

INVESTERING

[DECEMBER 2008]



TEMA: GLOBAL KRISE

Verden er i recession

Er bunden nået på aktiemarkedet?

Yderligere rentefald i sigte

MEGATRENDS: Clean Tech, energi, fødevarer, infrastruktur

Kapitalismens bæreevne til debat

Udnyt tab på obligationer

Danske Bank

04	ER BUNDEN NÅET?
06	GOLDMAN SACHS NEDJUSTERER FORVENTNINGERNE
08	CLEAN TECHNOLOGY - DEN TEKNOLOGISKE REVOLUTION
14	ENERGIKRISEN KOMMER SNART IGEN
15	STÆRK TREND I INFRASTRUKTUR
16	KAPITALISMENS BÆREEVNE TIL DEBAT
22	FØDEVAREKRISEN LURER
23	VAND ER LØSNINGEN PÅ VERDENS ENERGIPROBLEMER
24	AKTIEANBEFALINGER - VESTAS, GRIFOLS, IMPERIAL TOBACCO, TOPDANMARK
26	FRYGT FOR GLOBAL RECESSION BANER VEJ FOR YDERLIGERE RENTEFALD
29	HØJ OPTIONSPRÆMIE FOR AT SÆLGE AKTIER PÅ HØJERE KURSER END DE AKTUELLE
32	KORT NYT - ENERGIPLANER I EU OG USA, DK I KRISE, FLODBØLGE AF STATSOBL I 2009
34	DANSKE ANALYSE TROR PÅ OPSVING I 2009
36	SÅ MEGET FALDER BOLIGPRISERNE
38	SIDSTE CHANCE FOR PENSIONSFRADRAG
40	UDNYT TAB PÅ OBLIGATIONER
42	TAB PÅ PENSIONSDEPOTER
44	RESTSKAT ELLER OVERSKYDENDE SKAT I 2008
45	MODELORTEFØLJER
46	TEMPERATURER I VERDENSØKONOMIEN
47	AKTIEOVERSIGT

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

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

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

Grafisk design og produktion: Datagraf
Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri

Forside: POLFOTO

TEMA: GLOBAL KRISE

Investering, nyheder og analyser i Netbanken

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

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

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

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

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

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

Globale tømmermænd og udfordringer

Den aktuelle krise er tømmermænd fra en verdensøkonomisk fest med de højeste vækstrater i 30 år. Men den »økonomiske benzin« var i vidt omfang lavrentepolitikken; en global pengeoverflod, der fik bolig- og ejendomspriserne til at eksplodere mange steder i verden. Jagten på afkast sendte kursene på alle mulige obligationstyper, uanset risiko, i vejret og indsnævrede rentespændet til de risikofrie statsobligationer til historisk lave niveauer. Da disse rentespænd ikke var tilfredsstillende for mange, blev der i meget stort omfang foretaget gearede investeringer via komplekse, ofte uigennemskuelige derivater.

I bagklogskabens lys virker det absurd, at finansverdenens aktører ikke tog højde for, at verden på et tidspunkt løb ind i en lavkonjunktur, som ville sende ejendomspriserne ned; obligationsrenterne op – og dermed føre til tab. Men det gjorde de ikke, og de så stort på, at den hidtidige succes i stort omfang var tilvejebragt af lånte penge. Men lån skal betales tilbage, og hvis værdien af det man har lånt penge til, pludselig er meget mindre værd, end de lån man har optaget, så må man tære af den kapital, man har. Formuen reduceres. Og det vil tage tid at regenerere det tab, man har lidt.

Vi tærer på naturens kapital

Men den slags udskejelser ses ikke kun i finansverdenen – faktisk er det en del af vores livsstil. I mange år har vi »høstet« langt mere end naturens »renter« og dermed tæret på naturens kapital uden tanke på, at naturen ikke er en kilde af uudtømmelig rigdom.

