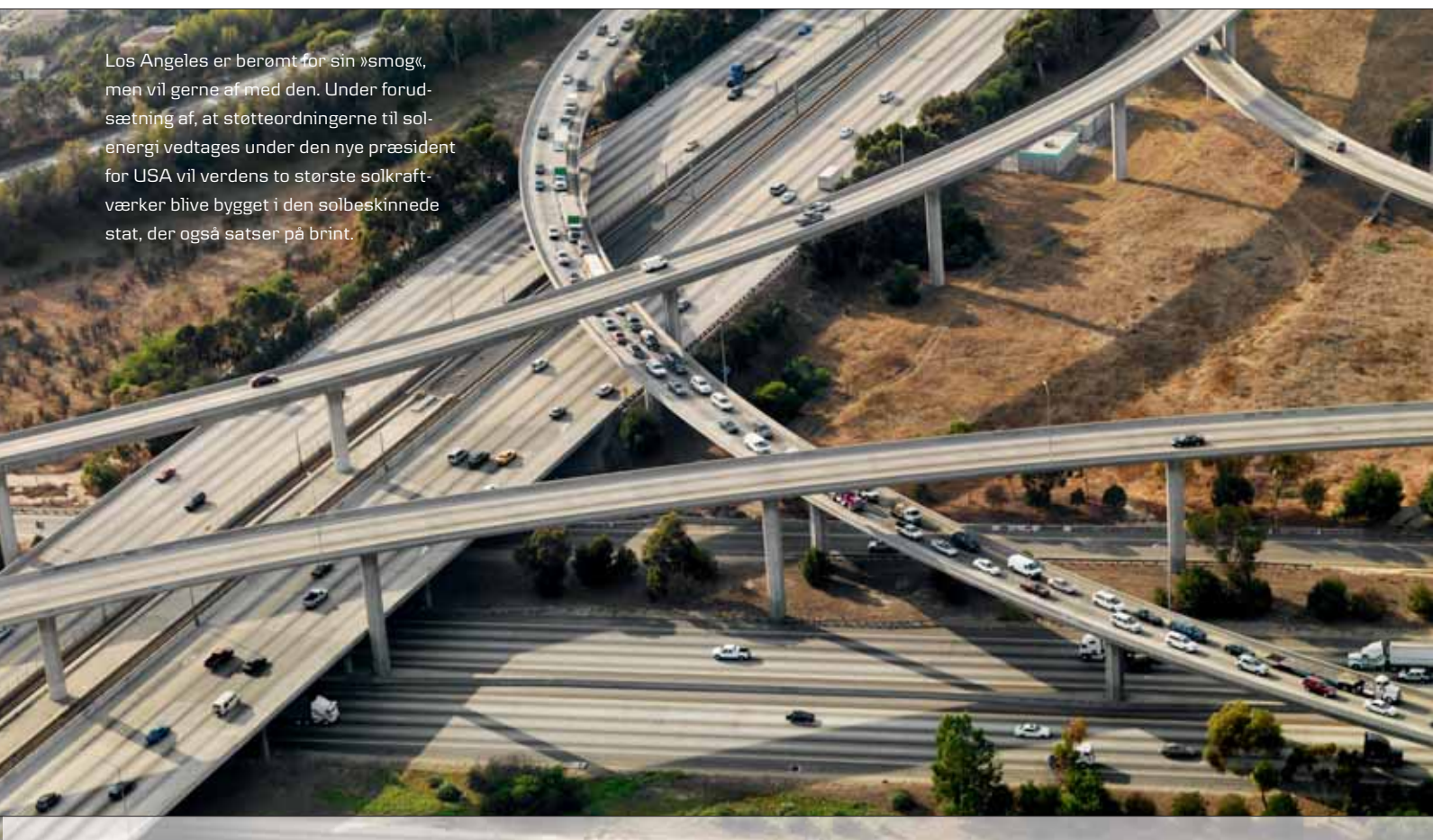
Det er naturligvis ikke realistisk, at vi rent praktisk kan udnytte al denne energi – men kun en brøkdel er jo også nok. Materialekemikeren Nate Lewis fra California Institute of Technology stod i spidsen for det amerikanske energiministeriums Solar Energy Workshop i 2007 og præsenterede ved den lejlighed et siden anerkendt, realistisk estimat, som siger, at vi rent praktisk vil have mulighed for at opfange omkring 600 TW af denne solenergi. Dette tal overgår langt, hvad man forventer er muligt fra biomasse, vind, bølge-/tidevand, geotermiske kilder og vandkraft. Med en konversionsrate på 10 pct., som allerede er rigeligt inden for den gængse teknologiske rækkevidde, vil vi altså kunne opnå en energi fra solen på 60 TW, hvilket langt overgår den vækst i det globale energibehov, der ligger i kortene for de næste 20-30 år.

En anden af solenergiforskningens notabiliteter, Lawrence Kazmerski, leder af the National Renewable Energy Laboratory i Golden, Colorado, udtalte i forbindelse med solcellens 50 års jubilæum i 2006, at brugen af solenergi i global skala er ved et "tipping point" for en eksplosiv udvikling.

Med de historisk høje energipriser og en global opvarmning, der udvikler sig hurtigere end ventet, er dette tipping point rykket nærmere. Fokus på branchen er enorm, både fra politikere, investorer og virksomheder. Hver uge byder



Los Angeles er berømt for sin »smog«, men vil gerne af med den. Under forudsætning af, at støtteordningerne til solenergi vedtages under den nye præsident for USA vil verdens to største solkraftværker blive bygget i den solbeskinnede stat, der også satser på brint.



» på nye teknologiske fremskridt og dermed rykker solenergiens endelige gennembrud nærmere. Branchens problem har længe været – og er stadig – at solcellernes effektivitet endnu ikke er høj nok, og derfor kan solenergi ikke levere elektricitet til de samme priser, som kraftværkerne baseret på fossile brændstoffer – og må derfor hjælpes på vej med statslige subsidier. Men der er ikke lang vej endnu. Hvor man i 2006-2007 typisk talte om 2015 som året, hvor solenergien kan hamle op med de traditionelle kraftværker, så har den stadige og voksende strøm af nye imponerende forskningsresultater rykket skæbneåret tættere på. Hidtil har branchen været domineret af de siliciumbaserede celler, men når snakken nu falder på solenergi og solceller svirrer det med begreber som nanoteknologi, plasticceller, organiske celler, thin film, multijunction celler osv.

Når gennembruddet kommer, ventes det at udløse meget store investeringer i branchen. Men det er der også brug for, hvis solenergien skal spille en rolle i det globale energibehov. I 2007 var den samlede kapacitet på 2826 MW (62 pct. over 2006). Verdens samlede energiforbrug er omkring 15 TW årligt, hvilket betyder, at solenergi kun dækker knap 0,02 pct. af forbruget.

Aktieindekseret obligaton

Kursudsving på aktier i solenergiselskaber er ganske store, og det kan afholde mange fra at investere i solenergi via enkeltaktier. På denne baggrund og i forventning om, at branchen i de kommende år vil udvise meget stor vækst, har Danske Bank valgt at udsende en aktieindekseret obligation

Verdensmarkedet

Tyskland sidder på 47 pct., og vokser stadig. Derimod er en tidligere global frontløber, Japan, blevet overhalet af Kina, der gik fra 20 pct. i 2006 til 35 pct., mens Japans andel nu er på 26 pct. USA tegner sig for 220 MW, svarende til otte pct. af den globale produktion, men er et marked i meget hastig vækst.

i solenergi: 0,25% Municipality Finance SOL - 2010.

Obligationen har en kuponrente på 0,25 % og en løbetid på to år. Den er baseret på en kurv af aktier i internationale selskaber, der alle beskæftiger sig med solenergi.

Kurven er et såkaldt prisindeks, hvilket betyder, at aktieudbytter ikke medtages i kurvens værdi. Investering i obligationerne vil derfor over tid give et lavere afkast end en direkte investering i de underliggende aktier, såfremt aktierne stiger.

Tegningsperioden er fra den 8. september til den 29. september 2008, begge dage inklusive. Tegningen kan lukkes før tid. Tegningskursen er 110 – franko kurtage.

Kursudviklingen på obligationen afhænger af udviklingen i aktiekurven, men bemærk, at indfrielseskursen vil være mindst 100, hvis du beholder obligationerne til udløb. Der er også fastsat et loft for afkastet i aktiekurven over hele løbetiden, da loftet er med til at gøre obligationerne billige. Dette loft er i skrivende stund på 165 (fastsættes endeligt 2. oktober 2008). Læs mere i prospekt og faktaark, som du kan få hos din rådgiver.

Selskaberne i 0,25% Municipality Finance SOL - 2010		
First Solar	USA	Producerer moduler, der benytter tyndfilm-teknik
Energy Conversion	USA	Producent af tyndfilmceller samt salg af moduler
Evergreen	USA	Solcelleproducent, moduler
Sunpower	USA	Solcelleproducent/moduler og systemer
Renewable Energy	Norge	Opererer i hele værdikæden: Polysilicon, wafers, celler og moduler
Q-Cells	Tyskland	Wafers, celler (både polysilicon og tyndfilm) samt moduler
Solarworld	Tyskland	Opererer i hele værdikæden: Polysilicon, wafers, celler og moduler
JA Solar	Kina	Solcelleproducent
Yingli Green Energy	Kina	Den største kinesiske producent af solceller
Suntech	Kina	Producent af moduler samt monokrystal og polysilicon celler

KILDE: FAKTAARK FOR 0,25% MUNICIPALITY FINANCE SOL - 2010.

Skattemæssige forhold for begge obligationer

De strukturerede obligationer beskattes efter særlige regler for finansielle kontrakter. Gevinst og opgøres efter lagerprincippet – dvs., at årets værditilvækst på obligationen beskattes, uanset om der ikke er realiseret gevinst. For personlige investorer, der køber obligationerne for frie midler, gælder følgende:

- Gevinst på obligationerne medregnes i kapitalindkomsten
- Tab, som ikke overstiger tidligere års beskattede gevinster på finansielle kontrakter m.v., kan fratrækkes i kapitalindkomsten
- Tab herudover kan fremføres til modregning efter særlige regler

Købes obligationerne for pensionsmidler, beskattes afkastet med 15 pct. Obligationerne kan købes for pensionsmidler uden begrænsninger. For selskaber gælder, at gevinst og tab opgøres efter lagerprincippet og medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.

Energi – infrastruktur og effektivitet

Også inden for energiinfrastruktur og energieffektivitet er der et meget stort vækstpotentiale, og det er på den baggrund, at Danske Bank udsteder 0,25% Municipality Finance Energi Infrastruktur og Effektivitet – 2010.

Det internationale energiagenturs (IEA) spådom om, at verdens energibehov vil stige med 50% frem mod 2030 er skræmmende, men der er udbredt enighed om, at det er et realistisk estimat. I lyset af klimaproblemet, de høje energipriser og svindende ressourcer af fossile brændstoffer kræver det udvikling af teknologierne til udnyttelse af alternative energikilder at imødegå udviklingen. Men det kræver også

en mere effektiv energiudnyttelse. Forskningsafdelingen hos det globale konsulenthus, McKinsey Global Institute, har estimeret, at bedre energieffektivitet vil kunne bringe verden halvvejs mod det mål om reduktion af drivhusgasser, som er fremhævet af klimaforskerne – og vil naturligvis samtidig være en økonomisk gevinst.

Bedre energieffektivitet kan i sagens natur opnås mange steder. Det gælder

bedre isolering af bygninger, reduktion og optimering af varmemeforbruget, øget brug af offentlige transportmidler, mere brændstoføkonomiske biler, hybridbiler som bl.a. udnytter kinetisk energi ved opbremsning m.v.

En genoplivning af mantraet under 70'ernes oliekrise – *spar på energien* – er måske nok en delvis løsning på CO2-problemet og det voksende energibehov. Men det løser ikke det andet



» problem, som følger med verdens stigende energihunger og opblomstringen af supplerende energikilder. Den eksisterende energiinfrastruktur kan simpelthen ikke klare opgaven.

For at kunne dække en stigning i energiforbruget på 50% over de næste to årtier – hvoraf elektricitetsforbruget vil tegne sig for halvdelen – skal der investeres enorme summer i såvel nye som eksisterende anlæg og distributionskanaler. IEA estimerer, at der frem til 2030 skal investeres USD 11.600 mia. (34 gange Danmarks BNP) på verdensplan i elværker og -infrastruktur.

