

INVESTERING

[DECEMBER 2007]

DEN STORE KAMP: BEAR-MARKED VS. BULL-MARKED

Klima- og energikrisen accelererer

Europa – investeringsmuligheder i en afmatning

Goldman Sachs: Europa er ikke på vej i recession

Finanskrise og stagflation



Danske Bank

- 04 ÅRTIETS KAMP: BJØRNEN MOD TYREN
- 06 GOLDMAN SACHS: EUROPA ER IKKE PÅ VEJ I RECESSION
- 08 HVAD NU HVIS NU RECESSIONEN KOMMER I USA...?
- 10 ATTRAKTIVE INVESTERINGSMULIGHEDER I EUROPA
- 12 DET ER BLEVET VANSKELIGERE AT SPREDE RISIKOEN
- 14 FINANSKRISE OG STAGFLATION
- 18 KLIMA- OG ENERGIKRISEN ACCELERERER
- 24 AKTIEANBEFALINGER, BRITISH ENERGY, NESTE OIL, WÄRTSILÄ, ROCHE
- 26 TJEN PENGE I ET FALDENDE AKTIEMARKED
- 27 PENSIONSINDBETALINGER VED JULETID
- 31 RESTSKAT ELLER OVERSKYDENDE SKAT I 2007?
- 31 SKATTEOPTIMERING AF AKKUMULERENDE INVESTERINGSFORENINGER
- 32 KORT NYT – INTERNETTET, USA'S ENERGIPOLITIK,
US DOLLAR, MINDSTERENTEN, SOLCELLER
- 34 SKAL MAN VÆLGE PENSIONSORDNINGER MED LIVSVARIG UDBETALING?
- 36 EMERGING MARKETS – HVORNÅR SLUTTER FESTEN?
- 37 MODELPORTEFØLJER FOR OBLIGATIONER
- 38 TEMPERATURER I VERDENSØKONOMIEN
- 39 AKTIEOVERSIGT

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

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

Redaktion: Niels Adelmark (ansvarshavende)
og redaktør Flemming Østergaard.
Redaktion afsluttet den 10. december 2007.

Grafisk design og produktion: Datagraf
Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri



DEN STORE KAMP: BEARMARKED VS. BULLMARKED

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.

»Det er svært at spå – især om Fremtiden«

Nej, det er ikke Storm P., der har sagt det, selv om han ofte får æren for det. Ifølge K. K. Steinckes (bl.a. justitsminister under Stauning) erindringsbog »Farvel og Tak» var det en sprogblomst, som faldt i Folketinget 1935-39, men han havde glemt hvem, der sagde det.

Uanset ophavsmanden er citatet passende på den aktuelle finansverden, hvor der er så mange usikkerhedsfaktorer i spil, at de økonomiske prognosemagere har umådelig svært ved at spå om fremtiden.

Citater er generelt et godt værktøj til at perspektivere tingene på en enkel måde. Og Storm P. gav os mange bevingede ord, som har en betydelig visdom i sig til mange lejligheder.

»For at finde ud af det, må man først finde ind i det - men har man endeligt fundet ind i det, så er det ikke til at finde ud af.«

Der er i USA ukritisk udstedt for mange lån til boligejere med ringe betalingssevner de senere år, og det gør ondt nu, hvor renten er steget og boligpriserne falder. De amerikanske banker og kreditinstitutter er medskyldige i krisen, da de i stor stil pakkede risikoen på subprimelån (og andre lån) ind i komplekse produkter (som selv kreditvurderingsbureauerne ikke kunne gennemskue og derfor undervurderede risikoen) og solgte den videre i det globale marked. I dag kan ingen gennemskue den labyrinth, hvori lånene er blevet fordelt, så man ved ikke nok om, hvem der har tabt og hvor meget. Resultatet er mistillid i finanssektoren og opstramning af kreditbetingelserne.

**»Af og til snakkes der om Jordens Undergang.
– Ja, men det er som regel en Overgang.«**

Den amerikanske økonomi er allerede i en afmatning og spekulationerne går på, om det dykkende boligmarked og kreditkrisen kan sende Guds eget land i recession. Den amerikanske centralbank ventes at gøre sit ved at sænke renten flere gange endnu, men det kan vise sig at være en dårlig idé, da inflationspresset er truende med rekordhøje olie- og råvarepriser, stigende globale fødevarerpriser og stramme arbejdsmarkeder. Stagflation kunne blive skrækscenariet, og hvad vil der ske med resten af verden, hvis USA lander med et brag?

Jordens undergang bliver det dog næppe, og faktisk er der udbredt enighed om, at en amerikansk recession ikke vil få hverken Europa, Japan eller Emerging Markets til at ende i samme suppedas. Sidstnævnte bliver i stadig højere grad selvkørende med stærke vækstrater i de indenlandske økonomier, og både Japan og Europa har mindsket afhængigheden af USA via en langt større samhandel og integration med udviklingsøkonomierne end for blot få år siden.

»Da en Sag kan ses fra flere Sider, vil jeg bede Tilhørerne om at sætte sig i en Rundkreds.«

Der er masser af gode argumenter for, at aktier stadig befinder sig i et Bullmarked. De fleste steder er aktier stadig billige både historisk og i forhold til obligationer. Men der er også mange argumenter for, at et Bearmarked nu tager over. En recession i USA vil fx ifølge Goldman Sachs sende ikke blot USA-markedet ned, men også udløse kursfald på de europæiske børser på 10-20 pct. Med denne risiko i mente bør man som investor tilrettelægge porteføljen bedst muligt ved at sprede sig.

**»Jeg spiller al Ting efter Gehør.
– Naa – men De hører maaske ikke saa godt.«**

Det skal man gøre bl.a. på forskellige sektorer, men også geografisk. Men hvor? Japan er et godt bud, men kræver dog tålmodighed. USA synes særlig risikabel i den aktuelle situation, men Europa tager sig faktisk ganske godt ud. Og da vi er i en usikker situation med mange gode og dårlige melodier i spil, så skal man overveje om ens eget gehør er godt nok – om man påtager sig for store risici ved selv at etablere en snæver portefølje med enkeltaktier. Et godt alternativ kunne derfor være nogle af de mange investeringsafdelinger med speciale i Europa.

»Ak ja, selv den stærkeste Cigar bliver engang til Aske.«

Selv om festen i Emerging Markets har været heftig i fem år med kursstigninger over 300 pct. er den næppe slut endnu. I hvert fald skiller Asien sig godt ud, og bør indgå i porteføljen – men træd varsomt med Kina.

»Jeg siger bare, at man skal være glad for Vejret, så længe man kan trække det.«

Leder man efter holdbare trends, må vi endnu en gang fremhæve klima-krisen som den stærkeste i mands minde. Global opvarmning ændrer klodens vejr og økosystemer markant i de næste mange år, og der vil være guld og grønne skove til de investorer, der formår at vælge de selskaber, der klarer sig bedst i Clean Tech-værdikæden.

Nemt bliver det ikke. Men sådan er det jo med livet i almindelighed.

**»Livet er en Gåde.
Løsningen står på Bagsiden.«**



Årtiets kamp:

Bjørnen mod Tyren

Umiddelbart skulle man jo mene, at i naturens verden ville udfaldet af en sådan kamp være givet på forhånd. En bulderbasse af en bjørn kan til enhver tid ordne en gemen tyr. Men så simpelt er det skam ikke. Det afhænger jo af hvilken bjørn og hvilken tyr, der er tale om.

En nordamerikansk Grizzly-bjørn ville næppe få sved på panden af at ordne en dansk sortbroget tyrekalv. Mens selv en voksen udgave af den langt mindre sorte bjørn nok ville forlade ringen, hvis modstanderen var en præmietyr af Jersey-racen i sin bedste alder.

Men skulle den største af dem alle, isbjørnen eller Kodiak-versionen af Grizzly-bjørnen, stå over for en tyr af den art, der har flest storvildtjægere på samvittigheden i Afrika, vandbøflen, så ville kampens udfald være mere tvivlsomt.

Når vi i dag skal forsøge at vurdere, om vi er på vej ind i et Bear-marked eller om Bull-markedet fortsætter, så må vi se på »styrken« hos de to kombattanter. Hvilke argumenter vejer tungest? I det følgende kan du se en gennemgang af hovedpunkterne for Bear- og Bull-markeder.

Hovedargumenterne for at Bull-markedet fortsætter:

- Aktiemarkedet er igen blevet billigere efter det seneste globale fald i renten på de risikofrie 10-årige statsobligationer i de udviklede lande. Overordnet set er aktiemarkedet attraktivt prissat i forhold til obligatorer.

Faktisk er den prismæssige fordel så stor, at det kræver et fald i den forventede indtjening pr. aktie i 2008 på 30 pct., hvis den skal elimineres.

- USA's boligmarked og krisen i den finansielle sektor er ikke tilstrækkeligt til at trække en stærk global økonomi ned. Den amerikanske økonomi er tværtimod understøttet af den globale økonomi og den svage dollar sikrer fremgang for de amerikanske eksportører. Den globale afmatning, som nu er en kendsgerning, vil ende med en blød landing som følge af den økonomiske ekspansion i BRIC-landene (Brasilien, Rusland, Indien, Kina) og større fleksibilitet i produktion, omkostningsbase og verdenshandel end nogensinde.
- Finanskrisen vil ikke påvirke de ikke-finansielle sektorer i erhvervslivet negativt som følge af stærke balancer. Lånebetingelserne for konventionel kapitalfremskaffelse i erhvervslivet er ikke blevet nævneværdigt påvirkede i de seneste måneder, og en vigtig forklaring er, at virksomhedernes gæld i forhold til egenkapitalen er blevet reduceret med mere end 50 pct. i de seneste fem år.
- Tiden er inde til P/E multipel ekspansion: Siden starten af Bull-markedet i 2003 er virksomhedernes indtjening tredoblet, mens markedets samlede kursværdi kun er fordoblet. Markedet har med andre ord været drevet af faktisk indtjening og ikke optimisme om fremtidig indtjening. Da den aktuelle afmatning i væksten i virksomhedernes top- og bundlinjer ventes at blive moderat, er det kun et spørgsmål om tid, før markedet bliver drevet af multipel ekspansion. Det vil sige, at markedet ikke længere vil være drevet af faktisk indtjening men af optimistiske forventninger til fremtiden, og dette vil betyde, at investorerne er villige til at betale en højere P/E-værdi for selskaberne, end vi har oplevet siden 2003.

Hovedargumenterne for at et Bear-marked er på vej:

- USA's boligmarked er en sygdom, som aktiemarkedet ikke vil være i stand til at ignorere, da det kun er et spørgsmål om tid, før huskrisen vil ramme det amerikanske arbejdsmarked og udløse en global recession, drevet af en nedtur i amerikanernes privatforbrug.



Hvorfor hedder det Bear- og Bull-marked?

Det menes, at udtrykket Bear-marked stammer fra Canada, hvor det ofte skete, at pelshandlerne solgte bjørneskind videre, før de havde købt dem fra pelsjægerne i håb om, at markedsprisen ville falde inden da. Handlere der brugte denne adfærd blev kaldt »bearskin jobbers« – og det er altså herfra udtrykket at være »bearish« stammer fra.

Bulls tror, markedet vil stige. Det menes, at dette udtryk kom til senere som en slags modvægt til Bears. Det baserer sig angiveligt på, at tyre maser sig på for at komme frem og kan skabe en »stampede« – dvs. kvægflokken bisser, løber i flok. På aktiemarkedet løber investorerne ofte i flok og sender priserne til vejrs, båret af en tro på, at priserne vil stige, hvilket kan få en selvforstærkende effekt, hvis der er »tyre« nok.

En anden forklaring på Bulls vs. Bears i aktiemarkedet har sin baggrund i de populære kampe mellem tyre og bjørne i Californien i 1850'erne, som var genstand for heftige væddemål. En tyr af den californiske Long Horn-race blev bundet til den mægtige californiske Grizzly (som nutidens Kodiak), der grundet det milde vejr aldrig gik i hi. Som regel vandt bjørnen.



- Kreditkrisen har udløst et fuldt stop for gældsfinansierede virksomhedsovertagelser (LBO) og udstedelsen af komplekse, strukturerede renteprodukter. Det vil sige, at securitisation-processen fremover vil være begrænset. De senere års tendens til, at man pakker banklån og andre normalt ikke-omsættelige låntyper ind i værdipapirer for at kunne sælge dem videre på markedet, vil med andre ord være begrænset fremover. Og når bankerne ikke kan sælge risikoen videre i systemet, vil det globale finansielle system blive overbebyrdet, idet traditionelle lån vil stige massivt – hvilket data allerede begynder at antyde. Generelt strammere lånebetingelser bliver en realitet (ses allerede) og det vil udløse:
 - a) Flere misligholdte lån og en forværring af boligmarkedets nedtur
 - b) P/E-drevet M&A-aktivitet (fusioner og opkøb) vil aftage markant og merprisen ved overtagelser vil falde drastisk
 - c) Disse forhold vil øge presset på amerikansk økonomi, hvilket Fed's seneste rentenedsættelser ikke kan opveje.
- Både BRIK-landene, Japan og Tyskland er alle stærkt afhængige af eksport til USA. En nedgang i USA's privatforbrug vil formentlig ramme hårdt i slutningen af 07 og starten af 08 og sammen med en svag dollar medvirke til, at USA-krisen spredes globalt. Med andre ord vil den amerikanske økonomi trække verdensøkonomien med ned – i modsætning til Bull-scenariet, hvor den globale økonomi holder USA oppe.
- Aktiemarkedet er kun prismæssigt attraktivt i forhold til andre aktivklasser som følge af tre sektorer: Energi, Materialer og Finans. Disse tre sektorer er alle stærkt følsomme over for sundhedstilstanden hos de globale husholdninger og med en nedgang hos disse er indtjeningsestimerne for de tre sektorer såvel, som andre cykliske sektorer, for høje her på tærskelen til 2008. Ser vi bort fra *Energi*, *Materialer* og *Finans*, er aktiemarkedet slet ikke så billigt endda, og det samlede P/E er 20 pct. højere. På denne baggrund har argumentet om, at aktier er relativt billige, altså en ret begrænset værdi, hvis og når nedgangen i den globale efterspørgsel fra husholdningerne forværres.

Aktuelt er der stor usikkerhed på markedet, hvilket bliver illustreret af, at voldsomme kursfald og dystre profetier den ene dag kan blive afløst af brede kursstigninger og optimisme den næste. Kampen mellem Bulls og Bears er i gang. Og den ventes at fortsætte i 2008, mener Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug.

”Vi mener dog også, at det seneste tilbagefald på markedet åbner op for et rally henimod årets slutning af flere årsager. Således tror vi, at frygten for yderligere store tab i den finansielle sektor som følge af finanskrisen vil være aftagende. Samtidig venter vi, at olieprisen vil nærme sig 83 dollars pr. tønde de kommende måneder og vi ser tegn på, at den aktuelle økonomiske afmatning munder ud i en blød landing for verdensøkonomien. Slutteligt mener vi, at aktiemarkedet er så billigt i forhold til andre aktiver, at det ikke er til at komme udenom,” siger Morten Kongshaug.



Goldman Sachs:

Europa er ikke på vej i recession

Danske Erik F. Nielsen, cheføkonom på europæisk økonomi hos Goldman Sachs, mener at Europa og resten af verden i betydeligt omfang vil være i stand til at dekoble sig fra den amerikanske nedtur.

USA's 300 mio. indbyggere udgør mindre end fem pct. af Jordens befolkning. Men det hindrer ikke amerikanerne i at være verdens stærkeste økonomi med en økonomisk produktion, der udgør 27 pct. af verdensøkonomiens samlede BNP. Som det med al tydelighed er fremgået af medierne de seneste måneder, så har det amerikanske vækstlokomotiv imidlertid sine problemer i denne tid – problemer, som muligvis kan sende landet i recession. I lyset af landets store betydning for verdensøkonomien er det naturligvis interessant at spørge, hvordan det rammer os andre i europæisk økonomi.

Ser vi tilbage i historien kommer vi ikke udenom, at Europa har en tendens til at følge USA. Således følger væksten i europæisk BNP typisk USA's med tre kvartalers forsinkelse. Men man får et andet billede, hvis man ser på, hvad der rent faktisk har udløst en amerikansk nedtur.

»Hvis der er tale om en USA-nedtur, der skyldes et globalt chok, så er også den europæiske økonomi hårdt ramt i længere tid. Men hvis den amerikanske afmatning er skabt af indenlandske årsager, så er europæisk økonomi langt mindre påvirket og den negative effekt vil være overvundet i løbet af relativt få kvartaler,« siger Erik F. Nielsen, der er Goldman Sachs' cheføkonom på europæisk økonomi.

USA's boligmarked

Et særdeles interessant spørgsmål i den forbindelse er derfor helt oplagt om USA's største trussel lige nu – boligmarkedets nedtur – er et chok, der begrænser sig til USA eller er et, der kan gå hen og blive globalt, hvis de europæiske boligmarkeder er lige så oppustede og underminerede af dårlige lån.

Det er de imidlertid ikke. Dels er det europæiske boligmarked generelt ikke kendetegnet ved højere forrentede sekundære låntyper som de amerikanske subprime-lån. Dels bliver kreditrisikoen typisk ikke videresolgt i markedet forklædt som strukturerede værdipapirer. Desuden har boliginvesteringerne i Europa de seneste 15-16 år faktisk været afdæmpede og altså ikke været udsat for en usædvanlig in-

vesteringsinteresse. Det viser en opgørelse af boliginvesteringerne udtrykt i procent af BNP.

Fx viser nogle af Eurolands største økonomier, Tyskland, Frankrig og Italien en stabil udvikling uden de store udsving – faktisk er de tyske boliginvesteringer i dag noget lavere end i midten af 90'erne. Kun Spanien skiller sig ud med en voldsom stigning siden 1996.

Men heller ikke når man ser på den nominelle prisudvikling i forhold til indkomstudvikling, beskæftigelse, inflation m.v. er der generelt noget, der indikerer, at Europa har et boligmarkedsproblem i stil med det amerikanske, hvor

boliginvesteringerne fra 00 til 06 steg med 50 pct., og de inflationskorrigerede huspriser fra midten af 90'erne og frem til 2006 steg med 65 pct.

