

INVESTERING

[SEPTEMBER 2007]

TEMA

BALLADEN OM DE FINANSIELLE MARKEDER

Aktiestrategi: Det er kun en korrektion

Obligationsmarkedet er usikkert:
Renten stiger – eller også falder den.
Måske

Clean Technology – den grønne guldåre
Invester i den grønne bølge uden risiko

Danske Bank



04	BALLADEN OM DE FINANSIELLE MARKEDER
07	AKTIEMARKEDET REJSER SIG IGEN
09	SPØGELSER FRA 1998
10	OBLIGATIONSMARKEDET ER USIKKERT
12	CLEAN TECHNOLOGY – DEN GRØNNE GULDÅRE
18	AKTIEANBEFALINGER – HESS, WILLIAM DEMANT, RENAULT, PROSAFE
20	INVESTÉR I ENERGI & MILJØ MED KAPITALGARANTI
22	VÆKSTFONDEN TROR PÅ CLEAN TECH
23	UDSKILNINGSLØB I EMERGING MARKETS FORUDE
24	BØRSKRISE – HVAD BETYDER DET FOR PRISERNE PÅ AKTIEOPTIONER?
26	NYE REGLER FOR BEGUNSTIGELSE
28	NY SKATTEAFGØRELSE FORBEDRER FRADRAGSMULIGHEDERNE FOR RENTESWAPS
28	DET LIGNER EN BLØD LANDING PÅ BOLIGMARKEDET
29	NY INVESTERINGSADFDELING MED FOKUS PÅ NORDISKE AKTIER
30	KORT NYT
32	OLIEPRISERNE VIL HOLDE SKANSEN
33	MODELPORTEFØLJER FOR OBLIGATIONER
34	TEMPERATURER I VERDENSØKONOMIEN
35	AKTIEOVERSIGTEN

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 4. september 2007.

Grafisk design og produktion: Datagraf
Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri

Næste nummer udkommer 13. oktober 2007.



FOKUS PÅ
BALLADEN OM
DE FINANSIELLE
MARKEDER

Investering, nyheder og analyser i Netbanken

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

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

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

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

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

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

I orkanens øje?

Balladen om de finansielle markeder har fået nye, dramatiske vers, men melodien er den samme: Det hele er gået for godt i for lang tid, og risikoen er blevet undervurderet.

Global lavrentepolitik og en buldrende verdensøkonomi gennem flere år vænnede investorerne til at forlange mindre præmier for risiko og gearede investeringer blev udbredt. Kun de færreste tog de sporadiske advarsler alvorligt undervejs, selv efter Shanghai-krisen i februar, for der var jo stadig gode afkast at hente. Og hvem ønsker at være en lyseslukker, der går først hjem fra en god fest?

Krisen er udtryk for en normalisering af prisen på risiko, som måtte komme. Som i 2000, hvor aktiemarkedet stod for skud. Denne gang er det ikke aktierne, der generelt er overvurderede, om end visse dele af Emerging Markets, har nået niveauer, der næppe kan holde. Det er derimod primært rentebærende papirer og fast ejendom, der var kommet for højt op.

Et lignende kollaps i det globale finansielle system sås i 1998, hvor overkøbte aktiver i usunde dele af Emerging Markets startede balladen – og spekulative hedgefonde accelererede krisen, da de solgte voldsomt ud af deres gearede positioner rundt om i Emerging Markets og dermed satte gang i en lavine, som trak de udviklede børsmarkeder med ned. Denne gang er krisen udsprunget i USA, men hedgefonde har igen i høj grad medvirket til at forværre situationen.

Spørgsmålet er nu, om den finansielle orkan er ved at aftage, eller om vi er i orkanens øje, hvor der også er lunt og stille. Rammer orkanen snart igen?

De finansielle meteorologer kan ikke give et klart svar. Risici på lån m.v. er i høj grad blevet pakket ind i værdipapirer og derivater de senere år og sendt videre

på markedet. Dermed godt spredt, ganske vist, men det betyder også, at ingen har fuldt overblik over hvem, der har tabt mange penge.

Dette har affødt en generel mistillid og frygt for yderligere tab, som delvist har lammet den finansielle fødekæde – med trægt fungerende penge- og kreditmarkeder til følge især i USA og dele af Europa. Også det danske pengemarked er væsentligt strammere end før krisen.

Flere ubehagelige jokere spøger i baggrunden. Fx frygten for en stor banks kollaps. Men den største bekymring knyttes til nedturen på det amerikanske boligmarked – som ikke bedres af, at mange potentielle boligkøbere nu ikke kan opnå lån, samt at en stor mængde variabelt forrentede lån skal refinansieres til højere renter i år og næste år.

Truslen fra USA's boligmarked vil også være der i 2008. Men foreløbig venter Danske Banks økonomer, at det værste af krisen er overstået inden for de nærmeste måneder. Og selv om de økonomiske konsekvenser kan blive mærkbare, vil de ikke blive dramatiske. Holder forventningerne stik, er der basis for, at obligationsmarkederne igen bliver normale, og den tendens til rentestigninger vi så før krisen, vil fortsætte. Mens aktiemarkederne over en bred kam kan stige 5–10 pct. herfra inden årets udgang.

Uanset hvordan det går, er der en underliggende global trend, der er så stærk, at den ikke bliver kvalt af finansielle kriser og økonomisk afmatning.

Clean Technology rider stormen af og vil i de næste mange år tone frem med stadig større vækst i takt med klodens uomgængelige kurs mod en bæredygtig udvikling.



Den igangværende kritiske fase på de finansielle markeder er en opstramning, der måtte komme på et tidspunkt. Deltagerne på de finansielle markeder lige fra banker og hedgefonde til pensionskasser og private investorer har fået en skræk i livet, som gør, at vi fremover vil se en mere realistisk vurdering af risiko på børsmarkedet

Danske Banks rentestrateg, Pär Magnusson

Balladen om de finansielle markeder

Som nævnt i forrige nummer af INVESTERING bliver de finansielle markeder gang på gang overrasket af chok fra en uventet kant. Og nu skete det igen.

Mens investorer, analytikere og økonomer spejdede i horisonten efter potentielle risici som olieprischok, terrorangreb, eskalerende uro i Mellemøsten, løbsk inflation og en amerikansk recession, så kom overraskelsen nok en gang fra en anden side. Ganske vist havde man også de amerikanske *subprimelån* på observationslisten over mulige ballademagere, men den var langt nede. Ingen havde regnet med, at en lånemasse, der skønnes at udgøre 13 pct. af alle udestående amerikanske realkreditlån, kunne ende

med at skabe så meget turbulens i det globale finansielle system, at man begyndte at frygte en global økonomisk nedtur.

Men det gjorde det altså. Subprime-lån kender vi ikke i Danmark, men i USA er det en låntype, der med højere rente tildeles boligejere, der enten ønsker et hurtigt lån uden at skulle blotlægge hele privatøkonomien, eller ikke opfylder alle de kriterier, som de »normale« kunder gør.

Finansieringsinstitutterne startede først for alvor med at tilbyde låntypen i 2001, men lånenes andel er steget kraftigt de seneste tre år og udgjorde i 2006 20 pct. af alle nyudstedte realkreditlån. Og med faldende huspriser i

USA siden 2006 er det især de senest udstedte lån, der er kommet i problemer i takt med, at belåningen nærmer sig eller endog går over skorstenen.

Fed-chef Ben Bernanke har skønnet, at tab på subprimelånene udstedt siden 2. halvår 2005 vil løbe op i godt 100 mia. dollars. Det lyder af meget i danske ører, men er en beskeden dråbe i det globale finansielle hav. Derfor kan man umiddelbart undre sig over, at det hele er eskaleret i den grad.

Der var engang... i 2001

Men det er der forklaringer på. Vi skal først tilbage til 2001, hvor verden stadig havde tømmermænd efter IT-boblens kollaps i 2000. IT-euforien havde

trukket ikke blot teknologiaktierne i vejret, men også alle aktiemarkeder generelt uden tilstrækkelig fundamental begrundelse, og nu blev de trukket med ned igen. Stemningen var dystert. Investorerne havde lidt store tab. Og blandt taberne på aktiekrakket og den generelle tillidskrise på aktiemarkedet var også mange virksomheder, der i markedseuforien havde gældsats sig i stor stil og foretaget investeringer, som nu var skudt langt over målet. En økonomisk krise var på vej, især i USA, hvor markedet havde været mest hysterisk.

For at undgå en dybere recession, satte den amerikanske centralbank gang i en meget ekspansiv pengepolitik, og den toneangivende rente kom fra 6,5 pct. helt ned på 1,75 pct. i løbet af 2001 – og endte på 1,0 pct. i 2003. Først i sommeren 2004 begyndte den amerikanske centralbank igen så småt at sætte renten op, men det gik langsomt, og de lange renter rokkede sig ikke i perioder, tværtimod.

Den globaliserede verden havde kopieret den ekspansive amerikanske pengepolitik i større eller mindre omfang. Verden svømmede i penge, og renterne var historisk lave. Det var igen dejligt at være investor. 2003 blev starten på en ny bulltrend i aktiemarkedet, råvarerne buldrede i vejret og kreditobligationerne startede deres guldalder. Kreditobligationernes og realkreditobligationernes rentespænd til statsobligationerne (som også var historisk lavt forrentede) blev til stadihed snævre ind.

Investorerne, både de private og de professionelle, bankerne, erhvervsvirksomhederne og hedgefondene, vænnede sig til, at risiko var en by i Rusland.

En del kritiske røster advarede om dette, men gang på gang måtte de sande, at investorerne kunne grine hele vejen til banken. Og de pessimistiske prognoser for verdensøkonomiens nære fremtid blev igen og igen manet i jorden af virkeligheden. Verdensøkonomien kørte i et gear fra 2003-2006,

der var noget nær det højeste i 20 år, og selv da de lange renter begyndte at stige i 2006 og andre centralbanker begyndte at stramme pengepolitikken som den amerikanske, så var den globale økonomi stadig going strong. Og aktierne var stadig ikke specielt dyre i de udviklede lande.

Advarselssignalerne

Men visse advarselssignaler begyndte dog at tone frem. Således var husmarkedet i USA i 2006 begyndt at falde, og der blev også snakket en del om de amerikanske subprimelån, som i forvejen havde udvist accelererende tabstendenser det seneste år – en tendens, der ville blive forværret af faldende huspriser og de stigende renter, idet lånene typisk har lav rente (»teaser-rente«) i de første tre år, og derefter ligger betydeligt højere i resten af løbetiden.

Nogle spekulative investorer begyndte at spekulere imod subprimelån. Lahde Capital Management i Californien tjente fx 83,5 pct. i de to første måneder af 2007 ved at lægge sig short i de lavest ratede realkreditlån. Og andre fulgte efter.

Aktierne i Emerging Markets var generelt steget med langt over 100 pct. siden 2003 og lå nu ildevarslende tæt på de udviklede landes P/E-niveau. Nogle steder endda væsentligt højere. Som fx i Kina. Shanghai-børsen faldt i februar med knap 10 pct. på en enkelt dag. Og det satte gang i en mindre børskrise rundt omkring på kloden, og der blev talt en del om, at krisen var en sund wake-up call for investorerne, der havde fået et lige lovlig afslappet forhold til risiko.

Markederne faldt til ro igen. Nogle investorers lyst til risiko var blevet dæmpet, men mange, ikke mindst de spekulative hedgefonde, fortsatte som om intet var hændt.

Lavinen rullede

Men lavinen var begyndt at rulle i det skjulte. Flere af finansieringsinstitutterne bag subprimelån meldte om store tab, mens flere mindre fonde, der spekulerede i subprimelån, også led store tab. Den spirende krise fik for alvor næring, da den store investeringsbank, Bear Sterns, måtte lukke to hedgefonde efter tab på subprimelån til en værdi af 20 mia. dollars.

Nu var balladen for alvor i gang, og der blev meldt om store tab på subprimelån hos banker og fonde i både USA og Europa. Uroen satte sit præg på aktiemarkedene, som faldt drastisk over en bred kam, og kreditobligationerne og realkreditobligationerne (selv i Danmark) kom også under pres. Det samme gjorde Emerging Markets, hvis valuta-, rente- og aktiemarkeder især stod for skud i de lande, der var præ-

» Selv om subprimelån kun fylder en beskedent del af kreditområdet, så har krisen nået et omfang, hvor alle risikobærende instrumenter og papirer er under pres «

PÄR MAGNUSSON,

get af store underskud på betalingsbalancen, dog ikke nær så meget som under tidligere kriser.

Salgspresset i de finansielle markeder generelt tog til, fordi alle nu pludselig ville reducere deres risiko. Og i sådanne situationer får kurserne et ekstra hårdt tryk. Der var en betydelig flugt fra aktier, realkreditobligationer, kreditobligationer og råvarer til statspapirer. Alt imens hedgefondene også var i gang med at indfri deres lavt forrentede yen-lån, som de i stor stil havde brugt som finansieringskilde til de spekulative investeringer.

Risikostyring øger salgspresset

Danske Banks rentestrateg, Pär Mag-

»



» nusson, peger på et andet forhold, der har fået krisen til at eskalere.

»Selv om subprimelån kun fylder en beskeden del af kreditområdet, så har krisen nået et omfang, hvor alle risikobærende instrumenter og papirer er under pres. En betydelig del af forklaringen på dette skal findes i den måde bankernes balanceopgørelser fungerer på. Den gennemsnitlige gearing i en typisk handelsbank i USA tilstræbes omkring 10, og det betyder, at når aktiverne stiger, så tvinges bankerne for at genoprette denne gearing til at købe aktiver i et betydeligt omfang, der langt overstiger den oprindelige kursstigning på aktiverne – og denne købslyst medvirker til at forstærke stigningstendensen i de pågældende aktiver. Og når aktiver falder, ser vi et tilsvarende forstærket salgspres, når gearingen skal genoprettes,« siger Pär Magnusson, som tilføjer, at risikostyringen hos mange professionelle er med til at gøre salgspreset stærkere i en nedtur.

Gearingen hos mange professionelle er nemlig nært knyttet til volatiliteten på aktiverne. Når vi befinder os i en bulltrend, er volatiliteten typisk lav, og dermed kan gearingen øges. Omvendt, når markedet går ned, så stiger volatiliteten, og gearingen skal nedbringes, hvilket medvirker til at få aktiverne til at falde kraftigere i en krisesituation.

Dette kan få dramatiske konsekvenser. Aktivpriserne, især i de mere komplekse strukturer og derivater, bliver mere uigennemskuelig. Dertil kommer, at de mulige tab hos modparterne på markedet bliver umulige at afdække, og det hæmmer lysten til at handle. En likviditetskrise kan opstå i sådan en situation.

Mistillidskrise

Det er her, vi er i dag. Bankerne stoler ikke længere på hinanden som før krisen, og de er ikke begejstrede for at låne hinanden penge på pengemarkedet. De er også bekymrede over, hvorvidt andre banker vil stole på dem, hvis de selv vil låne penge af dem.

Det er naturligvis foruroligende, når

sådan en situation opstår – når selve den långivende ryggrad i økonomien nærmer sig en diskosprolaps. Det kan i værste fald sende økonomien ud på en større nedtur, hvis krisen udvikler sig til en credit crunch, hvor der bliver kamp om den livgivende kapital til erhvervslivet og husholdningerne. Og det var derfor, at centralbanken i USA for nylig sænkede diskontorenten og skød penge i pengemarkedet for at få gang i det igen.

Det måtte ske

Vi er reelt i en situation, som måtte komme på et tidspunkt. Enhver som mener, at udlånslysten har været lovlig stor – og det gør mange banker – burde hilse en opstramning velkommen. Bedre nu end senere, hvor ubalancerne ville være større og økonomien sandsynligvis svagere. Men hvis sunde banker løber ind i problemer, og det bliver svært for sunde virksomheder at låne penge, så vil opstramningen kunne gøre stor skade på sunde dele af økonomien.

Tidsskriftet *The Economist* peger på, at krisen har afsløret nogle svagheder i fundamentet for det moderne, finansielle system. De seneste 20 år har skabt hidtil uset velstand. I takt med at værdipapirer har overtaget bankers rolle på mange punkter, er antallet af potentielle investorer steget, og kapitalomkostningerne er faldet – og det er der kommet meget godt ud af.

Men der er en pris, som først nu begynder at blive tydelig. Fordi långiverne forventede at være i stand til at sælge risikoen for manglende betalingsevne videre til en anden, har de været lemfældige med at låne penge ud i forvisning om, at hvis låntageren kiksede, skulle en anden samle stumperne op. *Securitization* har nemlig været en voksende trend i en årrække, ikke mindst i dette århundrede. Det går ud på, at man skaber et finansielt instrument, et værdipapir, ved at kombinere andre instrumenter som fx realkreditlån, og dette værdipapir sælges på børsmarkedet. Hvilket også har været tilfældet med subprimelån og normale realkreditlån (*Mortgage Backed*

Securities, MBS).

Men ikke alle er lige gode til at gennemskue den slags papirer og til at vurdere risiko. Åbenbart heller ikke ratingbureauerne, som forsøgte at rate subprime på baggrund af statistiske målinger af låntagernes betalingsevne – men denne rating har ofte ramt helt skævt.

Ligesom mange investeringsfondes matematiske modeller også har vist sig at være mangelfulde eller snarere værdiløse. Eksempelvis tabte en fond under Goldman Sachs et større beløb, da deres model fortalte dem, at der var sket noget, som kun skulle ske en gang hvert 100.000 år. Sådanne udbredte modeller, der tydeligvis har været baseret på forkerte forudsætninger om risiko m.v., har været med til at eskalere salgspreset under krisen, når de har genereret røde lamper og salgsoordrer.

Hvor står vi?

Faktum er, at mange investorer har købt papirer med risici, de ikke kunne overskue og gennemskue. Og i dag har vi ikke et klart overblik over hvem, der har tabt penge og hvor meget.

Det er en usikker situation. Og det er stadig vanskeligt at sige, hvordan det ender. Som udgangspunkt fastholder økonomerne i Danske Analyse imidlertid, at historien bør få en om ikke lykkelig så dog ikke en dramatisk og fatal slutning – i hvert fald i første omgang. Verdensøkonomien er ganske enkelt i for sund og stærk en tilstand til, at en større global afmatning og kreditkrise bør blive resultatet. Men en ting er, hvad der bør ske. Noget andet er hvad, der kan ske. Markedet er meget stemningsdrevet for tiden, og hvis det går i den gale retning, kan vi komme ud i en negativ spiral, som ender med en global nedtur.

Når markedet skifter risikoniveau, som vi oplever nu, vil det aldrig kunne ske stille og roligt og uden »ofre«. Og sådan skal det vel også være. Markedet lærer af sine fejl. Og kun frygt vil anspore investorerne til en bedre og mere realistisk prisfastsættelse af risiko. De finansielle markeder har skiftet gear.

Aktiemarkedet rejser sig igen

Uroen på de finansielle markeder har givet aktiemarkedet alvorlige knubs, men alt tyder på, at investorerne kan se med fortrøstning på resten af året. De fundamentale forhold er ganske enkelt for stærke til at det bullmarked, der startede i 2003, skal slutte nu

Et bullmarked, der startede helt tilbage i 2003, og for kort tid siden nåede op på de niveauer, vi så i foråret 2000, lige før det hele ramlede. Det burde måske i sig selv give anledning til bekymring og indikere, at aktiefesten nu er slut. Og måske er den aktuelle finanskriser netop et tegn herpå. Morten Kongshaug, Danske Banks aktiestrateg, er ikke i tvivl.