Udbygningen handler om selve bygningen af A-kraftværker, gas/olieraffinaderier, kulkraftværker, solcellefabrikker, udbygning af el-nettet for at kunne klare højere belastning og eller for at forbinde nye energikilder med forsyningsselskaber. Smart Grid – det kloge elnet – er en vigtig del af den fremtidige energiinfrastruktur.

Det nuværende system er forældet og formår ikke at dække det faktiske elbehov på optimal vis. Og desuden er det ikke gearret til at håndtere den ujævne strømforsyning fra alternative energikilder som fx vind og sol. Det bliver der lavet om på i de kommende år.

Både i USA, Europa og en lang række lande verden over er der over de kommende år planlagt en storstilet implementering af Smart Grid. Et sådant system vil for det første give forsyningsselskaberne digital kontrol over elnettet og mulighed for at omdirigere strømmen. Dels vil det optimere fordelingen af strømmen i forhold til behovet, dels vil det resultere i, at nedbrud af elnettet undgås i fremtiden eller i hvert fald minimeres. Systemet vil konstant overvåge sin egen tilstand og slå alarm, hvis noget går galt – og derefter selv automatisk sørge for de udbedringer, der skal forhindre, at en kriesituation løber løbsk. For forbrugerne

og erhvervslivet er det også en stor fordel. Man vil kunne se hvilke priser, der er på strømmen fra forskellige udbydere og vælge frit.

Lige som man også vil kunne se, hvilken strøm, der kommer fra vedvarende energikilder, og vælge om man vil købe den – på et hvilket som helst tidspunkt af døgnet.

Tegningsperioden er fra den 8. september til den 29. september 2008, begge dage inklusive. Tegningen kan lukkes før tid. Tegningskursen er 105 – franko kurtag.

Obligationen har en årlig kuponrente på 0,25 %. Kursudviklingen på obligationen afhænger af udviklingen i aktiekurven, dog vil indfrielseskursen være mindst 100, hvis du beholder obligationerne til udløb.

Løftet er på denne obligation foreløbig sat til 150, men fastsættes først endeligt 2. oktober 2008.

Selskaber i 0,25% Municipality Finance Energi Infrastruktur og Effektivitet - 2010		
Jakobs Engineering	Industri	Global infrastruktur entreprenør med 50% mod energi
Chicago Bridge & Iron	Industri	Energi entreprenør
Siemens	Industri	Global aktør inden for energifrembringelse
ABB	Industri	Global aktør inden for energifrembringelse og distribution
Alstom	Industri	Global aktør inden for energifrembringelse og distribution
Emerson	Industri	Leverandør til forsyningssektoren
Forsyningsselskaber		
Fortum	Forsyning	Forsyningsselskab, som producerer energi ved hjælp af a-kraft og vandkraft
EDF	Forsyning	Forsyningsselskab, som producerer energi primært vha. a-kraft
Exelon	Forsyning	Forsyningsselskab, som producerer energi primært vha. a-kraft
Kabler/målere		
General Cables	Industri	Producent af kabler til forsyningsektor
Nexans	Industri	Producent af kabler og produkter til energitransmission til forsyningsektoren
Ittron	IT	Målere og software til forsyningssektoren
Energieffektivitet		
Eaton	Industri	Producent af systemer til brug i hybrid lastbiler samt lav- og mellemstrømsprodukter
Schneider Electric	Industri	Global leder indenfor svagstrømsprodukter og energibesparelse
Novozymes	Biotek	Verdens førende producent af industrielle enzymer
Saint Gobain	Industri	Producent af bla. lavenergi-vinduer og isolering

Bemærk, at selskaber nævnt her har andre forretningsområder. Her er kun nævnt dem med relation til energiinfrastruktur og -effektivitet.

KILDE: FAKTAARK FOR 0,25% MUNICIPALITY FINANCE ENERGI INFRASTRUKTUR OG EFFEKTIVITET - 2010.

Spar i skat, hvis du har tab på aktier

Har du et urealiseret tab på børsnoterede aktier i en skattefri beholdning, kan du måske med fordel sælge aktierne nu.

Avance på børsnoterede aktier er skattefri, når beholdningen den 31. december 2005 ikke oversteg 136.600 kr. for enlige og 273.100 kr. for ægtefæller. Skattefriheden er betinget af, at aktierne ejes i mindst tre år. Tilsvarende kan realiserede tab på sådanne aktier ejes i mindst tre år, hverken frækkes eller modregnes.

Er aktierne ejet under tre år?

Hvis du fra en skattefri beholdning sælger aktier, som har været ejet i under tre år, er gevinst skattepligtig, og tab kan modregnes i udbytte og skattepligtig avance på andre børsnoterede aktier i 2008.

Overskydende tab kan fremføres uden tidsbegrænsning.

Skal du sælge aktier ejet under tre år?

Du skal være opmærksom på, at salg af aktierne medfører, at du mister muligheden for en eventuel skattefri kursgevinst på længere sigt.

Salg bør derfor kun ske, hvis du ikke forventer en fremtidig kursstigning.

Forventer du derimod, at aktierne i den »skattefri beholdning«, genvinder værdien, så bør du beholde aktierne med henblik på en skattefri avance ved et fremtidigt salg.

Du kan kontakte din rådgiver, hvis du har spørgsmål til salg af aktier med et urealiseret tab

Opgørelse af avance og tab

Du skal være opmærksom på, at ved salg af aktier fra en skattefri beholdning, skal anskaffelsessummen opgøres efter den såkaldte aktie-for-aktie metode uanset ejertiden. Dette gælder, selv om du efter 31. december 2005 har købt aktier i samme fondskode.

Det er altid de først købte aktier, der anses for solgt først.

Opgørelse af avance og tab

15. december 2005:	Købt nom. 100 stk. til kurs 300
1. juli 2007:	Købt nom. 200 stk. til kurs 450
1. oktober 2008:	Salg af 100 stk. til kurs 120

Opgørelse af tab efter

aktie-for-aktie metoden:

Salgssum for nom. 100 stk.	12.000 kr.
- købspris for nom. 100 stk. til kurs 300	<u>30.000 kr.</u>

Tab	-18.000 kr.
------------	--------------------

Har du nettotab på aktier i 2008, skal du anføre dette beløb på dit oplysningskort eller selvangivelse for 2008.

Skatten af stigende ejendomsvurderinger

På trods af de voldsomt stigende ejendomsvurderinger skal du ikke være bekymret for, at din ejendomsværdiskat stiger. Ejendomsværdiskatten er nemlig fastfrosset på grund af skattestoppet. De stigende ejendomsvurderinger pr. 1. oktober 2007 medfører derfor ikke en stigning i din ejendomsværdiskat.

Har du købt din ejendom efter 1. juli 1998 udgør beregningsgrundlaget for ejendomsværdiskatten den laveste af følgende værdier:

- Den ejendomsværdi, der er ansat for den pågældende ejendom pr. 1. oktober i indkomståret.
- Den ejendomsværdi, der er ansat for den pågældende ejendom pr. 1. januar 2001 med tillæg af 5 pct.
- Den ejendomsværdi, der er ansat for den pågældende ejendom pr. 1. januar 2002.

Ejendomsværdiskatten opgøres som 1 pct. af beregningsgrundlaget under 3.040.000 kr. og 3 pct. af den del, der ligger over 3.040.000 kr.

Grænsen på 3.040.000 kr. er ikke ændret siden 2002, da skattestoppet har gjort en ændring unødvendig.

De stigende ejendomsvurderinger har dog betydning for størrelsen af din ejendomsskat.

Her er det alene grundværdien, der indgår i beregningen og ejendomsskatten kan maksimalt stige med 4,9 pct. i forhold til 2007

Skatteministeren har i starten af september meddelt, at ejendomme ikke længere skal vurderes efter de nuværende regler. Når der kommer nyt om de fremtidige regler, vender vi tilbage i magasinet med yderligere information.

Carlsbergs skæbneår

Carlsberg har skrevet erhvervshistorie i år, hvor bryggeriet gennemførte Danmarkshistoriens største udenlandske opkøb og største aktieemission

Opkøb, fusioner og joint ventures blandt bryggerier er, om ikke hverdagskost, så tæt på i disse år. Men Carlsberg/Heineken købet af Scottish & Newcastle løfter sig et godt stykke op over hverdagen. Handelen var ikke bare stor i dansk målestok – den har også givet genlyd uden for landets grænser, hvor de store spillere på det globale ølmarked kan notere sig, at Carlsberg Group med købet har taget et stort skridt op i det globale ølhieraki.

Købet af Scottish & Newcastle er det største internationale opkøb foretaget af en dansk virksomhed nogensinde. Samlet betalte Carlsberg/Heineken ca. 104 mia. danske kroner for Scottish & Newcastle. Heraf betalte Carlsberg ca. 57 mia. kr. for sin andel. Købet øgede den danske beholdning af direkte investeringer i udlandet med 6 procent.

Rygterne om, at Carlsberg og Heineken ville købe Scottish & Newcastle, begyndte at cirkulere i starten af 2007. De fik ekstra næring, da Carlsbergfondet i slutningen af april 2007 meddelte, at det ville søge om tilladelse til at ændre fundatsen, så bryggeriet fik bedre mulighed for at øge kapitalberedskabet.

Tilladelsen blev givet. I den nye fundats fremgår det, at fonden fortsat skal have stemmeflertal – men at ejerandelen skal være mindst 25 pct. og ikke 51 pct. som i den gamle fundats. Ændringen af fundatsen var en brik i det store puslespil, der skulle falde på plads, før købet af Scottish & Newcastle kunne realiseres.

To rivaler skulle enes

Men det var kun en af mange brikker i spillet om Scottish & Newcastle. Dels skulle de to rivaler Carlsberg og Heineken blive enige om, hvor meget man ville betale for S&N, og hvordan aktiviteterne efterfølgende skulle deles. Og nok så vigtigt, så skulle Carlsberg have finansieringen på plads.

Store finanshuse som Danske Bank, BNP Paribas, Lehman Brothers og Nordea var involveret i finansieringen. I forbindelse med købet garanterede konsortiet, at Carlsberg ville kunne rejse den nødvendige kapital til købet gennem kapitaludvidelse og kreditter.

Mens finansuroen hærgede kapitalmarkederne blev aktieemissionen skudt i gang 22. maj. I månederne op til emissionen havde Carlsberg-aktien været under pres. Men aktie-

emissionen blev vellykket. Målet om at skaffe Carlsberg 31 mia. kroner lykkedes. Dermed var den største aktieemission i Danmark – og Skandinavien for den sags skyld – en realitet.

Vendepunkt for Carlsberg

Carlsbergs har med den succesfulde aktieemission, opkøb samt et halvårsregnskab, der overraskede positivt, fået vendt holdningen til selskabet i en mere positiv retning i forhold til for få år siden.

Vurderingen fra flere analytikere er, at Carlsberg vil være i stand til at nedbringe gælden fra købet af BBH relativt hurtigt. Det vil betyde, at Carlsberg allerede næste år vil kunne have kapital til nye indkøb.

Det er en opfattelse, der deles af analytiker Søren Samsøe fra Danske Markets Equities. Han understreger dog samtidig, at der ikke bliver tale om opkøb i samme størrelsesorden som med Scottish & Newcastle.

Han vurderer, at Carlsberg i forbindelse med fremtidige opkøb vil have særlig fokus på at øge sine aktiviteter i specielt Kina og Indien.

Fokus på BBH

For Carlsberg drejede opkøbsmissionen sig først og fremmest om at opnå fuld kontrol med det russiske bryggeri Baltic Beverages Holding (BBH), som Scottish & Newcastle var medejer af.

BBH er af vital brydning for Carlsberg. BBH har været den helt store vækstmotor gennem de senere år. Måned for måned har bryggeriet vundet markedsandele på det voksende russiske ølmarked, der nyder godt af russernes voksende velstand og ændrede drikkevaner, hvor øllet vinder frem på bekostning af spiritus.