Tag f.eks. vandforbruget, der er seksdoblet siden 1950 – tre mia. mennesker vil i 2015 leve i områder med vandmangel. Og tag fiskeriet. Overfiskeri betyder, at 40 pct. af verdens globale fiskepopulationer i dag er overudnyttet – dvs. tæt på kollaps. Og 30 pct. er allerede kollapsede – dvs. de har passeret det punkt, hvor de er i stand til at regenerere sig selv. Men artsudryddelse og ødelæggelse af økosystemer

finder ikke kun sted i havet. Alene siden 70'erne skønnes 25 pct. af Jordens landbaserede dyrearter at være uddøde grundet menneskets pres på naturen som følge af forurening, afskovning, landbrug, jagt, urbanisering m.v.

Og så er der global opvarmning, som al videnskabelig forskning peger på skyldes menneskets udledning af drivhusgasser – og som har katastrofale konsekvenser for klimaet og vandstanden i havene. Det vil kunne sende mindst 100 mio. mennesker på flugt, og forstærke tendensen med artsudryddelse og kollapsende økosystemer.

Alene de begrænsede fossile brændstoffer bør overbevise om behovet for alternativ energi og øget energieffektivitet. IEA, olieindustriens tænketank, advarer om en oliepris allerede i 2010-2011, der slår sommerens rekord på 147 USD pr. tønde – og prisen for fossile brændstoffer som helhed vil eskalere voldsomt de næste to årtier, hvor energiforbruget ventes at stige med 45 pct. Agenturet peger på, at *business-as-usual*, kan sende klodens gennemsnitstemperatur op med seks grader – langt over klimaforskernes smertegrænse. Udvikling af alternative energikilder er derfor en essentiel nødvendighed.

Løsningen

For at imødegå alle disse problemer kræves en vækstmodel, der er baseret på bæredygtige principper – dvs. principper, som ikke begrænser mulighederne for fremtidige generationer. En

anderledes økonomisk tankegang, der tager forbruget af naturens ressourcer og belastningen af økosystemerne med i et mere langsigtet perspektiv. Vi skal erkende værdien af de mange gratis ydelser fra naturens side – og omkostningerne ved at forvolde uoprettelige skader på Jorden.

Der er stigende international politisk opmærksomhed omkring disse udfordringer. Og der er lagt op til en teknologisk revolution i form af *Clean Technology* – betegnelsen for de teknologier lige fra genbrug til alternativ energi, der skal transformere verdensøkonomien til et samfund baseret på bæredygtige principper, så vi holder op med at tære på naturens kapital til et punkt, hvorfra den ikke kan regenerere sig selv.

For investorerne er det muligvis den stærkeste trend i menneskets historie – med masser af muligheder (og faldgruber) for investeringer i potentielle vinderteknologier.

Også for nationer som helhed er der tale om en enestående mulighed for at støtte selskaber og fremme industrielle udviklinger, der kan sikre en plads i det globale førerfelt. Men skal kursen for Jordens befolkning ændres i en bæredygtig retning, kræver det en global kursændring – ambitiøse forsøg fra enkeltlande er ikke tilstrækkeligt. Et vidtrækkende og forpligtende samarbejde er vejen frem mod de løsninger, der skal sikre fremtiden for menneskeheden, klimaet og planetens økosystemer.

» In the long history of humankind
(and animal kind, too) those
who learned to collaborate
and improvise most effectively
have prevailed. «

CHARLES DARWIN



Er bunden nået?

Vi befinder os i det hurtigste bemarkede nogensinde. Hvornår er bunden nået?

»Det er et godt spørgsmål«, som alskens eksperter typisk svarer i et interview, når de ikke kender svaret, og starter på en længere udredning. Sådan er det også i denne situation. Ingen kan på forhånd med sikkerhed sige, at NU har vi nået bunden på aktiemarkederne. For aktiekurserne er en afspejling af en lang række økonomiske, finansielle, politiske og ikke mindst psykologiske faktorer, som ikke kan stoppes ind i en entydig formel. Lige nu er vi i en situation, hvor vi f.eks. ikke ved, hvornår den finansielle krise er overstået, og bankerne igen låner penge ud til hinanden og kunderne på normal vis. Og jo længere tid, der går, desto flere virksomheder bukker under, flere mennesker sendes ud i arbejdsløshed, forbruget falder osv. Forhold, som forstærker den allerede igangværende onde cirkel i en økonomisk krise.

Når man skal gætte på fremtidens aktieudvikling, er man derfor nødt til at lave sine antagelser – f.eks. om hvornår finanskrisen løses endeligt, og hvornår økonomien igen vokser med positive vækstrater.