For halvandet år siden startede en nedtur på det amerikanske boligmarked, og det har en afgørende effekt på økonomien. 2/3 af økonomien i USA udgøres af privatforbruget, og derfor spiller det en stor rolle, om amerikanerne har den store pung fremme, eller de spænder livremmen ind. En vigtig drivende kraft igennem de seneste mange år har været netop privatforbruget, og belåning af friværdien til at finansiere forbrugsfesten har spillet en vigtig rolle. Derfor gør det ekstra ondt, når boligpriserne falder.

Europa ikke smittet

Den amerikanske nedtur i økonomien er allerede i gang, men det har ikke smittet Europa. Erik F. Nielsen peger således på, at tallene for eksempelvis eksport og import tydeligt viser, at en europæisk dekobling er i gang.

Eurolands eksport i de seneste tre måneder er vokset med en årsstigningstakt på 8,4 pct. Bag det tal gemmer sig stærk vækst til både Asien, Norden, EU's nye medlemslande, Rusland og OPEC.

Eksporten til USA udgør i øvrigt kun 14,4 pct. af Eurolands samlede eksport og er faldende, hvilket illustrerer, at USA's rolle som økonomisk supermagt er ved at blive mindre. Eksempelvis er det allerede nu Emerging Markets i stedet for USA, der aftager det meste af eksporten fra Europas



Erik F. Nielsen, cheføkonom på europæisk økonomi i Goldman Sachs, mener ikke, at en mulig recession i USA eller kreditkrisen vil sende Europa i knæ. Europas største udfordring kan blive inflationen.

største økonomi, Tyskland. USA vil i mange år endnu være klodens stærkeste økonomi, men de store udviklingsøkonomier med Kina og Indien i spidsen vil udgøre en stadig større rolle og dermed mindske verdensøkonomiens afhængighed af USA.

Kreditkrisen

Boligkrisen skønnes ikke at være global, men hvad med kreditkrisen? Det er jo en kendsgerning, at også europæiske banker i visse tilfælde har ligget tungt investeret i de famøse subprime-papirer. Og hvor typiske skøn på de samlede globale tab på de mere risikable lån for 1-2 mdr. siden maksimalt kunne løbe op i 100 mia. dollars, så vil Erik F. Nielsen ikke afvise, at det mulige tab kan blive på helt op til 400 mia. dollars.

I det globale finansielle system er det stadig småbeløb, men det afhænger naturligvis af, hvordan tabene er fordelt. Det kan få stor negativ effekt i systemet, hvis nogle store vigtige aktører bliver hæmmede i deres udlånspolitik af for store tab. Foreløbig er der dog ikke voldsom negativ påvirkning af det finansielle system i Europa. Ganske vist er kreditbetingelserne strammet op, men ikke særlig meget endnu. Således er renten på erhvervsobligationer med en rating på BBB kun steget med 0,3 procentpoint i forhold til 10-årige statsobligationer siden balladen startede i sommer.

Erik F. Nielsen tror som udgangspunkt ikke, at finanskrisen bliver Europas største problem. Den største udfordring kunne blive inflationen, som lige nu er lidt over ECB's target på 2,0 pct. Ifølge GS-økonomen er det olieprisens skyld – de høje energipriser bidrager med omkring 0,3 procentpoint til forbrugerprisernes årsvækst. Erik Nielsen tror dog, at inflationen i 2008 vil falde under 2,0 pct. igen som følge af den afmatning, der trods dekoleringen fra USA, skønnes at sende den realøkonomiske vækst i Euroland ned på 2,0 pct. i 2008.

Alt i alt ser det hele ikke så slemt ud, hvis investeringsbankens antagelser holder stik. Men der er altså også en risiko for, at det går den anden vej (se s. 8).



Hvad nu hvis recessionen kommer i USA...?

Økonomerne hos Goldman Sachs har for nylig hævet risikoen for en USA-recession fra 30 pct. til 40-45 pct. – mens der holdes fast i 15 pct. risiko for, at det sker for Europa.



Goldman Sachs' chefstrateg på det europæiske aktiemarked, Peter Oppenheimer, har regnet på, hvad der sker, hvis verdensøkonomien lander med et hårdt bump – dvs. USA går i recession og resten af verden trækkes ned på lavvækst (en recession er defineret som mindst to kvartaler i træk med negativ realøkonomisk vækst).

For en investor er det naturligvis interessant at have en idé om, hvordan aktiemarkedet i givet fald vil reagere – og hvordan man på forhånd bør have sat sin portefølje sammen på bedste vis.

For høje forventninger

Som udgangspunkt er Peter Oppenheimer

mer skeptisk over for aktiemarkedets aktuelle optimisme.

Konsensus siger således, at indtjeningen i selskaberne vil vokse med 9 pct. i 2008, og det er lige lovlig højtravende med de aktuelle økonomiske udsigter, mener Oppenheimer, der tror på mere beskedne 4 pct. Får vi oven i købet en hård opbremsning i verdensøkonomien (dog ikke recession i Europa) vil vi opleve et decideret fald på op imod hele 11 pct. I dette scenario vil følgende være gældende i 2008:

- Væksten i verdensøkonomiens BNP falder fra det nuværende GS-estimat på 4,1 pct. til 2,2 pct. (de to seneste svage perioder var i 1991 og 2001 med vækst på hhv. 2,8 pct. og 2,4 pct.). Væksten i Euroland skønnes til 0,5 pct.
- Dette scenario antager også en delvis dekobling i verdensøkonomien – Asien og andre dele af Emerging Markets vil stadig klare sig relativt godt.
- I Europa ventes vækst på 1 pct. i Tyskland, Sverige og Spanien; 0,5 pct. i Holland og nulvækst i Frankrig, Italien og Schweiz.
- Oliepriserne forbliver høje pga. det stramme udbud og den stærke efterspørgsel.

- Dollaren falder yderligere.
- Væksten i Østeuropa falder i samme størrelsesorden som resten af Europa.

Figuren her på opslaget viser, hvordan de enkelte aktieindeks skønnes at reagere på en sådan økonomisk udvikling.

Man skal naturligvis ikke overfortolke figuren og forvente, at det er præcise estimater for, hvordan virkeligheden vil arte sig. Udover, at vi næppe vil ramme et økonomisk miljø, der præcis vil svare til GS-økonomernes antagelser, så vil stemningen på markedet også være af stor betydning og kunne påvirke den faktiske kursudvikling på aktiemarkedet i den ene eller anden retning. Ikke desto mindre giver figuren et godt indtryk af, hvad der vil kunne ske, hvis vi får en hård økonomisk landing forværret af den aktuelle finanskrisen.

Tyskland og Sverige rammes hårdest

Bemærk i øvrigt, at de cykliske markeder som Tyskland og Sverige kan forventes at blive hårdest ramt, mens det bredt baserede large cap-indeks Eurostoxx 50 vil klare sig noget bedre.

Så hvordan skal man som investor forholde sig i en sådan usikker verden?



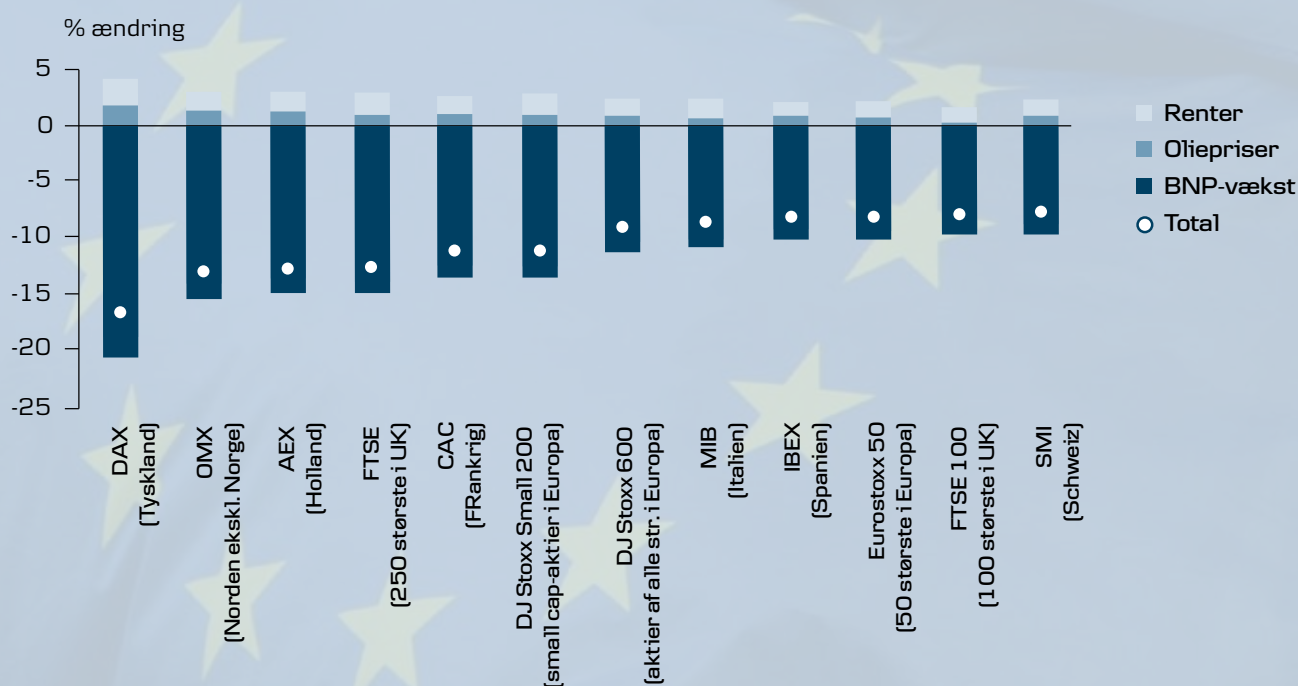
Goldman Sachs' chefstrateg på det europæiske aktiemarked, Peter Oppenheimer, anbefaler, at man som investor i den aktuelle usikre situation fokuserer på vækst, large caps og stærke balanceopgørelser, når man skal sammensætte en portefølje, der også vil klare sig godt, selv om USA lander hårdt.

»Vi anbefaler fortsat at man fokuserer på vækst, large caps (store aktier, red.) og stærke balanceopgørelser – temaer vi har anbefalet i længere tid. Vi for-

venter, at disse udvælgelseskriterier vil sikre en portefølje af aktier, der vil klare sig godt i både det flade, men volatile marked vi forventer som ud-

gangspunkt, men også hvis vi får en hård landing,« påpeger Peter Oppenheimer.

Hvad sker der med de europæiske aktiemarkeder, hvis USA går i recession?



Note: Chok baseret på antagelser om global BNP-vækst på 2,2%, oliepris på 90 USD pr. tønde og 10-årig statsrente på 3,75%
Kilde: Goldman Sachs Research

Attraktive investeringsmuligheder i Europa



En afsluttet højkonjunktur, finanskrise, høje oliepriser og et boligmarked i USA, der ifølge Goldman Sachs kan ende med prisfald på op til 30 pct. Tag samtidig i betragtning, at aktiemarkedene har kørt heftigt opad siden 2003, og alt tyder på, at virksomhedernes indtjening vil falde over en bred kam i 2008. Og at vi lige nu faktisk for tredje gang i år befinder os i en korrektionsfase, hvor aktiemarkedet falder tilbage med mere end 10 pct. Så forekommer det ikke ligefrem oplagt, at man stadig skal sætte penge i aktier.



Men trods al denne jammer og klage, så er det (jf. s. 4-5) faktisk ikke vanskeligt at finde gode argumenter for, at man skal blive i aktiemarkedet. Særlig interessant er det, at aktiemarkedet ikke er dyrt. Hvor aktier i 2000 var den absolut dyreste aktivklasse, når man sammenlignede med Emerging Markets, ejendomsmarkedet, kredit- og statsobligationer, så er aktier i dag den billigste aktivklasse.

Hvor skal man investere?

Men hvor skal man så lede efter de interessante aktier? Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug, peger på, at indtjeningsforventningerne i USA for 2008 faktisk skal falde med tæt på 30 pct., før aktiemarkedet kan betegnes som dyrt. Men da USA står til den største nedtur, så er det ikke den mest oplagte region at lede i.

De øvrige store økonomiske regioner vil i betydelig grad dekolle sig fra USA og køre videre i ganske pænt gear. Herunder også Japan, der ser ud til at gå ind i sit sjette år med økonomisk vækst. Aktiemarkedet lader imidlertid stadig vente på sig, og mange har måske ikke tålmodighed til, at lade japanske aktier udgøre en større del af porteføljen. Men der er mange gode argumenter for det japanske marked, jf. **INVESTERING** nov. 2007. Bl.a.

kan det nævnes, at hver gang udbyttebetalingerne fra de japanske selskaber i snit overstiger den 10-årige statsobligationsrente – som lige nu – så har der efterfølgende været store kursstigninger.

Af andre forhold kan nævnes, at de store internationale investeringsfonde generelt er undervægtede i japanske aktier, samt at der er planer om at hæve momsen i Japan i 2009, hvilket kan betyde, at vi i 2008 vil se en stigning i den indenlandske efterspørgsel – japansk økonomis akilleshæl.

Hvad angår Emerging Markets, så kan man ikke ignorere det faktum, at disse regioner i de næste mange år vil levere økonomiske vækstrater, som de udviklede lande ikke vil kunne hamle op med. Men kendsgerningen er også, at vi efterhånden begynder at se lidt anstrengte prisfastsættelser i visse økonomiske regioner trods de gode argumenter. Så er der Europa tilbage.

Her er der faktisk et ganske godt udgangspunkt. Efter et Bull-marked med pæne afkast siden 2003 skulle man tro, at prisfastsættelsen også her begyndte at se lidt anstrengt ud. Men det er ikke tilfældet – tværtimod minder prisfastsættelsen om den amerikanske. Investorerne har tilsyneladende i denne region såvel som i USA haft den opfattelse efter kollapset i

Stor recessionsrisiko i USA, et stadig trægt japansk marked og dele af Emerging Markets, der begynder at se dyre ud. Det europæiske aktiemarked, derimod, ser ganske interessant ud.

2000-2002, at selskaberne fremover skulle levere varen i form af indtjening. Det har de også gjort. De seneste fem år har været præget af imponerende indtjeningstal og generelt er der tale om sunde virksomheder med lav gæld og veltilpassede organisationer og forretningsmodeller.

Men det har ikke ført til overdrevne kursstigninger. Faktisk er forward P/E nu lavere end i 2004, og generelt er europæiske aktier noget billigere end obligationer. Volatiliteten på aktiemarkedet er ganske vist steget de seneste måneder, men det er ikke et advarsels tegn i sig selv, da der blot er tale om en normalisering efter flere år præget af lav volatilitet.

Investering via foreninger

Ønsker man ikke selv at give sig i kast med at strikke en portefølje sammen af europæiske aktier, så er der mange interessante investeringsforeningsafdelinger at vælge imellem. De følgende er rangeret efter stigende risiko.

DI Aktier Med Højt Udbytte, Akkumulerende – Konceptet i denne afdeling er at investere i aktier, der har høj dividendeudbetaling. Det betyder, at fokus især er rettet mod europæiske selskaber, der har tradition for at udbetale højere udbytter end selskaber i andre dele af verden. Baggrunden for strategien er, at selskaber med høje udbytter historisk set giver et bedre samlet afkast til aktionærerne end andre aktier.

Denne afdeling har kun kørt siden februar i år, men har eksisteret i Danske Invest Engros med en anden målgruppe siden oktober 2003 og siden dengang leveret et årligt afkast på 22,5 % – godt 5 % over gennemsnittet for europæiske konkurrenter med samme koncept og til en lidt lavere risiko. Investeringskonceptet har i den nuværende og andre kriser vist sig som en solid strategi. Afdelingen er skattemæssigt rettet mod private investorers pensionsmidler samt midler under virksomhedsskatteordningen.

DI Euro Stocks 50 – Investeringsuniverset er Eurostoxx 50, dvs. reelt de 50 største selskaber i Euroland. Aktuelt i den usikre situation er solide large cap-aktier interessante – ikke mindst i betragtning af, at netop denne aktiegruppe gennem de seneste 5-6 år er blevet prissat væsentligt lavere end resten af det europæiske aktiemarked. Ligger aktuelt til et afkast på 9,1 % – dvs. 2,2 % over benchmarket DJ EuroStoxx 50.

DI Europa – Er rettet mod investorer, der ønsker en bred investering i europæiske aktier. Porteføljen består af 40-60 aktier og målet er, at slå benchmark med 2-4 % årligt. Aktuelt ligger afdelingen til at slå benchmark med 5 % i år.

DI Tyskland – Der er tale om en afdeling, der adskiller sig fra markedets øvrige Tyskland-afdelinger ved at have særlig fokus på små og mellemstore virksomheder – ca. 30 % af porteføljen

består af aktier, der ikke indgår i benchmark. Porteføljen er også snæver med i alt omkring 30 aktier. Det giver mulighed for at slå benchmark markant – som i fjor med 4,9 pct. (i alt 20 pct.). Men det øger også risikoen for at afvige fra benchmark – som i år (jan.-okt.) foreløbig med knap 8 %.

DI Engros Europæiske Small/Mid Cap – Satser udelukkende på undervurderede små og mellemstore selskaber i Europa. Opnåede et afkast på 40 % i 2006 – dvs. 10,2 % over benchmark. I år er afkastet på 11 % - knap 15 % over benchmark. Fælles investeringsfilosofi for afdelingen og DI Tyskland er kvalitet. Dvs. der fokuseres på forhold som dominerende markedsposition, høje indtrængningsbarrierer, stabile priser, solide brands, højt cash flow, stærke balancer m.v.

DI Engros Østeuropa Konvergens – Som navnet antyder er filosofien i denne afdeling at udnytte de gevinster, der er en naturlig følge af de østeuropæiske landes konvergens og vækst på mange områder henimod EU-standard og velstandsniveau. Eneste danske afdeling af sin slags – har på tre år givet et samlet afkast på 163 %.

DI Østeuropa – Udnytter ligeledes de østeuropæiske landes konvergensproces. Risikoen er her lidt højere, idet også Rusland indgår. Set over de seneste fem år er afkastet på 359 % – dvs. 20 % over nærmeste danske konkurrent.

Det er blevet vanskeligere at sprede risikoen

Globaliseringen betyder, at flere aktivklasser i højere grad følges ad.