Selvom der ikke er noget, der tyder på, at der var betydelige knaster i samarbejdet mellem Carlsberg og Scottish & Newcastle omkring ejerskabet af BBH, er der ingen tvivl om, at det langt fra var en optimal situation ikke at have fuld kontrol over det, der har udviklet sig til at være Carlsberg vigtigste vækstaktiv. Dertil kom, at Edinburgh-bryggeriet var en risikabel partner. Bare tanken om, at en af konkurrenterne købte Scottish & Newcastle og dermed fik del i BBH, var særdeles ubehagelig for Carlsberg.



» Med et har vi etableret verdens hurtigst voksende globale bryggeri.

Vi har nu fuld kontrol over vores skæbne i Rusland og andre BBH-lande, og jeg er virkelig spændt på de nye muligheder, som dette vil bringe «

JØRGEN BUHL RASMUSSEN, ADM. DIREKTØR FOR CARLSBERG

Derfor har de fleste analytikere også vurderet, at Carlsbergs beslutning at købe S&N, har været rigtig. Den skepsis, der har været, har drejet sig om, hvorvidt Carlsberg har betalt for høj en pris for at få fuld kontrol over det russiske guldæg og dermed sin fremtidige udvikling i Rusland og andre vigtige BBH-lande.

I det usædvanlige kompagniskab med konkurrenten Heineken måtte Carlsberg flere gange forhøje budet på Scottish & Newcastle i en nervepirrende budrunde. Med et sidste bud på 800 pence pr. aktie valgte ejerne af Scottish & Newcastle endelig at slå til, hvilket lå betydeligt over det første bud på 720 pence per aktie i efteråret 2007.

Når kineserne bliver tørstige

BBH er det vigtigste aktiv i det store Carlsberg-opkøb. Men med købet overtager Carlsberg også flere andre aktiviteter gennem Scottish & Newcastles medejerskab af franske, græske, kinesiske og vietnamesiske bryggerier.

Selvom udviklingen i Rusland er ekstrem vigtig for Carlsberg, så har Carlsberg i lighed med andre bryggerimastodoner øjnene rettet mod Asien, hvor Carlsberg løbende har udbygget sin position gennem opkøb og joint ventures. Faktum er, at væksten i russernes ølforbrug på et tidspunkt vil flade ud. Det er Carlsberg naturligvis klar over. På den lange bane er det derfor afgørende, at bryggeriet får sin del af fremtidens asiatiske vækstlokomotiv.

Det gennemsnitlige ølforbrug pr. indbygger er generelt

fortsat lavt i Asien og i nogle lande og regioner nærmest usynligt, hvis man sammenligner med de fleste vestlige lande og Rusland for den sags skyld. Det lyder måske ikke af så meget, når den gennemsnitlige inder i dag kun drikker én liter øl årligt. Men ølforbruget pr. indbygger vokser markant.

Derfor skal man ikke underkende betydningen af, at Carlsberg med købet af S&N har fået en andel på 17,5 pct. i Chongqing Brewery Company. Bryggeriet ligger i det centrale Kina lige uden for Vestkina, der er Carlsbergs hovedinteresseområde i Kina. Bryggeriet er nummer et i regionen Chongqing og pt. det femte største bryggeri i Kina.

Carlsberg har desuden proklameret, at bryggeriet vil foretage betydelige investeringer i de kommende år. I maj annoncerede Carlsberg således, at bryggeriet ville investere 3-5 mia. kroner i Asien.

Carlsberg har desuden selv peget på, at købet har styrket Carlsberg i Vietnam, hvor bryggerikoncernen i forvejen står stærkt. Men også det kendte franske brand Kronenbourg, der nu er kommet under Carlsbergs vinger, kan vise sig at blive et ikke ubetydeligt aktiv.

Så mange liter øl om året drikkes i gennemsnit i..		Carlsberg Groups markedsandel		markedsposition
Danmark	83	64 pct		1
UK	91	13 pct		4
Sverige	52	38 pct		1
Rusland	75	38 pct		1
Kina	29			
Vestkina*	15	55 pct		1

*Carlsberg kerneområde

Kilde: Carlsberg Group annual report 2007



Apple løftes af iPhone

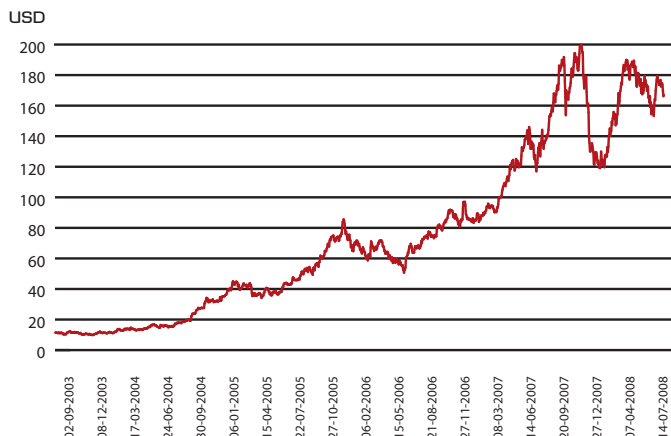
Det amerikanske teknologiselskab Apple designer, fremstiller og markedsfører computere, bærbare musik- og videoafspillere, mobil kommunikationsudstyr og har en stor portefølje af softwareservices. Selskabet afsætter sine produkter globalt primært gennem detailkæder og på internettet. Selskabets klare styrke er en imponerende innovationsevne, der er dokumenteret gentagne gange i tidens løb.

Apple's strategi med at tiltrække trendsættende forbrugere til iMac via succeser som bl.a. iPod og iPhone ser ud til at lykkes. Selskaber, der gør en forskel, formår og forstår at aflæse og udnytte trends samtidig med, at forretningen hurtigt kan tilpasses de makro- og branchemæssige udfordringer.

Goldman Sachs (GS) forventer, at salget af iPhones vil ligge i toppen af selskabets guidance for helåret samt, at Apple-butikkerne vil være blandt de mest væsentlige bidragsydere til iPhone og generere mere omsætning og indtjening end tidligere ventet. Investeringsbanken forventer, at Apple mere end fordobler dets tilgængelige kun-

debase for iPhone i 2008 sammenlignet med 2007, idet selskabet vil ekspandere aggressivt på internationale vækstmarkeder.

GS har købsanbefaling på aktien med et kursmål på USD 200 per aktie. Risikoen ligger i, at aktien på grund af selskabets vækstpotentiale er dyrere prissat end rivalerne, og selskabet er derfor især eksponeret mod et fald i investorernes risikovillighed samt fald i privatforbruget.



Carlsberg – dansk folkeaktie i verdensklasse



Carlsberg er Danmarks største bryggeri, og købet af Scottish & Newcastle (S&N) i år sammen med Heineken, har konsolideret selskabets position som et af verdens absolut største bryggerier. Selskabet er aktivt i hele Europa, Baltikum,

Rusland (gennem Baltic Breweries Holding (BBH)), samt i Østasien med især det vestlige Kina som fokus.

Selskabet er et attraktivt køb bl.a. grundet de store vækstmuligheder efter den nylige overtagelse af BBH, der blev sikret med købet af S&N. Carlsbergs vækstprofil er mere attraktiv end konkurrenternes pga. den høje vækst i netop Emerging Markets. Især Rusland, hvor Carlsberg er stærkt repræsenteret, men også Ukraine, Kina og Indien, hvor bryggeriet er i markant fremgang.

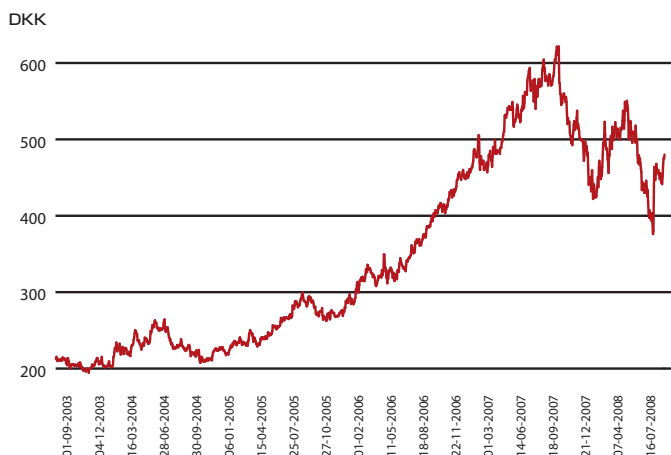
I den forbindelse er det værd at nævne, at indtjeningsmarginerne er væsentlig højere i bl.a. Rusland end i Vesteuropa – men samtidig skal det tilføjes, at bryggeriet gennem 2008 også har forbedret marginerne på det vesteuropæiske marked.

Carlsberg kom for nylig med dets andet kvartalsregnskab, der viste, at bekymringerne angående en nedgang på det russiske ølmarked var uberegtigede, og der forventes nu at en fremgang på 5 pct. for helåret. Bryggeriet overgår alle dets konkurrenter i Rusland, hvor BBH alene erobrer 75 pct. af al væksten i første halvår.

Begivenheder, der kan få aktiekursen til at stige forude, er bl.a. fortsat vækst i det tilkøbte selskab BBH, samt at likviditeten i aktien

er steget efter den nylige aktieudstedelse, der muligvis kan medføre, at aktien bliver inkluderet i flere forskellige aktieindeks i verden. Andre triggere ude i fremtiden er yderligere profitabilitet fra konsolideringen med tilkøbet af S&N. Bryggeriet kan ligeledes tjene på salget af ejendomsaktiver, herunder Valbygrunden, som Danske Markets Equities (DME) samlet vurderer til DKK 3,8 mia.

DME har en købsanbefaling på aktien med et kursmål på DKK 650 per aktie. Risikoen består bl.a. i, at den forventede vækst ikke opnåes, samt at avancen bliver presset grundet stigende råvareomkostninger på især malt og byg.





Graferne viser kursudviklingen for de respektive aktier.

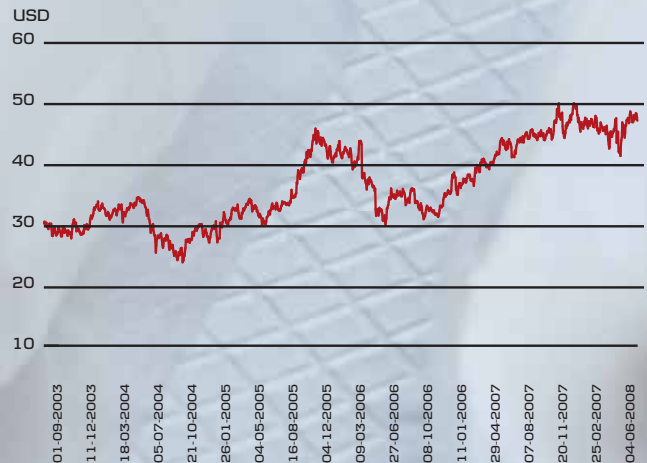
Bemærk, at tidligere års kursudvikling er ikke en pålidelig indikator for den fremtidige kursudvikling.

Generisk medicinalgigant

Teva Pharmaceuticals Industries er et globalt medicinalsselskab som udvikler, producerer og markedsfører generiske medicinalprodukter, der dækker væsentlige behandlingskategorier. Selskabet spreder sig over mere end 50 lande og har en årlig omsætning på omkring USD 11 mia.

Teva-aktien er interessant, da antallet af ældre stiger med op til 60 pct. i den vestlige verden over de næste tyve år - og ældre mennesker har et medicinforbrug, der er fire gange større end gennemsnittet. Samtidig lider flere og flere af livsstilssygdomme, hvilket også øger behovet for medicinalprodukter. De offentlige myndigheder vil på globalt plan forsøge at presse priserne på medicin og dermed tvinge folk til at købe den billigere generiske medicin, der har samme virkning som de dyre produkter, for at tage toppen af sundhedsudgifterne. Markedet for generiske produkter forventes derfor at stige pænt de kommende år. Teva har netop stordriftsfordele inden for dette område, det har den nødvendige globale repræsentation og know-how til at imødekomme et fremtidigt øget behov for generiske produkter.

Af risici kan nævnes produktionsproblemer, retssager omkring patenter samt markant styrkelse af US-dollar. Goldman Sachs har en købsanbefaling på aktien og et kursmål på USD 56 per aktie.