»Dette er ikke starten på et bearmarked. Det er en korrektionsfase, som snart er overstået. Aktierne er ikke dyre, og virksomhedsindtjeningen er fortsat stærk. Og verdensøkonomien kører i det højeste gear i næsten 40 år. De fundamentale forhold er ganske enkelt for stærke til, at bullmarkedet er slut nu,« siger Morten Kongshaug.

The end of cheap money

Markedets tilbageslag er derimod en naturlig reaktion på, at investorernes risikovurdering skal tilpasse sig et økonomisk miljø, hvor pengene

ikke længere sidder så løst hos bl.a. bankerne.

»Man kan sige, at krisen er et symbol på, at den gyldne periode med historisk lave renter og global pengeoverflod nu endegyldigt er slut. Det skal investorerne have med i deres fremtidige overvejelser og risikovurdering, men selv når det er indarbejdet, er der basis for, at vi kan se stigende aktiemarkeder resten af året,« siger Morten Kongshaug, der vurderer, at globale og nordiske aktier vil stige 5–10 pct. herfra inden årets udgang.

Ser vi længere frem, er billedet mere mudret, og aktiestrategen mener, at 2008 vil blive et år med beskedne afkast. Vi er nemlig i den modne fase af en længere indtjeningsmæssig optur for virksomhederne, der tog sin start i midten af 2003. Modningen består i, at virksomhederne nu oplever stigende omkostninger på både kapitalfremskaffelse og drift samtidig med, at salgsvæksten generelt har toppet.

Jokere i spil

Umiddelbart er der ikke lagt op til en større økonomisk nedgearing, men der er flere jokere i spil, som gør det yderst vanskeligt at forudsige, hvordan det vil gå længere frem. Fx det amerikanske husmarked. Hvis den seneste tids fald i huspri-

»

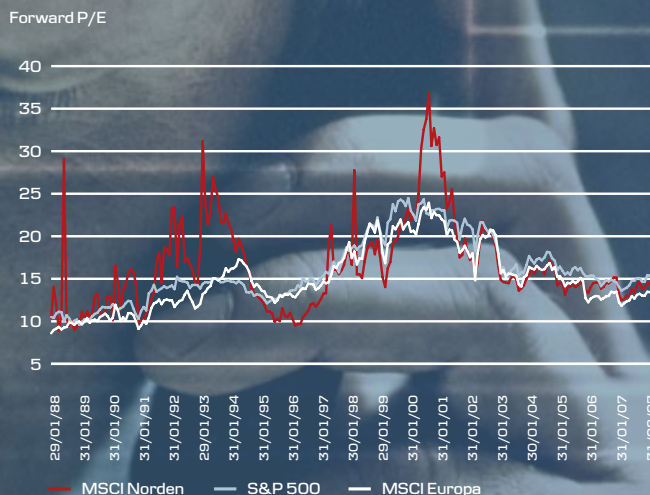
» Dette er *ikke* starten på et bearmarked. Det er en korrektionsfase, som snart er overstået «

MORTEN KONGSHAUG,
DANSKE BANKS AKTIESTRATEG



Billigste aktier i mange år

Forklaring: Figuren viser 12 mdr. forward P/E for de tre markeder, dvs. hvor meget man ved de aktuelle aktiekurser betaler for en krones forventet overskud et år frem.



» serne fortsætter, kan det ende med, at de amerikanske forbrugere strammer livremmen kraftigt ind, hvilket uvægerligt vil have en markant effekt på ikke blot USA's økonomi, men også verdensøkonomien.

En anden joker, der kan få en negativ effekt på aktiemarkedet, er de aktuelle opstramninger af kreditvilkår, vi bl.a. kan se gennemført i markedet for kreditobligationer. Selvom antallet af virksomheder, der ikke er i stand til at overholde betalingsforpligtelserne på deres gæld (*default raten*), er på det laveste niveau i 10 år, så har subprime-krisen betydet, at markedet nu forventer højere default rates i de kommende år, og derfor kræver højere rentespænd til statsrenter for denne type obligationsfunding. Dette kan bl.a. betyde, at den meget positive støtte, som aktiemarkedet har fået fra kapitalfondenes virksomhedsovertagelser i både 2006 og 1. halvår 2007, falder delvist bort. Fondene har i 1. halvår 2007 stået for ca. 1/3 af den totale aktivitet i det globale marked for fusioner og virksomhedsovertagelser (M&A).

»Generelt må vi forvente, at aktieafkastene i 2008 bliver mere beskedne alene pga. kreditobligationsmarkedets og bankers strammere kreditvilkår«, siger Morten Kongshaug, og tilføjer, at markedet i det næste halve år vil være optaget af, hvor stor den realøkonomiske konsekvens af kreditopstramningerne, der for alvor tog fart i juni-juli, bliver.

Hvis virksomhedernes indtjening

(herunder naturligvis finansielle virksomheders indtjening) viser en svage udvikling end forventet lige nu, vil det naturligvis sætte sit negative præg på investeringsklimaet i aktiemarkedet.

»Svagheden i det amerikanske husmarked, strammere kreditgivning og en stigning i antallet af selskaber, der misligholder deres gældsforpligtigelser, er faktorer, der ikke vil forsvinde, men komme til at spille en større rolle i de kommende kvartaler,« mener aktiestrategen.

Morten Kongshaug tilskriver dog kun en sandsynlighed på 10 pct. til et scenario, hvor det viser sig, at aktiemarkedets nylige turbulens var starten på en længerevarende nedtur.

»Én af årsagerne til denne lave sandsynlighed er, at global økonomisk aktivitet er for høj til, at aktiemarkedet kan begynde at inddiskontere eksempelvis en indtjeningsrecession for 2008. De data vi p.t. modtager omkring virksomhedernes indtjeningsniveau og den generelle makroøkonomiske udvikling taler fortsat et sprog, der er langt fra en krisetilstand, og det er vores opfattelse, at vi næppe ser den store forværring i det generelle erhvervs-klima frem mod årsskiftet 07/08.«

Billigste aktier i mange år

En anden årsag til, at den seneste tids krise næppe er startskuddet til en større nedtur, er, at aktierne fortsat er relativt billige i forhold til obligationer. Sammenligner man fx afkastet med

10-årige statsobligationer i OECD (ex. Japan), så giver large cap-aktierne det bedste afkast – 7–8,5 pct. (earnings yield) mod 4,5–5,25 pct. på de 10-årige stater.

Sammenligner man endvidere aktierne aktuelle kurser med den forventede indtjening i det kommende års tid, ser aktierne også attraktive ud. Faktisk handles nordiske og globale aktier til den laveste forward P/E i 11–15 år (se figur).

»Samlet betyder en billig værdiansættelse regnet på forventet indtjening, at vi sandsynligvis ikke vil opleve en stor nedtur à la 2000–2002, selv om den økonomiske udvikling skulle skuffe os. Modsat teknologiboblen i 2000 er aktiemarkedet ikke dyrt prisen fastsat, når vi regner på aktieanalytikernes egne tal,« forklarer Morten Kongshaug.

Aktieanbefalinger

Morten Kongshaug anbefaler som udgangspunkt, at man køber de store kvalitetsaktier i et marked som dette.

»Køb kvalitetsaktier. Køb markedsledere og selskaber, der fortsætter en tendens med stærk indtjening. Blandt de aktier, der opfylder disse kriterier er Svenska Handelsbanken, Nordea, William Demant, TrygVesta, Novozymes, Novo Nordisk, Alfa Laval, Sandvik og Nokia,« siger aktiestrategen, der peger på Finans, Health Care og Industri som de mest attraktive sektorer.

Spøgelser fra 1998

Den aktuelle uro på børsmarkederne har flere paralleller til finanskrisen i 1998

Investeringsbanken Goldman Sachs mener, at der er vigtige paralleller mellem den aktuelle situation og læren fra finanskrisen i 1997–1998, som kan lære os meget om hvad, der sker i det aktuelle miljø, og hvad der kan ske i de kommende uger:

- Som i 1998 er de finansielle markeder blevet forstyrret af adskillige finansielle selskabers kollaps. Denne gang har det ikke været risikable papirer i Emerging Markets, men subprime-papirer i verdens stærkeste økonomi, USA, der har været udløseren.
- I 1997 udløste devalueringen af den thailandske bath en domino-effekt ved først at påvirke andre asiatiske markeder negativt og siden Rusland og Latinamerika i 1998. Problemerne i Thailand blev i første omgang anset for at være »hjemmelavede« og uden den store betydning for resten af den globale økonomi. Imidlertid blev hele det internationale, finansielle system involveret efterhånden som panikken bredte sig. På tilsvarende vis ser vi nu problemerne i USA's subprime-sektor sprede sig til de bredere dele af virksomhedernes kreditmarked, ikke blot i USA men også i Europa.
- Som det var tilfældet i 1998, er der også nu stor usikkerhed om, hvor dybt problemerne stikker, og hvilke institutioner, der har den største eksponering til misligholdte aktiver. Faktisk kan de dårlige aktiver denne gang være langt mere spredte. Mens dette er godt vurderet ud fra et perspektiv om risikospredning, så betyder det også, at praktiske løsningsmodeller kan blive sværere at koordinere.
- Som i 1998 har kreditmarkederne været præget af likviditetsopstramninger, hvilket har sendt aktiemarkederne ned. Swap spreads er nu på samme niveau som i 1998, og deltagerne i interbankmarkedet er i stigende grad bekymrede for modpartens risiko såvel som egne likviditetsbehov. Dette har dæmpet deres udlånslyst i det helt korte pengemarked, hvilket har tvunget centralbankerne give markedet likviditetsindsprøjtninger af et omfang, der ikke er set siden WTC-angrebet 11. sep. 2001.
- Som i 1998 har der også været en udpræget »flight to quality«, hvilket har afspejlet sig, at renterne på mange udviklede landes 10-årige stater faktisk er faldet. I 1998 var faldet over 100 bp fra midt-august til starten af oktober. Siden juni i år er faldet foreløbig på 50 bp for mange papirer.
- Volatiliteten har nået niveauet fra 1998.

Der er dog også visse væsentlige forskelle mellem 1998 og nu – bl.a. tilba-

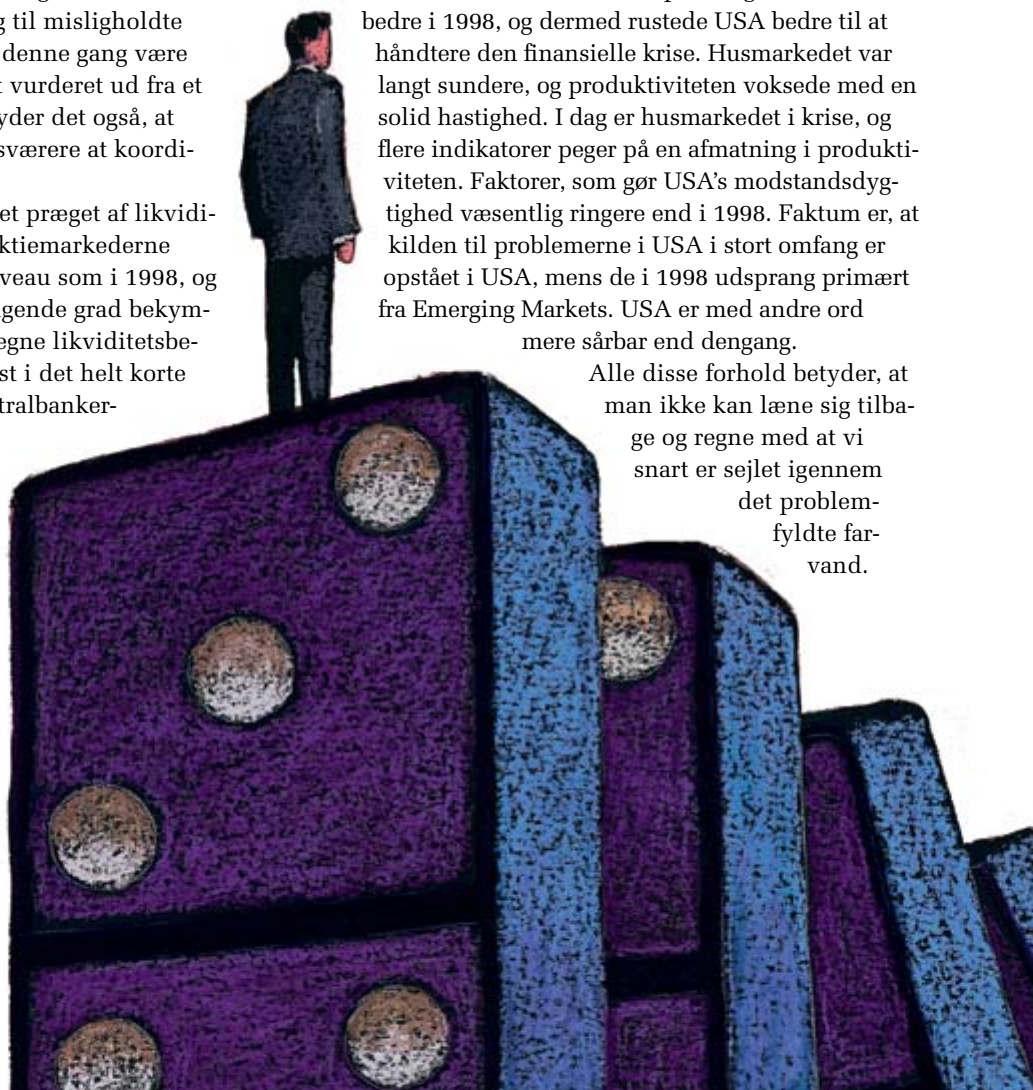
gefaldet på børserne. Før Fed dengang lancerede den første af tre rentenedsættelser i slutningen af september, havde vi allerede set både Latinamerika, Rusland og det meste af Asien blive sendt til tælling, og der var spekulationer om en forestående devaluering af den kinesiske renmimbi.

I dag er den økonomiske tilstand i Emerging Markets helt anderledes sund, og faktisk har store dele af Emerging Markets hidtil ikke reageret nævneværdigt. Snarere kan man sige, at deres solide efterspørgsel efter eksport har forhindret en dybere økonomisk afmatning i USA, mens EM-landenes generelle status som nettokreditorer har hjulpet med at finansiere USA's underskud på betalingsbalancen. Det ser således ud til, at Emerging Markets er en del af løsningen og ikke en del af problemet.

Styrken af Emerging Markets er imidlertid både en velsignelse og en forhindring. Den robuste globale vækst her i 2007 betyder, at de deflationære effekter som truede den globale økonomi i 1998 er afløst af inflationsbekymringer, som delvist stammer fra solid efterspørgsel efter råvarer fra Emerging Markets. Med Fed stadig bekymret over inflationsrisikoen er der ikke meget plads til at slække renten som i 1998.

En anden væsentlig forskel er sundhedstilstanden i den amerikanske økonomi, som på mange måder var bedre i 1998, og dermed rustede USA bedre til at håndtere den finansielle krise. Husmarkedet var langt sundere, og produktiviteten voksede med en solid hastighed. I dag er husmarkedet i krise, og flere indikatorer peger på en afmatning i produktiviteten. Faktorer, som gør USA's modstandsdygtighed væsentlig ringere end i 1998. Faktum er, at kilden til problemerne i USA i stort omfang er opstået i USA, mens de i 1998 udsprang primært fra Emerging Markets. USA er med andre ord mere sårbar end dengang.

Alle disse forhold betyder, at man ikke kan læne sig tilbage og regne med at vi snart er sejlet igennem det problemfyldte farvand.



Som udgangspunkt forventer bankens økonomer, at det værste af finanskrisen er overstået inden for det næste par måneder uden større realøkonomiske konsekvenser – og det vil betyde, at der er udsigt til stigende renter.

Men eskalerer krisen, er det en anden historie

Obligationsmarkedet er usikkert

Pengemarkedet, også kaldet interbankmarkedet, er det indbyrdes marked mellem penge- og realkreditinstitutter for låneaftaler og rentederivater med løbetid på op til et år. Pengemarkedet har det ikke godt for tiden. Det er mere eller mindre brudt sammen i visse dele af verden, især i USA.

Bankerne stoler ikke rigtig på hinanden for tiden, og er derfor ikke meget for at låne hinanden penge. For hvor mange penge har modparten tabt på al denne ballade? Subprimelån, lån til dårlige virksomheder m.v. pakket ind i strukturerede produkter, tab på garantier til højt gearede hedgefonde osv. vælter som skeletter ud af skabene for tiden.

Foreløbig er de helt korte dag-til-dag renter dog faldet på plads igen, men det halter gevaldigt med udlån på pengemarkedet op til 3 mdr. Det hænger sammen med, at en vigtig del af markedet er gået i stå. Normalt kan virksomheder, hedgefonde, pengemarkedsfonde eller andre, der mangler kortfristet kapital, skaffe sig denne ved at udstede såkaldte *Asset Backed Commercial Papers (ABCP)*, der giver en lidt højere rente end statspapirer med samme løbetid. Men lige nu har investorerne generelt ikke lyst til at købe ABCP-papirerne i større stil, fordi de har brændt fingrene. De køber i stedet statspapirerne T-Bills og nøjes med en lidt lavere rente. Dermed mangler en vigtig finansieringskilde i pengemarkedet, og det betyder, at der er et voldsomt træk på bankernes kortfristede kredit i form af direkte lån.

Bankerne mangler simpelthen i mange tilfælde penge for tiden, og når der er stor usikkerhed om markedsdeltagerens likviditetsberedskab, låner bankerne nødt til ud, medmindre det er på meget kort sigt. Centralbankerne i USA og Europa, hhv. Fed og ECB, har forsøgt at afbøde dette ved at skyde mange mia. dollars og euro i systemet og i USA's tilfælde også en lavere diskontorente, som bankerne kan låne til med sikkerhed i ABCP-papirer.

Men situationen er stadig spændt, mens finanssektorens aktører prøver at få sig et overblik over situationen.

Hvad gør ECB?

Før finansuroen havde ECB tydeligt tilkendegivet, at det inflationære pres i økonomien nødvendiggjorde en snarlig renteforhøjelse. Markedet troede det ville finde sted i september, men det gør det ikke længere, selvom ECB ikke har meldt klart ud.

»Hvis ECB mener, at dette er en fase, hvor risikoen normaliseres, så finder der reelt i markedet en opstramning af pengepolitikken sted, en forsinket reaktion på tidligere stramninger. Den kommer med en accelererende effekt på et tidspunkt, hvor væksten i økonomien er lidt aftagende, og derfor kunne det være en god idé at vente med en renteforhøjelse. Vi tror, at ECB vælger at udskyde renteforhøjelsen til 1. kvartal i det nye år,« siger Niels-Henrik Bjørn, senioranalytiker i Danske Analyse.

Hvad gør Fed?

Hvad Federal Reserve (Fed) angår, har Danske Banks økonomer før krisen skønnet, at Fed var tvunget til at stramme renten yderligere af samme årsag som ECB, men dog først til næste år. Men heller ikke Fed har været tydelig i retorikken under krisen. Som alle andre i markedet vil Fed også gerne have nogle flere fakta på bordet om krisens omfang, før man tager et så vigtigt skridt som at ændre renten. En renteforhøjelse synes dog udelukket. Snarere er det spørgsmålet, om Fed sænker renten eller ej.