Mange investorer brændte fingrene alvorligt i bearmarkedet 2000-2002. I euforien op til var aktiemarkedene, herunder alle sektorer, generelt steget over en bred kam – i mange tilfælde uden tilstrækkelige fundamentale argumenter. Da bearmarkedet satte ind, var falderne til gengæld lige så bredt funderede, hvilket ikke burde komme bag på nogen. Men det var for mange en brat opvågning til realiteternes verden, også de store institutionelle investorer. De måtte erkende, at de havde satset for hårdt på aktiemarkedene, og de har siden da været på udkig efter ukorrelerede aktiver, der kan mindske den samlede risiko.

Men statsobligationer i det globale lavrentemiljø kunne ikke tilbyde det afkast, de naturligvis samtidig går efter. Derfor kastede de sig i stor stil over hedgefond-aktiver, private equity-fonde, råvare-fonde – og ikke mindst strukturerede produkter baseret på de famøse subprime-papirer, som tilbød en højere rente end statsobligationerne.

Herved har mange igen begivet sig ud i investeringer, hvor de har fejlbedømt den underliggende risiko og spredningsgevinsten. Men faktum er også, at det ikke er let at sprede sig – det er faktisk blevet en del vanskeligere gennem de senere år. Globaliseringen har trods dens positive sider også haft den effekt, at fx aktiemarkedene har en klar tendens til at følges ad.

Fx var Emerging Markets negativt korreleret med det amerikanske og europæiske aktiemarked i det meste af 90'erne. Når markedene steg i de rige lande, faldt Emerging Markets typisk. I de senere år er det blevet helt anderledes. Nu er korrelationen mellem fx S&P 500 og de eksotiske markeder omkring 80 pct. Dvs. 80 pct. af udsvingene i Emerging Markets kan forklares af udsving i S&P 500.

De senere års lave renter og likviditetsoverflod har også i høj grad gjort det vanskeligt at opnå en mærkbar reduktion af risikoen ved at sprede sig over forskellige aktivklasser. Der er nemlig en klar tendens til, at når likviditeten er rigelig, så vil pengene strømme ind i et bredt spektrum af aktivklasser, og de vil have en tendens til at stige sammen. Hvis likviditeten derimod er knap og aftagende, så vil investorerne forsøge at kom-

me ud af deres mest risikable positioner – og de mest risikable aktivklasser vil således falde i takt.

Hvad gør man så?

Hele idéen med spredning af investeringer er jo, at man forsøger at etablere positioner, som bliver mindst muligt ramt af diverse nedture på finansmarkedene – urolige tider, hvor usikkerheden hænger og volatiliteten stiger. Som fx lige nu.

Richard Bernstein hos investeringsbanken Merrill Lynch har set på korrelationen mellem forskellige aktivklasser og ændringen i volatiliteten, udtrykt ved volatilitetsindekset VIX på S&P 500. Som det fremgår af figuren, så er det på sin vis beroligende at konstatere, at statsobligationer og korte statspapirer stadig fungerer som »sikre havne«, når der er ballade på aktiemarkedet – så meget er verden trods alt ikke forandret. Til gengæld har alle andre aktivklasser en tendens til at falde samtidig – lige fra ejendomme, råvarer og small caps til Emerging Markets og de udviklede aktiemarkeder.

Så hvad skal man gøre, hvis man gerne vil indbygge en vis form for risikospredning i sin portefølje? Bernstein foreslår, at man opererer med fem aktivklasser, som muligvis kan tilbyde ukorrelerede afkast:

- Obligationer i lokal valuta
- Guld
- Telekom-aktier – en af de sektorer, der er mindst korreleret med andre set over de seneste fem år
- Aktier med høj dividende
- GARP-aktier – et begreb, som ud fra visse kriterier definerer »vækst til en rimelig pris«

Ganske vist har både aktier med høj dividende og GARP-aktier en betydelig korrelation med de brede aktieindeks, men historisk set har de alligevel en tendens til at klare sig godt i perioder med stigende volatilitet pga. deres underliggende koncept.

Bernsteins forslag er interessante, men problemet med at finde ud af, hvordan man bedst spreder risikoen, er, at man er nødt til at støtte sig til korrelationsberegninger, der tager udgangspunkt i fortiden. Og det er

jo bestemt ingen garanti for fremtiden. Faktum er nemlig, at korrelationer mellem forskellige aktiver, aktivgrupper og regioner ændrer sig løbende og ret markant.

Eneste sikre holdepunkt synes at være, at en vis portion statsobligationer altid er godt at have i porteføljen. Men derudover er det blevet vanskeligt. Den globaliserede kendsgerning er nemlig, at jo mere kendt og gennemanalyseret en aktivklasse er, desto mere svinger den i takt med alt andet, vi kender så godt.

Pas på det ukendte

Men man skal samtidig passe på ikke at lade sig friste af det ukendte. Som mange finansverdenens professionelle aktører gjorde, da de i stort og stadig ukendt omfang købte subprime-papirer pakket godt ind i strukturerede produkter. Produkter, der på overfladen så tillokkende ud, men hvor den egentlige risiko var langt større end selv de garvede kreditratingsbureauer kunne gennemskue.

Nye investeringsområder kan virke fristende. Men selv om fx et afrikansk land eller et andet land, der befinder sig

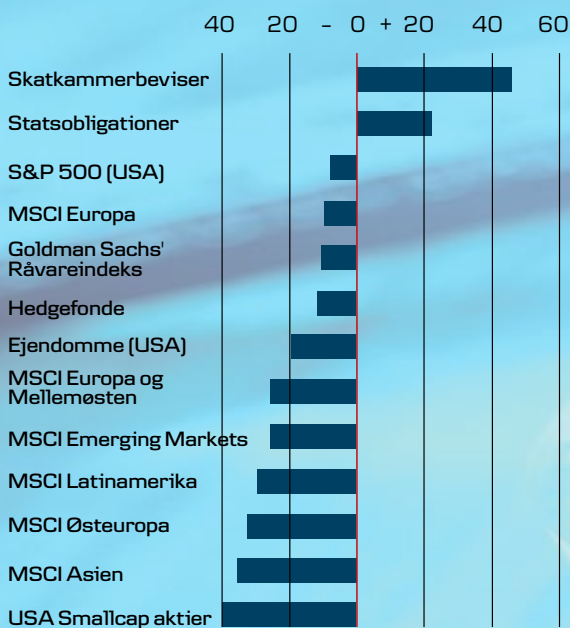
langt fra Emerging Markets' superliga, kan friste med høje afkast og en tilsyneladende selvstændighed i forhold til udviklingen på andre aktiemarkeder, så kan den opnåede risikospredning være illusorisk og direkte vildledende, hvis man samtidig undervurderer risikoen markant. Og netop vurderingen af risiko kan være vanskelig, når der er tale om »eksploration af ukendte områder«.

Helt fortabt skal man dog ikke føle sig, trods denne gennemgang af porteføljeteoriens faldgruber. Udover statsobligationer er der stadig en ret forskellig udvikling i de forskellige sektorer på aktiemarkedet. Derfor er der en betydelig gevinst ved at sprede sig i defensiv retning i en usikker periode som denne, hvor vi er på vej ind i en periode med lavere vækst.

Aktuelt anbefales i det nordiske marked *Telekommunikation*, *Sundhed* og *Forsikring* – sektorer i aktiemarkedet, der ikke berøres synderligt af konjunkturedgangen. *Industri* er også en mulighed – især de industriaktier, der er eksponeret globalt og er uden for byggesektoren. Overordnet set anbefales *større aktier (large caps)*.

Aktivklasserne følges ad - men statspapirer går modsat

Nedenstående korrelationer viser, at når usikkerheden og dermed volatiliteten stiger på de finansielle markeder, så falder de fleste aktivklasser typisk. Undtagen statspapirer, der stadig fungerer som "sikker havn" og går den modsatte vej.



Kilde: Merrill Lynch, MSCI, The Economist

Note: Korrelationen er et statistisk tal for samvariationen mellem to størrelser, og den kan svinge mellem -1 og +1. Et positivt tal udtrykker, at de følges ad, og omvendt hvis tallet er negativt. I figuren ses korrelationen mellem 12 mdr. kursudvikling på en aktivklasse i lokal valuta og 12 mdr. ændring i Chicago-børsens volatilitetsindeks, VIX, for perioden dec. 1995-okt. 2007.



Finanskrise og stagflation

Kreditkrisen og situationen på det amerikanske boligmarked er forværret.

Markedet regner nu med, at USA's centralbank sætter renten ned med et procentpoint over det kommende års tid. Men et mareridt ved navn stagflation lurker i baggrunden.



Vi kommer ikke udenom det. Desværre må vi gentage meldingen om, at finanskrisen endnu ikke er overstået. Den nyligt overståede præsentation af regnskaberne for tredje kvartal i USA afslørede, at *subprime-skeletterne* vejer tungt i skabene hos flere af verdens største banker. Og hvor de fleste gæt på tabenes omfang for et par måneder siden lød på omkring 100 mia. dollars, så er der nu mange, der frygter, at det kan løbe op i 300-400 mia. dollars. I det enorme globale finansielle hav er der stadig beskedent, men smertens omfang afhænger jo af hvem, der bliver ramt. Nogle banker kan være så hårdt ramt, at det i høj grad hæmmer deres bevægelsesfrihed, herunder deres udlånsmuligheder. Og det kan skabe en generel ulyst i finanssektoren til at låne penge ud – en såkaldt *credit crunch*, der kan svække økonomien alvorligt.

Frygten lurker derfor stadig i markedet. Frygten for, at nye store tab pludselig dukker uventet op nogle steder, og at en stor realkreditinstitution eller bank må dreje nøglen om. Frygten har dog ikke medført panik på aktiemarkedet, selvom alt peger i retning af at finanskrisen ramler sammen med en verdensøkonomisk nedtur, som bliver værst i USA. Generelt har aktiemarkedet foreløbig taget en korrektion på 10 pct., men det er klart finansaktierne, der er hårdest ramt.

Men det er i pengemarkedet og på dele af obligationsmarkedet, at krisen

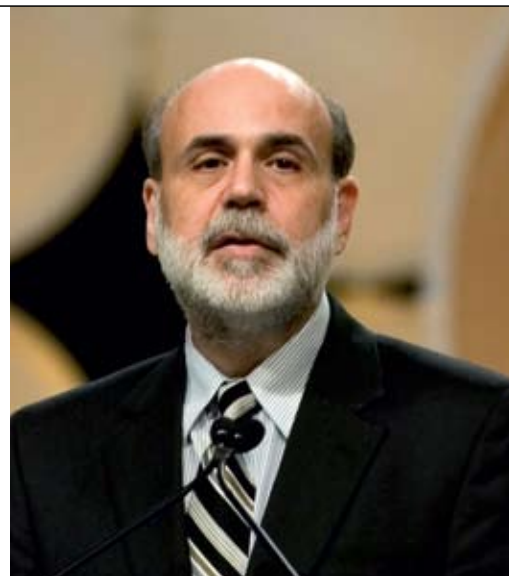
for alvor er afspejlet. Disse er endnu langt fra at fungere så godt, som de gjorde for et halvt år siden. Frygten går i særlig grad på, at de store banker starter et brandudsalg af de hårdest ramte aktiver, som vil starte en lavine og give obligationsmarkedet et chok, der kan få alvorlige konsekvenser – og hæmme de livgivende kapitalmarkeder på et tidspunkt, hvor økonomien i forvejen er ved at geare ned. I værste fald kan det ende i en recession i verdens største økonomi, som også vil ramme resten af verden hårdt.

Som nævnt i forrige nummer af INVESTERING har flere af verdens største banker derfor besluttet, at oprette en fond, der – efter de seneste forlydender – skal op på 100 mia. dollars og anvendes til at sikre et stabilt marked for de betændte værdipapirer, så man undgår et paniksalg, der for alvor kan sende hele det globale finansielle system til tælling.

Superfonden kan hjælpe

Fonden vurderes af chefanalytiker i Danske Banks strategienhed på obligationsmarkedet, Allan von Mehren, at være et vigtigt skridt på vejen mod at stabilisere markedet, hvis det lykkes.

”Risikoen for et lavineagtigt salg af visse aktiver er voksende, idet tabene i banker kan føre til yderligere kreditstramning og dermed skade boligmarkedet yderligere i USA. Dette kunne føre til yderligere prisfald på huse og forværre situationen for realkreditbli-



Chefen for den amerikanske centralbank, Ben Bernanke, har en vanskelig opgave med pengepolitikken i og med, at økonomien er på vej ned, mens inflationsudviklingen er truende.

gationer etc. Det er denne negative spiral, markedet frygter i øjeblikket. Og muligvis kan den nye superfond dæmpe noget af frygten, hvis det reducerer risikoen for brandudsalg af aktiver,” siger Allan von Mehren.

Et andet forslag, der skal hindre en bølge af tvangsauktioner, er fremsat af finansminister Hank Paulson og går bl.a. på, at de mest trængte subprime-låntagere skal have mulighed for at blive på den lave teaser-rente, som lånet er startet ud med.

Den amerikanske centralbank Federal Reserve (Fed) har hjulpet med til at dulme den aktuelle hovedpine i det finansielle system med bl.a. to rentenedsættelser, som også falder på et tørt sted mht. til at afbøde nedturen i den amerikanske økonomi. Og ser man på den aktuelle prissætning i obligationsmarkedet i USA, så er den gennemsnitlige forventning i markedet åbentbart, at USA i løbet af det kommende års tid sætter renten ned med et helt procentpoint mere.

Og det lyder jo tilforfældeligt. Både den skrantende økonomi og det ”sygdomsramte” finansielle system nyder godt af rentenedsættelser, så det ligger jo lige til højrebænet for Fed. Men så simpelt er det ikke.

Inflationsproblemet

En centralbanks opgave er nemlig også at styre pengepolitikken således, at man sørger for at holde inflationen i ave. Dvs. stigende inflationspres skal imødegås med højere renter, og faldende inflationspres giver plads til at sænke renten.

Når en højkonjunktur har kørt i længere tid (som de senere år), så begynder inflationen typisk at kravle opad. Ledigheden er nemlig blevet så lav, at lønpresset går i vejret. Og når omkostningerne til arbejdskraft bliver dyrere for virksomhederne, så overvæltes det typisk i priserne på deres varer og tjenesteydelser. Inflationen stiger altså. Dette kan imødegås med en strammere pengepolitik (og/eller en strammere fi-

nanspolitik) for at få økonomien ned i et lidt lavere gear.

Den europæiske centralbank, ECB, som Danmarks Nationalbank som følge af fastkurspolitikken er tvunget til at følge i tykt og tyndt, har en helt klar opgave. Den går ud på først og fremmest at sikre en stabil, lav inflation omkring 2 pct.

Derimod er Fed's opgave todelt. Den amerikanske centralbank skal både holde inflationen nede og sikre fuld beskæftigelse. Og det er en vanskelig opgave at løse med pengepolitikken, når økonomien er på vej mod en nedtur, og inflationen er stigende.

Fed's opgave er dog gjort lidt lettere af, at man fokuserer på kerneinflationen – dvs. ekskl. føde og energi – i modsætning til ECB, der styrer efter den samlede inflation.

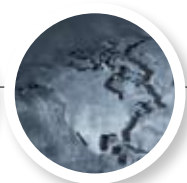
Argumentet for at fokusere på kerneinflationen er, at man dermed undgår effekterne fra de stærkt svingende priser på føde og energi – og i stedet tilrettelægger pengepolitikken under

»

Køb 2%-obligationer med længere løbetid

Vi anbefaler generelt personbeskattede investorer med skattesats 45 pct. og 59 pct., at købe 2%- og 3%-obligationer. Med udsigt til udløb af 2% 2008 pr. 2. januar (16 mia. kr.) anbefaler vi, at investorerne overvejer geninvestering i længere 2%-obligationer

til 2010 og 2011 frem for alene i 2% 2009, da mængden af disse obligationer er meget lille set i forhold til de kommende års geninvesteringsbehov.



Tidligere chef for den amerikanske centralbank, Alan Greenspan, erkender, at hans efterfølger befinder sig i en vanskeligere position, end han selv gjorde efter aktiekrakket i 2000 og krisen, der fulgte efter. Han advarer om, at inflationsforventningerne i de kommende år vil stige.

» hensyntagen til et mere stabilt inflationsmiljø. Kerneinflationen kan imidlertid på sigt være en u hensigtsmæssig størrelse at styre efter, hvis man dermed ignorerer et længerevarende strukturelt prispres fra fødevarer, råvarer og energi. Som vi måske oplever nu, hvor olieprisen nærmer sig 100 dollars pr. tønde og muligvis fortsætter, og fødevarerpriserne som følge af de hastigt voksende middelklasser i Emerging Markets (se boks øverst s. 23) og fokus på biobrændsel (og dermed bl.a. korn) er stærkt stigende. Samtidig har outsourcing heller ikke længere den prisdæmpende effekt som for blot få år siden (se boksen nederst her på siden).

Fed's dilemma

Fed befinder sig derfor i et dilemma. Der er ret beset ikke det store spillerum for at sænke renten. Risikoen er nemlig, at man risikerer en situation kaldet stagflation, som handler om, at økonomien dels befinder sig i stagnation, dels er præget af høj inflation. I modsætning til det normale konjunkturforløb, hvor en stram pengepolitik i slutningen af en højkonjunktur sender inflationen ned. Resultatet kan blive en økonomisk nedtur, der varer længe, end nogen vil bryde sig om.

Hos Goldman Sachs (GS) er økonomerne overbeviste om, at Fed sætter renten ned igen. Faktisk tror GS, at den ledende rentesats i USA allerede i midten af 2008 er kommet helt ned på 3,0 pct. – mod i dag (10. dec.) 4,50 pct.

GS forventer, at kerneinflationen i USA er for nedadgående og i slutningen af 2008 vil ligge omkring 1,5 pct. Bliver det tilfældet, er det forsvarligt at sætte renten så langt ned, mener økonomerne. Baggrunden for den voldsomme ændring af forventningen til USA's rentepolitik er en forværret situation på amerikanske boligmarked – og økonomerne tror nu, at risikoen for, at USA ender i recession, er helt oppe på 40-45 pct. mod før 30 pct. Hvis recessionen bliver en realitet, vil huspriserne kunne falde med gennemsnitligt 30 pct. i USA – og det vil i høj grad hæmme forbrugernes købelyst og gøre recessionen dybere og længere. Med sådanne risikoperspektiver i udsigt, mener økonomerne, at Fed er tvunget til en aggressiv pengepolitik,

Greenspan: Pas på inflationen

Der er dem, der hævder, at hvis Alan Greenspan stadig var chef for Federal Reserve (Fed), så ville han have reageret meget hurtigere og mere aggressivt med rentenedsættelser for at imødegå finanskrisen. Men i et interview med Financial Times understreger han, at han næppe ville have handlet anderledes end Ben Bernanke.