Og man støtter sig også typisk til, hvordan det plejer at være i lignende situationer. Problemet er bare, at børskriser og økonomiske nedture aldrig er helt ens. F.eks. var IT-boblen præget af eksorbitant høje aktiekurser som følge af urealistisk høje indtjeningsforventninger. Den aktuelle krise er reelt ikke udløst af voldsomt overvurderede aktiekurser, men alligevel er kurserne faldet så hastigt, at det overgår alle andre kriser, herunder den i 2000-2002.

Unormal vækstperiode

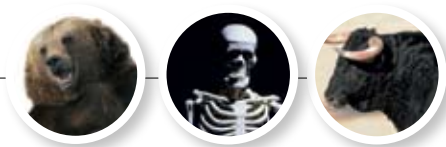
Baggrunden er især den ekstreme gearing i lavrenteperioden i investeringer rettet mod alle mulige andre obligationer end statsobligationer. Da subprimeballaden startede, og obligationerne styrteddykkede, resulterede det i enorme tab blandt banker, investeringsfonde og hedgefonde m.v., som blev tvunget til brandsalg af alle aktiver, herunder aktier. Finanskrisen var en realitet, en økonomisk krise under hastig udvikling, og investorernes lyst til risiko og muligheden for at påtage sig den var pludselig meget lille.

Samtidig stod det klart, at indtjeningen i bemarkedet 2003-2007 kunne betegnes som »overnormal«, løftet op af de historisk lave renter, massiv outsourcing til udviklingsøkonomierne og

masser af overkudskapacitet som følge af overinvesteringer i slutningen af den forrige eufori i slutningen af 90'erne – et forhold, som betød, at virksomhederne i en del sektorer ikke behøvede de store investeringer. Da krisen startede forsvandt de billige finansieringsmuligheder, global efterspørgselsafmatning satte ind, og i det lys stod det klart, at indtjeningsforventningerne skulle langt ned. Det er de langsomt kommet, og i dag afspejler de efter de flestes mening, hvad der forekommer at være realistisk med ud-sigt til den værste recession siden 2. verdenskrig og et finanssystem, der stadig ikke fungerer normalt.

Aktiekurserne har reageret voldsomt det seneste år med fald i USA, Europa og Japan på op mod 50 pct. Det betyder, at aktierne målt på en række nøgletal begynder at se billige ud. Et af de mest populære nøgletal er det simple (måske derfor) P/E – dvs. aktiekursen i forhold til indtjeningen. Populært sagt udtrykker det, hvad man ved køb af en given aktie betaler for en kroners indtjening. Når man skal vurdere P/E for et marked i et mere langsigtet, historisk perspektiv, vil det give et bedre indtryk af det aktuelle niveau, hvis man





» Denne krise bliver imødegået med et helt
anderledes massivt og hurtigt implementeret
netværk af redningsplaner og stimulanter. «

MORTEN KONGSHAUG, AKTIESTRATEG I DANSKE BANK



dividerer markedets kursniveau med det 10-årige reale gennemsnit i nettoindtjeningen. Aktuelt er dette tal omkring 15 – lidt under gennemsnittet siden 1875 – hvilket ikke er set siden midten af 80'erne.

Tømmermænd tager tid

Men et enkelt tal er naturligvis ikke nok til at indikere bunden. Omkring 1980, i forbindelse med den anden oliekrise, var tallet i øvrigt helt nede på 10. Og med den aktuelle finanskrise, der er et endnu større chok til verdensøkonomien, forekommer det ikke urealistisk, at markedet skal tangere det niveau.

»Som udgangspunkt vil jeg understrege, at med det meget høje volatilitetsniveau vi stadig oplever, så kan man ikke kategorisk sige, at dette er *bunden*. Volatiliteten afspejler netop de mange usikkerhedsfaktorer såsom de dårlige kreditbetingelser, hastigt stigende ledighed, pressede forbrugere, der øger opsparingen og ikke mindst det fortsat faldende boligmarked,« siger Morten Kongshaug, aktiestrateg i Danske Bank.