Danske Banks økonomer vurderer, at Fed vælger en rentenedsættelse á et kvart procentpoint ved de ordinære møder i hhv. september og oktober for herved at medvirke til at dæmpe uroen og dermed risikoen for større makroøkonomiske konsekvenser. Økonomerne understreger dog samtidig, at en uændret rente ikke kan udelukkes.

For 2008 skønnes det sandsynligt, at den ledende rentesats holdes uændret.

Statsrenter vil stige, hvis alt går vel

Renterne på 10-årige statspapirer i OECD er faldet pænt under krisen som følge af en vis kapitalflugt over i disse sikre papirer. Men under forudsætning af, at krisen ikke eskalerer og markederne falder til ro igen, så bør statsrenterne fortsætte den trend de efter flere års overraskende tøven havde indledt før krisen – nemlig opad.

På det danske realkreditmarked har finanskrisen medført, at rentespændet til statsobligationer er udvidet. Men

Ubehagelig joker

Den seneste opgørelse viste et fald i huspriserne på 3,2 pct. det seneste år, og vi skal helt tilbage til 1991 for at finde en lignende dystre udvikling på boligmarkedet. Stigende boligpriser og givtige konverteringer har været vigtige faktorer i amerikanernes mangeårige forbrugsfest, men det er altså slut. Rentestigninger og faldende huspriser er en væsentlig del af forklaringen på, at forbrugertillidsindekset for juli (før krisen) viste et voldsomt fald fra 111,9 til 105. Og det er værd at bide mærke i, idet privatforbruget i USA trækker 70 pct. af økonomien.



hvis krisen overvindes uden de store økonomiske mén, så vil udsigten til stigende statsrenter også som udgangspunkt betyde, at der er udsigt til stigende realkreditrenter, om end realkreditrenternes spænd til statsobligationerne vil kunne indsnævres til tæt på niveauet før krisen.

Hvad angår virksomhedernes udstedte erhvervsobligationer, kreditobligationerne, så har finanskrisen budt på en markant udvidelse af rentespændet i forhold til 10-årige stater. Dette spænd var både for Investment Grade- (de bedst ratede) og High Yield-obligationerne kommet for langt ind adskillige måneder før krisen. Ganske vist har *defaultraten*, dvs. antallet af virksomheder, der ikke kan

betale af på deres gæld, nu i lang tid været på det laveste niveau i mange år, hvilket taler for et snævert spænd – men dog ikke i det omfang, der var tilfældet.

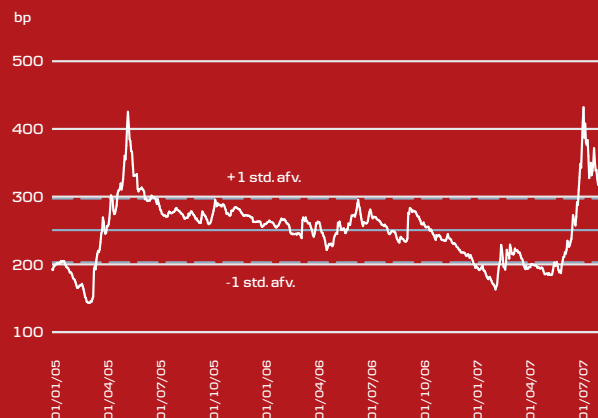
Reaktionen på kreditobligationer under krisen har været voldsom med en tredobling af spændet, men siden er det snævret ind til lidt over en fordobling.

Med udsigt til en økonomisk afmatning over det kommende år er der basis for en stigning i defaultraten, men ikke i et kritisk omfang. Generelt er kreditobligationerne understøttet af gode fundamentale forhold hos virksomhederne. Men lige nu er kreditmarkedet gået i stå, og udstedelserne er sat i bero. Ikke noget, der huer de

store kapitalfonde, hvis massive virksomhedsopkøb gennem de senere år har været med til at trække aktiemarkedet. Kapitalfondenes opkøb har i stor udstrækning fundet sted ved netop storstilet udstedelse af kreditobligationerne, og dermed en massiv gældssætning af de opkøbte selskaber. Isoleret set er det derfor godt for kreditmarkedet, at LBO-aktiviteten er stoppet, da virksomhederne dermed ikke bliver gældssat i samme omfang og dermed sikres betalingerne til deres aktuelle kreditobligationsinvestorer i højere grad.

Bemærk i øvrigt udviklingen i grafen, der viser, at stemningen er bedret markant omkring kreditobligationerne på det seneste.

Kreditobligationernes risiko aftagende, men stadig høj



Et godt »barometer« for stemningen og den skønnede risiko omkring kreditobligationer fås ved at se på det såkaldte iTraxx Crossover-indeks, der er baseret på en kurv af 50 europæiske virksomheder i High Yield-segmentet. Indekset viser præmien (basispoints af hovedstolen), som investor i de underliggende kreditobligationer aktuelt skal betale for at sikre sig mod misligholdelse af betalingerne fra en af referencevirksomhederne i indekset.



Clean Technology – den grønne guldåre

En grøn bølge skyller over kloden, og det skaber gode vækstbetingelser for ikke blot de mange virksomheder, der beskæftiger sig med energi- og miljøteknologier i en eller anden form, men også deres underleverandører

Den grønne bølge er over os. Der er kommet en stærk international fokus på global opvarmning og mulighederne for at udvikle alternative energikilder og -teknologier. Alternativerne til de fossile brændstoffer er mange, men de fleste er endnu ikke tilstrækkeligt veludviklede. Foreløbig skiller tre sig ud:

Teknologien til udnyttelse af **vindenergi** er den mest veludviklede, og etableringen af vindmølleparker kan derfor allerede i dag give et væsentligt bidrag til et lands energiforsyning. Som fx i Danmark, hvor gennemsnitligt 20 pct. af vores elforsyning kommer fra blæsten.

Vindmøller er derfor oplagte vindere på kort sigt, og efterspørgselen på globalt plan er da også meget stor i disse år. Dette er vindmøllebranchens guldalder, som dog efter al sandsynlighed vil slutte inden for 10 år, når andre teknologier for alvor drøner forbi i overhalingssbanen.

Solenergien er en anden oplagt naturgiven energikilde, som kunne være et godt bud på en af dem, der med tiden slår vindmøllerne, hvis synlighed i landskabet i sig selv sætter en begrænsning for populariteten. Solcellernes effektivitet er dog endnu ikke tilstrækkeligt god til, at den producerede energi kan hamle op med kraftværkernes, men i denne sektor går udviklingen stærkt med nye rekorder hver måned.

En fordyrende faktor for solcellerne er, at hovedbestanddelen i 90 pct. af solcellerne er polysilicium, og denne råvare er blevet dyr de senere år. De nye »thin-film« celler, der kun bruger knap 1 pct. af den normale siliciummængde, har en effektivitet, som næsten er den samme, og derfor spås disse celler at være den umiddelbare fremtids vindere, selv om alt tyder på et stort fald i prisen på polysilicium de nærmeste år.

Den seneste lovende udvikling af solcellerne kommer imidlertid fra nanoteknologiens verden. Således

kunne forskerne på *The National Renewable Energy Laboratory* i Golden, USA, i den forgangne måned demonstrere, at silicone nanokrystaller kan producere to eller tre elektroner pr. foton af sollyset. Umiddelbart volapyk for lægmand, men denne effekt kan føre til en ny type solcelle, der både er billig og mere end dobbelt så effektiv som de nuværende solceller. Således vil de kunne konvertere mere end 40 pct. af energien i sollys om til elektricitet, mens nutidens typiske solpaneler i bedste fald sniger sig over 20 pct. og rent teoretisk er begrænset til omkring 30 pct.

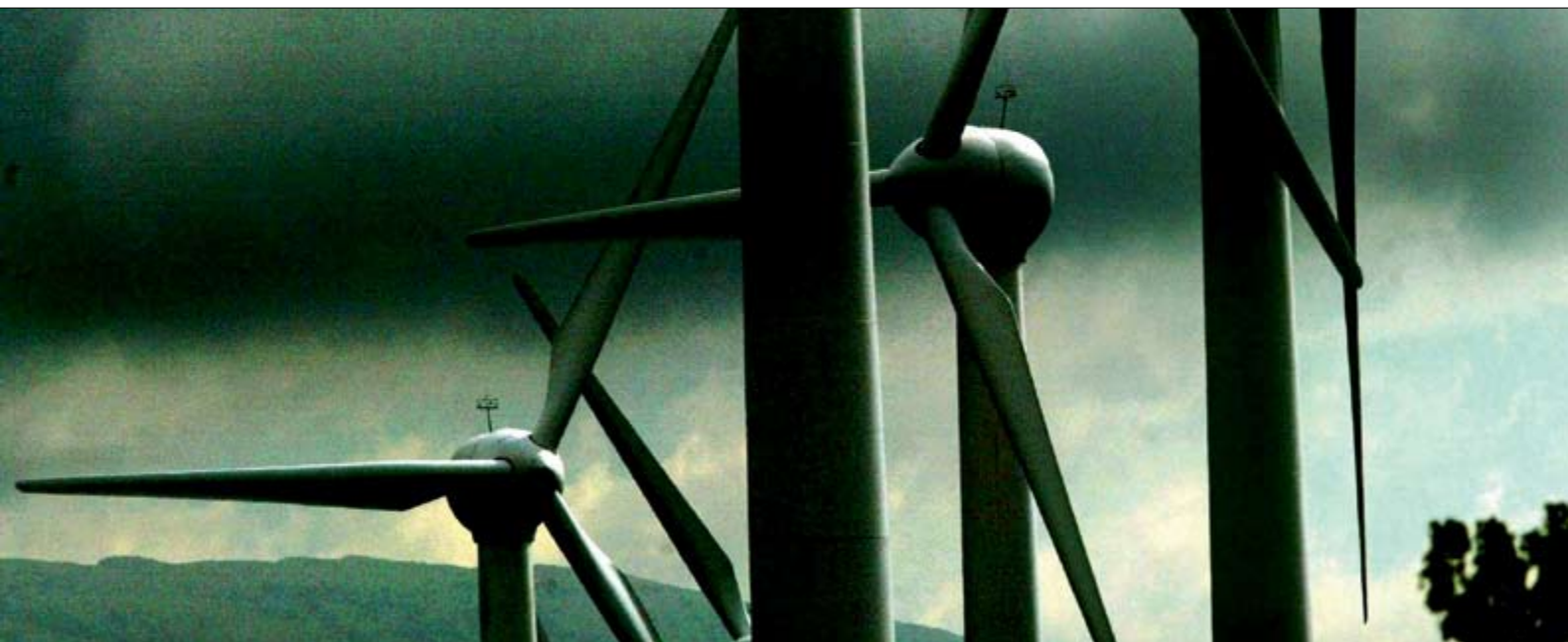
En anden måde at udnytte solenergi er i øvrigt også deciderede »solparker«, som består af store parabolformede spejle, som opfanger og koncentrerer sollyset, hvorved der kan skabes elektricitet.

Solenergien spås et meget stort vækstopotentiale i de kommende år i takt med teknologiske gennembrud.

Den mest omtalte alternative energikilde i denne tid er imidlertid **biobrændsel**. USA har et mål om, at produktionen af bioethanol i USA i 2017 skal op på 35 mio. gallons, hvilket vil svare til ca. 15 pct. af USA's benzinforbrug på det tidspunkt. I EU har man lignende ambitiøse mål, som bl.a. går på, at mindst 10 pct. af brændstofforbruget i transportsektoren i 2020 skal dækkes af biobrændsel.

Foreløbig har den store fokus på biobrændsel imidlertid haft u hensigtsmæssige effekter, idet prisen på korn og majs er steget relativt meget, og der er frygt for øget afskovning i Indonesien og andre steder.

Udover, at biobrændsel har fået en lidt uheldig klang som følge af u hensigtsmæssige sideeffekter ved at bruge fødevarerressourcer som energikilde, så har nye forskningsresultater også indikeret, at selve hovedformålet med brug af biobrændsel – nemlig reduceret udledning af CO₂ – måske slet ikke nås.



Således har en gruppe britiske forskere i det ansete tidskrift *Science* netop postuleret, at EU's ambitiøse mål om brug af biobrændsel i transportsektoren faktisk vil gøre mere skade end gavn, når man ser på det samlede CO₂-regnskab. Forskerne tog udgangspunkt i en bar mark, og beregnede hvor meget biobrændsel en sådan beplantet mark ville kunne levere, og hvor meget CO₂, der ville blive udledt i produktionen. Disse beregninger blev stillet over for en alternativ beplantning med træer. Konklusionen var, at et skovområde i det samlede billede giver en langt større nettoreduktion af CO₂ end produktion af biobrændsel.

Forskerne understregede samtidig, at 2. generation af konversionsprocessen derimod baner vej for langt mere lovende perspektiver. Især hvis man på bæredygtig vis kan

udvinde cellulosemateriale på en bæredygtig måde fra skovene uden at ødelægge jorden og samtidig sikre en måde, hvorpå skoven hurtigt gendannes.

Klodens vandproblem

Den grønne bølge omfatter imidlertid også meget mere end alternativ energi. Der er inden for især det seneste års tid kommet fokus på mange andre forhold, der vedrører en bæredygtig, økologisk udvikling for kloden.

Et af de helt store emner er **vand**. Global opvarmning påvirker også den globale vandforsyning. Effekterne er vanskelige at kvantificere, men klimaforandringerne vil betyde, at visse regioner på kloden vil blive »vådere«, mens andre bliver mere »tørre«. Generelt vil den globale opvarmning

»



Potentialet for bioethanol

Under antagelse af, at man har dækket behovet for føde til mennesker og dyr og ikke ønsker at afskove yderligere områder, så mener konsulenthuset McKinsey & Co., at der er tilstrækkeligt med landområder på globalt plan til dyrkning af så meget korn m.v., at det kan sikre en ethanolproduktion, som vil dække mere end 50 pct. af det glo-

bale behov for brændstoffer i transportsektoren i 2020.

Den økonomiske konkurrenceevne for bioethanol afhænger naturligvis af prisen i forhold til benzin. En oliepris på 40 dollars pr. tønde vil gøre det rentabelt med en ethanolproduktion på 70 mio. gallons årligt i

2020 – det svarer til syv gange det nuværende niveau og 10 pct. af det totale behov for brændstof til transport. Ved en oliepris på 50 dollars, er 30 pct. rentabelt og ligger olieprisen mellem 70 og 80 dollars, så vil ethanol i teorien kunne dække 50 pct. af transportsektorens energibehov.

Prognose for vandmangel og -stress i 2025

Kilde: UNEP



Vidste du...

... at den svenske atmosfærekemiker, Svante Arrhenius – der modtog Nobelprisen i kemi i 1903 for noget helt andet – var den første, der helt tilbage i 1894 beregnede, at hvis menneskets udledninger fordoblede CO_2 -indholdet i atmosfæren ville det hæve Jordens temperatur med 5–6 grader. Beregningen, der tog over et år, var så præcis, at den er i overensstemmelse med de prognoser, der bliver leveret af nutidens avancerede klimamodeller.

» føre til mere ekstreme forhold med smeltende gletschere, udtørrede floder, ekstreme og koncentrerede nedbørsmængder, forskydninger i regntiden, hyppigere og kraftigere oversvømmelser, øget fordampning osv. Ændringer, der vil påvirke den ulige fordeling af vand i tid og sted, og som vil vanskeliggøre det globale forvaltningsproblem med vand. De seneste estimater indikerer, at klimaforandringer vil tegne sig for omkring 20 pct. af den forventede stigning i den globale vandmangel.

Men uanset global opvarmning eller ej er vandproblemet allerede stort og hastigt voksende i takt med ikke mindst den demografiske udvikling. Vi er i dag omkring 6,5 mia. mennesker på Jorden, men prognoserne indikerer, at vi bliver op mod 4 mia. mere i løbet af de næste 40 år. Langt den største del af denne befolkningsekspllosion vil finde sted i udviklingslandene

– de lande, hvor vandproblemerne i forvejen er meget store.

Udover, at 1,3 mia. mennesker mangler rent drikkevand, så er der 2,6 mia. mennesker, der i dag mangler adgang til basale sanitære faciliteter. Hvert ottende sekund dør et barn af vandrelaterede sygdomme.

Også i de udviklede lande er der trods diverse tiltag for at reducere problemet stadig betydelig forurening fra husholdninger, industri og ikke mindst landbrugs gødnings- og plantebeskyttelsesmidler. Australske forskere fra en lokal vandproducent har i år sat gang i debatten, da de ved et pressemøde drak rensat kloakvand for at demonstrere en ny rensningsmetode. Ganske vist kan man nemlig rense vandet for de fleste bakterier og vira, men hormoner og andre rester fra medicinalprodukter har man endnu ikke metoder til at opfange effektivt – og får det måske aldrig.

Mere effektiv energiudnyttelse er løsningen på kort sigt

Det ansete internationale konsulenthus McKinsey & Co. mener, at en mere effektiv energiudnyttelse med baggrund i de allerede kendte teknologier til energibesparelser såsom isolering, lavenergipærer, særlige bygningskonstruktioner, bedre brændstoføkonomi i transportsektoren osv. i en globalt koordineret indsats inden for de næste 15 år vil kunne reducere energibehovet med hvad, der svarer til 64 mio. tønder olie om dagen – en dramatisk reduktion i betragtning

af, at det verden aktuelt forbruger omkring 82 mio. tønder olie om dagen.

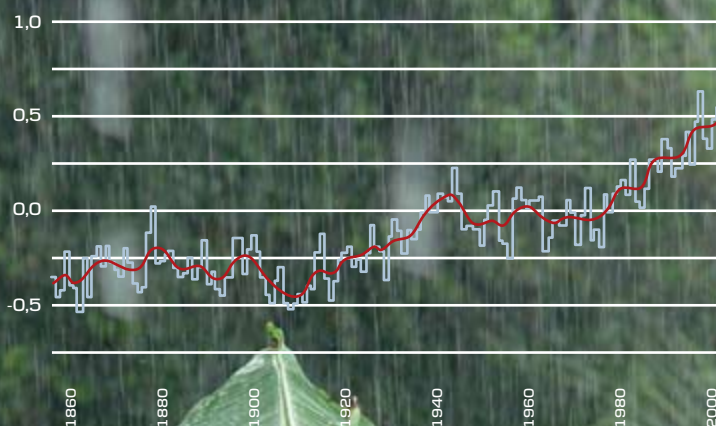
Beregningerne peger uomtvisteligt i retning af, at man som investor ikke blot bør rette blikket mod alternativ energi for at finde de interessante investeringer, men i høj grad også de selskaber, der direkte eller indirekte er involveret i teknologier, der handler om energibesparelser og -effektivitet.



Det er blevet varmere

Figur: Udviklingen i den globale middeltemperatur (lufttemperaturen ved jord- og havoverfladen) år for år siden 1860 i forhold til gennemsnittet for perioden 1961–1990. Den røde kurve er en udglatning af de samme data.

Kilde: Climate Research Unit, University of East Anglia.