Greenspan huskes især for den meget kraftige og langvarige rentenedsættelse af de amerikanske renter i de første år af dette årti som reaktion på IT-boblens kollaps og en truende recession. Men han understreger, at den aktuelle situation er væsentlig anderledes.

»Vi var ikke bekymrede for, at inflationen skulle genopstå, men det er man nødt til at være nu.«

Han mener, at afvejningen mellem ledighed og inflation er ændret markant, og argumentet er todelt. For det første mener han, at USA er på vej ind i en periode med mere dæmpet produktivtetsvækst med henvisning til, at virksomhederne ikke ville udbetale dividender til aktionærene i stor stil, hvis de så oplagte muligheder for investeringer, der ville fremme produktiviteten.

»Innovationsmuligheder er i øjeblikket mættede i en vis forstand i modsætning til 90'erne, hvor de var ekstraordinære,« siger han.

Global fødevaremangel øger inflationen

Da FN i oktober holdt sin årlige World Food Day for at sætte fokus på den underernærede del af Jordens befolkning, som anslås til 854 mio. mennesker, var advarslen skarpere end sædvanligt. For første gang siden starten af 70'erne, hvor der var global fødevaremangel, begynder den aktuelle fødevaresituation nu også at bekymre de udviklede lande.

Landbrugets råvarer handles på rekordhøje niveauer. Hvede og mælk ligger på det højeste niveau nogensinde og majs og sojabønner er langt over gennemsnittet fra 90'erne. Ris og kaffe har ikke været så dyrt i 10 år, og kødpriserne er på det seneste steget med op mod 50 pct. i visse lande.

Nogle af prisstigningerne har baggrund i midlertidige problemer

såsom tørke i Australien og sygdomme hos grise i Kina. Men en mere permanent forklaring er den stigende efterspørgsel efter mere proteinholdige fødevarer i Asien, især Kina og Indien, i takt med at store købestærke middelklasser blomstrer op. Samtidig spiller den internationale fokus på biobrændsel en stor rolle for kornpriserne. Fx vil produktion af bioethanol i USA i 2010 kræve 30 pct. af USA's majsproduktion.

FN's føde- og landbrugsorganisation estimerer, at disse nye strukturelle trends i det næste årti vil medvirke til at presse prisen på landbrugsprodukter 20-50 pct. over gennemsnittet for de seneste 10 år.

hvis credit crunch og recession skal undgås. Økonomerne i Danske Bank har i lyset af de seneste dystre meldinger om kreditkrisen og det amerikanske boligmarked også valgt at tro på, at Fed kommer mere frem i skoene. Men ikke så meget som kollegerne i GS.

”Vi forventer, at Fed sætter renten ned med tre gange et kvart procentpoint over de nærmeste måneder for at afhjælpe situationen med vækstafmatning, kreditstramninger, rekordhøje oliepriser og faldende boliginvesteringer. Men vi tror til gengæld også, at vi til foråret vil se en kreditkrise, der løser sig og et boligmarked, der stabiliserer sig. Vi har allerede set et stort fald i byggeaktiviteten, som

nu ligger tæt på det historiske lavpunkt omkring 3 pct. af BNP. Desuden tror vi også, at olieprisen falder tilbage til omkring 80 dollars pr. tønde i 2. og 3. kvartal,” siger Allan von Mehren, og tilføjer, at medvirkende til den aktuelt spændte situation på pengemarkedet og dele af obligationsmarkedet er også, at der netop op til årsskiftet traditionelt er et stort pres på likviditeten, som dels hænger sammen med, at folk typisk trækker penge ud, dels opbygger bankerne likviditet til årsskiftet af regnskabs-tekniske årsager.

Hvad angår ECB's rentepolitik tror Allan von Mehren nu ikke længere på, at den europæiske centralbank tør hæve renten. Selv om

inflationens udviklingen isoleret set kunne tale for det, vælger ECB formentlig at afholde sig fra det pga. den store usikkerhed om verdensøkonomien og udsigten til forventet afmatning af europæisk vækst i 2008. Samt – ikke mindst – hensynet til EUR/USD. Dollaren er i forvejen stærkt svækket over for euroen, og jo højere renten er i Euro-land i forhold til USA, desto flere investorer vil foretrække at investere i EUR frem for USD. Rente-forhøjelser fra ECB mens Fed sænker renten vil derfor næsten med sikkerhed svække dollaren endnu mere, hvilket vil hæmme den europæiske eksport yderligere (læs om dollaren s. 33).



Den anden og mere kontroversielle del af hans argument er, at den disinflationære effekt af globaliseringen snart vil begynde at ebbe ud. Ændringshastigheden i priserne – eller graden af disinflation – er relateret til globaliseringens ændringshastighed, lyder argumentet. Integrationen af en milliard arbejdere fra Kina og det tidligere Sovjet i det globale markedssystem har haft en dybtgående disinflationær effekt på priserne på verdensplan. Men når alle disse arbejdere er forbundet med verdensøkonomien, vil den disinflationære effekt være væk.

»I den mellemliggende periode vil det disinflationære pres, som

jeg var så heldig at arbejde under, gradvist forsvinde.«

Han er overbevist om, at de generelt lave inflationsforventninger, som stadig er fremherskende i markedet, vil ændre sig. Det underliggende omkostningspres er stigende. Bl.a. som følge af oliepriserne stadige himmelflugt men også de stigende budgetunderskud i de udviklede lande, drevet af den rige verdens aldrende befolkning, hvis træk på de offentlige ydelser vil veje tungt i de kommende år.

»I det miljø vil inflationsforventningerne stige,« siger den tidligere centralbankdirektør til Financial Times.

Global klima- og energikrise accelererer

De fleste teknologier bag energialternativer til de fossile brændstoffer kræver adskillige års udvikling, før de er brugbare i stor skala. Derfor er løsningen på kort sigt øget energieffektivitet og –besparelser samt atomkraft og Clean Coal Technology.

Den seneste rapport fra FN's klimapanel, *IPCC*, er ikke opmuntrende læsning. Rapporten er den sammenfattende afslutning på seks års arbejde med at gøre status over de globale klimaproblemer - en proces, der har involveret over 2.500 klimaforskere i 130 lande.

Konklusionen er klar: Klimaproblemerne er menneskeskabte, og naturen reagerer hurtigere på temperaturstigningerne end hidtil antaget – og så er der ikke engang taget højde for de seneste meldinger fra Grønland, hvor indlandsisen smelter med en hastighed, der er kommet bag på forskerne. Siden 2004 er den årlige afsmeltning og tab af is på op imod 300 kubikkilometer fra gletcherne, der ligger på en strækning på cirka 500 kilometer i Sydøstgrønland. Før 2004 var der en årlig afsmeltning på mellem 50 og 100 ku-

bikkilometer. Den globale feber vokser efter IPCC's vurdering nu med så stor hastighed, at vi nu får meget vanskeligt ved at holde os under en temperaturstigning på omkring to grader, der anses for at være smertegrænsen for, hvad Jorden kan tåle, uden at vi får alt for store ændringer i vejrmønstret og naturen.

Stigende globalt energibehov

Skal det lykkes at undgå temperaturstigninger på mere end 2-2,4 grader over det præindustrielle niveau, så skal verdens CO₂-udledning faktisk toppe allerede i 2015. Og det er næppe realistisk, bl.a. fordi det bliver dyrt. Kirsten Halsnæs, medforfatter til klimarapporten, udtalte for nylig til Berlingske Tidende, at økonomiske studier peger på, at det

Andre energikilder og innovationer er nødvendige

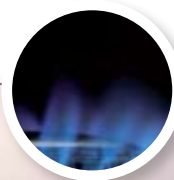
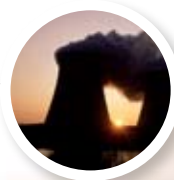
Det står allerede nu klart, at den globale olieproduktion næppe vil kunne følge med væksten i efterspørgselen, som i 2030 vil kræve 116 mio. tønder i døgnet mod i dag 85 mio. tønder. Det betyder to ting: Dels kan vi godt glemme alt om, at vende tilbage til oliepriser på det niveau, vi kendte for blot få år siden. Dels er det nødvendigt at dække verdens energibehov med andre energikilder end olie.

IEA pointerer i sin seneste årsrapport, at uden afgørende restriktioner vil verdens udledning af CO₂ i 2030 være 57 pct. højere end i dag. Selv i det bedste scenario, som antager, at de forskellige forslag om reduktion af de industrialiserede landes CO₂-udledning bliver vedtaget, så vil den samlede udledning stige med 25 pct. Med mindre naturligvis, at der sker fremskridt i de alternative energikilder, som på nuvæ-

rende tidspunkt ikke er til at få øje på.

Vi bringer på disse sider en kort status over situationen i nogle alternative energikilder og nævner eksempler på interessante selskaber, der vil kunne nyde godt af det internationale samfunds store fokus på "grønne" alternativer til de fossile brændstoffer.

Isen på Antarktis og Grønland smelter langt hurtigere end selv FN's klimapanel har taget højde for i den seneste rapport om den globale opvarmning.



vil koste omkring en halv pct. af verdens BNP at stoppe væksten i drivhusgasudslippene frem mod 2030 – mens det vil koste op mod tre pct. af verdens BNP, hvis man vil stoppe væksten allerede i 2015.

Der er mange årsager til, at det vil være dyrt at omstille vores oliebaseerede samfund så hurtigt. En stærkt medvirkende forklaring er, at det globale energiforbrug vil vokse med mere end 50 pct. i årene frem til 2030, fremgår det af *Det Internationale Energiagenturs (IEA)* nyligt offentliggjorte årsrapport. Og det vil især skyldes den hastige vækst i de store udviklingsøkonomier som Kina og Indien.

Ikke mindst udbygningen af transportsektoren vil sluge enorme mængder energi. Således ventes alene kinesernes vognpark at syvdobles inden 2030. Allerede nu er Kina verdens næststørste forbruger af energi, men ventes om tre år at fortrænge USA fra førstepladsen – og vil allerede i 2010 indtage den lidet flatterende *pole position* som verdens største udleder af drivhusgasser.

Clean Coal Technology

Verdens kendte, tilgængelige kulreserver er store – og udgør den største mængde af fossilt brændstof på Jorden. Opgjort ud fra aktuel produktion og kendte reserver, så rækker kul til 164 år endnu, gas til 67 år og olie til 41 år, viser en beregning fra World Coal Institute. De største reserver findes i USA, Rusland, Australien, Kina, Indien og Sydafrika. I dag er forbruget af olie en tredjedel større end forbruget af kul, men IEA skønner, at målt på energiindhold vil forbruget af de to fossile brændstoffer være lige stort allerede i 2015. Den største vækst i kulforbruget vil finde sted i Kina og Indien, der allerede i dag tegner sig for 45 pct. af det globale

kulforbrug. Prognoserne siger, at der alene i de nærmeste fem år vil blive bygget over 1000 kulfyrede kraftværker verden over, og Kina og Indien vil tegne sig for de fleste.

Det tegner ikke lyst for CO₂-udledningen. Men der arbejdes med udvikling af *Clean Coal*-teknologier, som kan mindske udledningen af CO₂ ved afbrænding af kul. Således kan man anvende visse filtre og kemiske processer i afbrændingen. En mulighed er også *Supercritical Pulverised Coal Combustion* – en forbrænding af pulveriseret kul i en proces med højt tryk og temperatur, der øger den termiske virkningsgrad af kul fra 35 pct. til op mod 45 pct. – og herved udledes godt 20 pct. mindre CO₂ for at skabe den samme energimængde. Forsøg viser også, at hvis man supplerer forbrændingsprocessen med biomasse kan CO₂-udledningen reduceres med yderligere 20 pct.

Men de mest interessante metoder handler om, at man fjerner CO₂ fra en forbrænding af kul (eller et andet fossilt brændstof eller biomasse), før (*pre-combustion*) eller efter forbrændingen (*post-combustion*) finder sted.

Pre-combustion teknikken *Integrated Gasification Combined Cycle (IGCC)* går ud på, at kul reagerer med damp og ilt under høje temperaturer og tryk, hvorved der skabes en syntesegas bestående af carbonmonoxid og brint. En reaktion mellem carbonmonoxid og damp producerer derefter brint og CO₂. Brinten kan brændes i en gasturbine eller brændselscelle og dermed give energi, mens CO₂ opfanges og lagres.

På det norske gasfelt, Sleipner, der ejes af *Statoil/Hydro* (Danske Markets Equities, Hold), har man i mange år anvendt IGCC og dermed lagret CO₂ i undergrunden og anlæget sparer hvert år atmosfæren for 1 mio. tons CO₂. Projektet blev indledt allerede i 1996. Ikke for at løse verdens



» CO2-problem, der på det tidspunkt endnu langt fra var en anerkendt problemstilling, men som en løsning på den nødvendige rensning af naturgas. CO2-indholdet i den naturgas, der udvindes, er på 9,0 pct. og indholdet skal nedbringes til 2,5 pct., før gassen videresælges.

Britiske *Centrica* (Goldman Sachs, Køb) samt *American Electric Power* (GS, Neutral) arbejder også med IGCC-teknikken. *General Electric* (GS, Køb) er verdens førende leverandør af IGCC-udstyr.

Post-combustion teknikker går ud på, at man opfanger skorstensrøgen og udskiller den CO₂, der opstår ved en forbrænding, hvorefter den lagres i undergrunden. Metoden har faktisk været kendt siden 80'erne, og benyttes allerede flere steder, men hidtil mest som en teknik til at rense naturgas, øge udvindingen fra oliefelter samt methan fra ikke-rentable kullag.

Lord Oxburgh, tidligere bestyrelsesformand for Shell, udtalte på en energikonference i oktober, at disse *carbon capture*-teknikker er klodens bedste håb for at kunne imødegå

den klimamæssige udfordring. Han siger til *Financial Times*, at der er meget store muligheder for de selskaber, der udvikler den bedste teknik.

”Dette vil blive en af de store nye industrier i verden med en værdi tæt på 1.000 mia. dollars. Det bliver en industri af samme omfang som olieindustrien i dag,” siger han til *Financial Times*.

Premierminister Gordon Brown har netop annonceret, at regeringen vil støtte et post-combustion projekt i Storbritannien. Forslag til projektet, som finansieres fuldt ud af regeringen, modtages senest marts 2008. Projektet skal senest i 2014 kunne demonstrere, at det kan fange og oplagre 90 pct. af CO₂-udledningen fra en kraftværksgenereret kapacitet på 300 MW – svarende til knap en tredjedel af Asnæs-værket, som er Danmarks største kraftværk.

Et lignende projekt, kaldet *FutureGen*, er på vej i USA. Hovedparten af de 1,5 mia. USD, som projektet skønnes at koste, dækkes af USA's energiministerium. Projektet, der er baseret på IGCC-teknikken, skal være køreklart i 2012. I det



Biobrændsel

Stigende velstand og voksende befolkninger i udviklingslandene samt flere oversvømmelser, tørker m.v. kombineret med den store fokus på biobrændsel har presset priserne op på visse landbrugsprodukter, især kornsorter. Det gør ondt på producenterne af biobrændsel, ikke mindst fordi prisen på bioethanol alene i år er faldet med 25 pct. som følge af branchens stigende overkapacitet. Både amerikanske og europæiske producenter er også presset af import fra Bra-

silien, hvor bioethanol fremstillet af sukkerrør i mange år har været en vigtig energikilde. Men hvor amerikanske producenter i en vis grad afhjælpes af statsstøtte, så er det trange tider for de europæiske, der må se brasiliansk bioethanol blive solgt i Europa til priser under de europæiske råvareomkostninger. USA-støtte til amerikanske producenter giver de europæiske producenter af biodiesel et lignende problem. Biobrændsel bliver muligvis først en lukra-

tiv forretning for producenter og investorer, når 2. generation af konversionsprocessen om få år er udviklet til storstilet kommercielt brug. Først da vil denne proces, som er baseret på restaffald fra land- og skovbruget, også blive en gevinst for miljøet. Forskere i ind- og udland peger nemlig på, at den aktuelle fremstilling af biobrændsel næppe giver nogen reduktion af drivhusgasser i det samlede billede – men det gør til gengæld næste generation af teknologien.

konsortium af selskaber, der deltager i projektet, kan nævnes *American Electric Power* (GS, Neutral), *E.ON* (GS, Køb) og *Consol Energy* (GS, Køb).

Et andet og særdeles interessant selskab er amerikanske *Fuel Tech* (GS, Køb). Selskabet blev stiftet i 1987, men har først inden for de seneste 10 år for alvor fået vind i sejlene i takt med den øgede fokus på luftforurening. De kloge hoveder i *Fuel Tech*, hvoraf 20 pct. har en Ph.D., beskæftiger sig ikke med decideret opfangning af CO₂. Udgangspunktet for selskabets teknologi har været de kulfyrede kraftværkers grundlæggende problemer. Kulfyrede kraftværker leverer størstedelen af verdens elektricitet ved afbrænding af kul, som sender varm luft under højt tryk ind i rørkompleks, som opvarmer gigantiske "kokekedler", der skaber damp, som så drejer enorme turbiner. Og det skaber en masse svineri. Kulforbrændingen ved de høje temperaturer skaber aske, som smelter og derefter bliver til en hård masse af slagter – i så stort omfang, at det kan stoppe rørene, reducere effektiviteten og tvinge et kraftværk til rengøring og der-

med lukning i op mod to uger om året. Industriens mærridt.

En anden hovedpine er, at forbrændingsprocessen også udleder bl.a. svovltrioxid og nitrogenoxider, der er årsag til den største luftforurening.

Fuel Techs løsninger reducerer forureningen med disse gasarter drastisk og begrænser også udledningen af CO₂ med 1-1,5 pct. Sammenholdt med nedbringelsen af slagterproblemet betyder *Fuel Techs* løsning for eksempelvis et kraftværk med en kapacitet på normalt 450 MW, vil kunne øge kapaciteten til 500 MW – samtidig med, at kulforbruget reduceres med 3 pct.