StatoilHydro – undervurderet norsk olie



StatoilHydro er Nordens største olie- og gasselskab og en betydelig europæisk spiller inden for gas og olieproduktion med betydelige internationale aktiviteter. StatoilHydro er den største olie- og gasproducent på det norske kontinent, det ekspanderer i Vestafrika og Amerika og har drift i 40 lande.

StatoilHydro aktien er en god sikring mod stigende oliepriser, da selskabet henter omkring 90 pct. af indtjening fra olieudvinding og produktion. Selskabet har derudover haft et solidt cash-flow, og har købt rettigheder i blandt andet Angola og Brasilien, hvilket giver selskabet gode muligheder for at øge olieproduktionen de kommende år samt skabe yderligere stærke cash-flows - ikke mindst hvis oliepriserne holder sig omkring det nuværende niveau.

Selskabets oliereserver ligger ved relativt stabile politiske regimer, hvilket fjerner en del risici i forhold til fx at have reserver i Mellemøsten. Fusionen mellem Statoil og Norsk Hydros olie- og gasdivision forventes yderligere at skabe synergier på NOK seks mia., og yderligere synergier forventes at blive høstet de

kommande år. Modsat er hovedparten af integrationsomkostningerne allerede taget. Det kan i øvrigt tilføjes, at den norske stat efter fusionen vedtog at øge ejerandelen til 67 pct. (p.t. ca. 63 pct.) via køb af StatoilHydro-aktier. Aktiekøbet ventes tilendebragt i andet halvår 2009.

Af risici kan nævnes skuffende synergier fra fusionen mellem Statoil og Norsk Hydro, større end forventet svækkelse af verdensøkonomien, som måske vil ramme olieprisen og dermed StatoilHydro, dollarfølsomheden (USD-svækkelse er alt andet lige skidt for selskabet) samt stigende omkostningsniveau.

DME har en købsanbefaling på aktien med et kursmål på NOK 220 per aktie.



Råvarer og spekulation

Juli bød på det største fald i råvarepriserne siden 1980, hvilket har skabt fornyet debat om, hvorvidt råvarepriserne hovedsageligt har været drevet af spekulation eller fundamental efterspørgsel.

Det er som bekendt den voldsomme udvikling i de store udviklingsøkonomier, i særlig grad Kina, der er hovedforklaringen på den heftige udvikling, vi har oplevet i råvarepriserne i dette århundrede. Særligt voldsom har prisudviklingen været i år. Er det spekulanternes skyld? Især stigningen på olie fra 120 USD til 147 USD på et par uger starten af sommeren forekom mildt sagt mærkelig.

Short banks, long oil

En af de mere vedholdende historier i børsuniverset har i den forbindelse været, at spekulanter – herunder ikke mindst nogle af de store aggressive hedgefonde – har været med til at presse olieprisen op ved i massivt omfang at gå kort i banker og lang i olie. For så at tage profitten hjem i juli måned, hvilket medvirkede til det drastiske fald i olieprisen helt ned til 115 USD pr. tønde.

Sandsynligvis har historien noget på sig. Spekulanter har spillet en vis rolle for olieprisen – som de altid gør. Ligesom de også spiller en rolle for de andre råvarer. Det tyder den nylige voldsomme nedtur for råvaremarkedet på. Råvaremarkedet faldt generelt i en



størrelsesorden ikke set siden 1980. En voldsom afslutning på et første halvår, hvor råvaremarkedet med en stigning på 29 pct. udviste den største stigning i 35 år.

Europas nedtur

Men faldet skal også tilskrives markedets bekymringer for fremtiden. Og bekymringen stammer ikke mindst fra de dystre udsigter, der tegner sig for de rige lande. I de seneste måneder er det

blevet klart, at Europa og Japan økonomisk klarer sig noget dårligere end USA – og dermed står til at forbruge mindre olie, metaller og andre råvarer. Ligesom amerikanerne.

I USA, der er længere i konjunkturcyklen end Europa, har efterspørgslen allerede i større omfang reageret. Priserne på især olie og benzin nåede i foråret og sommeren nemlig så højt op, at de – sammen med det faldende boligmarked, stigende fødevarerpriser,

tiltagende ledighed, rentestigninger osv. – fremkaldte såkaldt *demand destruction*. Et fint ord fra økonomernes verden til at beskrive en snusfornuftig og forventelig reaktion fra forbrugerne, nemlig at de begynder at spare på energien, fordi priserne er blevet for høje. Således viste tallene for amerikanernes benzinforbrug det største fald, der nogensinde er registreret i dollargrinenes hjemland. Tilsvarende må også europæiske forbrugere forventes

»

Det er børsernes skyld!

Nogle fastholder, at det er profithungrende investorer, der står bag de voldsomme prisstigninger og -fald vi har set på råvaremarkedet. Det er noget politikerne tager alvorligt, bl.a. i USA. Her har der i de senere måneder været mindst 10 lovforslag om indgreb mod spekulanterne og dermed børsernes virkemåde, skriver Financial Times. I samme periode har der været et tilsvarende antal høringer i Kongressen omkring oliemarkedet og spekulation.

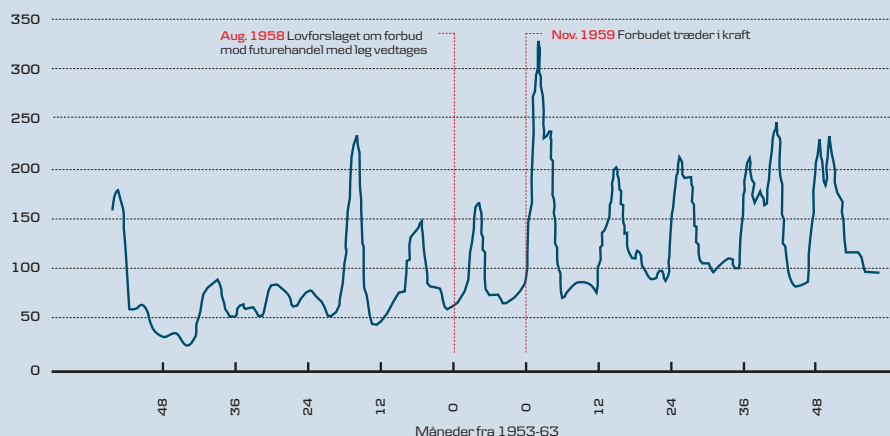
Det er ikke første gang, at politiske indgreb er under overvejelse. I 1958 var det løg, der var i fokus efter en periode med voldsomme prisstigninger og -udsving. Kongressen holdt lange og til tider tumultagtige høringer, hvor bl.a. den daværende chef for Chicago Merchantile Exchange, Everette Harris, måtte stå for skud.

»Vi tilvejebringer blot en markedsplads til handel... vi er som et termometer, der registrerer temperaturer. I ville vel ikke ved-

tage en lov mod termometre blot, fordi vi har en periode med nultemperaturer?«, sagde han.

Men sådanne argumenter blev ignoreret, fortæller Financial Times og et lovforslag mod futurehandel med løg blev vedtaget. Og som vist på figuren nedenunder gjorde det bestemt ikke situationen bedre, tværtimod. Et tilsvarende indgreb mod hvedehandel fik en lignende effekt fra på prisdannelsen i 1897-1900.

Amerikanske futurepriser på løg, Chicago Onions, (cents pr. 50 lb sæk)



KILDE: POPULIST VERSUS THEORIST: FUTURES MARKETS AND THE VOLATILITY OF PRICES: DAVIS S. JACKS



at stramme livremmen ind herfra på en lang række områder.

I Asien og Mellemøsten har statskasserne i mange lande længe friholdt borgerne og erhvervslivet fra energiprisstigningerne via fastholdelsen af prislofter. Igennem de seneste måneder har flere asiatiske lande, heriblandt Kina, dog erkendt, at det er for dyrt ved de aktuelle priser og hævet lofterne.

Udviklingsøkonomierne sørger for efterspørgslen

Demand destruction er klart størst i de rige lande, men ifølge Goldman Sachs (GS) er et faldende energiforbrug i de rige lande ikke nok til at imødegå den fortsat stigende energiefterspørgsel fra udviklingsøkonomierne. Investeringsbanken peger på, at olieforbruget i de

rige lande har været faldende i to år allerede, og at forbruget i år alene vil ligge en halv mio. tønder dagligt under niveauet i 2007. Klart overgået af en forventet stigning på 1,3 mio. tønder dagligt i udviklingsøkonomierne. Alene Kinas olieefterspørgsel ventes at stige med 5 pct.

GS' tese er kort sagt, at fundamental olieefterspørgsel stadig vil være stigende, og investeringsbanken forventer, at olieprisen slutter året på 149 USD. Også Danske Bank tror, at olieprisen er solidt funderet på fundamentale økonomiske støttepiller.

»Vi forventer en gennemsnitlig oliepris i årets tredje og fjerde kvartal på hhv. 127 USD og 124 USD,« siger bankens råvareanalytiker, Arne Lohmann Rasmussen, der fastholder prognosen om en gennemsnitspris på 128 USD

pr. tønde for hele 2009. Argumentet om en fundamentalt stærk efterspørgsel og et begrænset udbud deles af de fleste andre store finanshuse. Ikke blot på olie, men også andre råvarer – og det til trods for, at de rige lande som helhed er i en afmatningsfase.

Men forklaringen er altså udviklingsøkonomierne. Marius Kloppers, topchefen for et af verdens største råvareelskaber, BHP Billiton, udtalte i forbindelse med regnskabsaflæggelse for kort tid siden, at udviklingsøkonomierne er af langt større betydning for selskabets indtjening end de rige lande. Udviklingslandene forbruger 4-5 gange mere råmaterialer per enhed af output end de rige lande, sagde han.

Topchefen forudsagde, at Kinas forbrug af stål, der allerede er det højeste i verden, vil være fordoblet i 2015.

Det er ikke spekulanternes skyld – men de spiller en rolle

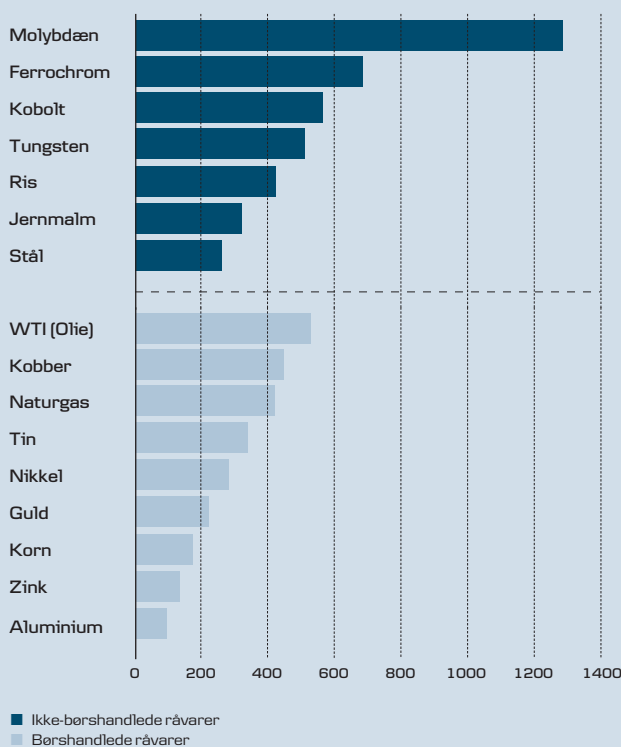
Når der er et knapt udbud af en vare, så stiger prisen – uanset om den handles på en børs eller ej. Derfor er det ikke overraskende, at høje priser på råvarer er set som følge af industrialiseringen af udviklingsøkonomier som Kina, Indien og Brasilien samt den internationale fokus på biobrændsel – især ikke hvis udbudssiden i adskillige år har været forsømt og underinvesteret og derfor ikke er rustet til en pludselig vækst i efterspørgslen.

Vigtigt er det også at holde sig for øje, at de store stigninger i råvarepriser er set over hele linjen ikke kun i de råvarer, der handles på børserne som nikkel og olie, men også i råvarer, der ikke handles på børserne som jernmalm og ris.

Investeringsbanken Lehman Brothers har i en nylig analyse påvist, at priserne på metaller, der ikke er børshandlede som chrom, molybdæn og stål, er steget mere end priserne på børsnoterede metaller, såsom kobber og aluminium.