Generelt er de fleste udviklede landes primære vandproblem netop vandkvaliteten, snarere end vandknaphed. Men med det uhæmmede forbrug og den alt for lave pris på vand, vil den essentielle flydende råvare også i de kommende 10–20 år blive en knap ressource i mange udviklede lande, som i dag bruger 10 gange så meget vand som udviklingslandene.

Det bunder bl.a. i ødselt forbrug i den daglige husholdning, men især landbruget er en storforbruger af vand, og her er der også meget at hente på bedre vandingssystemer m.v. Og så er der fødevareproduktionen – den vestlige verdens appetit på kød kræver meget vand. Men der er også et stigende problem med infrastrukturen i vandforsyningen. Estimer i branchen lyder således, at man alene i de udviklede lande i de kommende 20 år er tvunget til at investere i hundredvis af mia. dollars for at erstatte svigtende infrastruktur til håndtering af vand og spildevand.

Med andre ord er der lagt op til enorme investeringer i ikke blot deciderede vandproducenter men i høj grad også de mange underleverandører, som har forbindelse til vandindustrien i en eller anden form.

Affald

Affaldshåndtering er et andet vigtigt element i den grønne bølge. Mange udviklede lande håndterer ikke affald på tilstrækkelig bæredygtig vis, og problemet er stigende. EU-Parlamentet vedtog for nylig med stort flertal et rammedirektiv for affald, som bl.a. siger, at EU-landenes affaldsmængde i 2012 ikke må overstige 2008-niveauet.

En bedre håndtering af affald, bl.a. i form af mere genbrug, vil også medvirke til at nedbringe CO₂-udledningen. Således har England med en øget indsats på området ret beset formået at nedbringe deres CO₂-udledning med 10 pct. Generelt er de mest udviklede lande i EU dog præget af et »

Smeltende gletschere truer vandforsyning i Asien

De smeltende gletschere i Himalaya truer drikkevandsforsyningen for 40 procent af befolkningen i Kina og Sydasiens i løbet af de næste 50, siger forskere. Gletscherne forsyner Asiens floder med ca. 8,5 millioner kubikmeter smeltvand hvert år. Disse floder inkluderer bl.a. Kina to største floder, Yangtze floden og Den Gule Flod, Ganges floden i Indien samt de største floder i Pakistan, Bangladesh og Burma. Reuters, ENN

Andre alternative energikilder:

Fusionsenergi – skabt ved sammensmeltning af atomer – skønnes tidligst at være realistisk i midten af dette århundrede. Når det bliver muligt at udvinde *brint* direkte fra vand via en fundamentalt ny type solceller har man i princippet en udtømmelig energikilde, som er lettilgængelig og ufarlig. På Syddansk Universitet er forskerne kommet langt i et projekt, der går ud på at spalte vand vha. sollys som i fotosyntesen, men uden at reducere CO₂.

Teknologien bag udnyttelse af *atomenergi* er i dag markant forbedret i forhold til 70'erne og 80'erne og bl.a. USA, Kina, Indien, Japan og Sydafrika har planlagt at bygge yderligere over 150 nye værker i de kommende år.

Geotermisk energi handler om udnyttelse af varme i jorden, mens *vandkraft* baserer sig på udnyttelse af vandstrømninger ved dæmninger og floder. Begge energiformer kræver naturligvis, at det enkelte land

har de naturgivne forudsætninger. Som f.eks. USA, hvor geotermisk energi i visse stater spiller en betydelig rolle. Samt Sverige, som får dækket 30 pct. af sit energiforbrug med vandkraft.

Og når vi er ved vand er det også værd at nævne *bølgeenergi*, som også danske virksomheder forsker i. Men også her ligger en kommerciel udnyttelse til konkurrencedygtige priser endnu nogle år ude i fremtiden.

» relativt højt niveau inden for affaldshåndtering og genbrug, og det betyder, at det især er i disse lande, man finder selskaber med stor erfaring, know-how og kompetence inden for miljøteknologi – også i forhold til verdens ellers mest innovative nation, USA, hvor miljøområdet generelt aldrig har haft høj prioritet.

De helt store problemer findes i Emerging Markets, især i Indien og Kina, hvor den hastige vækst og enorme befolkning skaber meget store miljømæssige problemer.

Især Kina er dag kendetegnet ved affaldsproblemer, der belaster miljøet i en sådan grad, at landet har udsigt til en alvorlig svækkelse af det økonomiske vækstpotentiale, hvis man ikke for alvor tager fat på problemet. Eksempelvis er grundvandet mange steder så forurenet af kemikalier m.v., at det ikke egner sig til hverken at drikke eller andre formål.

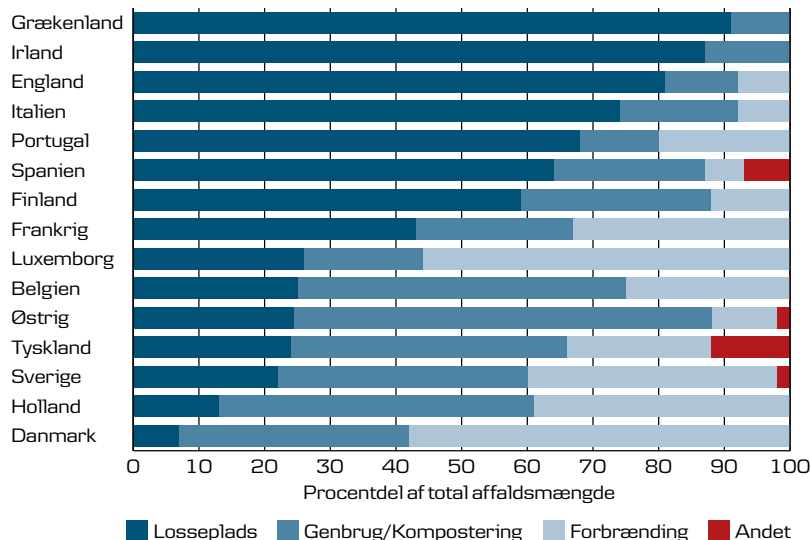
Hvor finder man det grønne guld?

Selv om biobrændsel har fået en massiv politisk opbakning i mange lande er det dog næppe her, at man som investor skal finde de største guldkorn i den grønne bølge.

Udover de nævnte problemer med biobrændsel, så er det en kendsgerning, at der forskes i alternative energikilder som aldrig før, og teknologiske kvantespring inden for de forskellige niches kan ændre billedet markant i de kommende år.

Det er heller ikke kun blandt de faktiske deltagere i det globale, grønne kapløb man som investor skal lede efter de gode investeringer. Også blandt de mange underleverandører, der leverer essentielle komponenter, produkter og serviceydelser til Clean Tech-selskaberne, kan der være guldklumper at finde.

AFFALDSHÅNDTERING I EU



Stort potentiale i genbrug

En anden stærk trend i den grønne bølge er bedre affaldshåndtering, som bl.a. EU sigter imod de kommende år. Herunder spås især et stort potentiale i genbrug. Beregninger viser, at op mod 60 pct. af affaldet fra husholdningerne kan genbruges eller komposteres, hvilket selv de af EU-landene, der er blandt verdens førende på den front, endnu ligger langt fra.

Det kan blive meget værre...

Selv det værste scenario tegnet af FN's klimapanel IPCC kan være for rosenrødt. Således viser nyligt offentliggjorte modelberegninger fra britiske forskere, at de næste 10 år bliver meget varme, og det begynder at gå hurtigt allerede fra 2009, fordi effekten af den menneskeskabte udledning forstærkes af samtidige naturlige fænomener som bl.a. El Niño-effekten.

Den britiske videnskabsjournalist, Fred

Pearce, der i over 20 år har skrevet om klimaforandringer for bl.a. *New Scientist* og *Guardian*, tegner et endnu mere dystert billede i sin bog, *The Last Generation*. Ser man tilbage i historien indtræffer klimaforandringer nemlig typisk ikke gradvist, men derimod i pludselige ryk. I mange tilfælde er store forandringer i klimaet således sket inden for en periode på 10 år eller mindre. Sådanne historiske erfaringer med voldsomme klima-

forandringer og forskydninger i den klimatiske ligevægt har IPCC faktisk ikke med i selv det mest pessimistiske scenario.

De seneste målinger af isdækket på Nordpolen peger på, at der er al grund til pessimisme. Målingerne viser, at isen gennem de senere år smelter ekstremt hurtigt. Fortsætter dette tempo, kan Arktis være isfrit om sommeren allerede om 15-20 år.



Som eksempler herpå kan nævnes:

Compagnie de Saint Gobain – producerer isoleringsmateriale, glas til solcelleindustrien, materialer til styrkelse af vinger til vindturbiner m.v.

SKF – leverandør af kuglelejer til bl.a. vindmølleindustrien

Nexans S.A. – producent af bl.a. kabler til udbygning af elnet i forbindelse med vindmølleparkers opkobling til forsyningsselskaber.

Hvilke aktier, der vil nyde mest gavn af Clean Tech-bølgen, er svært at sige på forhånd. Der er selskaber, hvis aktuelle styrke, erfaring, visioner og track record gør dem til oplagte favoritter. Men den videnskabelige og teknologiske udvikling er uforudsigelig, og selv en virksomhed, der umiddelbart har de bedste kort på hånden er ikke nødvendigvis i

besiddelse af et bæredygtigt forretningskoncept, en tilstrækkelig dygtig ledelse eller den nødvendige forståelse for et marked i vækst. Favoritterne kan derfor i nogle tilfælde blive ikke blot indhentet, men også overhalet af *dark horses*, eller sætte et forspring over styr, så de bliver opslugt af det brede hovedfelt.

Et indgående kendskab til og tæt overvågning af udviklingen inden for Clean Tech er den første essentielle forudsætning for at kunne surfe på den igangværende trend med succes – og spredning af investeringerne er den anden. Langt fra alle private investorer er i stand til at opfylde begge kriterier, og derfor kan det være en god idé at kaste blikket på Danske Banks aktuelle aktieindekserede obligationer i Clean Technology - **Energi & Miljø 2010** (se s. 20) - som et godt alternativ til en portefølje af enkeltaktier i samme branche.

Bakterier og vira fra fortiden vågner, når isen smelter

Forskere har i laboratorium for nylig observeret, at en 8 mid. år gammel bakterie, udvundet fra den ældst kendte is på Jorden, er bragt til live igen. Opdagelsen betyder, at bakterier og vira, kommer til live i takt med den stigende nedsmeltning af gletschere, indlandsis, tundra og poler – og det kan i værste fald vise sig at være trusler mod ikke blot mennesker, mens også dyr og planter.

Noahs ark i det 21. århundrede

The Millennium Seed Bank Project, drevet af the Royal Botanical Garden, i Kew, England, er en moderne version af Noahs Ark. Projektet er etableret på baggrund af den globale opvarmning, som uanset indsatsen med begrænsning af udledningen af drivhusgasser, vil ændre økosystemerne markant over store dele af kloden. Målet er, at indsamle frø fra 10 pct. af verdens planter for at hindre en udryddelse, og projektet er godt på vej. Således er der foreløbig modtaget bidrag fra over 100 lande og vidt forskellige økosystemer, fra palmeskovene på Madagaskar til tundraen i Alaska.



Godt købstidspunkt for Hess

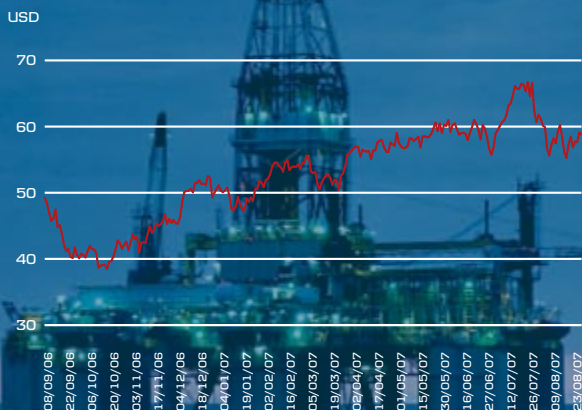
Olieselskabet Hess integrerer både produktion og raffinering samt udvinding af olie og andre energiformer. Selskabet har desuden aktiviteter inden for benzintanke og andre detailaktiviteter.

Hess øgede i 2006 omsætningen til USD 28,1 mia. fra USD 22,7 mia. året før og regnskabet for andet kvartal af 2007 viste et resultat pr. aktie på USD 1,70, hvor konsensus i markedet var på USD 1,45 pr. aktie.

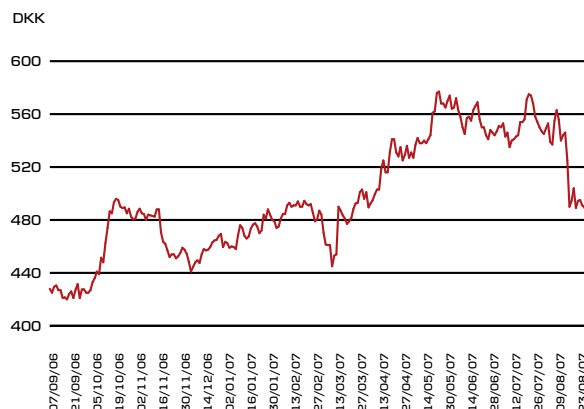
Triggere for aktien er, at Hess ser ud til at kunne øge olieudvindingen i den mexicanske golf samt slå egne forventninger om produktionsvækst på tre til fem pct. årligt. Desuden tror Goldman Sachs (GS) på generelt stigende oliepriser, hvilket naturligvis er positivt for Hess. Derudover er det sandsynligt, at selskabet vil deltage i en konsolidering af sektoren, Meget tyder derfor på, at det nu er et godt tidspunkt at gå ind i aktien.

GS' kursmål på 12 måneders sigt sættes til USD 73 pr. aktie, og selskabet handles til multipler væsentlig lavere end dets konkurrenter. Dog kan denne rabat skyldes, at Hess har lavere afkast på den bundne kapital end konkurrenterne samt, at selskabet har opgjort kortere levetid for dets aktiver end konkurrenterne.

Risiciene ved Hess er, at selskabet er meget koncentreret omkring udvinding af olie og derfor vil blive ramt, hvis det ikke finder nye felt løbende. Desuden er selskabet følsomt over for olieprisen, og hvis man antager, at den globale vækst er ved at toppe, kan vi se en lavere oliepris. Medmindre den finansielle krise accelererer herfra venter Danske Analyse dog ikke en væsentlig global afmatning, og økonomerne tror desuden, vi vil se højere oliepriser i 2008 (se s. 32).



BERNAFON



Store forventninger til William Demant

Danske William Demant Holding, WDH, er verdens anden/tredjestørste inden for høreapparater, der er selskabets hovedsegment og dækker 90 pct. af salget. WDH dækker ca. 20 pct. af markedet, som Danske Equities (DE) forventer vokser 6-7 pct. årligt. WDH sælger desuden lydmålingsudstyr og andet kommunikationsudstyr.

WDH's regnskab for årets første halvår skuffede markedet både med hensyn til omsætning og overskudsgrad. Desuden steg distributionsomkostningerne hele 12 pct., hvilket begrundes med lanceringen af det nye flagskibsprodukt, Oticon Epoq. Ledelsen fastholder dog sine forventninger til helåret, og DE forventer, at WDH faktisk kan slå disse forventninger. Desuden vil det nye topprodukt være inkluderet i regnskaberne fra næste halvår, og WDH har allerede meldt ud, at markedet har taget godt imod apparatet, og at salget følger forventningerne. DE forventer derfor et resultat før renter og skatter på DKK 811 mio. samt en driftsmargin på 28,5 pct.

William Demant handles i øjeblikket til en forward P/E på 23,8, dvs. 23,8 gange værdien af den ventede indtjening i 2008, og det er en præmie på 9 pct. i forhold til konkurrenten Sonova. Men den senestes svækkelse af aktien anser DE for et godt tidspunkt til at købe op i aktien. DE har Køb på aktien med et kursmål på DKK 610.



Renault kører sig op i feltet

Den franske bilproducent Renault handles til en stor rabat i forhold til de andre store europæiske bilproducenter, hvilket kan skyldes, at selskabet endnu ikke har hævet dets forventninger til årets resultat samt, at det har investeret for lidt i forskning og udvikling. Renault ejer store poster i konkurrenterne Volvo og Nissan, der begge klarer sig godt.

Det forventes, at Renault kan hæve sin indtjening på driften med tre pct. i år, med

fem pct. i 2008 og med syv pct. i 2009.

Renault har netop lanceret nye modeller af klassikerne Twingo og Laguna, som bør være med til at øge salget i andet halvår af 2007. I alt vil der komme cirka 20 nye modeller fra Renault i løbet af det næste par år.

Renault er i færd med at gennemføre en enorm restrukturering, der skal gøre koncernen i stand til at levere høje marginer og samtidig hæve investeringerne i forskning og udvikling. Desuden ser selskabet

ud til i år at give overskud på aktiviteterne i de amerikanske lande, hvor det tidligere har tabt cirka EUR 150 mio. årligt.

De væsentligste risici ved aktien er, hvis selskabet ikke kan leve op til forventningerne opstillet i vækst- og restruktureringsplanen »Commitment 2009«, eller hvis kurserne falder i Volvo og Nissan, hvor Renault har minoritetsinteresser.

DE har Køb på Renault og sætter fair value til EUR 150 på 12 måneders sigt.

Prosafes i stærk fremgang

Norske Prosafe er verdensledende inden for drift, opbygning og udlejning af boreplatforme til udvinding af olie og gas samt til beboelse offshore. Omsætningen var i 2004 på USD 295 mio. og den estimeres til at blive USD 652 mio. i 2007, altså mere end en fordobling på få år. Driftsresultatet for andet kvartal i år endte på USD 48,8 mio. hvilket skal ses i forhold til USD 23 mio. i samme periode sidste år – en flot stigning, hvilket bl.a. skyldes større efterspørgsel samt bedre kapacitetsudnyttelse af selskabets otte boreplatforme. Desuden har divisionen FPSO (flydende olieproduktion, dvs. fra et tankskib frem for en boreplatform) samt udlejning af rigge har klaret sig særlig godt. Derudover har selskabet nu ladet sig registrere på Cypern, hvilket betyder reducerede skattebetalinger.

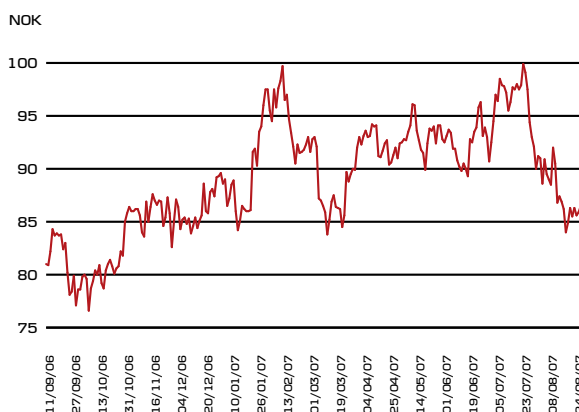
Prosafes udnytter den høje efterspørgsel samt de høje indgangsbarrierer til branchen og står til at opnå to yderst rentable kontrakter indenfor FPSO. Selskabet forventer, at markedet for udlejning af boreplatforme fortsat vil være stærkt frem til 2011.

Danske Equities (DE) er enig og forventer højere dagsudlejningspriser, og det kan udløse kursstigninger, når Prosafe snart skal genforhandle kontrakter for selskabets rigge i Mexico.