Endnu er *Fuel Techs* enorme potentiale ikke afspejlet i aktiekursen, men Goldman Sachs vurderer, at kulfyrede kraftværker i de kommende år i meget høj grad vil efterspørge selskabets teknologi – ikke mindst i Kinas 3.000 kulfyrede kraftværker, der årligt afbrænder 1,7 mia. tons kul.

»



Solenergi

Solenergi spås af eksperterne at have et meget stort potentiale i de kommende år. Foreløbig er effektiviteten af solcellerne ikke god nok til at kunne hamle op med den elpris, som kraftværkerne kan tilbyde, men der sker hastige fremskridt i denne branche.

Thin-film-celler, der kun indeholder 1 pct. af det silicium, der er i de mest udbredte solceller, spås en stor fremtid. Men også inden for nanoteknologien ventes tek-

nologiske gennembrud i de nærmeste år. Den dag solcellepaneler er så langt nede i pris, at de bliver en integreret del af taget på de fleste bygninger, vil markedet eksplodere.

Der er vi ikke endnu. Men to af de mest interessante aktier inden for solenergi er lige nu Suntech og First Solar, der begge anbefales af Goldman Sachs.

Suntech Power er et kinesisk selskab, noteret på børsen i New York. Selskabet er

verdens største producent af solare moduler og solceller.

First Solar er amerikansk og designer og fremstiller solcellemoduler. Anvender *thin-film*-teknologi.

Læs i øvrigt om det seneste gennembrud inden for forskningen i solenergi s. 32.

Vindenergi

Vindmøller – eller vindturbiner, som det hedder i fagsproget – er den mest veludviklede teknologi inden for vedvarende energi. Med den voldsomme globale fokus på potentielle løsningsmuligheder til at imødegå den globale opvarmning har selskaberne inden for vindenergi deres absolutte guldalder lige nu.

De truende meldinger fra klimaforskerne har presset politikere rundt om på kloden til at øge deres mål for de vedvarende energikilders bidrag til den nationale energiforsyning. Europa sigter nu mod, at de skal dække 20 pct. af elektricitetsbehovet i 2020, mens USA og Kina foreløbig har 15 pct. som mål.

Goldman Sachs har netop opjusteret sin forventning til vindbranchen som helhed ud

fra den betragtning, at netop vindenergien tilbyder den bedste kombination af økonomi, moden teknologi og udbygningsmuligheder. GS forventer, at vindenergien vil tegne sig for en stor del af den globale energiforsynings forskydning over mod vedvarende energi.

Vinden kan dog ikke blæse problemet med drivhusgasser væk. Vindenergi tegner sig pt. for mindre end 1 pct. af den globale energiforsyning og selv om selskaberne i branchen vokser 20 pct. årligt i 10 år, vil vindenergien stadig tegne sig for mindre end 5 pct. af den globale energiforsyning.

Det ændrer dog ikke ved, at GS tror på vækstrater som disse. Investeringsbanken vurderer, at branchen befinder sig i en langvarig periode med vedvarende vækst, der

vil betyde, at vindenergi vil dække 10 pct. af det globale elbehov i 2020.

GS har netop opjusteret forventninger til de førende selskabers vækst samt 12 mdr. kursmål, der i gennemsnit er hævet med 54 pct.

Både *Vestas* og *Nordex* er netop sat på listen over favoritaktier, Conviction Buy List. Samtidig er både *Gamesa* og *REpower* hævet fra Neutral til Køb.

Risici ved branchen som helhed nævnes at være flaskehalse i leverancen af gearkasser, kuglelejer og andre komponenter. I den forbindelse er det værd at nævne, at en gearkasseproducent netop er gået på børsen. Det kan ikke udelukkes, at andre vitale led i vindmøllebranchens værdikæde ekspanderer i denne vindens guldalder.



» Atomkraft

Selv om atomkraft ikke normalt regnes for at være en del af det pæne, grønne selskab, så er det en kendsgerning, at et moderne atomkraftværk rent faktisk godt kan bære betegnelsen grøn. Sikkerhedsrisikoen i dag er ekstremt lille, og det gælder også håndteringen af det radioaktive affald. Der udledes naturligvis ingen CO2 eller andre drivhusgasser. Og samtidig er det også den billigste metode til produktion af elektricitet, viser en beregning af *UK Royal Academy of Engineering*. Organisationen belyste i en rapport i 2004 omkostningerne ved elproduktion ved etablering af et nyt kraftværk – lige fra vindmøller til atomkraftværker – og tog

også højde for CO2-kvoter. Konklusionen var klar: Atomkraft var langt den billigste produktionsmetode – kun det halve af fx vindenergi.

Mange lande bruger da også atomkraft i stor udstrækning – fx får Frankrig dækket 80 pct. af sit elektricitetsbehov med atomkraft. Og i lyset af klimaudfordringen er mange nye kraftværker planlagt over de næste mange år. Det betyder, at fx både selskaber, der bygger og leverer udstyr til atomkraftværker er potentielle investeringsmuligheder, og det samme gælder selskaber, der udvinder og bearbejder uran.

Goldman Sachs, Danske Banks samarbejdspartner, der le-



verer anbefalingerne på aktier uden for Norden, dækker aktuelt ikke nogle af disse aktier. Faktisk forekommer dækningen og finansverdenens generelle omtale af atomkraft og relaterede selskaber at være overraskende beskeden. Formentlig et udslag af, at atomkraft som før nævnt ikke er en del af det pæne selskab. Vi skal ikke her tage stilling til, om det er retfærdigt eller ej. Men blot konstatere at en realistisk imødegåelse af klimaproblemet nødvendigvis indebærer anvendelse af atomkraft i stort omfang. Derfor er der al grund til at forvente, at selskaber, hvis forretningsområder er relateret til atomkraft i et eller andet omfang, vil være interessante investeringsemner i de nærmeste år – herunder er der også god grund til at forvente massive prisstigninger på uran. Blandt interessante selskabsemner kan nævnes følgende:

Cameco Corporation – verdens største offentligt handlede uranproducent, der udvinder uran i Nordamerika, Australien, Asien og desuden har majoriteten i Centerra Gold Inc.

Denison Mines – mineselskab, der har fem aktive uranminer i Nordamerika og to i Canada. Har også active guldmener.

Rio Tinto Group – et af verdens største råvareselskaber med fokus på aluminium, kobber, diamanter, guld, jernmalm, industrielle mineraler m.v. Ejer desuden 68 pct. af *Energy Resources of Australia Ltd (ERA)*, som er verdens tredjestørste uranproducent. Samt 69 pct. i *Rössing Uranium* i Namibia, der producerer 7,55 pct. af verdens uran.

AREVA Group – verdens førende inden for bygning af atomkraftværker og levering af udstyr til branchen. Det eneste selskab, der dækker alle industrielle aktiviteter i branchen.

Effektivitet er løsningen

Researchere fra McKinsey & Co. har sammen med ledende selskaber, industrieksperter, akademikere og miljøorganisationer udarbejdet en detaljeret oversigt over omkostninger og potentiale i over 250 forskellige muligheder for at reducere USA's udledning af drivhusgasser over de næste 25 år.

Rapportens konklusion er, at man med relativt begrænsede omkostninger kan reducere udledningen i USA i 2030 fra forventet 9,7 gigatons (7,2 i dag) til 5,2 gigatons.

Rapporten understreger, at teknologier med højt potentiale under udvikling og testede fremgangsmåder kan give USA's energiforbrug en enorm effektivitetsgevinst. Den største gevinst ligger i at reducere energiforbruget i bygninger vha. bedre isolering, varmesystemer, ventilation, air condition, lys, elektroniske apparater på kontoret, forbrugerelektronik osv. – og i transportsektoren handler det om køretøjer med langt bedre brændstoføkonomi.

Men skal denne relativt nemme og billige løsning blive virkelighed, kræver det markante adfærdsændringer og ændret levevis i USA, som bl.a. skal skubbes i den rigtige retning med oplysning, uddannelse og lovændringer, der skaber de nødvendige økonomiske incitamenter.

Effektivitetsgevinster er ifølge rapporten den mest oplagte måde at angribe reduktionen af drivhusgasser på. Alternative energikilder som atomkraft, solenergi, vindenergi, vandkraft og opfangning og lagring af CO₂ i kraftværkerne vil også kunne bidrage på sigt, men det kræver øget forskning og udvikling.

Vand

Vi har tidligere omtalt klodens stigende vandproblemer som en stærk trend. Og den lever absolut i bedste velgående. Problemet med vandmangel og forurenet vand mange steder i verden vil være stigende de næste mange år, og kapitalismens frie markeds kræfter er i fuld gang med at udvikle potentielle løsninger. Flere nye selskaber i branchen ventes således at blive introduceret på børsmarkedet i

de kommende måneder, bl.a. inden for afsaltning af havvand. Af interessante selskaber kan nævnes:

Veolia Environment (GS, Neutral) – verdens førende selskab inden for miljømæssige serviceydelser med en særlig styrke inden for vandrensning. Dækker bl.a. også vandforvaltning, renovation, energistyring og offentlig transport.





Roche har en stærk produktpalette

Udløb af patenter, opblomstring af kopiproducenter og for få nyudviklede produkter er væsentlige forklaringer på, at medicinalsektoren er trængt i disse år. Goldman Sachs peger på, at medicinalsselskaber i Europa nu handles på det laveste niveau i 10 år i forhold til det generelle marked – og at europæiske medicinalsselskaber er billigere end de amerikanske.

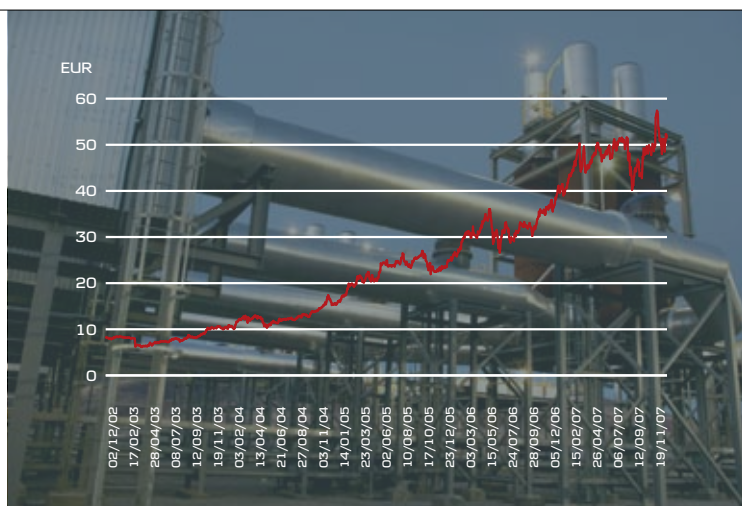
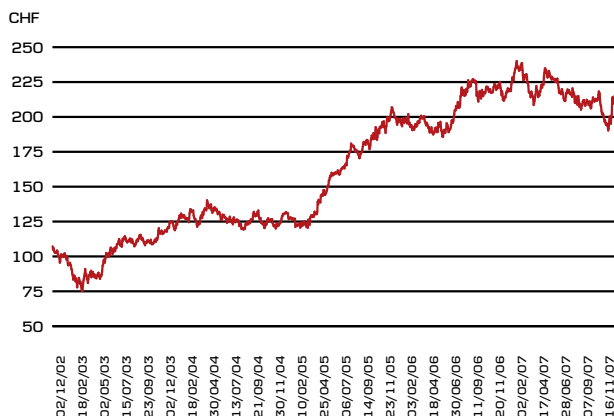
Det ændrer ikke ved, at medicinalsselskabet Roche skiller sig ud som et særligt interessant selskab. Roche fremstiller produkter til forebyggelse, diagnose samt behandling af sygdomme. Selskabet er den førende leverandør af præparater til behandling af kræft og er ligeledes førende på området inden for virologi (læren om virus) og transplantationer.

Roche har en stærk profil i forhold til sammenlignelige selskaber. Dette skyldes blandt andet, at væksten i salget og resultatet er overlegent i forhold til rivalernes. Samtidig er selskabet ikke så afhængigt af, at udviklingen af nye præparater skal levere denne vækst. Goldman Sachs (GS) venter således, at mere end 90 pct. af den forventede vækst kommer fra allerede lancerede produkter. GS finder yderligere, at der er tale om en oplagt købsmulighed som følge af de ugunstige markedsbetingelser, hvor en large-cap aktie som Roche – med stor synlig vækst og en robust balance – bør klare sig bedre end markedet.

På nyhedsfronten ventes der i december data for et studie med Avastin ODAC til behandling af metastatisk brystkræft samt data fra en intern undersøgelse af Avastin til behandling af kræft i tyktarmen. Den 30. januar 2008 ventes årsregnskabet offentliggjort.

De væsentligste risici ved køb af Roche-aktien inkluderer udviklingen indenfor kræft, fejl og forsinkelser i selskabets udvikling af nye produkter samt sundhedsreformer.

Goldman Sachs anbefaler Køb af aktien med et kursmål på CHF 250 per aktie.



Et stærkt marked for Wärtsilä

Wärtsilä er et finsk industriselskab med fokus på tre forretningsområder; *Ship Power* (dieselmotorer til mindre og mellemstore skibe), *Power Plants* (udstyr til kraft- og elværker) og *Service* (vedligeholdelse, reparationer og reservedele).

Wärtsilä aflagde den 31. oktober et flot regnskab, der rettede op på det skuffende regnskab for andet kvartal, samt viste lovende takter for udviklingen i såvel ordrebogen som indtjeningen. Indtjeningen forventes især at være i fokus i den kommende tid, da selskabet på driftsmæssig basis fortsat ligger et stykke under konkurrenterne, især inden for dieselmotorer. Wärtsilä nyder imidlertid godt af stærke markedspositioner inden for sine tre forretningsområder, og grundet de stærke markedsudsigter ventes selskabets indtjening at vokse markant de kommende år.

Triggere i fremtiden kan være stærke fragtrater sammen med stigende global samhandel, som understøtter skibsindustrien og dermed underleverandører som Wärtsilä. Derudover har selskabets konkurrenter præsteret flotte resultater, hvilket taler for et generelt godt marked fremover.

På selskabets kapitalmarkedsdag 20. nov. fremhævede selskabet netop endnu en gang sit meget positive syn på markedssituationen, hvilket blev understøttet af, at man annoncerede øgede investeringer i nye produktionsfaciliteter, samt »hævede barren« for de finansielle mål, man gerne vil nå i de kommende år.

De aktuelt meget gunstige markedsvilkår illustreres i øvrigt af, at såfremt man bestiller et nyt skib i dag er det overvejende sandsynligt, at man først får det leveret i 2011 – og det betyder, at Wärtsilä har rimelig stor sikkerhed for, at den stærke ordrebog bliver omsat til faktisk salg de kommende år.

Af specifikke risici kan nævnes svækkelse af den globale konjunktur, som kan medføre en kortere positiv cyklus for skibsbyggere og dermed Wärtsilä. Stigende risikoaversion blandt investorerne rammer desuden industriaktier hårdere end det øvrige marked.

Danske Markets Equities anbefaler Køb og kursmålet er på EUR 77.

Analytiker: Antti Suttelin

British Energy – defensivt spil med stort potentiale

British Energy er Storbritanniens største energiproducent med otte atomkraftværker, der har en kapacitet 10.000 MW. I tillæg hertil har selskabets elværk, der kører på kul, en kapacitet på 1.960 MW. Dermed dækker selskabet godt og vel en sjettedel af Storbritanniens samlede energiforbrug.

I øjeblikket er fire af selskabets reaktorer på atomkraftværkerne Hartlepool og Heysham 1 ude af drift med henblik på inspektion. British Energy har bekræftet, at der er kabelproblemer med tre ud af de fire reaktorer, som er blevet inspiceret. Goldman Sachs (GS) venter, at atomkraftværkerne vil være ude af drift i et år.

GS finder, at aktien er undervurderet som følge af usikkerheden omkring disse værker samt de stigende oliepriser. I tillæg til dette ser GS triggere af aktiekursen i form af muligheder for forlængelse af værkerne Hinkley og Hunterstons levetid, samt regeringens beslutninger omkring nybygning af atomkraftværker. Derudover ventes British Energy at offentliggøre en ekstraordinær udbyttebetaling i februar 2008.

De primære risici for British Energy består i faldende oliepriser, at de to atomkraftværker Hartlepool og Heysham 1 er ude af drift i en længere periode end antaget samt at levetiden for Hinkley og Hunterston ikke forlænges. Men at denne

aktie er et særdeles stærkt defensivt spil illustreres af, at selv om Hartlepool og Heysham 1 aldrig kommer i drift igen og levetiden på de to andre ikke forlænges, så er der stadig potentiale til, at aktien vil ligge i 529 om et år – mod aktuelt 510.

Hvis levetidsforlængelsen derimod bliver en realitet og Hartlepool og Heysham 1 kører igen om et år, så venter GS, at aktien i samme periode vil stige til 729.



Finsk energi i verdensklasse

Neste Oil driver to komplekse olieraffinaderier i Finland, der kan omdanne billig brændselsolie fra Rusland til diesel af større værdi, hvor marginerne er høje. Selskabet producerer desuden fyringsolie, flybrændstof, benzin, smøremidler og har også en mindre tankrederi-division.

Interessant ved Neste Oil er – i lyset af den stærkt stigende fokus på alternativ energi – også selskabets egenudviklede 2. generations konversionsproces til produktion af biodiesel med brug af bl.a. planteolier (fx palme-, raps- og jatrophaolie) og kødaffald. Den producerede biodiesel giver en udledning af drivhusgasser på 40-60 pct. af den mængde, der udledes ved brug af traditionel diesel.

Neste Oil har som strategisk mål at blive verdens førende producent af biodiesel, og har netop besluttet at bygge verdens største biodiesel raffinaderi i Singapore, som skal stå færdigt i 2010.

Attraktivt ved aktien er også, at den er prissat med en rabat på 17 og 19 pct. for 2008 og 2009 i forhold til selskabets direkte konkurrenter, når man ser på aktiekursen i forhold til selskabets forventede indtjening. Neste Oil har desuden i snit formået at tjene cirka to dollars mere pr. tønde raffineret olie end de europæiske raffinaderier, og denne tendens ventes at kunne fortsætte.

En af Neste Oil's udfordringer er den store afhængighed af råolie fra det noget ustabile Rusland. En yderligere risiko er, at flere af de store energiselskaber nu investerer i dieselforfinerier, hvilket kan indsnævre forskellen mellem dieselpriisen og prisen på råolie og dermed være med til at sænke Neste Oils overskudsgrad.