Den aktuelle økonomiske krise adskiller sig fra en normal lavkonjunktur ved, at der er tale om en recession, der følger efter en bobbel er bristet. Den slags giver tømmermænd, der tager tid at forarbejde. Karakteristisk for den bobbel, der blev bygget op fra 2003, var gearingen. Mange banker, investeringsfonde, hedgefonde o.lign. havde voldsomt gearede finansielle positioner, og har nu lidt så store tab, at de må slikke sårene i lang tid – dvs. nedbringe investeringer i risikable aktiver, og for bankers vedkommende føre en restriktiv udlånspolitik, der skal medvirke til at bygge nye reserver op.

Men også husholdningerne har levet højt for lånte penge. Ikke blot i form af

belånte ejendomme, der stadig må betegnes som prismæssigt overvurderede i forhold til de trange tider, der venter forude. Men også fordi de amerikanske forbrugere har levet over evne i mange år – hvilket afspejles i historisk høje gælds niveauer og en opsparingskvote tæt på nul. I 14 år er privatforbruget i USA vokset med knap 4 pct. realt. Nogle økonomer, bl.a. Stephen Roach fra Morgan Stanley, mener, at privatforbruget i USA står over for en nedjustering til et betydeligt lavere niveau over de næste 3-5 år til en vækst på måske 1-2 pct. årligt – og det vil minde påfaldende om den svigtende forbrugslust, der prægede japanerne efter kollapset i 1990 og medvirkede til at holde økonomien i krise i et helt årti. I så fald vil en meget vigtig drivkraft være forsvundet for både USA og verdensøkonomien som helhed.

Bunden er sandsynligvis nået

Så galt tror Morten Kongshaug imidlertid ikke, det kommer til at gå.

»Denne krise bliver imødegået med et helt anderledes massivt og hurtigt implementeret netværk af redningsplaner og stimulanter. Så vi tror på, at det lykkes at stabilisere finanssystemet i løbet af første halvår 2009, genskabe forbrugertilliden og stabilisere boligmarkedet. Dette vil bane vejen for, at vi får et amerikansk opsving i andet halvår 2009, og fundamentet for et nyt bullmarked i aktier vil være lagt,« siger aktiestrategen.

Han vurderer, at markedet, udtrykt ved S&P 500, vil fluktuere omkring 900 i første halvår 2009, men forventer, at året slutter i 1200.

»Før man lader sig forføre af det store potentiale, der ligger i denne forventning, er det værd at lave beregninger over, hvor galt det kan gå. Nogle amerikanske banker reducerer deres

indtjeningsforventninger til 2009 kraftigt for tiden og (bl.a. Goldman Sachs) argumenterer for, at indtjeningen pr. aktie (EPS) i 2009 vil være 50 USD, 20 pct. under konsensus på 63 USD. Nogle har nævnt risikoen for, at S&P 500 kan falde helt ned til 600. Hvis det skal opfyldes, kræver det et kollaps i EPS ned til 50 USD OG derefter et årligt fald i EPS de næste fem år på 5 pct. Vi vil ikke udelukke et fald til 50 USD. Skal aktiemarkedet bevæge sig op derfra, kræver det en vækst på 5-15 pct. årligt over fem år. Ser vi på de to seneste bearbejdede 90-92 og 00-02, så har EPS-væksten været 10-11 pct. i årene derefter. Vores konklusion er derfor, at lykkes det at stabilisere det finansielle system i det kommende halve år, så er fundamentet lagt for et opsving i aktiemarkedet i anden halvdel af 2009.«

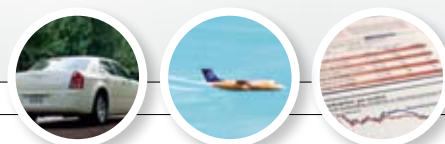
Anbefalinger

Aktiemarkedets retning i USA er afgørende for tendenserne på de øvrige markeder i den globaliserede verden, og det samme gælder kursniveauer og forventninger til de respektive sektorer.

Betrager vi markederne under et, er hovedanbefalingen, at man skal koncentrere sig om Pharma, Forbrugsgoder, Energi, Forsyning og Tele. Men tror man på et opsving i løbet af andet halvår 2009 – og for Europas og Nordens vedkommende i starten af 2010 – så skal man huske på, at aktiemarkedet historisk set med forbløffende præcision plejer at starte en vedvarende stigning et halvt år, før bunden nås i økonomien. Derfor skal man være opmærksom på, at det snart – i hvert fald for USA's vedkommende – er ved at være tid til at gå ind i de cykliske sektorer med en vis vægt, dvs. Forbrugsvarer, Industri og Informationsteknologi.