Til gengæld har Prosafe ikke meldt klart ud om sit syn på de langvarige tendenser inden for branchen samt de

vigtige olie- og gaspriser, som pt. trues af risikoen for lavere verdensøkonomisk fremgang. Danske Analyse forventer dog ikke global afmatning og tror på en olieprisen i 2008, der vil ligge højere end i år. Desuden presses omkostningerne op af yderligere mandskab samt de hyppige, ekstremt dyre ombygninger.

DE har Køb på Prosafe og et kursmål på NOK 114,20. Selskabets multipler er attraktive og eksempelvis er P/E-estimatet for 2007 på 18,7 for de nuværende nøgletal, hvilket er en stærk forbedring fra tidligere.



Investér i Energi & Miljø med kapitalgaranti

Danske Bank udsteder aktieindekserede obligationer med baggrund i 25 selskaber, der alle er beskæftiget med *Clean Technology* i en eller anden form – dvs. alternativ energi, affaldshåndtering eller vand samt underleverandører til sådanne selskaber.

Danske Bank har tidligere udstedt aktieindekserede obligationer, der har baggrund i den store fokus på udvikling af energikilder og –teknologier, der skal supplere og med tiden erstatte de fossile brændstoffer for at imødegå den globale opvarmning. Den globale opmærksomhed omkring problemet er ikke blevet mindre.

Tværtimod tyder alt på, at alternativ energi er en vækst-trend, som vil holde i mange år. Den globale opvarmning og de skadelige effekter heraf, ikke mindst på økosystemerne og menneskets landbrug, har øget opmærksomheden på miljøproblemer generelt og en grøn bølge skyller i øjeblikket henover kloden, mens de udviklede landes politikere, der fornemmer stemningen, forsøger at tilpasse sig og be-

bude den nødvendige opbakning.

Alt tyder på, at Clean Technology er en vedholdende trend med et meget stort potentiale, og det er på denne baggrund Danske Bank nu udsteder to nye aktieindekserede obligationer (uden kuponrente), hvis værdi alene afhænger af kursudviklingen i et aktieindeks bestående af 25 internationale selskaber, der alle er involveret i Clean Technology i en eller anden form.

Fordelen ved at investere i et sådant produkt frem for enkeltaktier er, at risikoen er væsentlig mindre. Dels fordi produktet er behæftet med en kapitalgaranti, uanset hvordan kursen på de 25 aktier arter sig. Dels fordi der er mange om budet i jagten på at blive blandt vinderne i miljøkapløbet, og det er uhyre vanskeligt på forhånd at udpege de allerbedste. Man bør derfor som investor sprede sig over forskellige selskaber og forskellige brancher, og dermed kan man hurtigt nå op på en portefølje af et omfang, der er vanskelig at overskue for den private investor.

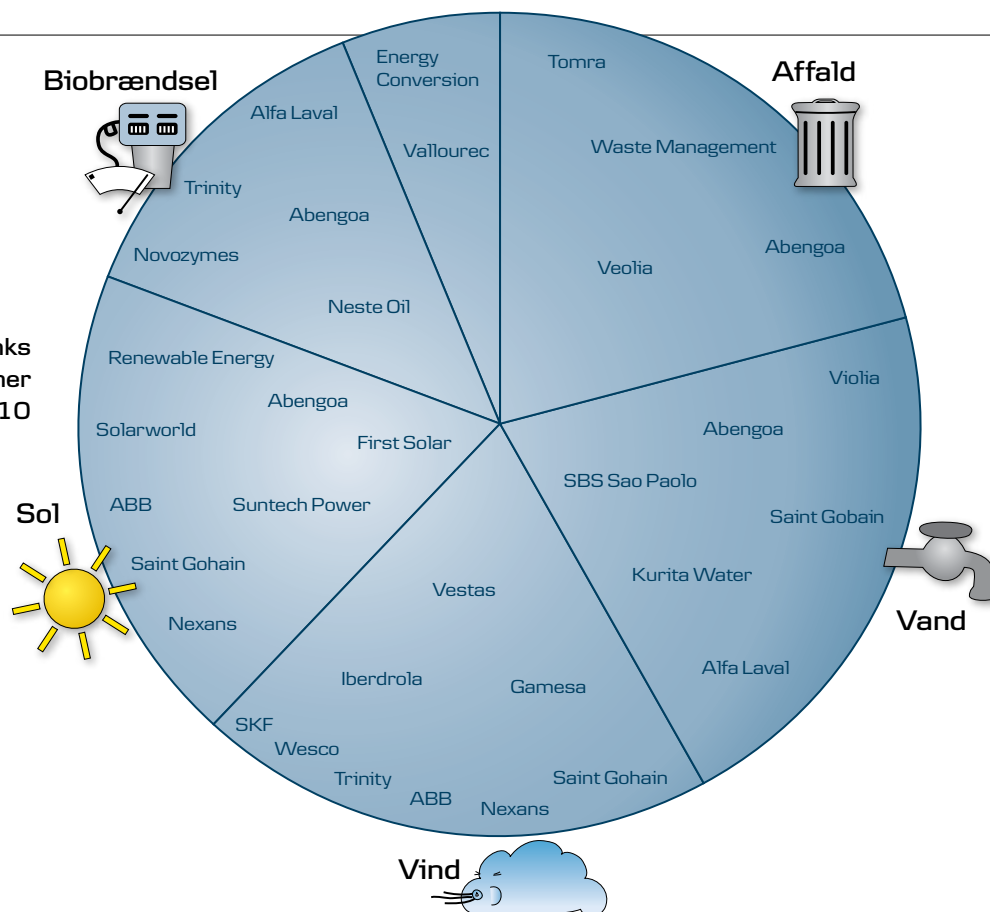
Her ses en oversigt over de 25 selskaber, der er kernen i Danske Banks aktieindekserede obligationer, *Energi & Miljø 2010*.

Firma	Primær notering	Goldman Sachs/ Danske Equities* anbefaling	Kategori	Virksomhedstype
Compagnie de Saint Gobain	Frankrig	Ingen dækning p.t.	Isolering	Producent af isoleringsmateriale, glas til bil-, vindue- og solcelleindustrien. Underleverandør til vindmølleindustrien.
Comp. de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo	USA	Ingen dækning p.t.	Vand	Vandsyningsselskaber, der opererer i Sao Paolo (Brasilien).
Kurita Water Industries Ltd.	Japan	Neutral	Vand	Sælger og vedligeholder vandrensningsudstyr og systemer.
Guangdong Investmant Limited	Hong Kong	Neutral	Vand	Konglomerat, som bl.a. har Dongshe Water Supply Project. Dette leverer vand til Hong Kong, Shenzen og Dongguan regionerne.
Veolia environment SA	Frankrig	Neutral	Affald/vand	Verdens største vandrensningsfirma. Derudover renovation og infrastruktur.
Tomra systems ASA	Norge	Ingen dækning p.t.	Affald	Producerer og servicerer flaskepant/affaldsanlæg.
Waste management inc.	USA	Neutral	Affald	USA's største renovationsselskab. Det opsamlende affald bliver bl.a. genbrugt eller bruges til fremstilling af energi.
Abengoa S.A.	Spanien	Sælg	Affald	Primært affald og vand, sekundært fokus på solenergi og ethanol.
SKF AB	Sverige	Akkumuler	Underleverandør	Kuglelejer, underleverandør til vindmølleindustrien.
Vallourec S.A.	Frankrig	Neutral	Underleverandør	Producent af rustfrie stålør til brug i bl.a. energisektoren.
Trinity Indu. Inc.	USA	Ingen dækning p.t.	Underleverandør	Producent af transporttanke til tog og lastbiler, bl.a. ethanol og korntransport. Producent af tårne til vindmøller.
Nexans S.A.	Frankrig	Køb	El-infrastruktur	Producent af bl.a. kabler til udbygning af el-net i forbindelse med vindmølleparker opkobling til forsyningsselskaber.
Wesco International, Inc.	USA	Køb	El-infrastruktur	Leverandør til elindustrien. Via 24 datterselskaber dækkes alt fra privat til forsyningsselskaber.
Energy Conversion Devices Inc	USA	Ingen dækning p.t.	Batterier	Udvikler nye produkter og teknologier inden for alternativ energi (brændselsceller, solceller og batterier til hybridbiler).
ABB Ltd.	Sverige	Ingen dækning p.t.	Industri	Energiteknologi og automation. Underleverandør til forsyningsselskaber.
Alfa Laval AB	Sverige	Køb	Industri	Selskabet producerer varmeveksler og separatorer til bl.a. fødevarer/pharma/vand/olie/kemi-industrien.
Vestas Wind Systems A/S	Danmark	Køb	Vindenergi	Udvikler, fremstiller, sælger og markedsfører vindkraftsystemer.
Iberdrola S.A.	Spanien	Køb	Vindenergi	Forsyningsselskab, der fremstiller energi bl.a. via atomkraft og vindkraft. Opkøb af Scottish Power øger vindporteføljen.
Gamesa Corp Tecnologica SA	Spanien	Neutral	Vindenergi	Fremstiller, sælger og installerer produkter inden for vindmølleindustrien og driver vindmølleparker.
Novozymes	Danmark	Akkumuler	Biobrændsel	Enzymer til bl.a. ethanolindustrien.
Neste Oil OYJ	Finland	Køb	Raffinaderi	Teknik, som giver høj udnyttelse af råolie. Satser på biodisel p.t. fra bl.a. plante/animalsk fedt.
Renewable Energy Corp. AS	Norge	Ingen dækning p.t.	Solenergi	Specialiseret inden for solenergiløsninger.
Solarworld AG	Tyskland	Neutral	Solenergi	Fremstiller produkter til solenergiindustrien.
First Solar, Inc.	USA	Ingen dækning p.t.	Solenergi	Designer og fremstiller solcellemoduler. Selskabet bruger "thin film"-teknologi.
Suntech Power Holdings Co Ltd	USA	Neutral	Solenergi	Kinesisk selskab, der udvikler, fremstiller og markedsfører solenergiprodukter.

* Danske Equities dækker udelukkende nordiske aktier

Diverse

Selskaberne i Danske Banks
aktieindekserede obligationer
Energi & Miljø 2010



Produktet udbydes i to versioner: *Energi & Miljø Basal 2010* og *Energi & Miljø Offensiv 2010*.

Basal for den mere forsigtige investor udstedes til kurs 100, og investor er garanteret kurs 100, hvis han beholder papiret til udløb i september 2010. Den maksimale kurs, som papiret kan opnå ser foreløbig ud til at blive 145 (bestemmes endeligt senest d. 25. sep. 2007).

Offensiv er for den mere risikovillige, og udstedes til kurs

110, mens den garanterede indfrielseskurs også her er på 100. Man kan altså miste op til 10 pct. af den investerede kapital på dette papir, hvis kursudviklingen på de underliggende aktier mod forventning går den gale vej, men for den præmie har man til gengæld opnået mulighed for, at kursen kan stige op til 190 (fastsættes endeligt 25. sep. 2007).

Tegningsperioden er fra den 27. august til den 21. september 2007 (begge dage inklusive).

Skatteregler

Beskatning af 0 % KommuneKredit Energi & Miljø Basal 2010 og 0 % KommuneKredit Energi & Miljø Offensiv 2010

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

Personer

Kursgevinst er skattepligtig, mens tab kun kan modregnes eller fratrækkes efter særlige regler. Skattepligtige kursgevinster, samt tab der kan fratrækkes, medregnes i kapitalindkomsten.

Tab kan som udgangspunkt kun modregnes i gevinster på andre finansielle kontrakter, herunder visse strukturerede obligationer

udstedt den 4. maj 2005 eller senere. Et eventuelt uudnyttet tab kan fremføres til modregning i senere indkomstår.

I visse tilfælde kan tabet dog fratrækkes direkte i kapitalindkomsten. Tab kan således fratrækkes i det omfang tabet ikke overstiger forudgående indkomstårs skattepligtige nettogevinster på de nævnte kontrakter, dog ikke tidligere indkomstår end 2002. Obligationerne kan anskaffes for midler i virksomhedsskatteordningen.

Selskaber, fonde m.v.

Kursgevinster og -tab medregnes i den skattepligtige indkomst.

Pensionsmidler

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



Vækstfonden tror på Clean Tech

Kampen mod global opvarmning kan vindes på sigt, men det kræver, at vi slipper alle kræfter løs i iværksætteruniverset, siger Vækstfondens direktør

Vækstfonden har i årenes løb medfinansieret over 3500 virksomheder i de tidlige udviklingsfaser, og kan bryste sig af at være blandt Europas fem mest aktive investorer i nye vækstvirksomheder gennem de seneste fem år.

Blandt de trends, som Vækstfonden har fulgt tæt gennem flere år er bioteknologi, medicoteknik samt informationsteknologi og kommunikation. Og det seneste skud på stammen er energi og miljøteknologi, som tilsammen går under navnet clean tech. Dette nye område har fondens direktør, Christian Motzfeldt, stor tiltro til.

Global opvarmning en realitet

»Der er ikke længere nogen tvivl om, at global opvarmning er en realitet, og at de menneskeskabte drivhusgasser spiller en stor rolle. Og forskningsre-

sultater fra hele kloden tyder faktisk på, at de scenarier, som FN's klimapanel, IPCC, har ridset op i deres seneste rapport, meget vel kan blive overgået af virkeligheden. Det haster med andre ord at udvikle energikilder, der er bæredygtige alternativer til de fossile brændstoffer,« siger direktøren.

Han føler sig overbevist om, at verden kan løse problemet, hvis vi slipper alle kræfter løs i iværksætteruniverset. Men det bliver de mest udviklede lande, der skal trække læsset.

»Jeg tror ikke, vi skal forvente, at Kina og andre lande, der kæmper for at indhente OECD-landenes økonomiske niveau, vil lægge sig i front, når det handler om miljøhensyn. Kina er i et betydeligt omfang tvunget til det pga. meget store interne miljøproblemer allerede, men den innovative udvikling i det globale billede skal komme fra Europa, USA og Japan,« siger Christian Motzfeldt, som tror på, at den nødvendige politiske opbakning i de tre regioner med tiltagende styrke vil være til stede.

Et kapløb med tiden

Men det bliver et kapløb med tiden, som vi efter hans mening et stykke henad vejen vil tabe, og derfor må vi indstille os på væsentligt anderledes livsbetingelser i de kommende generationer.

»Kendsgerningen er jo, at vi i dag lever i et oliebaseret samfund, vi er en oliecivilisation. Olie i en eller anden form anvendes jo langt fra kun til opvarmning og transport, men er en så essentiel bestanddel i vores dagligdag og mange produkter, at en transformation til et samfund baseret på andre energikilder og råvarer vil tage mange år,« siger Christian Motzfeldt, som anser det for realistisk, at Det Internationale Energiagents prognose om, at 90 pct. af den globale energiforsyning i 2030 vil udgøres af gas, olie og kul, holder stik.

Brintsamfundet, som nogle har visioner om, ligger efter hans vurdering så mange år ude i fremtiden, at man som privat investor lige nu ikke skal fokusere på den slags. Man bør i stedet

Eksempler på Vækstfondens investeringer

Stirling Denmark har udviklet en lovende teknologi, en *Stirling-motor*, der kan producere CO₂-neutral el og varme af biomasse, fx træflis og kokoskaller. Produktet spås en stor fremtid i bl.a. udviklingsøkonomier, hvor ellers uanvendt planteaffald vil kunne bruges til produktion af elektricitet og varme.

AllSun A/S udvikler og producerer solvarmestyringer til større bygninger som hoteller, hospitaler, plejehjem og sportsanlæg, hvor kravene til styring er mere komplekse.

Raimotech A/S er et dansk udviklings- og produktionsselskab med fokus på kompositmaterialer bestående af cellulose fra plantefibre og plast – kaldet CPC [Cellulose Polymer Compounds]. Med Raimotechs teknologi kan man fx producere velegnede byggematerialer af træflis og affaldsplast.

Vækstfonden investerer også i fonde, eksempelvis *Bankinvest New Energy Solutions*, som bl.a. har investeret i *BioGasol*, der er nået meget langt med 2. generations konversionsprocessen af biomasse. BioGasol er vurderet til at høre blandt de 100 førende innovative virksomheder i Europa, Mellemøsten og Afrika.



Christian Motzfeldt, direktør i Vækstfonden

koncentrere sig om teknologier, hvis kommercielle udnyttelse ligger tættere på, hvilket bl.a. gælder solenergi og biobrændsel.

»I den forbindelse er det værd at nævne, at vi adskiller os fra private investorer ved at være særdeles risikovillige og have en meget stor tålmodighed, der kan strække sig over mange år, hvilket hænger sammen med, at vores investeringer har et samfundsmæssigt perspektiv.«

Genbrug og vand

Alternativ energi er langt fra det eneste område i Clean Tech-trenden, man bør holde øje med, mener Motzfeldt. Genbrug vil fx blive løftet af ikke blot det voksende behov for miljøhensyn, men også af, at den demografiske udvikling og udviklingslandenes krævende catch-up proces peger i retning af, at prisen på livsvigtige råvarer vil stige yderligere i de kommende år trods de allerede høje niveauer. Det giver store forretningsmuligheder i genbrug og muligheden for at skabe nye materialer.

En anden vigtig trend i de kommende år vil efter Motzfeldts vurdering have sit udspring i det globale vandproblem. Den hastigt voksende verdensbefolkning kombineret med forurening, klimaforandringerne påvirkning af nedbørs hyppighed, fordeling og koncentration samt ikke mindst en levevis i den udviklede verden, der er baseret på et enormt vandforbrug betyder, at vand i virkeligheden bliver en af dette århundredes største udfordringer. Det giver masser af muligheder for selskaber, der arbejder med vand i en eller anden form som fx rensning af spildevand, hvilket er et af dansk miljøteknologis styrkeområder.

Udskilningsløb i Emerging Markets forude

Ser vi tilbage på de seneste 15-20 år, så har uro på de finansielle markeder altid gjort ondt på Emerging Markets. Investorerne er flygtet i stor stil fra de risikable randområder til sikre havne i de udviklede landes statspapirer m.v.

Sådan har det ikke været denne gang. Til trods for voldsom turbulens i det globale finansielle system og en international bankkrise under opsejling, som i værste fald kan ende i en credit crunch og sende verdensøkonomien til tælling, så er det kun i beskedent omfang gået ud over udviklingsøkonomiernes aktier, renter og valuta. Ganske vist er økonomierne i disse lande langt sundere end for blot 5-10, men det er slet ikke tilstrækkeligt til at "skåne" Emerging Markets i det omfang, som det har været tilfældet, mener Lars Christensen, Danske Banks ekspert på udviklingsøkonomierne.

"Det er bemærkelsesværdigt, at i en kriseperiode, hvor USA's og Europas pengemarked er gået i stå, så har det næsten ikke rørt udviklingsøkonomierne. Emerging Markets har slet ikke været udsat for det pres på aktier, renter og valuta, som man normalt kunne forvente i en sådan situation. Vi befinder os i et fundamentalt skifte – afslutningen af "easy money". En global erkendelsesfase blandt investorerne, hvor det står lysende klart, at de har vænnet sig til at tage for store risici. Carry trades med lån i schweizerfranc eller yen og efterfølgende investering i Emerging Markets-aktiver har i høj grad båret aktier, valuta og obligationer i udviklingsøkonomierne, og små chok de senere år har investorerne blot benyttet til at øge positionerne. Det vil ændre sig fremover. Vi vil se investorerne få en realistisk, normaliseret tilgang til risiko – carrystrategier vil spille en langt mindre rolle, og svækkelse af aktiver i Emerging Markets vil ikke længere ses som købsmuligheder," siger Lars Christensen.