Neste Oil er endvidere betydeligt eksponeret for produktionsstop på det ene af selskabets to raffinaderier, da det står for 80 pct. af den samlede produktion.

Danske Markets Equities anbefaler Køb med et kursmål på EUR 31.

Analytiker: Robin Johansson





Tjen penge

i et faldende aktiemarked

Den usikre situation, vi befinder os i, kan ende med bredt funderede kursfald på aktiemarkedene. Men det behøver ikke føre til tab.

Skatteregler

Futures og optioner på et aktieindeks anses skattemæssigt for at være finansielle kontrakter. Det betyder bl.a. at

- gevinst og tab på kontrakterne opgøres uden hensyn til de underliggende aktier i indekset
- gevinst og tab på kontrakterne opgøres efter lagerprincippet, hvor såvel realiserede som urealiserede gevinster beskattes årligt.

Personlige investorer er skattepligtige af gevinster på optioner og futures på aktieindeks, mens tab normalt kun kan modregnes i andre gevinster på finansielle kontrakter, samt i gevinst på visse strukturerede obligationer. Tab kan dog fratrækkes, hvis det ikke overstiger tidligere års beskattede gevinster på finansielle kontrakter m.v., dog ikke indkomstår tidligere end 2002.

Selskaber er ligeledes skattepligtige af gevinster på optioner og futures på aktieindeks. Tab på købte futures eller købte call-optioner på aktieindeks kan dog fratrækkes, mens tab på solgte futures og købte put-optioner på aktieindeks kun kan modregnes i andre gevinster på aktiebaserede finansielle kontrakter efter særlige regler.

Som udgangspunkt tror Danske Banks økonomer ikke, at afmatningen i USA ender med en decideret recession. Men skulle det gå så galt, så vil det, trods Europas mindre afhængighed af USA's økonomiske udvikling, slå negativt igennem på de europæiske og nordiske aktiemarkeder, jf. artiklen s. 8-9.

Som investor bør man tage sine forholdsregler i den usikre situation. Det kan gøres ved at justere porteføljen, så man ligger eksponeret i sektorer, regioner og aktivklasser, der er mindre sårbare over for en forværring af finanskrisen og den økonomiske udvikling i USA.

Men man kan også overveje at supplere med future- eller optionsstrategier på aktiemarkedet.

Køb en put-option på et aktieindeks

Eksempelvis kan man købe en put-option på et aktieindeks. Det giver en ret, men ikke en pligt til at sælge det underliggende aktieindeks til optionens aftalekurs helt frem til optionens udløbstidspunkt.

Fordelen ved en købt put-option er, at man højest kan tabe den præmie, man har betalt for optionen. Mens man opnår en gevinst (fratrullet optionspræmien) svarende til forskellen mellem aftalekursen og spotkursen på indekset ved udløb. Hvis man ikke ønsker at vente til udløb, kan man sælge optionen i markedet.

Sælg en future på et aktieindeks

Man kan også vælge at sælge en future på et aktieindeks. Dvs. man indgår reelt et væddemål om, at spotkursen på et givent aktieindeks på futurekontraktens udløbstidspunkt ligger under futurekursen. Får man ret, tjener man penge. Tager man fejl, taber man.

Strategien adskiller sig fra den solgte put-option ved, at både tab og gevinst

er ubegrænset. Også futurekontrakten kan lykkes før tid ved, at man køber den tilbage i markedet.

Hvis man har en aktieportefølje

Hvis man ikke har en aktieportefølje, så er de to ovennævnte strategier reelt spekulation. Hvis man har en aktieportefølje, som man ikke ønsker at skille sig af med, men gerne vil afdække mod risikoen for kursfald, så kan de to strategier også anvendes.

Ved en købt put-option, hvor aftalekursen svarer til indeksets aktuelle værdi, vil den faldende værdi af aktieporteføljen blive imødegået af en gevinst på put-optionen (fratrullet optionspræmien) dog først fuldt ud ved udløb. Hvis aktieindekset derimod stiger, så får man fuld gevinst på sin aktieportefølje (fratrullet optionspræmien).

Har man afdækket sin aktieportefølje med en solgt future på et aktieindeks, så vil man også her opleve, at den faldende værdi af aktieporteføljen imødegås af en tilsvarende gevinst på den solgte future. Derimod er billedet anderledes, hvis aktieindekset mod forventning stiger. I så fald vil man ganske vist opleve at aktieporteføljen værdi forøges på normal vis, men det imødegås til gengæld af et tilsvarende tab på den solgte future.

Sælger man således en future på et aktieindeks, mens man beholder sin aktieportefølje, så har man altså fastlåst værdien af aktiebeholdningen i den periode futurekontrakten løber.

Køber man derimod en put-option på et aktieindeks, så betaler man en optionspræmie, men til gengæld får man fuld gevinst på aktieporteføljen, hvis aktiemarkedet generelt stiger.

Præcis hvor stor en afdækning der er relevant for netop din aktieportefølje, skal du afstemme med din rådgiver.

Pensionsindbetalinger ved juletid

Det er ved at være sidste udkald for at indbetale på en pensionsordning med skattemæssig fradragsret for 2007.

Indbetaling på pensionsordning kan være aktuelt i flere situationer, f.eks. hvis du har udsigt til en større restskat, hvis du har overskudslikviditet eller, hvis du i øvrigt ikke har sørget for indbetalinger i årets løb.

Hvilken pensionsordning skal du vælge?

Når du skal vælge pensionsordning er der flere forhold, du skal være opmærksom på:

- fradragsværdien på indbetalingstidspunktet.
- beskatningen i udbetalingsperioden. Her skal du være opmærksom på, om udbetalingen bliver beskattet løbende som personlig indkomst (med bundskat, mellemskat eller topskat) eller som engangsudbetaling med 40 pct.'s afgift.
- om du ønsker løbende udbetalinger eller et engangsbeløb.
- konsekvenserne for udbetaling af sociale ydelser, f.eks. beskæring af pensionstillæg.

I det følgende vil vi komme nærmere ind på disse forhold.

Kapitalpension

Du kan oprette en kapitalpension, hvis du er under efterlønsalderen. Kapitalpensioner udbetales som et engangsbeløb og beskattes med en afgift på 40 pct. Den maksimale fradragsværdi er 45 pct., da indbetalinger til kapitalpensioner ikke fragår ved beregningen af topskat.

Maksimumbeløbet, der kan indbetales i 2007, udgør 43.100 kr.

Kapitalpensionen har indbygget en fleksibilitet, der betyder, at den senere kan ændres til en ratepension eller en livrente.

Udbetaling fra en kapitalpension påvirker ikke pensions-tillægget.



Fradragsregler for ratepension og livrente

Fradraget afhænger af, om der er tale om en privattegnet ordning eller en arbejdsgiveradministreret ordning.

Privattegnet ordning

Engangsindskud:

Indskuddet fordeles over 10 år. Er det årlige 1/10-fradrag mindre end 43.100 kr. [2007] kan du vælge at fratrække op til dette beløb. Dette fradragsbeløb kaldes opfyldningsfradraget.

Eksempel:

Engangsindskud	100.000 kr.	
1/10-fradrag	10.000 kr.	
Kan fratrække i år 1	43.100 kr.	
Kan fratrække i år 2	43.100 kr.	[2007-tal]
Kan fratrække i år 3	13.800 kr.	

Fast indbetaling i 10 år eller mere:

Der gives fuldt fradrag for den årlige indbetaling uden at påvirke 1/10-fradraget eller opfyldningsfradraget.

Indbetaling over mindre end 10 år:

Årligt fradrag med 1/10 af den samlede aftalte indbetaling. Også her er der mulighed for at anvende det omtalte opfyldningsfradrag.

Arbejdsgiverordning:

Hvis du lader din arbejdsgiver administrere indbetalingerne til pensionen, bliver de indbetalte beløb trukket fra din løn, før der bliver trukket AM-bidrag og A-skat.

Dette gælder, uanset hvor stort beløbet er, og hvor lang indbetalingsperioden er.

Ratepension/Livrente

Ratepension kræver også, at du er under efterlønsalderen på oprettelsestidspunktet.

Der er mulighed for at indbetale ubegrænset på en ratepensionsordning, hvis aftalen indgås for en periode på mindst 10 år eller, der er tale om en arbejdsgiveradministreret ordning.

Udbetalingen sker i rater over mindst 10 år og beskattes som personlig indkomst med op til 60 pct. Udbetalingen skal normalt være afsluttet senest 25 år efter det tidspunkt, hvor du nåede efterlønsalderen.

Livrente kan oprettes efter, at du har nået efterlønsalderen, og der er mulighed for at få livsvarige udbetalinger. Fradraget ved indbetaling og beskatning ved udbetaling er som for ratepension.

Udbetalinger fra en ratepension/livrente kan medføre, at pensionstillægget til folkepensionen bliver beskåret. Hvis en enlig folkepensionist foruden folkepensionen har indtægter ud over en bundgrænse på 55.700 kr., bliver pensionstillægget nedsat. I disse indtægter medregnes også pensionsudbetalinger, herunder ATP-udbetalinger. De maksimale ATP-udbetalinger for 2007 udgør 24.300 kr. Der er således kun plads til yderligere pensionsudbetalinger på kr. 31.400.

Udbetalinger fra en ratepension kan hurtigt løbe op i den størrelsesorden. Det medfører i praksis, at for personer med bundskat eller mellemskat i pensionsalderen kan den reelle

marginalskat nærme sig topskatten. For gifte og samlevende er billedet ikke helt så entydigt.

Selvstændigt erhvervsdrivende

Selvstændige har endvidere adgang til et særligt opfyldningsfradrag i forbindelse med deres indskud på ratepensioner. Dette opfyldningsfradrag udgør 30 pct. af det regulerede overskud fra selvstændig virksomhed. Det regulerede overskud er overskuddet før renteudgifter, kurstab samt rente- og udbytteindtægter.

Ejendomsavance ved salg af fast ejendom indgår normalt heller ikke i overskuddet, som der kan beregnes 30 pct. af.

Indskud skal også for selvstændigt erhvervsdrivende være foretaget inden den 31. december 2007. Overskud af selvstændig virksomhed kan som oftest først gøres op i det efterfølgende år. Hvis du er kommet til at betale for meget ind på pensionsordningen, så kan det overskydende beløb overføres til fradrag i det efterfølgende år.

Forhøjelse af mellemskattegrænsen for 2009

Fra og med 2009 forhøjes grænsen for mellemskat således, at den svarer til grænsen for topskat. Mellemskatten bortfalder derfor for de personer, hvis indkomst ligger mellem den nuværende mellemskattegrænse og topskattegrænsen. Dette betyder, at fradragsværdien for pensionsindbetalinger for denne gruppe nedsættes. Eksempel på betydningen for fradragsværdien for enlige fremgår af eksempel 1.

Eksempel 1 – enlig:**Grænser 2007:**

Mellemskattegrænse (2007)	272.600 kr.
Topskattegrænse (2007)	327.200 kr.

Grænser 2009:

Mellemskattegrænse (2009)	335.800 kr.
Topskattegrænse (2009)	335.800 kr.

Person 1:

Personlig indkomst	320.000 kr.
Ratepensionsindbetaling	40.000 kr.
Personlig indkomst herefter	280.000 kr.

Fradragsværdi 2007 (mellemskat) 45 pct.

Fradragsværdi 2009 (bundskat) 39 pct.

Person 2:

Personlig indkomst	340.000 kr.
Ratepensionsindbetaling	40.000 kr.
Personlig indkomst herefter	300.000 kr.

Fradragsværdi 2007:

Fradragsværdi for 12.800 kr. (topskat)	60 pct.
Fradragsværdi for 27.200 kr. (mellemskat)	45 pct.

Fradragsværdi 2009:

Fradragsværdi for 4.200 kr. (topskat)	60 pct.
Fradragsværdi for 35.800 kr. (bundskat)	39 pct.

* DER ER I EKSEMPEL 1 SET BORT FRA EFFEKTEN AF BESKÆFTIGELSESFRADRAGET. TOP- OG MELLEMSKATTEGRÆNSE 2009 ER ANGIVET I 2008-TAL.

Eksempel på betydningen for fradragsværdien for gifte fremgår af eksempel 2. Man skal her være opmærksom på, at grænsen for mellemskat kan overføres mellem ægtefæller:



Eksempel 2 – ægtefæller:

Grænser 2007:

Mellemskattegrænse (2007)	272.600 kr.
Topskattegrænse (2007)	327.200 kr.

Grænser 2009:

Mellemskattegrænse (2009)	335.800 kr.
Topskattegrænse (2009)	335.800 kr.

Eksempel 2a:

Ægtefælle 1:

Personlig indkomst	400.000 kr.
Ratepensionsindbetaling	-40.000 kr.
Personlig indkomst herefter	360.000 kr.

Ægtefælle 2:

Personlig indkomst	250.000 kr.
Ratepensionsindbetaling	0 kr.
Personlig indkomst herefter	250.000 kr.

Fradragsværdi 2007 (topskat)	60 pct.
Fradragsværdi 2009 (topskat; ej mellemskat)	54 pct.

Eksempel 2b:

Ægtefælle 1:

Personlig indkomst	400.000 kr.
Ratepensionsindbetaling	0 kr.
Personlig indkomst herefter	400.000 kr.

Ægtefælle 2:

Personlig indkomst	250.000 kr.
Ratepensionsindbetaling	40.000 kr.
Personlig indkomst herefter	210.000 kr.

Fradragsværdi 2007 (mellemskat)	45 pct.
Fradragsværdi 2009 (bundskat)	39 pct.

* DER ER I EKSEMPEL 2 SET BORT FRA EFFEKTEN AF BESKÆFTIGELSESFRADRAGET. TOP- OG MELLEMSKATTEGRÆNSE 2009 ER ANGIVET I 2008-TAL.

Det kan således konkluderes, at hvis du er så heldig, at du ikke skal betale mellemskat i 2009, kan du med ekstra fordel indskyde mest muligt på pensionsordning i 2007 og 2008 således, at du er sikret en fradragsværdi på 45 pct. i stedet for 39 pct.

Pensionsindskud i år?

Se på www.danskebank.dk hvilke frister der er for indbetaling til din pension, hvis du vil opnå et skattemæssigt fradrag i 2007.

Restskat eller overskydende skat i

Hvis du f.eks. har solgt aktier med skattepligtig gevinst og derfor forventer at få en stor restskat for 2007, kan du spare procenttillægget til restskatten ved at indbetale restskatten senest den 31. december 2007.

Forventer du at få restskat for 2007, kan der være en besparelse ved at fremskynde indbetalingen. Den del af restskatten, der overstiger 40.000 kr., skal indbetales senest den 31. december 2007, hvis et restskattetillæg skal undgås. Restskat op til 40.000 kr. skal indbetales senest den 1. juli 2008, hvis et restskattetillæg skal undgås.

Mistet afkast

Når du overvejer at indbetale restskat for 2007 for at spare restskattetillægget på 2 pct. eller 7 pct., bør du naturligvis undersøge, hvilke omkostninger du har ved at hæve beløbet på din

konto. Du skal i denne forbindelse være opmærksom på, at restskattetillægget ikke er fradragsberettiget.

Frivillig indbetaling

Du kan foretage frivillig indbetaling til skattemyndighederne på girokonto reg. nr. 3100, kontonr. 4000978 (bruger du netbank, skal du vælge kortartkode 01 og kontonr. 4000978) eller ved overførsel til bankkonto reg. nr. 3100 kontonr. 4000978. Det er vigtigt, at du oplyser dit cpr.nr. ved indbetalingen, så skattemyndighederne kan registrere, hvem betalingen vedrører. Sidste bankdag i 2007 er den 28. de-

cember 2007, så hvis du vil sikre dig, at du har betalt til tiden, skal du være opmærksom på følgende:

- **Hvis du vil betale i banken**, skal du betale senest den 28. december 2007.
- **Betaler du på posthuset** er seneste betalingsdato den 29. december 2007.
- **Ved betaling via netbanken** skal du have indtastet betalingen senest den 28. december 2007 indenfor bankens åbningstid.

Overskydende skat

Hvis du allerede nu kan godtgøre, at du har betalt for meget i skat i 2007, så

Skatteoptimering af akkumulerende

Selskaber og personer, der ejer beviser i akkumulerende investeringsforeninger, hvor der er et urealiseret tab, kan i visse tilfælde med fordel sælge beviserne, idet der så kan opnås fradrag for tabet allerede i indkomståret 2007. Se her hvordan.

Beviser i akkumulerende investeringsforeninger

Akkumulerende investeringsforeninger er kendetegnet ved, at de ikke udbetaler udbytte og dermed ikke opfylder lovgivningens krav for at blive anset for en udloddende investeringsforening.

Der er typisk tale om akkumulerende afdelinger i Danske Invest, særlige hedgeforeninger eller udenlandske investeringsforeninger.

Beviser i akkumulerende investeringsforeninger beskattes efter lagerprincippet. Det betyder, at der ultimo hvert år skal opgøres urealiseret ge-

vinst og tab. For en privat investor medregnes gevinst og tab medregnes i kapitalindkomsten

Urealiseret gevinst og tab medregnes hos investor dagen efter udløbet af foreningens regnskabsår. Da investeringsforeningerne normalt har kalenderårsregnskab betyder det, at beskatningen

Eksempel

En privat investor har i juli 2007 købt 1000 beviser i Danske Invest Danmark – Akkumulerende til kurs 335 og en samlet købesum på 335.000 kr. Kursen på beviserne den 7. december 2007 var 307,25. Ved det nuværende kursniveau har investor således et urealiseret kurstab på 27.750 kr.

Hvis kursen pr. 31. december 2007 er uændret 307,25, vil investor i 2008 få et fradrag i kapitalindkomsten på 27.750 kr.

Investor kan alternativt vælge at sælge beviserne inden udgangen af 2007. I så fald får investor et fradrag i kapitalindkomsten på 27.750 kr. allerede i 2007.

Der vil være en yderligere fordel ved at sælge beviserne og fremskynde fradraget, hvis investor forventer positiv kapitalindkomst i 2007 (fradragsværdi op til 60 pct.), mens investor i 2008 forventes at have negativ kapitalindkomst (fradragsværdi ca. 33 pct.). Handelsomk. er ikke medregnet i eksemplet.