Goldman Sachs nedjusterer forventninger



Den heftige strøm af dårlige økonomiske nøgletal har fået Goldman Sachs til at neddrose forventningerne til verdensøkonomien i 2009, og det smitter af på bankens forventninger til aktiemarkedene. Generelt er GS-økonomerne mere pessimistiske end konsensus.

For godt en måned siden forventede Goldman Sachs (GS), at verdensøkonomien ville vokse i reale termer med 2,7 pct. i 2009. Nu lyder spådommen på en global minusvækst i årets første halvår – og en mindre optur i andet halvår, som vil bringe væksten for hele 2009 op på 1,3 pct. Emerging Markets vil vokse med 4,8 pct., mens USA, Japan og Euroland vil tegne sig for recessionsrater på hhv. -1,6 pct., -1,3 pct. og -0,3 pct. Forventninger, der er væsentligt mere pessimistiske end konsensvurderingen i markedet, og som – hvis de bliver opfyldt – varsler en større nedtur i de udviklede økonomier end i de globale recessioner i 1980 og 1982.

Denne dystre prognose var oven i købet udarbejdet før, man kendte de nøgletal, der viste, at verdens største

økonomi, USA, faktisk gik i recession allerede i december 2007 – en oplysning, der sendte aktiemarkedet i USA ned med 7-9 pct.

USA

USA-strateg David Kostin, der i november argumenterede for, at bunden på det amerikanske aktiemarked blev nået i den måned, tror stadig S&P 500 slutter året på 1000 (aktuelt 909). Samtidig har han imidlertid nedjusteret forventningerne til de amerikanske virksomheder for både 2008 og 2009 endnu en gang. Dette kombineret med de dystre økonomiske udsigter for næste år varsler ikke en massiv optur i 2009, som han tror slutter i 1100 – med risiko for at teste 750 undervejs. Afgørende for en stabil udvikling vil være stabilisering af boligmarkedet, en

ny stimulusplan i første kvartal og en lettelse af finanskrisen.

Kostin peger også på, at markedet nu vurderet på en lang række nøgletal og modeller forekommer attraktivt, selv i lyset af USA's økonomiske krise.

David Kostin har desuden set på kursudvikling og forskellige nøgletal under 12 bearmarkeder siden 1929, og når frem til, at bunden derfor i gennemsnit bør ligge omkring 1000 – dvs. *20,5 pct. over det aktuelle niveau.*

Og ser man på den værste af disse børs kriser bør bunden ligge i 640 – *knap 23 pct. under det aktuelle niveau.* Den værste af kriserne var den berømte i 1929-32. Dengang begik man alvorlige politikfejl, der var med til at forværre det hele. Denne gang gøres der globalt en massiv indsats for at mindske effekterne af den aktuelle krise. Til gengæld

Virksomhedernes arbejdskapital er presset

Af verdens tre største økonomiske regioner er Japan ikke tyngtet af finanskrisen som de to andre, USA og Europa. Disse er til gengæld, mest udpræget i USA hvor kreditobligationsmarkederne gennem de seneste 20 år har etableret sig som en meget stor og vigtig alternativ finansieringskilde for virksomhederne – en udvikling, der slet ikke har haft samme omfang i Europa. Da kreditobligationsmarkederne med aktuelt meget høje renter reelt ikke frembyder noget alternativ for virksomheder, der mangler penge, så er det særligt påtrængende for amerikansk økonomi at få normaliseret denne del af den finansielle verden. Fælles for USA og Europa er imidlertid, at hele banksektoren stadig er langt fra at fungere normalt, og derfor har virksomhederne generelt begge steder svært ved at låne penge. Som udgangspunkt skal man som investor derfor rette blikket mod selskaber, der har lav gæld.

Goldman Sachs påpeger, at den cykliske nedtur også øger risikoen for pres på arbejdskapitalen – en finansiell størrelse, som repræsenterer den operative likviditet, der er tilgængelig for virksomheden. Det omfatter cash management, lagerstyring, debitor- og kreditorstyring og kortsigtet finansiering.