Men der er stor forskel på, hvor det vil gøre mest ondt i de kommende måneder. I Asien er prisfastsættelsen af aktiver mere realistisk i lyset af de økonomiske forhold. I Latinamerika er billedet mere broget. Mens det ser grelt ud i Øst- og Centraleuropa.

"Vi går ind i en periode med reprisering af risiko, som vil skabe en del turbulens på de finansielle markeder i udviklingsøkonomierne. Det vil ikke nødvendigvis ske i samme tempo over hele linjen, men man kan på forhånd fastslå, i hvilke lande, hvor "normaliseringen" af aktivpriser i forhold til risiko vil være mest udpræget – nemlig i de lande, hvor de økonomiske ubalancer er størst. I en situation, hvor likviditeten strammes, er der ingen tvivl om, at de mest "likviditetshungrende" lande er dem med de største underskud på betalingsbalancen og stor udlandsgæld. I denne kategori finder vi Tyrkiet, Sydafrika, Ungarn og Island. Derudover er risikoen forøget i de baltiske stater, Rumænien og Bulgarien," siger Lars Christensen.

De lande, hvor valutaen og de finansielle markeder generelt understøttes af stærke fundamentale faktorer er især Rusland, Taiwan, Korea, Malaysia og Singapore.



Børskrise

– hvad betyder det for priserne på aktieoptioner?

Hvad betyder volatiliteten for optionsprisen?

Den seneste tids uro på aktiemarkederne har generelt haft en væsentlig indvirkning på aktieoptionernes pris. Denne artikel sætter fokus på, hvorledes uroen påvirker volatiliteten, da prisen på fx at forsikre sig mod et faldende aktiemarked afhænger af, hvor nervøse investorerne er.

Den volatilitet, der bruges i markedet ved handel med aktieoptioner er et udtryk for den nervøsitet, som præger investorerne. Jo flere udsving og jo mere usikkerhed fremtiden forventes at byde på, desto højere er volatiliteten på aktieoptionen – uanset om man er køber eller sælger af optionen.

Med andre ord så betyder det, at ønsker man rettigheden til at købe en aktie (via en købt call-option) eller sælge en aktie (via en købt put-option) til en given kurs, er prisen på optionen over den seneste tid steget i takt med, at volatiliteten er steget. Set fra optionssælgers synspunkt betyder det altså, at man modtager en større præmie for at indgå en forpligtelse om at sælge en aktie (via en solgt call-option) eller købe en aktie (via en solgt put-option) til en given kurs.

Udviklingen afspejler, at investorernes frygt for risiko er steget, hvilket i forbindelse med optionshandel ikke alene prises ind via udsving i den underliggende aktie, men også via volatiliteten.

Hvad er volatilitet?

Der er to volatilitetsudtryk, der er interessante i denne sammenhæng:

1. **Aktiens historiske volatilitet** – dvs. volatiliteten beregnet ud fra aktiekursens historiske udsving i en given periode.
2. **Aktieoptionsvolatiliteten** – dvs. den volatilitet

som optionen handler til, også kaldet den implicite volatilitet.

Udtrykker markedets risikovurdering

En højere aktieoptionsvolatilitet i forhold til aktiens historiske volatilitet betyder, at investorerne ser en større fremtidig risiko forbundet med den underliggende aktie. Dette kan være i forbindelse med en generelt stigende markedsnervøsitet, kommende regnskabsmeldinger, nye produktlanceringer o.lign.

Aktieoptionsvolatiliteten er altså et udtryk for den fremtidige risiko, som markedet forbinder med aktien. Det vil på denne baggrund ofte være en god idé at sammenligne den enkelte akties volatilitetsniveau med den historiske for at få et indtryk af den usikkerhed, som markedet aktuelt knytter til den pågældende aktie.

I eksempel 1 og 2 sammenholdes to næsten identiske handelssituationer i Renault. Forskellen er dog, at eksempel 1 beregnes med en volatilitet svarende til niveauet den 20. august – dvs. et stykke tid efter, at aktieuroen brød ud. I eksempel 2 tages der også udgangspunkt i forholdene den 20. august, dog med den undtagelse, at volatiliteten, der benyttes, er fra før aktieuroen startede.

Aktieoptioner er blevet dyrere

Eksemplerne illustrerer, at en højere volatilitet, som den aktuelle børskrise har medført, betyder, at aktieoptioner alt andet lige bliver dyrere. En investor, der forventer, at markedet har overstået sin nedtur og vil rette sig herfra, kan udnytte situationen ved fx at sælge put-optioner og dermed tjene på, at volatiliteten er højere end normalt. Dette er dog ikke ment, som en anbefaling, men blot en illustration af volatilitetens betydning for aktieoptioner.

Eksempel 1: Solgt put-option i Renault		Eksempel 2: Solgt put-option i Renault	
Den underliggende aktie	Renault	Den underliggende aktie	Renault
Udløbstidspunkt	21. dec. 2007	Udløbstidspunkt	21. dec. 2007
Aftalekursen	90,00	Aftalekursen	90,00
Spotkursen	93,84	Spotkursen	93,84
Volatilitet	34%	Volatilitet	25%
Præmie pr. kontrakt	5,00	Præmie pr. kontrakt	3,11
Kontraktstørrelsen	100	Kontraktstørrelsen	100
Underliggende værdi i DKK	500.000	Underliggende værdi	500.000
Antal kontrakter	7	Antal kontrakter	7
Handles i EUR, der ligger i kurs	7,45	Handles i EUR, der ligger i kurs	7,45
Samlet præmie inkl. omk. i DKK	25.251	Samlet præmie inkl. omk. i DKK	15.441
Reel anskaffelseskurs ekskl. omk.	85,00	Reel anskaffelseskurs ekskl. omk.	86,89
Reel anskaffelseskurs inkl. omk.	85,23	Reel anskaffelseskurs inkl. omk.	87,11
Difference til spotkursen inkl. omk.	9,18%	Difference til spotkursen inkl. omk.	7,17%

Ordforklaring – gælder både for call- og put-optioner

Aktien, som optionen vedrører	(det underliggende aktiv)
Tidspunktet, hvor optionen udløber	(udløbstidspunktet)
Kursen, som optionen kan udnyttes til	(aftalekursen)
Den aktuelle aktiekurs på den aktie, som optionen vedrører	(spotkursen)
Prisen pr. kontrakt	(præmie pr. kontrakt)
Det antal aktier en kontrakt omfatter	(kontraktstørrelsen)

Prisfastsættelse af optionen afhænger primært af:

- 1) Aftalekursen** – jo længere væk aftalekursen er fra spotkursen, jo mindre er sandsynligheden for at den nås og dermed bliver præmien lavere.
- 2) Restløbetiden** – man betaler mere for optionen jo længere den løber, da der dermed er større sandsynlighed for at den opnår værdi.
- 3) Aktiens volatilitet** – jo større udsving der er i aktien, jo højere er prisen for at købe en option alt andet lige, fx frem mod en vigtig begivenhed som et regnskab. Baggrunden er, at jo større udsving, der forventes i den underliggende aktie, jo større sandsynlighed er der for, at optionen når aftalekursen.

Skatteregler for aktieoptioner

Den skattemæssige behandling af en aktieoption afhænger af, om optionen: **udnyttes**, dvs. aktien leveres, **udløber uudnyttet** eller **sælges**.

Aktieoptionen udnyttes. Hvis aktieoptionen udnyttes – ved at aktien leveres – så indgår præmien ved opgørelsen af købesummen eller salgssummen for aktien:

	Put-optioner	Call-optioner
Købte optioner	Præmien fragår i salgssum	Præmien tillægges købesum
Solgte optioner	Præmien fragår i købesum	Præmien tillægges salgssum

Gevinst og tab på aktien opgøres efter de almindelige regler i aktieavancebeskatningsloven.

Aktieoptionen udløber uudnyttet. Udløber aktieoptionen uudnyttet, så er en modtaget præmie skattepligtig. En betalt præmie kan ikke fratrækkes men kun modregnes efter særlige regler.

Aktieoptionen sælges. Hvis aktieoptionen sælges, skal gevinst og tab beskattes efter reglerne for finansielle kontrakter. Gevinst og tab på aktieoptionen skal medregnes årligt efter lagerprincippet, hvorved såvel realiserede som urealiserede gevinster skal medregnes i indkomsten. Tab på aktieoptionen kan alene modregnes efter særlige regler.

Nye regler for begunstigelse



En af fordelene ved at indsætte penge på en pensions- eller forsikringsordning er, at du uden om arvelovens normale fordelingsnøgler bestemmer, hvem der skal have pengene udbetalt, når du dør. Pengene udbetales direkte til modtagerne og udenom boet og eventuelle kreditorer

I julinummeret af *INVESTERING* omtalte vi de vigtigste ændringer i arveloven. Her følger vi op på den artikel ved at beskrive de ændringer, der er foretaget i de lovsæt, der regulerer begunstigelsesmuligheder på forsikringer og pensionsopsparinger. Som arvelovsændringerne træder også disse ændringer i kraft pr. 1. januar 2008. For at belyse ændringerne gennemgår vi de generelle regler i overordnede termer.

Begunstigelse betyder, at du kan vælge, hvem der skal have dine forsikringer og pensionsopsparinger udbetalt, hvis du dør, før de er udbetalt til dig selv.

Udbetalinger til begunstigede sker, som hovedregel, uden om dødsboet og direkte til den begunstigede. Udbetalingen er derfor, også som hovedregel, beskyttet mod afdødes kreditorer.

Kredsen af mulige begunstigede er forskellig, alt afhængig af om vi taler skattebegunstigede opsparinger og forsikringer eller ej. Kredsen for de skatte-

begunstigede ordninger er den snævreste. I denne artikel ser vi primært på pensionsopsparinger og forsikringer med fradragsret og dermed på den snævre kreds af mulige begunstigede.

Når du skal indsætte eller ændre en begunstiget kan du vælge mellem

- Nærmeste pårørende
- Særligt navngivne begunstigelser

Hvem dækker

»nærmeste pårørende« over?

Efter 1. januar 2008 dækker nærmeste pårørende over følgende personer i prioriteret rækkefølge

- din ægtefælle eller registrerede partner
- din samlever,
 - hvis I på dødsfaldstidspunktet lever sammen på fælles bopæl og har, venter eller har haft barn sammen
 - eller har levet sammen i et ægteskabslignende forhold på fælles bopæl i de sidste to år før dødsfaldet

- dine livsarvinger, det vil sige dine børn – hvis de ikke lever, er det dine børnebørn etc.
- dine arvinger ifølge testamente
- dine arvinger ifølge loven.

Eks. En person, der har »nærmeste pårørende« stående i sin kapitalpension, dør – begunstigelsen er indsat efter 1. januar 2008. Ved udbetaling undersøges, om der er en ægtefælle. Er der det, udbetales pengene efter statsafgift til ægtefællen. Er der ingen ægtefælle, undersøges det, om der er en samlever, der opfylder et af de to nævnte krav. Er der det, modtager samleveren pengene efter statsafgift og boafgift. Er der heller ingen samlever, udbetales til børnene efter statsafgift og boafgift osv.

De nye ændringer i loven medfører altså, at samlever kommer ind i begrebet »nærmeste pårørende«, hvis der ikke er en ægtefælle. Det betyder også, at din samlever får fortrinsret til udbetalingen frem for dine børn, hvis du vælger »nærmeste pårørende« efter 1. januar 2008.

Er »nærmeste pårørende« indsat på din pension før 1. januar 2008 omfatter den fortsat ikke samlever, som før beskrevet. Ønsker du det, skal du efter 1. januar 2008 anmode om at få ændret nærmeste pårørende til også at omfatte samlever.

Individuelle begunstigelser

For den øvrige kreds af mulige personer, der kan begunstiges individuelt, er der ikke sket ændringer. Det er fortsat følgende:

- din ægtefælle eller registrerede partner
- dine livsarvinger (børn, børnebørn etc.)
- din tidligere ægtefælle eller registrerede partner
- din samlever og dennes livsarvinger
- dine stedbørn og deres livsarvinger.

I denne forbindelse defineres en samlever som en navngiven person, man har fælles bolig med på indsættelsestidspunktet. Du kan dog kun begunstige én navngiven samlever, selvom fle-

re personer eventuelt opfylder definitionen.

Du kan frit vælge mellem ovenstående personer og også vælge en livsarving frem for de andre eller deling af udbetalingen i forskellige forhold mellem de enkelte personer

Indsætter du en særlig navngiven begunstiget, anbefaler vi, at du også tager stilling til, hvem der skal have udbetalingen, hvis den begunstigede skulle være død samtidig eller før dig.

Særeje eller båndlæggelse

Loven er nu bragt i overensstemmelse med hidtidig praksis således, at du har mulighed for i begunstigelsesbestemmelsen at indsætte, at udbetalinger fra dine forsikringer eller pensioner skal være særeje eller båndlægges for den begunstigede.

Ønske om udbetaling til dødsboet i stedet

Ønsker du efter lovændringerne, at pengene fra din forsikring eller pension skal udbetales til dit bo, skal du aktivt vælge ingen begunstiget. Bemærk dog, når pengene udbetales til boet, er de ikke beskyttet mod eventuelle kreditorer.

Anfægtelse af begunstigelse.

Efter de nugældende regler kan en tvangsarving (ægtefælle eller børn) anfægte en begunstigets ret til udbetaling, hvis den begunstigede ikke er tvangsarving og ikke er indsat som uigenkaldelig begunstiget. Tvangsarvinger kan således ikke anfægte hinanden. *Efter 1. januar 2008 er reglerne således:*

Er der indsat en begunstiget på forsikringen eller pensionen, kan det anfægtes af en tvangsarving. Det gælder også, selvom den begunstigede er tvangsarving, og selvom begunstigelsen er uigenkaldelig. Anfægtelse skal ske inden et år efter dødsfaldet.

Hvis begunstigelsen anfægtes, kan den begunstigedes andel af udbetalingen reguleres, hvis begunstigelsen vurderes at være urimelig i forhold til ægtefællen eller en livsarving. Reguleringen sker ved dom.

Skifteretten vil bl.a. lægge vægt på

- baggrunden for indsættelsen af den begunstigede
- ægtefællens, livsarvingens og den begunstigedes økonomiske behov
- omstændighederne i øvrigt

Det beløb der efter reguleringen kan tilfalde ægtefællen eller en livsarving, kan dog ikke overstige det beløb, som den pågældende ville have fået som boslod og/eller tvangsarv, hvis pengene i stedet indgik i boet.

De nye regler for anfægtelse af en begunstiget *gælder ikke* for begunstigelsesindsættelser, der er *oprettet før den 1. januar 2008*, hvis begunstigelsen er uigenkaldelig, eller den begunstigede er tvangsarving.

Forsikringer, hvor der ikke er fradrag for indbetalingen

Har du en forsikring, hvor der ikke er fradrag for indbetalingen, kan du vælge at begunstige dine »nærmeste pårørende« eller at indsætte en særligt begunstiget. Og her er der ingen begrænsninger for, hvem du kan indsætte som særligt begunstiget – du kan f.eks. begunstige foreninger eller personer, du ikke er i familie med. Pengene udbetales direkte til den eller de begunstigede uden om dit bo.

Reglerne om anfægtelse af begunstigelse og reglerne om uigenkaldeligt begunstigede gælder også for forsikringer uden fradrag for indbetalingen.

Ønsker du at vide mere så kontakt din pensionskonsulent i Danske Bank.

Tilbagekaldelse og ændring

Begunstigelser kan til enhver tid tilbagekaldes og ændres på samme måde, som de er oprettet.

Uigenkaldelige begunstigelser

Har du indsat en uigenkaldeligt begunstiget, kan du kun i begrænset omfang selv disponere over pensionsordningen. En række dispositioner vil derfor kræve, at du får skriftligt samtykke fra den begunstigede – f.eks. hvis du vil ændre begunstigelsen, hæve pensionen før tid eller opsigte forsikringen.

Ny skatteafgørelse øger fradragsmuligheder for renteswaps

Skatterådet har for nylig slået fast, at erhvervsdrivende personer kan fradrage tab på renteswaps, som anvendes til at ændre renten på erhvervsmæssige lån fra fast rente til variabel rente. Afgørelsen skaber klarhed om beskatningen og giver erhvervsdrivende bedre muligheder for at foretage afdækning af renterisici.

Skattemyndighedernes praksis om beskatningen af renteswaps med tilknytning til erhvervsmæssig virksomhed har hidtil været noget uklar og svingende. Med den seneste afgørelse fra Skatterådet er der endelig blevet skabt klarhed på området.

Den konkrete skattesag

I sagen, som Skatterådet tog stilling til, påtænkte en erhvervsdrivende person at købe en udlejningsejendom, som skulle finansieres med et 4. pct. fastforrentet obligationslån på 6,7 mio. DKK. Samtidig med optagelse af lånet skulle der indgås en 5-årig swapaftale med en hovedstol på samme beløb som lånet.

Ifølge swapaftalen skulle den erhvervsdrivende modtage en fastrente i DKK på 2,85 pct. af hovedstolen mod at betale en variabel rente i CHF på 0,99 pct. Herved ville den erhvervsdrivende reelt opnå, at renten på lånet blev ændret fra en fast rente til en variabel rente.

Skattereglerne om finansielle kontrakter

Finansielle kontrakter, herunder renteswaps, beskattes efter lagerprincippet. Det betyder, urealiserede gevinster og tab skal medregnes årligt skal medregnes ved indkomstopgørelsen.

Personer kan som hovedregel kun fratrække tab på finansielle kontrakter i særlige tilfælde. For finansielle kontrakter, der har tilknytning til erhvervsmæssig virksomhed, gælder

dog, at tab altid kan fratrækkes. Derfor er det helt afgørende for investor om eksempelvis en renteswap har tilknytning til erhvervsmæssig virksomhed. Det var dette spørgsmål Skatterådet skulle tage stilling til.

Skatterådets afgørelse

I den konkrete sag mente skatteadministrationen, at swapaftalen ikke skulle anses for at have tilknytning til erhvervsmæssig virksomhed. Det ville betyde, at et tab på kontrakten ikke kunne fratrækkes direkte. Begrundelsen var, at swapaftalen ikke kunne afdække en økonomisk risiko, når swapaftalen betød, at renten på lånet blev ændret fra at være fast (kendt risiko) til at være variabel (ukendt risiko).

Skatterådet fulgte imidlertid ikke administrationens indstilling, men fandt, at swapaftalen netop havde tilknytning til erhvervsmæssig virksomhed. Skatterådets begrundelse var, at formålet med swapaftalen var at få en lavere rente på lånet, og at der dermed ikke var tale om valuta-spekulation. Når lånet er erhvervsmæssigt, så er renteswappen med andre ord også erhvervsmæssig.

Konsekvenserne af Skatterådets afgørelse

Skatterådets afgørelse indebærer, at erhvervsdrivende personer har bedre muligheder for at foretage afdækning af renterisici end tidligere, herunder ved hjælp af rente- og valutaswaps at gå fra fast til variabel rente.