Lige så vigtigt er det også, at der er stor variation i prisudviklingen på de forskellige råvarer. Ikke blot hvor meget de er steget siden århundredskiftet, men også at nogle stadig stiger mens andre falder. Det vidner

Prisstigninger på børsnoterede og ikke-børsnoterede råvarer siden 2001 (i %)



KILDE: DEUTSCHE BANK, FINANCIAL TIMES

Kloppers argument var, at Kinas fortsatte og hurtige industrialisering, ville mere end opveje enhver midlertidig afmatning i eksport som følge af den svagere verdensøkonomi.

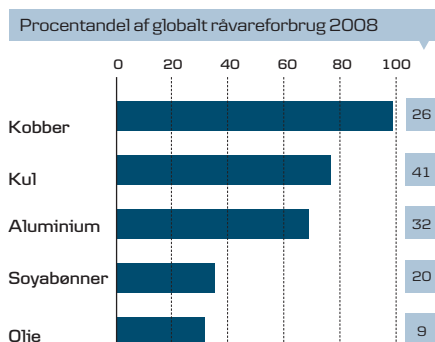
Faktum er da ubestrideligt også, at udviklingsøkonomierne og især Kina, nu tegner sig for broderparten af væksten i den globale efterspørgsel efter råmaterialer og en stor del af råvareforbruget (se figur).

Og med en vækst i udviklingsøkonomierne under et, der af IMF skønnes til i år at blive på 7 pct., næret ikke mindst af en generel stærk udbygning af de indenlandske økonomier, er der ikke noget, der tyder på, at efterspørgslen efter råvarer vil falde, tværtimod.

Udbudet

Prisen er som bekendt den faktor, der

Kinas procentandel af den globale vækst i råvareforbruget 2000-07



KILDE: BARCLAYS CAPITAL, THE ECONOMIST

ændrer sig, så der altid er balance mellem udbud og efterspørgsel. Hvis efterspørgslen stiger, men udbudet er det

samme, så vil prisen uvægerligt stige. Hvad olie angår, så tales der meget om, hvor vanskeligt det er at øge udbudet. For det første fordi det skorter på nye let tilgængelige oliefelter. Der er ganske vist et antal kendte potentielle områder, som vil kunne betale sig at udvikle ved de gældende oliepriser. Men dels er det en langvarig proces, og dels må prisen ikke pludselig dykke ned i nærheden af de niveauer, vi var vant til for få år siden, hvis økonomien skal hænge sammen. Desuden tager det lang tid at klargøre et nyt oliefelt, så det kan udnyttes kommercielt. Disse forhold betyder, at olieudbudet er ret ufleksibelt.

Situationen bliver ikke bedre af, at den globale produktionsreservekapacitet er meget lille. Det betyder, at der ikke er meget at gøre godt med, hvis

»

om, at prisudviklingen for de respektive råvarer bestemmes efter netop de fundamentale karakteristika for udbud og efterspørgsel, der er gældende for den enkelte råvare – og ikke er resultatet af et massivt spekulativt pres i den ene eller anden retning.

Men når alt det er sagt, så skal det naturligvis ikke nægtes, at spekulative interesser spiller en vis rolle. Og de regulerende myndigheder er selv usikre på, hvor stor den er. Som kommissionæren Bart Chilton hos USA's vagthund med råvare- og futurehandel, *Commodity Futures Trading Commission*, sagde for nylig:

»Jeg ved ikke præcist, om spekulative penge fører til stigende priser eller ej, men det jeg ved, er, at der er hundreder af milliarder af dollars, som ikke fandtes i disse markeder for få år siden.«

Som figuren til højre viser, beløb fondsstyrede råvareaktiver sig i 2000 kun til nogle få mia. dollars – mens det i dag er vokset til over 170 mia. dollars. Umiddelbart synes det vanskeligt for selv de stærke fortalere for fri og ureguleret børsandel at argumentere for, at en så voldsom vækst i råvareinvesteringer ikke påvirker prisernes udsving.

Storspekulanten George Soros burde have en vis indsigt i den slags. Han blev

verdenskendt, da han med sin fond i 1991 var stærkt medvirkende til at tvinge det britiske pund ud af EMS'en, et europæisk valutasamarbejde, og tjente en mia. dollars på en enkelt dag. Han har i længere tid stærkt påpeget, at spekulative kræfter er i fuld gang med at bygge en råvarebobbel op. Ved en høring i den amerikanske Kongres argumenterede han for dette og anførte at netop investeringsinstitutioners muligheder for at investere i futuremarkedet gennem indeksfonde var med til at overdrive prisstigninger.

I debatten om spekulanternes rolle har der været særlig fokus på fødevarerkrisen. Således konkluderede *The International Food Policy Research Institute* for nylig:

»Kommercielle handlere går ind i futuremarkedet primært med afdækningsformål, mens ikke-kommercielle handlere spekulerer primært i jagten på finansielle profitter. Vi har fundet, at for majs, soyabønner og ris er det totale antal af positioner i futurekontrakter for ikke-kommercielle handlere som en del af det totale antal positioner (kommercielle plus ikke-kommercielle) steget betydeligt inden for de seneste seks måneder, hvilket implicerer sandsynligheden for en prisbobbel, der ligger over, hvad der er retfærdiggjort af fundamentale forhold.«

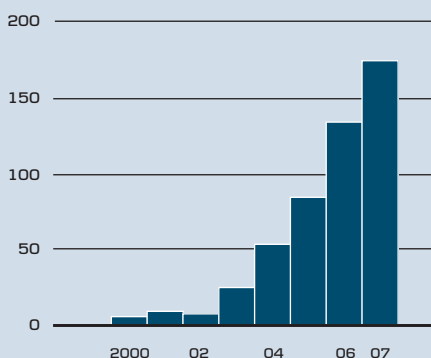
Råvarepriserne er steget...

S&P GSCI Index (råvareindeks)



... i takt med, at de institutionelle investorer er gået ind i råvarer

Råvareaktiver under forvaltning (mia. USD)



KILDE: THOMSON DATASTREAM, BARCLAYS CAPITAL, FINANCIAL TIMES



geopolitiske spændinger, tropiske orkaner ell. lign. svækker leverancerne fra et eller flere nøgleområder. Samtidig har mange olieletter, bl.a. i Nord-søen, passeret det punkt af udnyttelse, som gør, at produktionen er for aftagende. Det gælder dog typisk ikke OPEC-landene.

OPEC, der tegner sig for 40 pct. af verdens olieproduktion, sidder altid i en nøgleposition. Organisationens reducerede produktionen sidste år, hvilket var en stærkt medvirkende faktor til at olieprisen faktisk blev fordoblet i 2007.

OPEC øgede derimod produktionen en anelse i forsommeren i år for at mindske risikoen for en global recession, hvilket formentlig har medvirket til prisfaldet i et vist omfang. Men nogen større produktionsforøgelse skal man ikke vente – og det har OPEC heller ikke kapacitet til. Hvordan man end vender og drejer det, så er det et spændt oliemarked, og alt tyder på, at prisen holder sig pænt over 100 USD resten af året - og i de kommende år. En så høj oliepris er imidlertid ikke afspejlet fuldt ud i valueringen af olieaktierne, som i mange tilfælde er interessante investeringsmuligheder.

Landbrug

Selv om medierne nu ikke længere er præget af historier om den globale fødevarekrise, så er den stadig en realitet. Fødevarepriserne er trods prisfald på visse landbrugsprodukter stadig generelt høje, og det gør særlig ondt i de fattige lande, hvor mad udgør en væsentlig del af husholdningsbudgettet.

Men landbruget har en fordel frem for olieindustrien. Flexibiliteten i udbudet er langt større. Som det blev påpeget af seniorrådgiver på Landbohøjskolen, Henning Otte Hansen i INVESTERING maj 2008, kan man hurtigt ændre afgrøder på marken, så de der er steget mest i pris, vil blive dyrket i større omfang. Man har desuden en halvårlig vækstsæson på de fleste afgrøder, da der er vækstsæson på både den nordlige og sydlige halvkugle. Der til kommer, at landbruget har en række teknologiske muligheder i form af gødningsmidler, genetisk modificerede afgrøder, præcisionslandbrug osv., som

gør at verdens potentielle fødevareproduktion langt fra er udnyttet - og derfor reelt ikke bør have problemer med at dække behovet for en global befolkning, der trods et allerede svimlende antal på 6,7 mia. vokser med 3 personer i sekundet (259.200 i døgnet).

Henning Otte Hansen vurderede, at den globale fødevarekrise ville overstået i foråret 2009, og foreløbig går tendensen i den rigtige retning. Op-muntret af de høje priser har landmændene plantet mere korn. De heftige regnskyl tidligere på året i USA gjorde mindre skade på afgrøderne end først antaget. Og det seneste skøn fra International Grains Council peger nu på, at årets hvedehøst bliver rekordhøj – 9 pct. over 2007. Hvad angår sojabønner har både Kina og Indien produceret rekordmængder, mens Thailand og Vietnam har oplevet usædvanligt god rishøst. Selv om lagrene af de fleste landbrugsprodukter fortsat er på et alarmerende lavt niveau, så har de stigende beviser på en hurtig respons fra udbudssiden medvirket til at presse priserne ned.

Metaller

Verdens udbud af metaller er også stigende, og priserne har faktisk været faldende i over et år – til trods for at der mange steder er flaskehalse i form af mangel på nyt udstyr. Samtidig har de høje energipriser gjort udvinding og forarbejdning af metaller dyrt, og i flere lande har elektricitetsmangel hæmmet produktionen. Ikke desto mindre stiger produktionen af de fleste metaller på globalt plan.

Og dette kombineret med bekymringen om den globale vækst har medvirket til at trykke priserne. Særlig hårdt ramt i juli var nikkel, der faldt med 15 pct. og nu er nede med 40 pct. i forhold til sidste år. Presset på nikkel hænger i høj grad også sammen med den stagnerende produktion af rustfrit stål, hvortil nikkel anvendes.

Kobber og aluminium blev også ramt af den negative stemning omkring råvarer i juli samt den stigende dollar.

Kobber har ligesom oliemarkedet været præget af en skuffende lav vækst i produktionen. Og yderligere

skuffelser synes i vente, hvis man skal tro den seneste produktionsprognose fra Chile, verdens største kobberproducent. Både for i år og 2009 er prognosen nedjusteret. 2009 er præget af risiko for en ny bølge af strejker, når arbejderne bag op imod en tredjedel af produktionen skal forhandle løn. Forhold, der peger på stigende kobberpriser i 2009 og en solid bund.

Faldet i oliepriserne har fjernet noget af stigningspotentialitet i aluminium, men Arne Lohmann Rasmussen tror dog ikke risikoen for prisfald er stor. Til trods for at olieprisen er faldet er den stadig på et højt niveau. Samtidig er elektricitetsmanglen i Kina også en faktor, der må forventes, at hæmme landets aluminiumproduktion fremover.

»Som udgangspunkt tror vi på stabilitet til stigende priser i basismetallerne kobber og aluminium, men prisfald på kort sigt kan ikke udelukkes,« siger analytikeren.

Attraktive råvareaktier – alle på Goldman Sachs' Conviction List

Basale materialer

USA

Freeport-McMoRan

Monsanto Co.

U.S. Steel Group

Europa

ArcelorMittal

Boliden

Energi

USA

ConocoPhillips

EOG Resources

Halliburton Company

Hess. Corp.