I det omfang et selskab undervurderer den faldende efterspørgsel i den økonomiske nedtur, vil lagerbeholdningen af usolgte varer stige, og dermed binde en del af arbejdskapitalen. Samtidig bety-

der bankkrisen og de dermed vanskeligere kreditvilkår, at en del virksomheder vil få sværere ved at betale deres regninger til leverandørerne, dvs. en del leverandører oplever, at deres tilgodehavender stiger – et yderligere dræn af arbejdskapitalen. Det kan tvinge nogle af dem til at stramme op på kreditbetingelserne til deres kunder. Kort sagt: De må reducere kundens betalingsfrist.

En ond cirkel, der indebærer generelt faldende cash flow og stigende nettogæld i mange virksomheder. Men et klassisk fænomen i økonomiske lavkonjunkturer – som denne gang forstærkes af bankkrisen, der har reduceret lånemulighederne betragteligt.

Når man skal sammensætte sin portefølje skal man derfor være opmærksom på, at selskaber med en sårbar finansieringssituation og faldende efterspørgsel kan blive ramt hårdere på driften end finansielt stærke og mere defensive virksomheder/forretningsmodeller.

Blandt de sektorer, der er særligt finansielt sårbare fremhæves vedvarende energi, autosektoren, luftfart, medier og papirbranchen. Som udgangspunkt anbefaler GS, at man skal gå efter selskaber med lav gæld, et stærkt og stabilt cash flow og høje dividendeudbetalinger. Blandt de mest attraktive sektorer er det især selskaber i pharma, telesektoren, dele af detailsektoren, teknologi samt olie- og metalsektorerne, der skiller sig ud som mindst sårbare over for bankkrisen og presset på arbejdskapitalen.

er det langt mere alvorlige politikfejl, der har udløst krisen og dermed det største chok til verdensøkonomien nogensinde.

Det var i form af den alt for lempelige pengepolitik i for lang tid. Kombineret med den hastigt voksende *securitization* siden 80'erne, som indebærer, at kreditrisikoen på lån pakkes ind i ofte komplekse og uigennemskuelige værdipapirer og sælges videre på de finansielle markeder. En udvikling, der førte til voldsomt gearede investeringer, der stod i et skærende misforhold til den underliggende risiko. Ingen kan endnu sige med sikkerhed om denne nedgearing er overstået, eller om ethvert *relief rally* bruges til nye brandudsalg hos de hårdest trængte. Dette er en af de faktorer, der gør det vanskeligt at sige, om bunden er nået.

Europa

Europa er også i recession, men GS-økonomerne tror ikke, at recessionen bliver så dyb som den amerikanske. Til gengæld bliver den af længere varighed, hvilket afspejler, at den europæiske centralbank, ECB, ikke er nær så aggressiv i sine støttetiltag som den amerikanske. Og generelt vurderes

EU-økonomierne, som er et kludetæppe af forskellige lande med forskellige styrker, svagheder og ubalancer, ikke at være så dynamiske som den amerikanske. Når først den finansielle verdens normale virkemåde er genoprettet, vil USA kunne rejse sig hurtigere end den europæiske.

Peter Oppenheimer, aktiestrateg med ansvaret for Europa, ser ingen grund til at skynde sig ind i markedet lige nu, da fald på 20 pct. fra det aktuelle niveau ikke er usandsynligt, hvis markedet indpriser et kortvarigt deflationsscenario. Under antagelse af, at det lykkes at undgå en længere periode med deflation, tror han, at bunden nås i midten af 2009 - med et potentiale derfra på 30-50 pct. på 6-12 mdr.

Japan og Asien

GS' kraftige nedjustering af forventningerne til verdensøkonomien i 2009, indebærer en kraftig forværring af udsigterne for den stærkt eksportafhængige japanske økonomi i 2009. Og hvor GS-økonomerne for blot en måned siden forventede en positiv vækst i 2009 på 0,5 pct., tror de nu på et fald på 0,6 pct. Dette implicerer, at den aktuelle recession, som allerede er i fuld gang,

nu forventes at vare i alt 20 måneder. Dermed vil den være længere og dybere end tidligere recessioner – gennemsnittet af de 10 recessioner siden 1960 har været 18 måneder. Medvirkende til de dystre udsigter for Japan er også, at den globale krise har sat dybe spor i Asien generelt, som tegner sig for over 50 pct. af japansk eksport.