Det er dog et krav, at swapaftalen har tilknytning til det erhvervsmæssige lån, dvs. at swapaftalens hovedstol og løbetid normalt ikke må overstige lånets hovedstol og løbetid. Er disse betingelser opfyldt kan en erhvervsdrivende altid fradrage et eventuelt tab på swapaftalerne.

Det ligner en blød landing på boligmarkedet

De seneste tal fra Danmarks Statistik bekræfter, at vi har set toppen på boligmarkedet. Således viser tallene, at på landsbasis er huspriserne uændrede i årets første kvartal i forhold til 4. kvartal 2006 – og ligger dermed fortsat beskudne 1 pct. under toppen i 3. kvartal.

Husprisernes status quo i dette års første kvartal på landsplan dækker dog over prisfald i og omkring hovedstadsområdet.

På ejerlejligheder er priserne på landsplan faldet med 3,4 pct. i forhold til 4. kvartal 2006. Også her er faldet koncentreret i hovedstadsregionen, og samlet set er ejerlejligheder nu faldet med 6,3 pct. siden toppen i sommeren 2006. Dengang toppede også sommerhuspriserne, som faldt med 2,8 pct. i 1. kvartal og dermed ligger 5,7 pct. under toppen.

Vender vi blikket mod handelsaktiviteten er der heller ingen tegn på, at stemningen er vendt. Der er tale om sæsonkorrigerede fald i såvel salget af huse som ejerlejligheder. Niveaulet er i øjeblikket på det laveste niveau siden 1993 – der hvor den seneste boligkrise sang på sidste vers.

Kigger vi på det brede husmarked, så tegner det dog fortsat til en rimelig blød landing, mens markederne for sommerhuse og ejerlejligheder ser noget mere sårbare ud. Faldene her skal ses i lyset af, at priserne også steg væsentligt mere på disse delmarkeder – og den stigende rente har større effekt, da markederne også i et vist omfang har været præget af mere spekulativ adfærd. Det gælder ikke for husmarkedet – som derfor også ser ud til i større omfang at kunne undgå egentlige prisfald. Tallene fra Danmarks Statistik giver derfor grund til behersket optimisme med hensyn til boligmarkedet. Det ser altså ikke så skidt ud – som det ellers er blevet udlagt af nogle. »

Ny investeringsafdeling med fokus på nordiske aktier

Det nordiske aktiemarked udgør kun lidt over tre procent af værdien af det globale aktiemarked. Men set ud fra et investeringsmæssigt synspunkt er området alligevel interessant. Norden er en af verdens mest velstående regioner. Vores velstand skyldes bl.a., at vi i Norden har været dygtige til at tilpasse os globaliseringen – man kan sige, at vores begrænsede størrelse har tvunget os til at åbne os over for omverden. Det har de senere år skabt en gunstig situation med høj beskæftigelse og stærk økonomisk vækst, og den udvikling er også kommet selskaberne i regionen til gode.

»Nordiske virksomheder er dygtige til at se ud over nationale landegrænser. Modsat deres centraleuropæiske konkurrenter har nordiske virksomheder ikke et stort hjemmemarked, de kan afsætte deres varer på. Hvis de vil vokse sig større, er de nødt til at bevæ-

ge sig ud i verden. Derfor er Norden i dag hjemsted for en række af verdens førende virksomheder,« siger senior porteføljeadministrator Max Jul Pedersen fra Danske Capital, som skal styre porteføljen i den nye investeringsafdeling, DI Norden.

I Norden som helhed findes virksomheder – såvel store som små – inden for stort set alle brancher og sektorer, men der er stor forskel på sammensætningen i de enkelte lande. Det danske aktiemarked har således en række større selskaber inden for medicinalsektoren. Til gengæld har vi ingen større producenter af telekommunikationsudstyr som fx Sverige. Finland har en række selskaber inden for skov- og papirbrug, og i Norge har man en overvægt af energiselskaber, anført af Statoil. Tilsammen giver det et attraktivt mix af brancher og flere temaer at spille på, når porteføljen

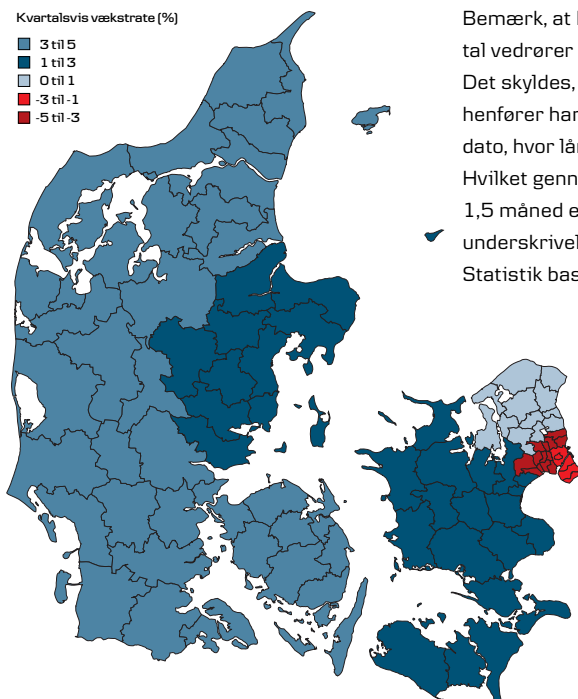
skal sammensættes.

»Set med investeringsbriller er det attraktive ved Norden især, at de fire største nordiske markeder tilsammen rummer flere forskellige typer industri, der supplerer hinanden godt. Det giver os en bred vifte af muligheder, når vi skal udvælge de mest attraktive aktier og sammensætte porteføljen,« siger Max Jul Pedersen.

En investering i DI Norden giver adgang til de førende virksomheder i regionen. Det er bl.a. Ericsson, en af verdens største virksomheder inden for telekommunikation, finske Nokia, der står bag hver tredje solgte mobiltelefon i verden, Danske Bank og Hennes & Mauritz, men også mindre og spændende selskaber, der vurderes som attraktive investeringer. Norden er altså en adgangsbillet til en række brancher og industrier, der ikke findes på det hjemlige aktiemarked.

Parcelhuspriserne – udvikling fra 1. kvartal til 2. kvartal

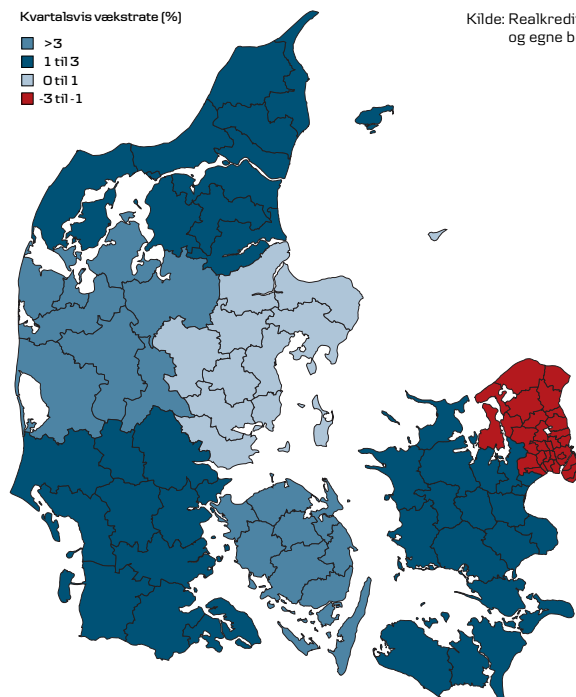
Kvartalsvis vækstrate (%)



Bemærk, at Realkreditrådets tal vedrører 2. kvartal. Det skyldes, at Realkreditrådet henfører handelsprisen til den dato, hvor lånet udbetales. Hvilket gennemsnitligt er 1,5 måned efter købsaftalens underskrivelse, som Danmarks Statistik baserer sine tal på.

Ejerlejlighedspriserne – udvikling fra 1. kvartal til 2. kvartal

Kvartalsvis vækstrate (%)



Kilde: Realkreditrådet og egne beregninger

Demografisk udvikling giver lavere renter

Økonomer på universitetet i Mannheim i Tyskland har beregnet, at de lange renter isoleret set vil falde med knap et procentpoint inden for de kommende 20-30 år i takt med aldringen af Jordens befolkning i de udviklede lande. Begrundelsen er, at ældre mennesker har større opsparinger end de yngre, så flere ældre mennesker betyder en større opsparet sum, og det vil presse forrentningen ned.



De bedste selskabers

Nogle virksomheder klarer sig bedre end andre. For aktieinvestoren er det naturligvis vigtigt at kunne skelne skidt fra kanel og på forhånd identificere de karakteristika for et selskab, som gør det til en vinder. Men blandt de gode selskaber er der også nogle, der skiller sig ud – de helt exceptionelle. Forskerne Christian Stadler, Hans Hinterhuber og Franz Mathis har gennem de seneste fire år stået i spidsen for et forskerhold, der satte sig for at finde ud af den hemmelige formel til succes i Europas allermest succesfulde selskaber.

Projektet er nu afsluttet og resultatet er præsenteret i det seneste nummer af *Harvard Business Review*. I den omfattende undersøgelse skiller fire grundlæggende vinderkendetegn sig ud:

1. Udnyt før du udnytter

Igennem historien har de bedste selskaber i undersøgelsen alle lagt vægt på at udnytte eksisterende aktiver og evner, før man kaster sig ud over nye.



Størrelsen betyder faktisk noget

Historien viser, at small cap-aktier klarer sig dårligere end large caps, når volatiliteten i markedet stiger. Nu oplever vi det samme mønster igen. Eksempelvis har det britiske FTSE 100-indeks, som består af Storbritanniens 100 største selskaber, slået small cap-indekset med mere end seks procentpoint siden februar.

Det finansielle tidsskrift Investor's Chronicle peger på, at dette er en klar afspejling af, at volatiliteten er steget siden februar, hvor et skarpt dyk på Shanghai-børsen skabte alvorlige bølgeskulp på verdens øvrige aktiemarkeder. Begivenheden fik investorernes til at tage deres risikoaversion op til revision – en proces, der har været i gang siden og

har fået yderligere næring af bl.a. den generelle likviditetsopstramning og julikorrektionen. Den højere volatilitet afspejler en højere risiko og en højere risikoaversion i markedet. Og når investorerne er nervøse, foretrækker de store, velkendte aktier frem for mindre og mere ukendte aktier.

Et klassisk ræsonnement blandt investorerne i forbindelse med høj volatilitet er også, at det afspejler en højere konkursrisiko – og denne vurderes noget højere for de små selskaber.

Og slutteligt så er højere volatilitet også ofte et tegn på svagere økonomisk vækst – og svagere vækst er mindre skadelig for større selskaber end små, viser erfaringen.

hemmelighed

2. Diversifikation af forretningsaktiviteterne

Gode selskaber har en tendens til at holde sig til det, de er bedst til, men de bedste selskaber ved hvornår de skal sprede sig. De er også omhyggelige med at fastholde et bredt udsnit af leverandører og en bred kundebase.

3. Husk fejltagelserne

De bedste selskaber falder ikke i den samme fælde to gange. Lærerige historier om fortidens fejltagelser gives videre fra den ene generation til den næste for at undgå gentagelser.

4. Vær konservativ omkring forandringer.

De bedste selskaber laver sjældent radikale ændringer – og når det sker, udvises der stor forsigtighed i planlægningen og implementeringen.

Og vinderne er...

Og her er så disse vindere, som forskerne har identificeret:

Siemens, Nokia, Allianz, Legal & General, Munich Re, Royal Dutch Shell, GlaxoSmithKline, HSBC, Lafarge.

I perioden 1953–2003 har disse selskaber givet deres aktionærer et afkast, der var gennemsnitligt 62 gange højere end markedet, mens deres dygtigste konkurrenter »kun« slog markedet med en faktor 8.

Spørgsmålet er så, om aktieinvestorerne kan bruge denne indsigt i de fire gyldne regler til noget, når de skal finde vindere til deres porteføljer. Vi lever i en tid, hvor den teknologiske udvikling aldrig har været voldsommere og verden forandrer sig på mange måder. Måske er tiden løbet fra de gyldne principper.

Det mener hovedmanden bag forskningsprojektet, Christian Stadler imidlertid ikke.

»Vi tror nogle gange lever den mest revolutionerende af alle tider. Men ser vi tilbage på udfordringerne i historien, så bliver vi mindet om, at

hver generation tror den lever i den mest revolutionerende af alle tider. De eneste selskaber i vores undersøgelse overlevede og sejrede gennem Den Store Depression, to verdenskrige og to energikriser for ikke at nævne opfindelsen af telefonen, TV og computeren. Det gjorde de ved konsekvent at fastholde de fire principper for vedvarende succes. Der er ingen grund til, at vi i dag ikke skulle kunne bruge det samme kort til at navigere efter på de stormende have af global konkurrence og forstyrrende informationsteknologier,« konkluderer Christian Stadler.



Alex Coad, forsker på Max Planck Institute of Economics i Jena, har således denne opsummerende kommentar om forskningen i selskabers vækst:

»Mindre selskaber ser ud til at vokse relativt hurtigere i højvækstperioder, mens større selskaber vokser hurtigere under recessioner og opsving.«

Den globale økonomisk vækststrategi er på det højeste niveau i næsten 40 år, men selv hvis de realøkonomiske effekter af finanskrisen bliver beskedne, så tyder alt på, at en vis vækstafmatning ligger i kortene for 2008. Udsigter, der med baggrund i ovenstående ikke varslers godt for de små aktier, der har haft nogle forrygende år.





Oliepriserne vil holde skansen

Alt tyder på, at oliepriserne fortsat vil ligge højt resten af året og næste år. Meget vil dog afhænge af OPEC

Uroen på de finansielle markeder har sendt oliepriserne ned, så vi nu faktisk er næsten 10 pct. fra den nye rekord, der blev sat i juli. Det er der ikke noget overraskende i. Når risikoappetitten blandt investorerne falder dramatisk, vil det også sætte sine spor på volatile aktiver som råvarerne er. Medvirkende til faldet er også en vis bekymring over verdensøkonomiens sårbarhed over for den finansielle krise. Hvis krisen forværres, og ender med at forårsage en større økonomisk afmatning, så vil det også betyde, at olieefterspørgslen falder.

Selv om uroen ikke er ovre endnu og investorerne stadig ser sig nervøst over skulderen, så er økonomerne i Danske Analyse ikke i tvivl:

»Vi tror ikke den finansielle krises eftervirkninger på den reale økonomi vil være af væsentlig karakter herfra. Den underliggende globale økonomi er stadig sund og stærk. På den baggrund anser vi det for rigtigt, at basere vores vurdering af den fremtidige udvikling i olieprisen på et traditionelt, fundamentalt argument,« siger Arne Ras-

mussen, der er Danske Banks ekspert på råvarer.

Han peger på, at det store spørgsmål i oliemarkedet er, hvad OPEC har tænkt sig at gøre. OPEC har i de senere år med tilfredshed noteret sig, at tredoblingen af oliepriserne siden starten af århundredet tilsyneladende ikke knækker nakken på verdensøkonomien, som åbenbart slet ikke er så følsom over for oliepriserne som i 70'erne og 80'erne. Derfor er OPEC interesseret i, at holde olieprisen omkring det høje niveau ved at begrænse produktionen.

Foreløbig i år har organisationens medlemslande været i stand til at holde deres interne kvoter og bevare en produktion under 2005 og 2006-niveauerne. Og det er overraskende i historisk perspektiv, idet nogle som regel altid lader sig friste af høje oliepriser til at lukke op for hanerne.

Disciplinen i OPEC er så god, at de globale olielagre står til at falde, hvis ikke produktionen øges. I den anden retning trækker dog, at det globale oliemarked efterhånden har en god reservekapacitet. Mangelen på dette

har de seneste år været en vigtig medvirkende faktor bag de stigende oliepriser.

Ikke desto mindre advarer IEA, Det Internationale Energiagentur, mod at lagrene vil falde i efteråret, hvis ikke OPEC øger produktionen, og det vil i givet fald sende olieprisen yderligere op.

Et afgørende OPEC-møde finder sted 11. september, men selv om OPEC skulle finde på at give efter for et stigende pres fra både USA og IEA, så er det formentlig for sent til at undgå fald i olielagrene i 3. kvartal. Og så kommer vinteren.

Der er med andre ord lagt op til et stramt oliemarked resten af året – og efter Arne Rasmussens vurdering også i 2008. På den baggrund har han hævet olieprognosen til 72 dollars pr. tønde i 2008 fra 64,8 dollars i maj i år.

Danske Equities har i øjeblikket Køb på *BW Offshore*, *Prosafte* og *Neste Oil*, mens *Seadrill* er på Akkumuler og *Aceryg*, *Subsea 7*, *DNO* og *Statoil* er på Hold.