Europa

Aker Solutions

Gurit

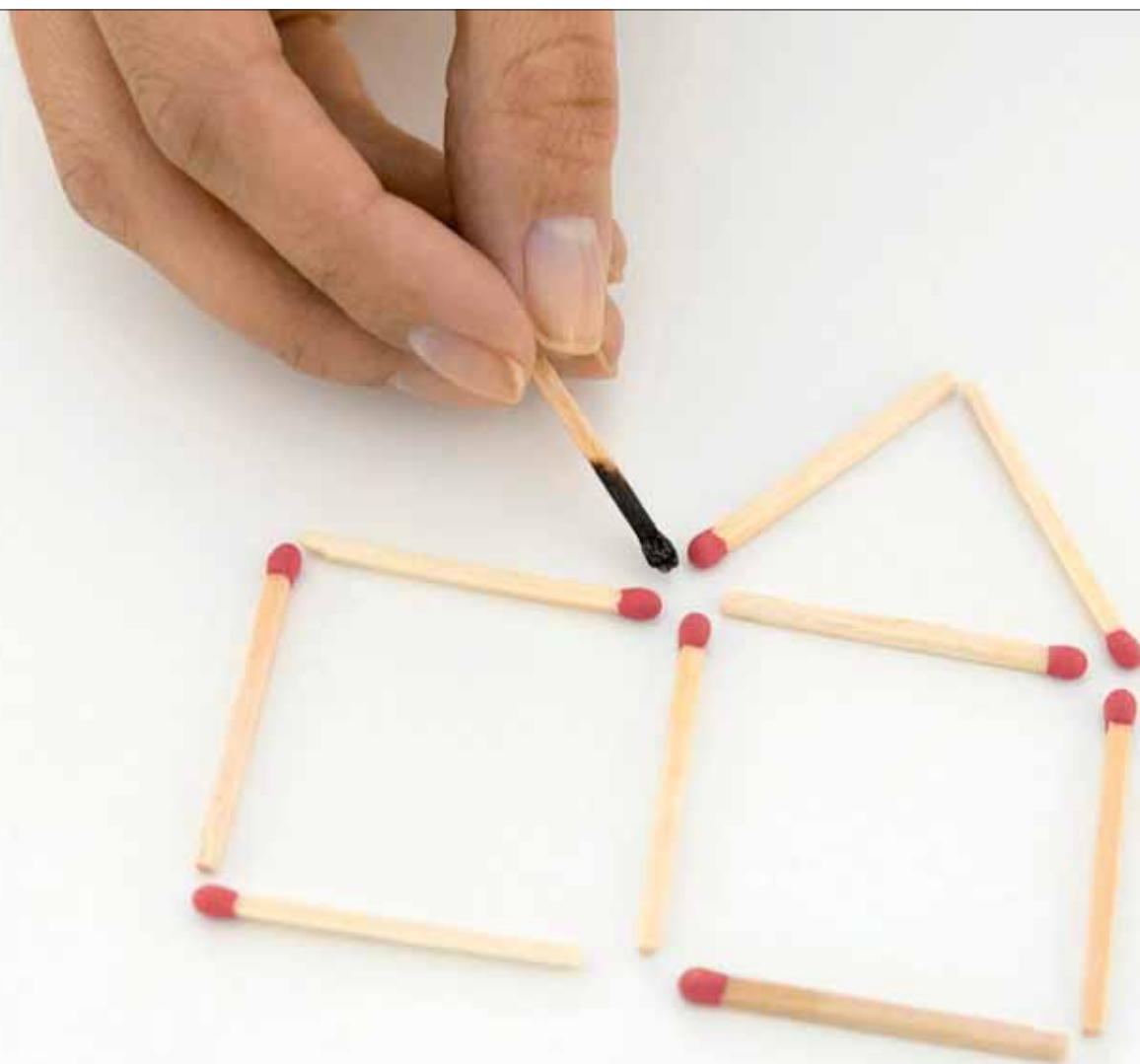
JKX Oil & Gas

Petrofac

Repsol YPF

Salamander Energy PLC

TOTAL SA



Nye slag til boligmarkedet

Boligmarkedet har siden 2006 været i ringen og fået slag fra stigende renter og lavere økonomisk vækst. Det næste slag, der forventes at ramme i form af stigende ledighed, vil dog højst sandsynligt ikke sende boligejernes økonomi til tælling, da de danske boligformuer er enorme, og hver dansker i gennemsnit har sparet 971.000 kroner op i sin bolig

En cocktail af stigende renter og lavere økonomiske vækst har været en mavepuster for det danske boligmarked. Slaget kan hovedsageligt mærkes i form af faldende friværdier, der uundgåeligt har påvirket forbrugernes købelyst og humør. Boligmarkedet har imidlertid udsigt til endnu en runde i ringen; hvor menuen står på klø til husholdninger-

nes pengepung. Alt peger nemlig i retning af, at arbejdsløshedskøerne rundt omkring på landets jobcentre vil blive væsentligt længere i de kommende to år, hvilket uundgåeligt vil gøre det sværere for en række boligejere at klare de månedlige terminer.

Ledighedsstigninger har i kombination med trange nationaløkonomiske

kår historisk set leveret nogle hårde slag til boligmarkedet, fordi en gruppe af boligejere bliver ude af stand til at betale den månedlige ydelse på deres lån. Dermed stiger antallet af tvangsauktioner, hvilket understøtter en dårlig stemning på boligmarkedet og lægger et nedadgående pres på boligpriserne.





» Store friværdier

Under den nuværende afmatning forholder det sig dog anderledes; og der er ikke udsigt til, at stigende ledighed i 2008 og 2009 vil levere en knockout, der sender boligmarkedet til tælling. Årsagen skal findes i de store friværdier danskerne har opsparet under det forrige opsving fra andet kvartal 1993 til tredje kvartal 2006.

Sammenlagt har danskerne friværdier, der kan finansiere små hundrede Storebæltsbroer. Der er altså enorme summer, der er opsparet i en kombination af enfamiliehuse, ejerlejligheder og sommerhuse. Danskerne har således i gennemsnit betydelige friværdier de kan tære af, hvis de skulle være uheldige og miste deres job.

Frederiksberg er en af de kommuner, der med gennemsnitlige friværdier på knap 4.634.000 kroner pr. enfamiliehus og 1.490.000 kroner pr. ejerlejlighed har nogle af de største boligformuer, der kan tæres af i tilfælde af ledighedsstigninger. I den anden ende af skalaen finder man Thisted, hvor de gennemsnitlige friværdier beløber sig til 467.000 kroner pr. enfamiliehus. Selv om det ligger langt fra Frederiksberg, er det stadigvæk et betydeligt beløb, der for de fleste husholdninger vil være en tilstrækkelig stødpude i tilfælde af, at husstanden skulle miste en indkomst i en begrænset periode.

Følsom gruppe

Der findes dog en gruppe af boligejere for hvem lediggang vil være en hård uppercut til deres boligsituation. Det er typisk boligejere, der måske samtidig bliver udsat for store ændringer i deres familiære forhold, såsom skilsmisse eller dødsfald. Et eksempel kunne være en familie, der har købt en ejerlejlighed, da boligmarkedet toppede for to år siden, og har finansieret boligen med et afdragsfrit variabelt forrentet lån. De står måske med en højere gæld, end boligen aktuelt kan sælges til, og har ingen yderligere formue. Der er dog ikke noget problem,

så længe de kan vedligeholde deres lån og betale den månedlige ydelse. Men hvis denne familie bliver ramt af af skilsmisse, fyring eller markant lønnedgang, evt. en kombination heraf, kan det føre til en tvangsauktion.

Denne gruppe må dog formodes at være relativt lille. Der er fx handlet omkring 79.000 boliger siden boligpriserne lå på deres højeste frem til andet kvartal 2008. Ud af dem er ca. en tredjedel førstegangskøbere uden friværdi i bagagen, dvs. 26.000 boligejere; og i omegnen af 27 procent af dem har afdragsfrie og variabelt forrentede lån, svarende til 7.108 boligejere. Med andre ord er der tale om en relativ beskedne gruppe, der potentielt er i farezonen, såfremt de bliver ramt af et familie- eller arbejdsmæssigt chok. Derudover kan mange af disse familier have formueforhold, der kan tæres af i krisesituationer.

Faldende friværdier

Selv om friværdierne for de fleste boligejere er meget høje, så er friværdierne faldet løbende siden ultimo 2006. Siden boligmarkedet toppede, er friværdierne faldet med 154.000 kroner pr. parcel- og rækkehusejer og 334.000 kroner pr. ejerlejlighedsejer. Faldet i friværdierne skyldes ikke kun faldende boligpriser, men i lige så høj grad en stigende gældsandel. Danskernes gæld er steget støt, siden de afdragsfrie lån blev indført 1. oktober 2003; og reducerer løbende danskernes friværdier. Gældsandelene er i løbet af et år steget med 8 procent; mens den gennemsnitlige værdi af boligmassen er reduceret med fra omkring 3.222 mia. kroner til 3.121 mia. kroner. I de kommende år er der fortsat udsigt til faldende friværdier. For det første som følge af boligprisfald i størrelsesordenen 3 procent i både 2008 og 2009. Og for det andet som en følge af en stadig stigende gældsandel.

Det er meget usikkert i hvilken størrelsesorden friværdierne påvirker det private forbrug og derigennem den

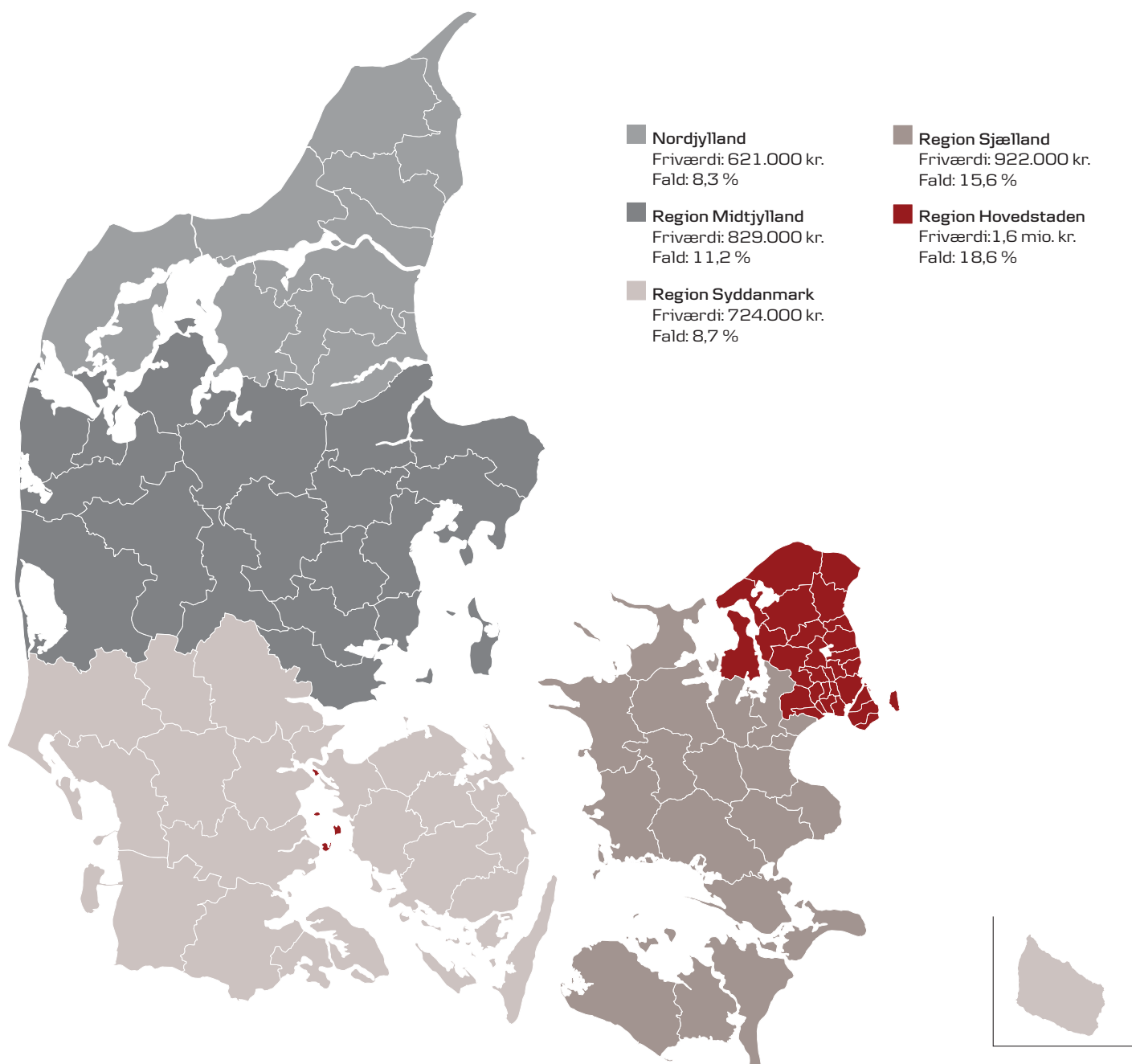
økonomiske vækst. OECD har tidligere estimeret, at et fald i friværdierne på 100 kroner betyder, at forbrugerne reducerer deres forbrug med en til syv kroner. Hvis man bruger OECD's tal, svarer faldet i friværdierne til, at det private forbrug er blevet reduceret i størrelsesordenen 2,3 mia. kroner til 16,3 mia. kroner siden toppen i 3. kvartal 2006. Man kan dog ligeledes argumentere for, at faldet i boligformuen slet ikke bør påvirke det private forbrug, da friværdier typisk realiseres, når man sælger sin gamle bolig og køber en ny, der er faldet tilsvarende i værdi. Realkredit Danmark (RD) mener dog, at boligformuen spiller en central rolle for privatforbruget – selv om den samlede effekt indtil videre er relativt begrænset.