Chefstrateg for Japan, Kathy Matsui, har som en konsekvens heraf også nedjusteret indtjeningsforventningerne yderligere og sænket målet for TOPIX ved udgangen af 2009 til 1100 fra 1150. Hun erkender, at risikoen vil være stor i løbet af året, og kan sende indekset helt ned til 650 (aktuelt 830). Men fremhæver som en positiv faktor, at private japanske investorer for første gang siden 1990 køber aktier til en værdi, der overstiger værdien af den mængde de sælger. Hun anbefaler aktier med høje dividender og positiv vækst i indtjeningen.

Overordnet venter hun, at de øvrige asiatiske markeder som helhed vil ligge fladt i 2009, men individuelt vil der være store afvigelser og risici. Hun har størst forventninger til Kina, hvor hun anbefaler defensive valueaktier og largecap selskaber.

Clean Technology – den teknologiske revolution

Finanskrisen og den globale recession kan ikke kvæle den spirende vækstbombe i Clean Technology.

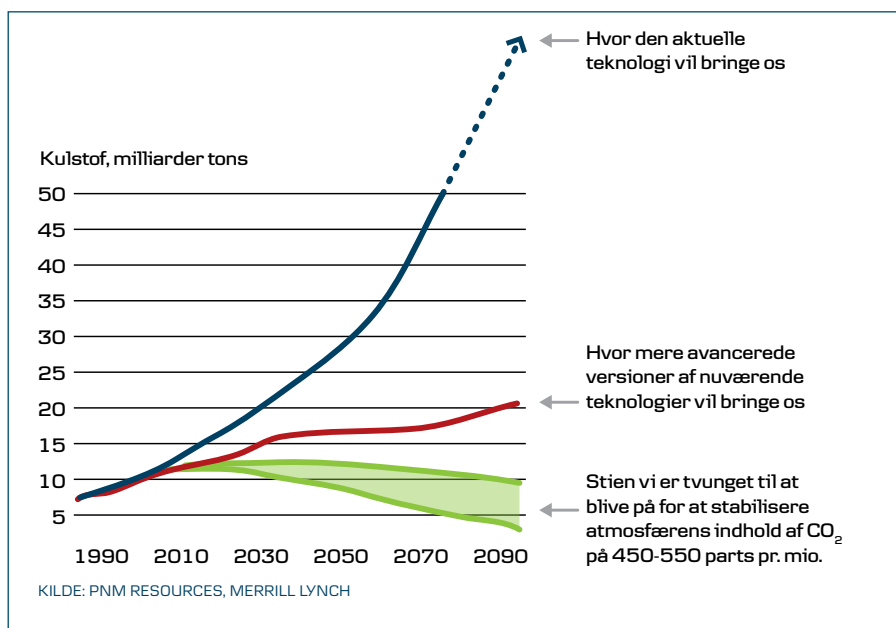
Løsningerne på den kritiske globale naturbelastning og energiuudfordringen, skal komme fra det økonomiske incitament, der er selve essensen af kapitalismen. Politikerne skal udforme rammerne vha. subsidier, afgifter på forurening og drivhusgasser, udvidet støtte til forskning, forpligtende klimamål osv. – men løsningerne skal komme fra den private sektor.

Den sjette teknologiske revolution

Finanshuset Merrill Lynch har udnævnt Clean Tech-trenden til at være den sjette teknologiske revolution i verdenshistorien. De støtter sig til økonomen Carlota Perez, der i sin bog *Technological Revolutions and Financial Capital*, har identificeret de fem foregående, som efter hendes observationer forekommer med omkring 50 års interval. Den første var *The Industrial Revolution* med centrum i Storbritannien 1770-1830. De næste tre var *The Age of Steam and Railways* 1830-1870, *The Age of Steel, Electricity and Heavy Engineering* 1875-1920 og *The Age of Oil, Automobiles and Mass Production* 1910-1975.