2007

Betalingsfrist	Den del af restskatten, der overstiger 40.000 kr.	Restskat op til 40.000 kr.
Senest 31. december 2007 (HUSK sidste bankdag er den 28. december)	Intet restskattetillæg	Intet restskattetillæg
Senest 17. marts 2008	Restskattetillæg på 2 pct.	
Senest 1. juli 2008	Restskattetillæg på 7 pct.	
Betaling den 2. juli 2008 og senere		Restskattetillæg på 7 pct.

kan du senest den 31. december 2007 bede om at få den for meget betalte skat tilbagebetalt.

Dette bør overvejes, hvis du godt kan bruge pengene »her og nu«. Vælger du denne fremgangsmåde, bliver

den overskydende skat afregnet før skattemyndighederne udsender årsopgørelsen.

Du skal dog være opmærksom på, at hvis den overskydende skat kræves tilbagebetalt her og nu, så udbetales

den uden den normale skattefrie rentegodtgørelse på 2 pct.

Hvis du ikke mangler pengene »her og nu«, bør du kun kræve skatten tilbage, hvis du kan få en bedre forrentning efter skat end ved at sætte pengene ind på din bankkonto. Den skattefrie godtgørelse på 2 pct. kan i bedste fald svare til en skattepligtig forrentning på helt op til 9 pct. p.a. Mulighed for førtidig udbetaling af overskydende skat kræver dog, at de foreløbigt betalte skatter overstiger den forventede sluskskat med mindst 20 pct.

Restskat: Med virkning for 2007 har Folketinget vedtaget, at datoen den 31. december altid er sidste indbetalingsfrist for restskat uden procenttillæg, uanset om denne dato falder på en helligdag eller en lørdag. Årsagen til denne ændring er, at flytning af datoen til f.eks. den 2. januar har givet skatteydere i virksomhedsordningen mulighed for at betale deres restskat for 2007 af virksomhedens midler og først blive beskattet i 2008, da beløbet først hæves i 2008.



investeringsforeninger

af en urealiseret gevinst udskydes til det følgende indkomstår.

En urealiseret gevinst eller tab ved udløbet af udløbet af indkomståret 2007 skal således først medregnes i indkomståret 2008.

Hvis beviset sælges i løbet af indkomståret 2007, så skal gevinst og tab, som er realiseret i forhold til værdien primo året medregnes allerede i indkomståret 2007. Hvis beviset er købt i løbet af året, skal gevinst og tab opgøres i forhold til anskaffelsessummen.

Som det fremgår af eksemplet, så kan det være fordelagtigt at sælge beviser i akkumulerende investeringsforeninger med tab for dermed at fremrykke fradragsretten for tabet.

Omvendt vil det umiddelbart ikke

kunne betale sig at sælge beviser med gevinst, idet dette betyder, at beskatningen af gevinsten fremrykkes.

I helt særlige tilfælde vil der dog også være en fordel ved at sælge beviser med gevinst. Det vil f.eks. være tilfældet, hvis investor forventes at have negativ kapitalindkomst i 2007 (effektiv beskatning 33 pct.) og positiv kapitalindkomst i 2008 (effektiv beskatning op til 60 pct.).

Pensionsmidler lagerbeskattes med 15 pct. PAL-skat efter pensionsafkastloven. For pensionsmidler beskattes gevinster og tab altid i samme år, hvad enten beviserne sælges eller beholdes. Der vil derfor ikke være nogle skattemæssige fordele forbundet med at sælge beviserne købt for pensionsmidler.

Danske Invest – akkumulerende afdelinger	
Aktier Med Højt Udbytte	– Akkumulerende
Blandet	– med Sikring
Danmark	– Akkumulerende
Europa Valutasikret	– Akkumulerende
Indeks Verden Valutasikret	– Akkumulerende
Mix	
Mix	– med Sikring
Nye Markeder	– Akkumulerende
Pension	– Ultralange Europæiske Obligationer
USA Valutasikret	– Akkumulerende
Verden	– Akkumulerende

Gennembrud for solceller

Spectrolab Inc., et selskab ejet af Boeing, har opnået et gennembrud inden for solceller. Der er tale om en *triple junction* solcelle, som faktisk allerede nu anvendes i en tidligere version i satellitter og rumfartøjer. Solcellen består af tre lag, som betyder, at den udnytter tre forskellige spektra af koncentreret sollys. Herved opnås en effektivitet på 40 pct. – det dobbelte af standard silicone cellerne.

En så høj effektivitet betyder, at disse celler har potentialet til meget snart at kunne levere elektricitet til en pris på 8-10 US cents pr. KWh – en pris, der svarer til mange amerikanske kraftværkers. Ifølge præsidenten for Spectrolab, David Lillington, er masseproduktion af cellerne ikke meget længere væk end 12 mdr.

Men inden da kan teknologien allerede have sat nye rekorder. Lillington oplyser, at der er planer om *four*, *five* og *six junction* celler, der vil forbedre effektiviteten yderligere og dermed bringe prisen pr. KWh endnu længere ned.

Hvor skal den amerikanske dollar hen?

Siden 2001 er den danske krone steget med 75% over for den amerikanske dollar. I samme periode er det bredere dollarindeks (DXY) faldet næsten 40%. Faldet har betydet, at dollaren er undervurderet over for de fleste – men ikke alle – valutaer (fx JPY).

Men nedturen er næppe slut endnu. Den amerikanske økonomi har det mere skidt end resten af verden og vil sandsynligvis være en kilde til yderligere dollarsvækkelse i de kommende måneder.

Men der er også andre forhold, som kan være med til at sende dollaren endnu længere ned. Således kan en forværring af den finansielle krise meget vel kan sætte dollaren under yderligere pres, især over for den japanske yen.

En anden faktor er faldende anvendelse af dollaren som reservevaluta. Hvis de lande, som knytter deres valutaer til dollaren, får en tilbøjelighed til at mindske dollarens rolle som ankervaluta, vil det være til skade for dollaren. Det samme vil en beslutning blandt OPEC-landene om at ophøre med at prisfaste olieeksport alene i USD. Begge forhold har været på tale på det seneste.

Danske Analyse venter, at dollaren også om seks måneder stadig vil koste omkring en femmer, men understreger samtidig med baggrund i ovenstående, at der er betydelig risiko for yderligere fald i dollaren i de kommende seks måneder.

I andet halvår af 2008 ventes imidlertid en dollarstyrkelse, hvis prognosen om fornyet vækst i USA til den tid samtidig med en vis opbremsning i Euro-land som følge af den stærke EUR holder stik.



Internettet løber tør for kapacitet i 2010

Forbrugernes og virksomhedernes brug af Internettet kan overbelaste den nuværende kapacitet og føre til sammenbrud allerede i 2010, medmindre de store globale netværksselskaber, der kontrollerer nettets *backbone*, investerer milliarder af dollars i ny infrastruktur. Det fortæller en ny analyse af *Nemertes Research Group*, et uafhængigt amerikansk analysefirma.

Det er en sand flodbølge af video og andet kapacitetskrævende Web-indhold, der belaster nettet, og efter analysefirmaets beregninger vil kræve investeringer i ny kapacitet på 137 mia. dollars – mere end dobbelt så meget som

serviceudbyderne rent faktisk har planlagt at investere. Alene i Nordamerika vil nettets backbone kræve investeringer på 42-55 mia. dollars inden for de næste 3-5 år.

Analysen bekræfter den bekymring, som bl.a. organisationen *Internet Innovation Alliance (IIA)* længe har givet udtryk for. IIA, der arbejder for en opgradering af det amerikanske bredbånd, har medlemmer som bl.a. *AT&T*, *Level 3 Communications* og *Corning*, og har længe advaret om, at nye populære kapacitetskrævende web-tjenester vil kunne overbelaste nettet i nær fremtid.

Det er peer-to-peer file transfers, musik downloads og

USA på vej mod vigtigt skridt i energipolitikken

Kun hvis USA tager afgørende seriøse skridt til reduktion af CO₂ og andre drivhusgasser, vil det lykkes at få store nationer som Indien og Kina til at iværksætte lignende tiltag. Begge lande har i utvetydige vendinger givet udtryk for, at hvis verdens største forurener ikke er med, så er de heller ikke.

Det var derfor et vigtigt skridt på vejen, da der i den amerikanske Kongres for nylig blev fremsat et lovforslag, der nu skal til afstemning i Repræsentanternes Hus og Senatet.

Flertallet synes sikkert i Repræsentanternes Hus, mens det er lidt mere usikkert i sin helhed med Senatet.

Forslaget er godt nyt for de selskaber, der beskæftiger sig med vedvarende energi, idet det bl.a. går på, at en større del af forsyningselskabernes elektricitet fremover skal være leveret af vedvarende energikilder som sol og vind.

Forslaget stiller også krav om, at målet for ethanol i transportsektoren i 2015 skal være på 20,5 mia. gallon mod det hidtidige mål 7,5 mia. gal-

lon. Heraf skal de 5,5 mia. gallon være cellulosebaseret ethanol.

Desuden skal personbiler og light trucks i 2020 kunne køre 15 km på literen.

Set med danske og europæiske øjne et særdeles beskedent krav. Men noget der batter for den amerikanske transportsektor, hvor brændstoføkonomi aldrig har været prioriteret højt. Af USA's daglige olieforbrug på 21 mio. tønder olie (1/4 af verdens forbrug) går de 45 pct. til transportsektoren.

Mindsterenten nedsættes sandsynligvis til 3%

Ved redaktionens slutning er der fire dage tilbage af beregningsperioden på 20 dage, og det synes så godt som sikkert, at vi får en nedsættelse af mindsterenten til 3%.

Det er interessant for både låntagere og investorer. Især låntagere med interesse for FlexLån, da en lavere

kuponrente giver færre låneomkostninger.

For private investorer er en nedsat mindsterente også interessant, da nyudstedte obligationer med en kuponrente på 3% vil have en kurs pænt under 100, og kursgevinster er som bekendt skattefrie for private. Vi for-

venter dog ikke større udstedelser af 3%-obligationer i første halvår af 2008, da der er ikke er noget naturligt behov blandt obligationsmarkedets større aktører for nye udstedelser.



især streaming og interaktiv video, der vil belaste nettet i takt med en eksplosiv udvikling. Fx så knap ¾ af de amerikanske Internet-brugere i maj i alt 8,3 mia. videostreams – svarende til gennemsnitligt 158 min. video, viser tal fra analysegruppen comScore.

Det er især den stigende brug af video, der belaster nettet og vil udgøre en betydelig del af den samlede mængde af nye data på 161 exabytes, som Internet brugerne ventes at skabe i år. En exabyte svarer til 1,1 mia. Gibabytes – hvilket også kan udtrykkes som en DVD-film af høj kvalitet, som varer i 50.000 år. .

IIA arbejder bl.a. på at påvirke den amerikanske kongres til at vedtage visse skattefradragsmuligheder, som kan forbedre det økonomiske incitament for de store netværksselskaber til at øge kapaciteten. Gruppens formand, Bruce Mehlman, mener også forbrugerne i for høj grad beskattes af visse teleydelser.



Skal man vælge pensionsordninger med livsvarige udbetalinger?

Vi lever længere og længere, og mange danskere vil derfor overleve deres pensionsopsparing. En livrente med livslange udbetalinger kan være svaret. Men det er ikke nødvendigvis enten eller – en rate- eller kapitalpension kan med fordel kombineres med en livrente.

Først den gode nyhed: Vi lever længere og længere. Men omvendt betyder vores højere levealder, at mange danskere vil »overleve« deres traditionelle rate- eller kapitalpension. Siden årtusindeskiftet er middellevetiden steget årligt med ca. tre måneder. I 2006 var middellevetiden 76 år for mænd og 80 år for kvinder, og er man fyldt 60 år, kan man som mand forvente også at blive cirka 80 år og som kvinde at blive cirka 83 år. Men mange af os vil blive endnu ældre.

»Hvis man på trods af, at vi lever længere ikke går senere på pension, vil antallet af år, hvor man skal leve af sin pension vokse. Når mange af os samtidig forventer at være aktive og ønsker at opretholde en høj levestandard i den 3. alder, stiller det endnu større krav til formueplanlægningen frem mod pensionstilværelsen«, siger afdelingsdirektør i Danske Bank, Anne Buchardt.

Levetiden: Den ubekendte faktor

I planlægningen af sin pension er den

ubekendte faktor naturligvis, hvor længe man lever – hvor længe penge skal strække til. Hvem ved eksempelvis, om de kan se frem til en pensionstilværelse på 10, 20 eller 30 år? Man kan dog komme svaret lidt nærmere ved at se på data fra Danmarks Statistik. Som det fremgår af grafen på side 35 vil knap 33 pct. af de mænd og 47 pct. af de kvinder, der i dag er fyldt 60, opleve at fejre deres 85 års fødselsdag – og ca. 14 pct. af alle mænd og 30 pct. af kvinderne vil også nå at blive 90.

En tredjedel af alle mænd og knap halvdelen af alle kvinder »risikerer« altså at overleve ratepensionens maksimale udbetalingsperiode. Et interessant alternativ til traditionelle pensionsordninger som kapital- og ratepensioner er ordninger, der giver livsvarige udbetalinger. På trods af dette fravælger mange pensioner, der varer hele livet.

»Mange mener, at der er en risiko forbundet med at tegne livrenter, da pengene typisk går tabt, hvis man dør tidligt. Færre er opmærksomme på, at der også er en risiko forbundet med, hvor længe man lever og dermed hvor meget af formuen, der skal bruges til at dække forbruget i den tredje alder. Pensionsordninger med livsvarige udbetalinger giver en forsikring mod, at man overlever formuen. Det er derfor oplagt at se nærmere på denne mulighed som en del af formueplanlægningen frem mod pensionstilværelsen. Den livsvarige udbetaling giver desuden den fordel, at man ikke undervejs behøver at nedbringe forbruget,« siger Anne Buchardt.

Overvej en kombination af ratepension og livrente

Hun mener, at flere burde overveje at tegne en livrente som et supplement til deres eksisterende rate- og kapitalpensioner. En oplagt konstruktion er at beholde den eksisterende ratepension og supplere den med en livrente. Dermed slipper man for at konvertere fra den eksisterende ratepension.

Ud over livrentens størrelse er det væsentligt at planlægge udbetalingsfasen. Man skal overveje, om man ønsker større udbetalinger i starten af sin pensionstilværelse og mindre resten af livet – eller den samme udbetaling i hele pensionstilværelsen.

Man bør også overveje den skattemæssige fordel af at fordele udbetalingerne over flere år, hvis ens pensionsordninger f.eks. ville blive udbetalt til topskat. En mulighed er at udbetale ratepensionen først – og derefter livrenten. Det er en simpel og fleksibel konstruktion, som giver et beløb til udbetaling hele livet. Konstruktionen lægger også op til, at man kan nøjes med at konvertere et mindre beløb til livrenten. Det er denne konstruktion Danske Totalpension lægger op til.

En alternativ mulighed er at lave en relativ stor livrente som starter udbetaling allerede ved pensioneringen, og så først starte udbetaling af ratepensionen så sent som muligt af arvemæssige hensyn. Det skyldes, at der ved udbetaling af ratepensionen ved dødsfald skal betales en afgift til staten på 40 pct., og denne beskatning er lempeligere end, når ratepensionen udbetales til en selv, hvis man f.eks. betaler topskat.





Ikke noget til arvinger

Den første væsentlige forskel mellem en ratepension og en livrente er udbetalingsperioden. Udbetalingen fra en ratepension kan ske over en periode på minimum 10 år og skal være afsluttet senest 25 år efter, at man har nået sin efterlønsalder. På en livsvarig livrente fortsætter udbetalingen, så længe man lever. På livrenten skal man altså ikke bekymre sig om, hvor længe man lever – man vil få en løbende udbetaling hvert år og kan dermed opretholde samme forbrug livsvarigt – uanset om man ender med at blive 80, 90 eller 100 år.

Den anden væsentlige forskel er, hvordan opsparingen behandles i tilfælde af dødsfald. Dør man f.eks. dagen inden, man går på pension, bliver ratepensionen udbetalt til ens arvinger – mens der ikke udbetales noget fra livrenten. Årsagen er, at livrenter hviler på et forsikringsprincip, hvor man gennem et pensionsselskab deler levetidsrisikoen med andre opsparere. Opsparingen fra dem, der dør tidligt, bruges så at sige til at finansiere udbetalingerne til dem, der lever længst.

»Man skal gøre sig klart, at der med en livrente ikke udbetales noget til ens arvinger, når man dør. For at løbe denne risiko for at »miste« hele eller dele af sin opsparing, får man til gengæld en kompensation i form af et forsikringstillæg. Det betyder faktisk, at man på en livrente vil få udbetalt et større beløb end på en tilsvarende ratepension, hvis man sammenligner to ordninger med samme udbetalingsperiode,« siger Anne Buchardt.

Livrenten beregnes efter gennemsnittet

Livsvarige livrenter er konstrueret således, at udbetalingsbeløbet er udregnet ud fra folks forventede gennemsnitlige levealder. Lever man længere end den forventede gennemsnitsalder, vil man samlet set få mere udbetalt fra livrenten, end man rent faktisk har indbetalt, mens det omvendte er tilfældet, hvis man lever kortere end gennemsnittet.

Livsvarige livrenter – det skal du være opmærksom på:

- Livsvarige livrenter fungerer som en forsikring mod, at man »overlever sin formue«, idet man er sikret en udbetaling, uanset hvor længe man lever.
- Sammenligner man en ratepension og en livrente med samme udbetalingsperiode, vil man på en livrente få en større løbende udbetaling. Det skyldes, at man får en kompensation for, at arvingerne ikke får udbetalt noget i tilfælde af dødsfald.
- Kompensationen er så stor, at der i nogle tilfælde kan opnås en større løbende udbetaling fra en livsvarig livrente end fra en ratepension.
- Det er forholdet mellem en større udbetaling til sig selv, og de mistede udbetalinger til ens arvinger, som man skal gøre sig klart, når man overvejer livsvarige livrenter.
- I valget af kombinationen mellem ratepensioner og livrenter skal man overveje ønsker til forbrug, arveplanlægning og skatteoptimering.
- En livrente kan i modsætning til en ratepension oprettes efter, at man er fyldt 60 år. Men hvis man vil have en livrente, kan der være en idé i at oprette den så tidligt som muligt. Det skyldes, at kompensationen for, at arvingerne ikke får udbetalt noget i tilfælde af dødsfald opnås i en længere periode. På grund af den lave dødelighed er det dog ikke umiddelbart aktuelt for kunder under 50 år.