Inflationens rolle

Inflation er en ofte overset faktor, når snakken falder på boligmarkedet. I både 2008 og 2009 er der udsigt til en markant højere inflation, end vi har været vant til tidligere. Dermed bliver friværdierne væsentligt mindre værd målt i forbrug. Samtidig skal man alt andet lige opgive en mindre del af sit forbrug for at købe én kvadratmeter bolig. Hvis man udregner de forbrugs-korrigerede eller reale boligpriser, forventer RD fald på 6,4 procent og 5,6 procent i 2008 og 2009. Da boligsælgerne ofte er tilbageholdende med at sænke boligpriserne, er det typisk gennem stigende forbrugerpriser, at den reale værdi af boligen bliver udhulet. Ligesom man kender det fra arbejdsmarkedet, hvor lønninger bliver udhulet af stigende inflation, ser man således et lignende mønster på boligmarkedet.

Man har historisk set, at inflation har virket som et smøremiddel for boligmarkedet, og en stor del af tilpasning på boligmarkedet således har kunnet tilskrives inflation. I den 3½ år lange kriseperiode på boligmarkedet fra andet kvartal 1979 til fjerde kvartal 1982 faldt boligpriserne med 7 procent. Men da inflationen dengang var

Friværdier og det seneste års fald for enfamiliehuse



høj og priserne i gennemsnit steg med 37 procent i perioden – eksklusive energi og fødevarer – faldt boligpriserne realt – forbrugskorrigeret – med 32 procent. Samme billede gjorde sig gældende fire år senere under bolignedturen fra første kvartal 1986 til andet kvartal 1993. Her faldt boligpriserne nominelt med 19 procent, mens inflationen steg med 25 procent. Resultatet var et forbrugskorrigeret fald på 35 procent. Der er selvfølgelig andre mange andre faktorer end de reale bo-

ligpriser, der har betydning for længden af boligtilpasningen; men isoleret set bidrager inflation til at gøre boliger relativt billigere, og kompenserer delvis for en uvilje blandt mange sælgere til at sænke udbudspriserne.

Det nuværende inflationsbillede skiller sig dog væsentligt ud fra tidligere tiders inflation. Den seneste tids inflationsstigning bunder især i stigende priser på fødevarer og energi; og er ikke lige så bredt funderet som under de to tidligere afkølingsperioder på

det danske boligmarked. Derfor kan man ikke forvente, at inflationen vil få en ligeså voldsom effekt for tilpasningshastigheden på boligmarkedet i årene fremover.

Selv om forbrugerprisindekset er vægtet efter de varegrupper, der indgår i en typisk dansk husholdnings forbrug, er der udgifter, der er udeladt. Fx indgår renteudgifter ikke i forbrugerindekset på trods af, at de udgør en betydelig del af budgettet for mange danske familier.



NATIONALØKONOMI FOR ALLE:

Mit hus falder – hvad rager det mig?

Man skal nok være nationaløkonom for i ramme alvor at stille det spørgsmål. Men der findes faktisk økonomiske modeller og teorier, hvori man kan påvise, at det er fuldstændig ligegyldigt, om husprisen går op eller ned. Som et hurtigt blik på den virkelige verden vil vise, så tager de modeller fejl. Men man kan godt lære af dem, at man let kan komme til at overvurdere betydningen af huspriser.

Argumentet for, at huspriser ikke spiller nogen rolle for økonomien hos gennemsnitshusejeren, lyder nogenlunde sådan her: Når man bor i en ejerbolig, er man både lejer og udlejer af boligen. Set gennem ejerbrillerne er det negativt, at prisen falder. Værdien af en udlejningsejendom er det samme som værdien af alle lejeindtægter i fremtiden, korregeret for renten i mellemtiden. Når prisen på ejendommen falder, betyder det altså, at de forventede lejeindtægter er faldet.

Men for lejeren er det jo en god nyhed. Han skal altså betale mindre hver måned. Lejerens gevinst og udlejerens tab er det samme, og da de er én og samme person, vil det altså sige, at prisfaldet hverken har gjort til eller fra.

Den form for tankegang ser bort fra, at huset på et tidspunkt skal sælges. Det kan man forklare med, at man går ud fra, at sælgeren blot med det samme køber en ny ejendom i samme pris-klasse, og at prisudviklingen er nogenlunde ens for de forskellige huse. Alternativt kan man sige, at sælgerens tab blot er køberens gevinst, så det for gennemsnitshusejeren går lige op.

I virkelighedens verden er sagen bare den, at boligejere et vidt omfang kan se værdien af deres bolig som en form for opsparing. Det er muligt at spise mursten. Jo mere huset er værd, jo tidligere kan man gå på pension, eller, alternativt, jo mindre behøver man spare op på egen hånd. Når huspriserne falder over en bred kam, så bliver husejerne på den måde fattigere.

Oven i det kommer, at huse i det hele taget er noget af det bedste, man kan bruge som sikkerhed for lån. Jo højere priserne er, jo nemmere er det for husholdningerne at låne penge, og det til en lavere rente. Man kan tænke på en boligejer, der har tænkt sig at blive boende i boligen til han dør, og som ikke har tænkt sig at spise af murstenene i alderdommen. Han bliver

egentlig ikke fattigere af, at priserne falder – men han får mindre valgfrihed i, hvordan han vil fordele sit forbrug hen over livet, fordi han får sværere ved at låne penge.

Således er der ingen tvivl om, at boligpriserne faktisk påvirker husholdningernes muligheder. Det er også helt tydeligt, at de påvirker deres forbrug. Iagttagere af danske villakvarterer over de seneste fem år vil have bemærket, hvordan friværdierne er blevet omsat i renoveringer, tilbygninger og udekøkkener. For øjeblikket er der stor spænding om, hvordan forbruget vil udvikle sig nu, hvor huspriserne er aftagende. Den største risiko for, at afmatningen i økonomien udvikler sig til en egentlig krise består vel nu i, at kraftige prisfald på boligmarkedet får byggeri og forbrug til at gå i sort.

Trods alt det er det nu alligevel værd at have de teoretiske argumenter i baghovedet. Du er altså ikke nødvendigvis blevet en halv million kroner fattigere, selv om dit hus er faldet med det beløb, og der er også vindere, når prisen falder.

Modelporteføljer for obligationer

OPDATERET 3. SEPTEMBER 2008

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

Personbeskattede med tidshorisont 0-3 år								
% andel 1)	Fondskode	Papir	DB eff. rt. 2)		3)	Hpr. 59% skat 4)		
			Skat 45%	Skat 59%	DB Var.	DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.	
15	DK0009271041	2 D.10DS09	3,99%	3,71%	0,33	4,87%	4,91%	
10	DK0009271124	2 D.10DS10	3,06%	2,77%	1,30	2,93%	2,92%	
75	DK0009271207	2 D.10DS11	3,15%	2,86%	2,20	2,98%	2,79%	
100		5)	3,27%	2,98%	1,82	3,26%	3,13%	

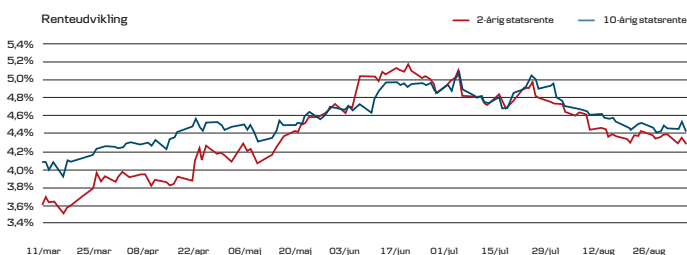
Pensionsbeskattede med tidshorisont 0-3 år								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB Var.	Hpr. ved 0% skat		
			Skat 0%	DB 0%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.	
15	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,39%	5,35		7,05%	6,56%	
35	DK0009274656	RD FRN 07/01/2010	-1,68%	0,32		5,41%	5,42%	
25	DK0009276198	RD 4.0 01/01/2010	4,95%	1,31		4,91%	4,90%	
25	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	5,01%	2,22		5,01%	4,83%	
100				1,78		5,42%	5,31%	

Personbeskattede med tidshorisont 3-7 år								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB Var.	Hpr. ved 59% skat		
			Skat 45%	Skat 59%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.	
50	DK0009271207	RD 2.0 01/01/2011	3,15%	2,86%	2,20	2,98%	2,79%	
30	DK0009275117	RD 2.0 01/01/2016	3,23%	2,93%	5,92	3,61%	2,80%	
10	DK0009273179	RD 4.0 Aio 01/01/2038	3,14%	2,52%	8,93	2,97%	2,70%	
100			3,18%	2,85%	4,24	3,22%	2,79%	

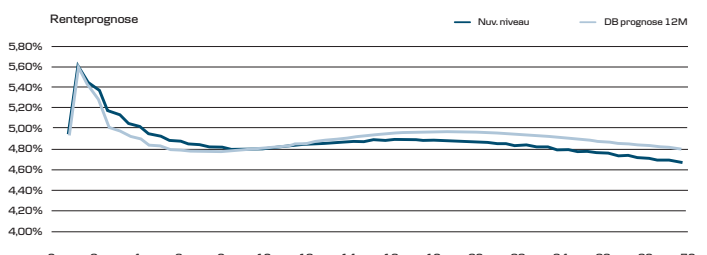
Pensionsbeskattede med tidshorisont 3-7 år								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB Var.	Hpr. ved 0% skat		
			Skat 0%	DB 0%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.	
20	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,90%	7,70		6,40%	6,00%	
30	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,39%	5,35		7,05%	6,56%	
15	DK0009766446	NYK FRN 01/01/2038	5,76%	-0,11		5,76%	5,79%	
20	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	5,01%	2,22		5,01%	4,83%	
15	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	5,08%	3,89		5,43%	4,86%	
100				4,11		6,07%	5,72%	

Personbeskattede med tidshorisont over 7 år								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB Var.	Hpr. ved 59% skat		
			Skat 45%	Skat 59%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.	
35	DK0009271207	2 D.10DS11	3,15%	2,86%	2,20	2,98%	2,79%	
15	DK0004129020	2 SKE 2015	3,31%	3,00%	5,80	3,68%	2,87%	
50	DK0009273179	4 D.43D 38	3,14%	2,52%	8,93	2,97%	2,70%	
100			3,17%	2,72%	5,94	3,08%	2,76%	

Pensionsbeskattede med tidshorisont over 7 år								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB Var.	Hpr. ved 0% skat		
			Skat 0%	DB 0%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.	
20	DK0009273179	RD 4.0 Aio 01/01/2038	5,58%	8,93		5,78%	5,51%	
30	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,90%	7,70		6,40%	6,00%	
20	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,39%	5,35		7,05%	6,56%	
10	DK0009766446	NYK FRN 01/01/2038	5,76%	-0,11		5,76%	5,79%	
20	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	5,08%	3,89		5,43%	4,86%	
100				5,82		6,15%	5,77%	



KILDE: REUTERS



KILDE: DANSKE BANK

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

- 1) Angiver hvor stor en andel, der anbefales af den enkelte fondskode i porteføljen.
- 2) DB eff. rt. (Danske Bank effektiv rente) er korrigeret for skat samt evt. ekstraordinære udtrækninger. Anvendes kun til at sammenligne 2 obligationer med samme udløb og ydelsesprofil på investeringstidspunktet.
- 3) DB-varighed angiver den procentvise ændring i en obligations værdi ved en renteændring på et procentpoint. Tallet er korrigeret for evt. ekstraordinære udtrækninger på konverteringstruede obligationer.
- 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. Prognosen er ikke en pålidelig indikator for fremtidig udvikling
- 5) Her kan du se de nævnte nøgletal beregnet på den samlede portefølje.