Modelporteføljer for obligationer

OPDATERET 04/09/2007

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

Personbeskattede med tidshorisont 0-3 år							Pensionsbeskattede med tidshorisont 0-3 år						
	DB eff. rt. 2]		Varighed 3]		Hpr. 59% skat 4)			DB-eff.rt.	Varighed		Hpr. ved 0% skat		
% andel Fondskode Papir	Skat	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	% andel Fondskode Papir	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	
1)	45%	59%	Var.	Var.	12 md.	12 md.		0%	Var.	Var.	12 md.	12 md.	
20 927090 RD 2.0 01/01/2008	3,20%	2,92%	0,32	0,33	4,03%	4,24%	10 975478 NYK 4.0 01/01/2009	4,48%	1,28	1,31	4,49%	4,45%	
50 927104 RD 2.0 01/01/2009	3,35%	3,06%	1,30	1,29	3,05%	3,00%	20 926507 RD 6.0 A 10/01/2032	5,88%	9,43	3,98	4,37%	5,74%	
10 927112 RD 2.0 01/01/2010	3,26%	2,97%	2,27	2,19	2,78%	2,95%	50 927465 4.55 Cibor6 2010	-	-	0,31	4,63%	4,92%	
10 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	2,83%	2,38%	6,57	5,64	0,53%	2,69%	20 927376 4.78 RD CF6 2038	-	-	3,79	3,62%	5,53%	
10 927120 RD 2.0 01/01/2011	3,35%	3,06%	3,20	3,03	2,57%	3,11%							
100	5]	3,26%	2,96%	1,88	1,76	2,94%	3,23%	100			1,37	4,55%	5,07%

Personbeskattede med tidshorisont 3-7 år							Pensionsbeskattede med tidshorisont 3-7 år					
	DB eff. rt.		Varighed		Hpr. 59% skat			DB-eff.rt.	Varighed		Hpr. ved 0% skat	
% andel Fondskode Papir	Skat	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	% andel Fondskode Papir	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.
	45%	59%	Var.	Var.	12 md.	12 md.		0%	Var.	Var.	12 md.	12 md.
15 927112 RD 2.0 01/01/2010	3,26%	2,97%	2,27	2,19	2,78%	2,95%	10 975478 NYK 4.0 01/01/2009	4,48%	1,28	1,31	4,49%	4,45%
35 927120 RD 2.0 01/01/2011	3,35%	3,06%	3,20	3,03	2,57%	3,11%	10 926825 RD 4.0 01/01/2012	4,56%	3,95	3,97	3,69%	4,54%
25 927406 RD 3.0 A 10/01/2018	3,08%	2,63%	4,51	4,14	1,52%	2,80%	15 927317 RD 4.0 Aio 10/01/2038	5,34%	11,10	9,15	0,68%	4,75%
25 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	2,83%	2,38%	6,57	5,64	0,53%	2,69%	10 927295 RD 5.0 Aio 10/01/2038	5,62%	10,92	7,85	2,34%	5,58%
							10 926507 4.55 Cibor6 2010	5,88%	9,43	3,98	4,37%	5,74%
							20 927465 4.27 Nyk CF5io 2016	-	-	0,31	4,63%	4,92%
							10 976113 4.78 RD CF6 2038	-	-	3,31	4,02%	5,39%
							15 927384 RD FRN C6io 10/01/2038	-	-	4,12	3,56%	5,61%
100	3,14%	2,77%	4,21	3,82	1,84%	2,90%	100			4,03	3,44%	4,97%

Personbeskattede med tidshorisont over 7 år							Pensionsbeskattede med tidshorisont over 7 år						
	DB eff. rt.		Varighed		Hpr. 59% skat			DB-eff.rt.	Varighed		Hpr. ved 0% skat		
% andel Fondskode Papir	Skat	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	% andel Fondskode Papir	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	
	45%	59%	Var.	Var.	12 md.	12 md.		0%	Var.	Var.	12 md.	12 md.	
25 927120 RD 2.0 01/01/2011	3,35%	3,06%	3,20	3,03	2,57%	3,11%	10 975478 NYK 4.0 01/01/2009	4,48%	1,28	1,31	4,49%	4,45%	
15 927406 RD 3.0 A 10/01/2018	3,08%	2,63%	4,51	4,14	1,52%	2,80%	15 926825 RD 4.0 01/01/2012	4,56%	3,95	3,97	3,69%	4,54%	
35 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	2,83%	2,38%	6,57	5,64	0,53%	2,69%	35 927317 RD 4.0 Aio 10/01/2038	5,34%	11,10	9,15	0,68%	4,75%	
25 927430 RD 4.0 A 10/01/2038	2,94%	2,33%	11,25	8,27	-1,04%	2,50%	10 927295 RD 5.0 Aio 10/01/2038	5,62%	10,92	7,85	2,34%	5,58%	
							10 926507 4.55 Cibor6 2010	5,88%	9,43	3,98	4,37%	5,74%	
							20 927384 4.78 RD CF6 2038	-	-	4,12	3,56%	5,61%	
100	3,03%	2,58%	6,53	5,38	0,82%	2,77%	100			6,20	2,51%	4,91%	

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

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

Euro-området

Finansielle markeder er stærkt globaliserede, og finansielle kriser har svært ved at forblive lokale. Det må europæerne konstatere efter at problemer i amerikansk realkredit ser ud til at give større problemer for tyske banker end for amerikanske. Flere tyske banker har sat specielle enheder op, der blandt andet har investeret i amerikanske subprime-lån – enheder, der løbende har finansieret sig i det kortfristede kreditmarked (Asset Backed Commercial Papers). Kreditgarantier fra bankerne til disse enheder har vist sig livstruende for flere tyske Landesbanker. Det vælter dog næppe den hurtigt voksende europæiske økonomi.

USA

Krisen i amerikansk realkredit ser ud til at være blevet en ødelæggende snebold, der ruller igennem de finansielle markeder. Det er ikke så meget tabene i sig selv, men derimod mistillid til hele det finansielle system og til rating-bureauerne, der nu driver krisen. Økonomien som sådan er ikke i alvorlig krise. Men usikkerheden i det finansielle system truer med at fastfryse kreditgivningen og svække økonomien i 2008.

Råvarer

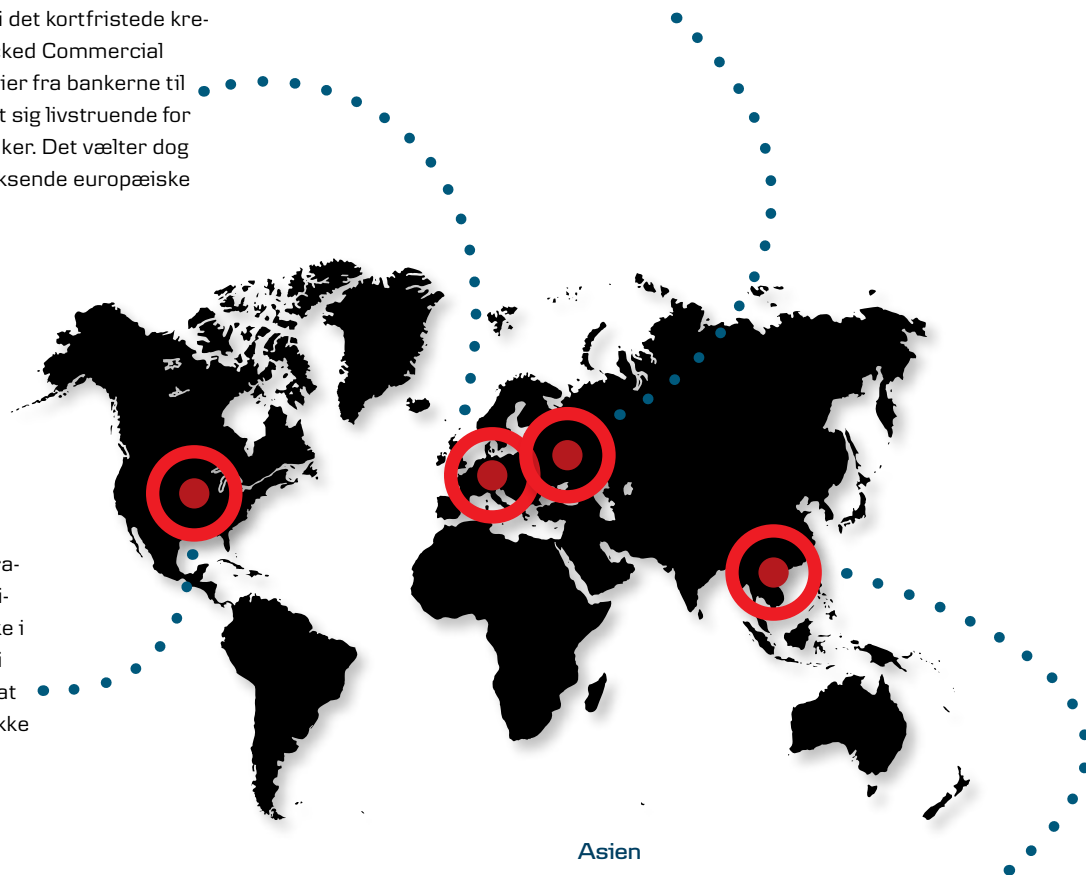
Det omskiftelige globale vejr i år har lagt en alvorlig dæmper på høstudbyttet af blandt andet hvede samtidig med, at forbruget bare stiger og stiger ikke mindst i Asien. Med stigende velstand spises der mere og mere kød, der øger efterspørgslen efter afgrøder ti-foldigt i en situation, hvor forbrugerne allerede kæmper med ethanol-producenterne om afgrøderne. Men der er en side af historien, der er kommet lidt i baggrunden i forbindelse med den seneste finansielle uro. Stigende fødevarainflation stiller verdens centralbanker over for endnu en inflationsudfordring - stagflation. Og havde centralbankerne håbet på, at en sidegevinst ved den seneste uro i det mindste ville være lavere råvarepriser, ja så har det ikke været tilfældet for fødevarerne. Prisen på hvede i USA er steget over 15 pct. siden aktiemarkedet begyndte at falde i juli. Fødevarerpriser lader sig ikke styre af holdningen i de finansielle markeder. Her er det fortsat udbud og efterspørgsel, der bestemmer prisen.

Østeuropa

En cocktail af stærk global vækst og rig likviditet har i de senere år bidraget særdeles positivt til udviklingen på de central- og østeuropæiske markeder (CEØ). Vi begynder dog nu at se en række faresignaler i de lande, hvor kreditvæksten har været for høj og aktivpriser og betalingsbalanceunderskud tilsvarende er accelereret. Efter den senere tids uro er der ingen tvivl om, at kreditvilkårene bliver strammet an, og at risikopræmierne er blevet markant højere. Vi er bekymrede over betalingsbalanceunderskud i de fleste CEØ-lande, da disse bliver sværere og dyrere at få finansieret. Udsigterne på mellemlang sigt er bestemt blevet mindre positive end for et år siden.

Asien

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



Sektor/selskab	Land	Anbefaling	Kurs 30.08.07	Kursændring i pct. Seneste md	År til dato
Energi					
Olie- og gastjenester					
BW Offshore	NO	Køb	22,6	-10,7	-13,7
Fred Olsen Energy	NO	Reducér	263,5	-6,2	-9,8
Prosafé	NO	Køb	86,4	-4,0	-2,4
Acergy	NO	Hold	145,5	-4,4	21,3
Seadrill	NO	Akkumulér	108,0	-6,1	2,6
Neste Oil	FI	Køb	24,7	-2,29	7,3
Olie og gas					
DNO	NO	Hold	10,5	-3,5	-8,7
Statoil	NO	Hold	159,5	-6,2	-3,5
Subsea 7	NO	Hold	130,8	-4,9	13,7
Materialer					
Kemikalier					
Auriga Industries	DK	Hold	122,0	-33,9	-23,0
Novozymes	DK	Akkumulér	635,0	-0,8	30,7
Exel	FI	Hold	15,5	-4,6	13,6
Kemira Growhow	FI	Akkumulér	12,0	0,3	76,6
Konstruktionsmaterialer					
H+H International	DK	Køb	2610,0	-3,0	41,8
Emballage					
Brodrene Hartmann	DK	Sælg	169,5	-18,5	-25,3
Huhtamäki	FI	Køb	10,8	2,9	-26,7
Mineselskaber					
Outotec	FI	Køb	40,6	-2,8	79,0
Industri					
Fly & forsvar					
SAAB	SE	Køb	170,5	-8,3	-20,1
Byggeprodukter					
ASSA ABLOY	SE	Akkumulér	140,0	-0,4	-6,0
Dantherm	DK	Hold	184,5	-0,5	76,6
Flugger	DK	Hold	680,0	-2,9	-6,8
Rockwool International	DK	Hold	2006,0	16,5	129,5
Uponor	FI	Hold	27,3	5,6	-3,7
Entreprenører					
FLSmidth & Co	DK	Køb	487,5	2,7	35,8
Højgaard Holding	DK	Akkumulér	241,0	2,3	10,3
Lemminkäinen	FI	Akkumulér	51,0	-3,2	41,2
Monberg & Thorsen	DK	Akkumulér	585,0	3,5	20,6
Per Aarsleff	DK	Akkumulér	720,0	8,3	42,6
SRV	FI	Køb	8,0	-14,2	
YIT	FI	Køb	22,3	-3,5	6,2
Elektronik					
NKT Holding	DK	Køb	561,0	-2,6	12,3
Schouw & Co	DK	Akkumulér	520,0	-1,9	44,2
Vestas Wind Systems	DK	Køb	357,5	-1,0	50,2
Maskinindustri					
Alfa Laval	SE	Køb	410,5	-3,6	32,8
Atlas Copco	SE	Hold	106,0	2,4	13,3
Cardo	SE	Hold	248	-13,3	-4,6
Cargotec Corp	FI	Akkumulér	34,4	-7,1	-18,2
Kone	FI	Køb	46,6	-1,6	9,2
Metso	FI	Køb	45,9	2,4	19,3
Munters	SE	Hold	99,5	-7,0	0,2
Nibe	SE	Hold	95,3	-15,1	-17,2
Sandvik	SE	Køb	161,0	0,0	39,0
Scania	SE	Reducér	149,8	-6,7	31,3
Trelleborg	SE	Køb	165,5	-3,8	0,9
Volvo	SE	Hold	116,0	-6,8	27,8
Wärtsilä	FI	Køb	44,3	-12,0	8,4
Handel og distributører					
Brdr A & O Johansen	DK	Reducér	1419,0	-12,9	-14,5
DLH	DK	Hold	106,5	-4,9	0,5
Ramirent	FI	Hold	17,02	-15,8	52,0
Solar	DK	Køb	687,0	-7,8	-3,2
Sanistaal	DK	Hold	889,0	-12,9	3,4
Serviceselskaber					
Günnebo	SE	Sælg	76,8	6,6	-2,8
Securitas	SE	Akkumulér	87,0	-13,9	-18,1
Cramo	FI	Køb	27,2	-22,4	43,7
Securitas Systems	SE	Akkumulér	23,2	-3,7	-16,2
Transport					
A. P. Møller - Maersk	DK	Hold	69900,0	-1,4	31,4
Broström	SE	Køb	68,5	-1,1	-8,7
DFDS	DK	Hold	760,0	4,1	11,8
DSV	DK	Akkumulér	122,3	2,3	18,5
Finnair	FI	Akkumulér	12,2	-3,2	-2,1
Mols-Linien	DK	Hold	700,0	25,0	46,8
SAS Group	SE	Akkumulér	129,8	-18,9	11,4
Torm	DK	Akkumulér	223,5	4,7	20,8
Forbrugsgoder					
Bilkomponenter					
Nokian Tyres	FI	Køb	25,0	5,8	60,8
Varige forbrugsgoder					
BoConcept	DK	Køb	580,0	-3,3	54,7
Ekornes	NO	Køb	115,0	-13,2	-19,6
Electrolux	SE	Reducér	155,5	-7,4	35,5
Husqvarna	SE	Køb	89,0	-4,6	10,2
Amer Sports	FI	Hold	16,8	-5,1	0,0

Tidshorisonten for anbefalingerne er 6 mdr.

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

NR: Aktien dækkes ikke. **DK:** Danmark, **NO:** Norge, **SE:** Sverige, **FI:** Finland, **UK:** Storbritannien.

Sektor/selskab	Land	Anbefaling	Kurs 30.08.07	Kursændring i pct. Seneste md	År til dato
Forbrugsgoder, fortsat					
Fritid					
PARKEN Sport & Entertainment	DK	Reducér	1600,0	-5,2	26,0
Tekstil & Beklædning					
IC Companys	DK	Køb	314,5	2,8	-17,2
Medie					
Alma Media	FI	Akkumulér	10,7	-4,8	15,2
Stormagasiner					
Stockmann	FI	Akkumulér	31,5	-4,61	-13,7
Fødevarer					
Carlsberg	DK	Hold	715,0	2,4	27,5
Cermaq	NO	Reducér	97,5	-7,1	7,1
Danisco	DK	Hold	405,0	-0,6	-15,4
Harboe	DK	Hold	154,0	-14,4	-33,0
Marine Harvest	NO	Akkumulér	6,5	-7,6	14,4
Royal Unibrew	DK	Reducér	615,0	-15,2	-16,9
HKScan	FI	Akkumulér	17,7	-10,9	22,0
Atria	FI	Køb	22,6	-3,5	23,4
Sundhed					
Medico					
Coloplast	DK	Akkumulér	506,0	11,2	0,4
Gefinge	SE	Køb	148,8	-2,5	-3,1
William Demant Holding	DK	Køb	467,0	-15,1	2,0
Bioteknologi					
ALK-Abello	DK	Reducér	1049,0	-7,0	-25,6
Bavarian Nordic	DK	Hold	422,0	-4,7	-23,4
Curalogic	DK	Køb	16,7	-1,8	4,4
Karo Bio	SE	Køb	7,7	-24,1	-41,6
LifeCycle Pharma	DK	Køb	49,5	-10,0	-11,6
Topotarget	DK	Køb	22,5	-14,4	-37,8
Medicin					
Astrazeneca	UK	Hold	2391,0	-6,7	-12,9
Lundbeck	DK	Hold	128,0	-9,7	-17,7
Meda	SE	Køb	100,3	-5,42	-24,7
Novo Nordisk	DK	Akkumulér	601,0	6,9	27,9
Finansielle selskaber					
Banker					
Amagerbanken	DK	Køb	330,0	-5,7	-11,8
DnB Holding	NO	Akkumulér	79,2	-0,6	-10,5
Fionia Bank	DK	Akkumulér	1634,0	2,3	2,1
Forstaedernes Bank	DK	Hold	229,0	0,7	9,6
Jyske Bank	DK	Akkumulér	393,0	-7,5	-2,7
Nordea	SE	Akkumulér	105,6	-1,4	0,1
Ringkjøbing Landbobank	DK	Køb	940,0	-10,6	-13,0
Roskilde Bank	DK	Reducér	547,0	-4,2	-12,5
Sampo	FI	Akkumulér	20,7	-5,3	1,7
SEB	SE	Hold	209,5	-7,3	-3,7
Spar Nord	DK	Sælg	129,5	-3,4	-5,1
Svenska Handelsbanken	SE	Køb	190,0	-1,3	-8,9
Sydbank	DK	Køb	248,0	-8,0	-8,1
Swedbank	SE	Reducér	230	-4,96	-7,4
Vestjysk Bank	DK	Reducér	328,0	-4,9	4,8
Forsikring					
Alm Brand	DK	Akkumulér	338,5	-1,0	-15,4
Sampo	FI	Akkumulér	20,7	-5,34	1,7
TopDK	DK	Køb	862,0	-4,3	-7,7
TrygVesta	DK	Køb	428,0	2,1	-0,8
Ejendomselskaber					
Sjælso Gruppen	DK	Akkumulér	196,5	-6,0	6,2
Informationsteknologi					
Aspocomp Group	FI	Køb	0,3	-9,38	-83,7
Comptel Corporation	FI	Akkumulér	1,8	-7,3	-1,1
Danware	DK	Hold	94,0	-5,1	-20,0
EDB Business Partner	NO	Reducér	46,5	-7,5	-15,8
ELCOTEQ	FI	Hold	5,7	-7,7	-42,2
Ementor	NO	Køb	45,4	-6,8	29,0
Ericsson	SE	Hold	24,7	-2,5	-11,1
GN Store Nord	DK	Akkumulér	51,0	-21,2	-39,1
HiQ International	SE	Hold	39,6	0,5	-6,4
IBS	SE	Hold	16,9	-5,6	-35,5
Nokia	FI	Køb	23,3	12,8	50,0
ORC Software	SE	Akkumulér	156,0	4,7	33,9
Salcomp	FI	Akkumulér	4,4	-2,2	69,2
Semcon	SE	Køb	65,8	8,2	-3,7
SimCorp	DK	Køb	1110,0	-5,5	-20,1
Sysopen Digia	FI	Akkumulér	3,9	1,3	14,0
TECNOMEN	FI	Akkumulér	1,4	6,3	-19,0
Teleca	SE	Akkumulér	15,6	-13,3	-44,1
Telelogic	SE	Akkumulér	20,5	-0,5	34,0
Thrane & Thrane	DK	Hold	336,5	-1,9	7,3
TietoEnator	FI	Reducér	16,7	-5,1	-31,6
Teleoperatører					
ELISA	FI	Reducér	20,1	2,6	-3,4
Tele2	SE	Hold	122,0	4,7	22,0
Telenor	NO	Akkumulér	104,0	-3,5	-11,3
TeliaSonera	SE	Køb	51,3	3,1	-8,9
Forsyningsselskaber					
Elværker					
Fortum	FI	Akkumulér	24,0	1,3	12,5

Disclosure

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

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

Analytikernes af lønning 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.