Livrenter fås i mange udgaver

I denne artikel har vi set på en livrente, hvor der ikke bliver udbetalt noget til arvinger ved dødsfald. En livrente kan dog konstrueres på en række forskellige måder. Livrenten kan dels oprettes med en kortere udbetalingsperiode, så der udbetales et større beløb over en kortere årrække. Man har desuden mulighed for at koble en ægtefælle/samlever på livrenten, således at udbetalingen fortsætter så længe ejeren eller ægtefællen/samleveren lever, og der kan tilføjes en garantiperiode, således at arvinger er garanteret en udbetaling, hvis man dør inden garantiperioden udløber. Jo flere af disse forsikringselementer man vælger at tilkoble, jo mere vil ordningen komme til at minde om egenskaberne fra en ratepension og jo mindre vil udbetalingen blive.



Emerging Markets

- hvornår slutter festen?

En afmatning i verdensøkonomien er i gang. Ingen tvivl om det. Den største tvivl går på, hvor hårdt den amerikanske økonomi lander. Men langt de fleste prognoser – selv når der tages højde for en amerikansk recession i værste fald – går på, at verdensøkonomien nok skal holde snuden oven vande.

Denne tilsyneladende ukuelige optimisme i disse for vor klode så trange tider bunder i en forventning om, at globaliseringen har integreret store dele af de hastigt voksende udviklingsøkonomier – lige Østeuropa og Rusland til Asien og Latinamerika – så meget i verdensøkonomien, at der er tale om en betydelig dekobling fra USA. Guds eget land spiller ikke længere så stor en rolle i verdensøkonomien – resten af verden *kan selv* et langt stykke hen ad vejen.

Den stærke tro på Emerging Markets (EM) afspejler sig i investorernes stadige tillidserklæring til de eksotiske regioner trods den aktuelle kreditkrise, som tilbage i 90'erne ville have fået investorerne til at flygte med det samme.

Men sådan har det ikke været denne gang. Ser vi på udviklingen i MSCI EM-indekset siden 18. august 2007, hvor Fed sænkede Interbank-renten som det første skridt til løsning af krisen, så er det steget over 25 pct., mens vi i de udviklede markeder for tredje gang i år har måttet se aktierne »korrigere« med over 10 pct.

Det ser unægtelig ud, som om rollerne mellem de rige og fattige lande er byttet om denne gang. Store dele af EM har indtaget rollen som »sikker havn«. Ser man på de fundamentale økonomiske forhold, så må det faktisk også indrømmes, at dette systemskifte ikke er helt ufortjent.

Udlandsgælden i EM som helhed i pct. af BNP er faldet fra 40 pct. i 1999

til tæt på 20 pct. i dag. Mange lande har haft store og stadigt stigende overskud på betalingsbalancen i årevis og akkumuleret enorme valutareserver på den baggrund. Inflationen er trods de høje olie- og råvarepriser faldet til lave niveauer – fra over 30 pct. i 1997 til godt fem pct. i dag i snit.

Og så er der jo de økonomiske vækstrater. Processen med at komme på højde med de rige landes velstand og velfungerende økonomier indebærer mange år endnu med økonomiske vækstrater, som ligger langt over hvad de udviklede lande vil kunne præstere. Det er især udbygningen af de indenlandske økonomier og opbygningen af store middelklasser med meget stor købekraft, der vil trække læsset i de kommende år.

Men spørgsmålet er naturligvis om aktierne i EM efter stigninger på over 320 pct. siden 2003 har nået toppen. Ser vi på P/E, så har de efterhånden have nået samme niveau som i USA og Europa – dvs. omkring 15-16. Reelt er der ikke nogen ændring for USA og Europa siden efteråret 2004, men for EM er der tale om en stigning fra under 10. Aktiefesten i Europa og USA har været indtjeningsdrevet. Men i EM har investorerne ikke haft problemer med at betale en relativt højere pris (P/E) for aktierne i forhold til indtjeningen.

Vækstafmatning på vej

Nu står vi over for en afmatning i verdensøkonomien, og to faktorer derud-

over vil også påvirke væksten i EM i 2008. For det første vil den globale kreditopstramning også ramme EM. For det andet er inflationen over det seneste år steget ganske betragteligt i de fleste områder af EM især via højere energi- og fødevarerpriser – en tendens, som er blevet yderligere forstærket i de lande, hvor efterspørgselen har været særlig stærk, fx Kina og Brasilien. Dette vil svække forbrugernes købekraft i EM og reducere væksten i den indenlandske efterspørgsel – og dermed lægge en dæmper på væksten i EM i 2008.

De lande, der vil blive hårdest ramt, er dem med store underskud på betalingsbalancen – og det er typisk lande i Østeuropa, Mellemøsten og Afrika. Mens Asien, der er kendetegnet ved bl.a. store betalingsbalanceoverskud og mindre inflationspres ventes at klare sig relativt godt – og det gælder til en vis grad også Latinamerika.

Der er mange faktorer, som vil kunne påvirke aktiemarkedene generelt i den aktuelt usikre situation vi befinder os i.

Men som udgangspunkt anbefaler vi, at porteføljen også indeholder en vis eksponering i EM. Især i Asien, som er kendetegnet ved de fundamentalt sundeste økonomier, dog med forbehold over for det kinesiske marked, hvor der er frygt for overophedning og en spekulativ bobbel i de såkaldte A-aktier, som med få undtagelser er forbeholdt lokale investorer.

Modelporteføljer for obligationer

OPDATERET 07/12/07

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.
10 927104 RD 2.0 01/01/2009	2,99%	2,70%	1,04	1,04	2,81%	2,87%	20 927635 4RD10S SDR0 12	4,43%	3,69	3,77	4,45%	4,41%
30 927112 RD 2.0 01/01/2010	2,87%	2,58%	2,01	1,97	2,75%	2,46%	20 927848 RD 6.0 Aio 10/01/2038	6,11%	10,81	2,52	5,55%	5,62%
60 927120 RD 2.0 01/01/2011	2,96%	2,67%	2,94	2,84	2,85%	2,73%	30 927465 RD FRN io 07/01/2010	-	-	0,05	4,70%	4,93%
							30 927376 RD FRN C6 10/01/2038	-	-	3,78	5,06%	5,56%
100	5)	2,93%	2,65%	2,46	2,39	2,82%	2,65%	100		2,41	4,93%	5,15%

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.
45 927120 RD 2.0 01/01/2011	2,96%	2,67%	2,94	2,84	2,85%	2,73%	10 927635 4RD10S SDR0 12	4,43%	3,69	3,77	4,45%	4,41%
40 927392 RD 3.0 A10/01/2023	2,88%	2,43%	6,45	5,57	2,38%	2,59%	15 927317 RD 4.0 Aio 10/01/2038	5,22%	11,10	9,00	4,59%	5,20%
15 927511 RD 2.0 10D/2016	3,12%	2,82%	7,32	6,41	2,52%	2,99%	20 927295 RD 5.0 Aio 10/01/2038	5,58%	10,87	7,64	5,29%	5,66%
							25 927848 RD 6.0 Aio 10/01/2038	6,11%	10,81	2,52	5,55%	5,62%
							30 927384 RD FRNC6io 10/01/2038	-	-	4,08	5,13%	5,65%
100	2,95%	2,59%	4,94	4,42	2,62%	2,71%	100			5,00	5,12%	5,46%

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	2,96%	2,67%	2,94	2,84	2,85%	2,73%	35 927317 RD 4.0 01/01/2012	5,22%	11,10	9,00	4,59%	5,20%
30 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	2,88%	2,43%	6,45	5,57	2,38%	2,59%	25 927295 RD 4.0 Aio 10/01/2038	5,58%	10,87	7,64	5,29%	5,66%
45 927430 RD 4.0 A 10/01/2038	2,88%	2,27%	11,22	8,20	2,01%	2,50%	20 927848 RD 5.0 Aio 10/01/2038	6,11%	10,81	2,52	5,55%	5,62%
							20 927384 RD 6.0 Aio 10/01/2038	-	-	4,08	5,13%	5,65%
100	2,90%	2,42%	7,63	6,01	2,34%	2,59%	100			6,24	5,08%	5,50%

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.

Uændret rente i Euroland

ECB var tæt på at hæve renten i december. Stigende inflationsforventninger, risiko for højere lønvækst og stigende fødevare- og energipriser pressede ECB ud i en lang diskussion om, hvorvidt renten skulle hæves. ECB besluttede sig dog for at holde renten uændret, fordi kreditkrisen er blevet forværret og den usikkerhed, det giver for den fremtidige økonomiske vækst. Aftager den økonomiske vækst, behøver ECB ikke sætte renten ned, fordi presset på arbejdsmarkedet og priserne så ikke længere vil være så stort. På kort sigt vurderer vi, at der stadig vil være stor risiko for højere rente, men i løbet af foråret tror vi, at risikoen vil aftage i takt med, at den økonomiske vækst dæmpes.

Kommer der recession i USA?

Efter et par kvartaler med solid vækst er presset på den amerikanske økonomi forøget. Det skyldes for det første den forlængede finansielle krise, som har medført opstramninger på kreditgivningen og øget forsigtighed hos virksomhederne. Ydermere er energipriserne steget dramatisk i løbet af efteråret, og nedturen på boligmarkedet er fortsat med uformindsket styrke. Med andre ord er økonomien presset fra flere sider. Det betyder, at væksten vil aftage markant i de kommende kvartaler. Selv om det kan blive tæt på, venter vi dog ikke, at den amerikanske økonomi går i recession. Som følge af vækstafmatningen vil Federal Reserve nedsætte renten til 3,75 % i løbet af første halvår 2008. I andet halvår er udsigterne mere positive, da en lang række af de nuværende negative faktorer vil fortage sig, mens arbejdsmarkedet fortsat vil være stramt nok til at levere fornuftig indkomstvækst til forbrugerne. Endelig vil pengepolitikken på daværende tidspunkt være mindre restriktiv.

Asien holder hånden under den globale vækst

De eksport- og industritunge asiatiske økonomier har traditionelt været meget afhængige af det amerikanske marked. Derfor har lav vækst i USA typisk også betydet lav vækst i Asien. Det ser imidlertid ikke ud til at være tilfældet i denne omgang. Væksten i Asien drives i stadig større omfang af privatforbrug og investeringer inden for den asiatiske region. Asien ser derfor ud til at fortsat at skulle klare sig godt, selv om væksten falder i USA og Europa.

Kunne Kina finde på at revaluere?

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

Sektor/selskab	Land	Anbefaling
Energi		
Olje- og gastjenester		
Acergy	NO	Hold
Aker Kvaerner	NO	Hold
Awilco Offshore ASA	NO	Køb
BW Offshore	NO	Køb
Fred Olsen Energy	NO	Hold
Ocean Rig ASA	NO	Hold
PROSAFE	NO	Køb
Seadrill	NO	Køb
Subsea 7	NO	Hold
Olje og gas		
Neste Oil	FI	Køb
StatoilHydro	NO	Akkumulér
Materialer		
Kemikalier		
Auriga Industries	DK	Hold
Exel	FI	Akkumulér
Kemira Growhow	FI	Akkumulér
Novozymes	DK	Akkumulér
Emballage		
Brodrene Hartmann	DK	Sælg
Huhtamäki	FI	Køb
Metaller & Minedrift		
Outotec	FI	Køb
Outokumpu	FI	Køb
Talvivaara Mining Co LTD	FI	Akkumulér
Industri		
Fly & forsvar		
SAAB	SE	Køb
Byggeprodukter		
Assa Abloy	SE	Akkumulér
Dantherm	DK	Akkumulér
Flugger	DK	Akkumulér
H+H International	DK	Akkumulér
Rockwool International	DK	Køb
Uponor	FI	Hold
Anlæg og Maskinteknik		
FLSmidth & Co	DK	Køb
Højgaard Holding	DK	Akkumulér
Lemminkäinen	FI	Hold
Monberg & Thorsen	DK	Akkumulér
Per Aarsleff	DK	Akkumulér
SRV	FI	Reducér
YIT	FI	Hold
Elektrisk udstyr		
NKT Holding	DK	Køb
Renewable Energy Corporation	NO	Akkumulér
Schouw & Co	DK	Akkumulér
Vestas Wind Systems	DK	Køb
Maskinindustri		
Alfa Laval	SE	Køb
Atlas Copco	SE	Akkumulér
Cardo	SE	Reducér
Cargotec Corp	FI	Køb
Haldex	SE	Hold
Kone	FI	Hold
Konecranes	FI	Køb
Metso	FI	Køb
Munters	SE	Akkumulér
Nibe	SE	Reducér
Sandvik	SE	Køb
Scania	SE	Reducér
SKF	SE	Akkumulér
Trelleborg	SE	Køb
Volvo	SE	Akkumulér
Wärtsilä	FI	Køb
Handel og distribution		
Brdr A & O Johansen	DK	Hold
DLH	DK	Reducér
Ramirent	FI	Hold
Solar	DK	Køb
Sanistaal	DK	Reducér
Erhvervsservice & -produkter		
Securitas	SE	Akkumulér
Cramo	FI	Akkumulér
Gunnebo	SE	Reducér

Sektor/selskab	Land	Anbefaling
Industri, fortsat		
Securitas Direct AB	SE	Sælg
Securitas Systems	SE	Akkumulér
Luftfart		
Finnair	FI	Akkumulér
Shipping		
A. P. Møller - Maersk	DK	Hold
DFDS	DK	Hold
D/S Norden	DK	Akkumulér
Mols-Linien	DK	Sælg
D/S Torm	DK	Akkumulér
Transport		
DSV	DK	Hold
Forbrugsvarer		
Reservelede		
Nokian Tyres	FI	Køb
Autoliv	SE	Reducér
Varige forbrugsvarer		
BoConcept	DK	Køb
Ekones	NO	Køb
Electrolux	SE	Hold
Husqvarna	SE	Køb
Fritidsudstyr		
Amer Sports	FI	Akkumulér
Tekstiler & Beklædning		
IC Companys	DK	Køb
Hoteller, Restauranter & Underholdning		
PARKEN Sport & Entertainment	DK	Hold
Skistar AB	SE	Reducér
Medier		
Schibsted	NO	Anb. Suspenderet
Alma Media	FI	Akkumulér
Detailhandel		
Clas Ohlson	SE	Køb
Noblia	SE	Køb
Stormagasiner		
Stockmann	FI	Køb
Næring & Nydelse		
Supermarkeder		
Hakon Invest	SE	Reducér
Kesko	FI	Køb
Drikkevarer		
Carlsberg	DK	Akkumulér
Harboe	DK	Køb
Royal Unibrew	DK	Reducér
Fødevarer		
Atria	FI	Køb
Biomar	DK	Ingen Anbefaling
Cermaq	NO	Akkumulér
Danisco	DK	Hold
EAC	DK	Reducér
HKScan	FI	Akkumulér
Marine Harvest	NO	Reducér
Orkla	NO	Akkumulér
Tobak		
Swedish Match	SE	Køb
Sundhed		
Medicinalinstrumenter & -udstyr		
Coloplast	DK	Akkumulér
Elekta	SE	Køb
Getinge	SE	Køb
William Demant Holding	DK	Køb
Bioteknologi		
ALK-Abello	DK	Køb
Bavarian Nordic	DK	Akkumulér
Curalogic	DK	Køb
Genmab	DK	Køb
Exiqon	DK	Køb
Karo Bio	SE	Køb
LifeCycle Pharma	DK	Køb
Q-Med	SE	Akkumulér
TopoTarget	DK	Køb
Farmaci		
Lundbeck	DK	Hold
Meda	SE	Køb
Novo Nordisk	DK	Køb

Sektor/selskab	Land	Anbefaling
Finans		
Banker		
Amagerbanken	DK	Køb
Danske Bank	DK	Ingen Anbefaling
DNB Nor	NO	Akkumulér
Fionia Bank	DK	Reducér
Forstædernes Bank	DK	Hold
Jyske Bank	DK	Hold
NORDEA	SE	Reducér
Oko Bank Plc	FI	Sælg
Ringkjøbing Landbobank	DK	Køb
Roskilde Bank	DK	Akkumulér
SEB	SE	Hold
Spar Nord	DK	Sælg
Svenska Handelsbanken	SE	Køb
Swedbank	SE	Sælg
Sydbank	DK	Køb
Vestjysk Bank	DK	Reducér
Forsikring		
Alm Brand	DK	Akkumulér
Sampo	FI	Akkumulér
Topdanmark	DK	Akkumulér
TrygVesta	DK	Køb
Fast ejendom		
Sjælsø Gruppen	DK	Akkumulér
Informationsteknologi		
Columbus IT Partner	DK	Akkumulér
IT-konsulenter		
EDB Business Partner	NO	Hold
EDB Gruppen	DK	Køb
EMENTOR	NO	Køb
HiQ International	SE	Hold
Ixonos	FI	Køb
Semcon	SE	Køb
Sysopen Digia	FI	Akkumulér
Teleca	SE	Køb
TietoEnator	FI	Køb
Software		
IBS	SE	Hold
Comptel Corporation	FI	Hold
Danware	DK	Sælg
Fast Search & Transfer	NO	Sælg
Maconomy	DK	Hold
Orc Software	SE	Akkumulér
Simcorp	DK	Køb
Telelogic	SE	Køb
TECNOMEN	FI	Køb
Kommunikationsudstyr		
Eltek	NO	Ingen Anbefaling
ELCOTEQ	FI	Sælg
GN Store Nord	DK	Akkumulér
Nokia	FI	Akkumulér
Salcomp	FI	Sælg
Tandberg	NO	Køb
RTX Telecom	DK	Reducér
Thrane & Thrane	DK	Akkumulér
Højteknologi		
Aspocom Group	FI	Reducér
Telekommunikation		
Telekommunikationsydelse		
ELISA	FI	Reducér
Tele2	SE	Hold
Telenor	NO	Hold
TeliaSonera	SE	Akkumulér
Forsyningsselskaber		
Elværker		
Fortum	FI	Akkumulér

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%. **Anb. Suspenderet:** Aktien p.t. ikke dækket grundet midlertidige faktorer. **Ingen Anbefaling:** Aktien dækkes ikke.

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

Disclosure

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

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

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

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

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

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

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

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

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