Euroland: Klare tegn på afmatning

De seneste nøgletal har bekræftet, at europæisk vækst er hastigt på vej ned i gear. Nedgangen i global vækst og den ganske stærke euro giver dårligere vilkår for eksportvirksomhederne. Afsætningen på hjemmemarkedet er ramt af de høje olie- og fødevarerpriser, som udhuler forbrugernes købekraft. Samtidig vil beskæftigelsesvæksten aftage i løbet af året, så der er udsigt til kun beskeden vækst i privatforbruget. ECB befinder sig i et dilemma med lav vækst på den ene side og høj inflation på den anden. Den svage vækst betyder, at ECB vil ikke vil sætte renterne yderligere op efter renteforhøjelsen på 25 bp i juli, selv om inflationen ligger markant over ECB's målsætning. Omvendt ligger det ikke i kortene, at ECB sætter renterne ned inden for den nærmeste tid. Dertil er inflationen for høj.

Er den asiatiske vækstmotor gået i stå?

I Asien har stigende inflation for alvor betydet en opbremsning i den ellers pæne asiatiske vækst. Det er specielt stigende olie- og fødevarerpriser, som har gjort et voldsomt indhug i den asiatiske forbrugers købekraft. Den stigende inflation har desuden tvunget mange asiatiske centralbanker til at sætte renten op for igen at få kontrol over inflationen. Det har lagt yderligere en dæmper på efterspørgslen i Asien. Overtø er der kommet stigende politisk usikkerhed i en lang række lande, hvor inflationen har været med til at øge den siddende regerings upopularitet. Det har f.eks. være tilfældet i lande som Thailand og Malaysia.

Med det seneste fald i olie- og råvarepriserne ser det dog ud til, at inflationen i Asien allerede har toppet og vil falde betydeligt i de kommende måneder. De asiatiske vil derfor i stigende grad kunne rette fokus fra inflationsbekæmpelse til vækststimulering og begynde at sætte de styrende renter ned i 2009. Spørgsmålet er om det vil være nok til hurtigt at skubbe gang i væksten i Asien igen. På plussiden for Asien tæller også, at Kina formentlig vil kunne fastholde en forholdsvis høj vækst i de kommende år.

USA: Økonomien ned igen i andet halvår

Den amerikanske vækst var overraskende stærk i andet kvartal på 3,3 %. Dette skyldes primært to faktorer; en positiv effekt fra skattepakken på privatforbruget og en imponerende vækst i eksporten som følge af solid efterspørgsel på eksportmarkederne og en forbedret konkurrenceevne fra den svage dollar. Selvom økonomien nu får noget hjælp fra de faldende oliepriser, vil disse effekter dog ikke være i stand til at holde økonomien kørende i samme tempo i andet halvår. Effekten fra skattepakken er ved at løbe ud samtidig med, at afmatningen i resten af verdenen efterhånden vil tage toppen af amerikansk eksportvækst. Med fortsat modvind fra de finansielle markeder, huspriserne og et svækket arbejdsmarked er der udsigt til fornyet svaghed mod slutningen af året, hvor vi venter, at væksten kommer tæt på nulpunktet. Økonomien vil først begynde at vende, når vi når et stykke ind i 2009. Dermed er der altså også udsigt til, at den amerikanske centralbank holder sig i ro i en længere periode.

Central- og Østeuropa bremser op

Væksten bremser op og inflationen er tæt på at toppe i de fleste lande i regionen. Inflationen dæmpes af en stabilisering i energi- og fødevarerpriser samt af pæne stigninger af lokale valutaer over det seneste år. Vækstopbremsningen samt udsigterne til, at renterne har toppet, betyder, at de central- og østeuropæiske valutaer generelt ikke styrkes længere. Flere er endda blevet svækket markant over den seneste måned. Denne trend ventes at fortsætte over de kommende 6-12 måneder, og kan blive forstærket af yderligere eurosvækkelse samt yderligere forværring af forholdet mellem Rusland og dets naboer.

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Energi			
Olje- og gastjenester			
Acery	NO	A	85,0
Aker Solutions	NO	K	119,3
Awilco Offshore ASA	NO	H	83,0
BW Offshore	NO	K	13,0
Fred Olsen Energy	NO	A	274,5
Prosafe SE	NO	K	46,4
Prosafe Production	NO	K	24,6
Seadrill	NO	A	139,3
Sevan Marine	NO	K	53,2
Subsea 7	NO	A	111,8
Olje og gas			
Broström	SE	H	56,8
Norsk Hydro	NO	A	53,7
StatoilHydro	NO	K	153,1
Materialer			
Kemikalier			
Auriga Industries	DK	K	192,0
Exel	FI	R	7,2
KEMIRA	FI	A	8,8
Novozymes	DK	H	522,0
Emballage			
Brodrene Hartmann	DK	H	95,0
Huhtamäki	FI	A	7,2
Metaller & Minedrift			
Outootec	FI	K	31,5
Outokumpu	FI	A	15,9
Rautaruukki	FI	A	22,0
Talvivaara Mining Co LTD	FI	K	299,0
Industri			
Fly & forsvar			
SAAB	SE	K	159,5
Byggeprodukter			
Assa Abloy	SE	H	96,0
Dantherm	DK	A	105,0
Flugger	DK	A	415,0
H+H International	DK	H	805,0
Rockwool International	DK	S	487,0
Anlæg og Maskinteknik			
FLSmidth & Co	DK	K	406,5
Højgaard Holding	DK	A	160,0
Monberg & Thorsen	DK	A	320,0
Per Aarsleff	DK	K	590,0
Elektrisk udstyr			
NKT Holding	DK	R	288,0
Renewable Energy Corporation	NO	K	158,5
Schouw & Co	DK	H	163,0
Vestas Wind Systems	DK	A	674,0
Maskinindustri			
Atlas Copco	SE	H	92,5
Cargotec Corp	FI	H	21,3
Kone	FI	K	21,1
Konecranes	FI	H	23,0
Metso	FI	K	27,3
Morphic Technologies	SE	H	10,3
Opcon	SE	K	41,5
Scania	SE	H	91,5
SKF	SE	A	99,8
Volvo	SE	H	74,5
Wärtsilä	FI	K	39,2
Handel og distribution			
Brdr A & O Johansen	DK	R	790,0
DLH	DK	H	53,5
Solar	DK	K	364,0
Sanistaal	DK	R	340,0
Erhvervsservice & -produkter			
Gunnebo	SE	S	36,6
Lassila & Tikanoja	FI	R	15,8
Niscayah	SE	A	11,9
Securitas	SE	K	87,5
Tomra Systems	NO	H	36,6
Luftfart			
SAS Group	SE	K	51,5
Shipping			
A. P. Møller - Maersk	DK	A	56600,0
Broström	SE	H	56,8
DFDS	DK	R	511,0

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Industri, fortsat			
D/S Norden	DK	K	471,0
Mols-Linien	DK	S	129,5
D/S Torm	DK	H	170,5
Transport			
DSV	DK	K	101,8
Forbrugsvarer			
Reservelede			
Autoliv	SE	K	38,9
Nokian Tyres	FI	K	24,4
Varige forbrugsvarer			
Bang & Olufsen	DK	K	227,5
BoConcept	DK	K	280,0
Ekornes	NO	R	86,5
Electrolux	SE	S	88,5
Husqvarna	SE	A	54,8
Fritidsudstyr			
Amer Sports	FI	K	9,5
Tekstiler & Beklædning			
Bjorn Borg	SE	K	37,1
IC Companys	DK	H	153,0
New Wave Group	SE	R	25,0
Hoteller, Restauranter & Underholdning			
PARKEN Sport & Entertainment	DK	H	1264,0
Skistar AB	SE	H	87,0
Medier			
Alma Media	FI	S	9,0
Sanoma Wsoy	FI	A	14,0
Detailhandel			
Clas Ohlson	SE	K	87,5
Hennes & Mauritz	SE	K	326,0
Nobis	SE	K	36,4
Stormagasiner			
Stockmann	FI	K	17,9
Næring & Nydelse			
Supermarkeder			
Axfood	SE	K	201,5
Hakon Invest	SE	R	91,0
Kesko	FI	A	22,0
Drikkevarer			
Carlsberg	DK	K	475,5
Harboe	DK	K	120,0
Royal Unibrew	DK	R	440,0
Fødevarer			
AAK	SE	R	135,0
Atria	FI	R	13,8
Cerma	NO	H	53,0
Danisco	DK	A	344,5
EAC	DK	R	311,5
HKScan	FI	H	6,3
Marine Harvest	NO	S	3,8
Orkla	NO	A	68,8
Tobac			
Swedish Match	SE	K	130,8
Sundhed			
Medicinalinstrumenter & -udstyr			
Coloplast	DK	H	375,0
Elekta	SE	H	138,5
Getinge	SE	A	153,0
William De mant Holding	DK	H	259,0
Bioteknologi			
ALK-Abello	DK	A	643,0
Bavarian Nordic	DK	A	182,0
Curalogic	DK	AS	5,1
Genmab	DK	K	334,0
Exiqon	DK	K	26,0
Karo Bio	SE	K	8,7
LifeCycle Pharma	DK	K	25,5
Neurosearch	DK	K	278,5
Q-Med	SE	H	36,0
TopoTarget	DK	H	11,8
Farmaci			
Astrazeneca	UK	K	2766,0
Lundbeck	DK	H	119,0
Meda	SE	K	77,8
Novo Nordisk	DK	K	288,0
Orion Corporation	FI	R	12,8

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Finans			
Banker			
Amagerbanken	DK	K	119,0
Danske Bank	DK	IA	147,0
DNB Nor	NO	H	63,5
Fionia Bank	DK	S	77,0
Forstædernes Bank	DK	A	75,0
Jyske Bank	DK	H	291,0
NORDEA	SE	R	87,8
Pohjola Bank	FI	R	11,2
Ringkjøbing Landbobank	DK	K	625,0
SEB	SE	A	119,8
Spar Nord	DK	R	77,0
Svenska Handelsbanken	SE	R	160,0
Swedbank	SE	H	117,0
Sydbank	DK	A	171,0
Vestjysk Bank	DK	H	195,0
Forsikring			
Alm Brand	DK	H	160,0
Sampo	FI	A	17,3
Topdanmark	DK	K	764,0
TrygVesta	DK	A	359,5
Fast ejendom			
Sjælland Gruppen	DK	A	79,5
E-Services			
Tradedoubler	SE	K	58,8
IT-konsulenter			
Angpanneforeningen	SE	IA	184,5
Columbus IT Partner	DK	K	6,0
EDB Business Partner	NO	H	28,8
EDB Gruppen	DK	H	165,0
EMENTOR	NO	K	33,6
HiQ International	SE	K	27,7
Semcon	SE	K	55,0
Teleca	SE	K	5,0
TietoEnator	FI	K	13,9
Software			
Cision AB	SE	H	11,6
Netop Solutions	DK	H	69,0
IBS	SE	H	7,3
Maconomy	DK	H	10,9
Opera Software	NO	K	22,8
Orc Software	SE	S	118,8
Simcorp	DK	K	755,0
Kommunikationsudstyr			
Eltek	NO	A	22,4
Ericsson	SE	R	74,1
GN Store Nord	DK	K	28,8
Nokia	FI	R	17,0
Tandberg	NO	A	112,0
RTX Telecom	DK	R	26,5
Thrane & Thrane	DK	A	304,0
Telekommunikation			
Telekommunikationsydelse			
ELISA	FI	K	14,7
Tele2	SE	H	101,5
Telenor	NO	K	86,1
TeliaSonera	SE	H	47,1

Tidshorisonten for anbefalingerne er 6 mdr.

K: Køb: Kursen ventes at stige med over 15%. A: Akkumulér: 5%-15%. H: Hold: 0-5%. R: Reducér: -15%-0%. S: Sælg: Kursen ventes at falde med mere end 15%.

AS: Anbefaling Suspenderet: Aktien p.t. ikke dækket grundet midlertidige faktorer. IA: Ingen Anbefaling: Aktien dækkes ikke.

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

Disclosure

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

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

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

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

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

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

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

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

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