Hun opdeler hver revolution i forskellige faser. Den første er installationsfasen, højvækstperioden, som undervejs er præget af eufori og noget, der minder om en invasion af ny teknologi. Derefter kommer anvendelsesfasen, præget af lav vækst, synergi og modning af teknologierne.

Vi befinder os aktuelt i den femte revolution, *The Age of Information and Telecommunications*, hvis »Big Bang« ifølge Perez var Intels lancering af mikroprocessoren i 1971. Den forudgående udvikling i computerindustrien med transistorer og mainframes anser



hun for at være forløbere til dette gennembrud, denne »disruptive technology«, som på dramatisk vis forandrede økonomien og gennemslagskraften i computerindustrien.

Merrill Lynch vurderer, at den sjette revolution vil være *The Age of Clean-tech and Biotech* – og nogle af nøgleteknologierne kan blive nanoteknologi og genetik. Finanshuset påpeger, at da vi netop er i starten af denne sjette teknologiske revolution, baseret på Clean Tech og biotek, er vi også i starten af højvækstperioden, og derfor skal investorerne være særligt opmærksomme.

Installationsperioden er karakteriseret af teknologiske kvantespring, der skaber nye markeder og Clean Tech vil revolutionere meget af økonomien.

Perez skriver i sin bog, at to eller tre dekader med turbulent tilpasning og assimilation vil forløbe fra det øjeblik, hvor vi oplever den første effekt af de

nye teknologier til begyndelsen af en »gyldne æra« for samfundet.

Et tilbageblik i historien viser, at det ikke er den »gyldne æra« for samfundet som helhed investorerne skal vente på. Eksempelvis steg aktierne i jernbaneselskaber til det dobbelte i 1840'erne, men gik ind i en »flad« fase i 1850'erne – lavvækstfasen præget af synergi.

Clean Tech er netop i starten af højvækstfasen, og den vil for alvor tage fart, når finansverdenen normaliseres og vi kommer ud af den økonomiske krise. Ikke blot vil det forbedre de finansielle og økonomiske betingelser for de allerede børsnoterede selskaber – hvis forretningsområder i stærkt stigende grad understøttes af de politiske udmeldinger fra mange lande om nødvendigheden af at imødegå den globale opvarmning og udvikle alternative energikilder. Det vil også udløse en flodbølge af børsintroduktioner af sel-

skaber i Clean Tech-sektoren med lovende forretningsidéer, som lige nu bare venter på, at verden normaliseres, og investorernes risikovillighed vender tilbage.

Verden er i gang med en transformation af et samfund baseret på fossile brændstoffer til et verdenssamfund, hvor energibehovet skal dækkes af alternative energikilder med særlig vægt på de vedvarende. I omfang og værdi vil det overgå selv informationsteknologiens revolution af verdensøkonomien. Og ser vi tilbage på informationsteknologiens højvækstfase i årene omkring årtusindskiftet, så er det værd at erindre den euforiske stemning. Ingen havde det fulde overblik over hvordan informationsteknologien og Internettets komme i sidste ende ville påvirke økonomien, men forventningerne var enorme. Vi oplevede en eksplosion i antallet af IT-relaterede selskaber med vidt forskellige idéer, og aktiemarkedet tog imod dem alle med kyskhånd. Over en bred kam steg aktierne til niveauer, der samlet set repræsenterede en vækst i forventet indtjening, som var helt ude af proportion med hvad, der var inden for realistisk rækkevidde. Vi oplevede en IT-bobbel.

Vi har brug for en grøn bobbel

Det kan forekomme bizart at tale om den næste bobbel på et tidspunkt, hvor verden er tynget i knæ af kreditboblen, gearede investeringer i risikable gældsbeviser og ejendomme, men ikke desto mindre har vi en grøn bobbel i vente. Og det er ikke blot uundgåeligt – det er også det, verden har brug for. Et væld af potentielle løsninger vil blive udviklet og præsenteret af universiteter, forskningsgrupper, noterede og unoterede virksomheder i de kommende år, og ingen vil på forhånd kunne udpege, hvis teknologier og forretningskoncepter, der vil sikre dem en plads i vinderfeltet, når vi ser 10-15 år frem.

Som aktieinvestor vil man undervejs kunne tjene store penge på denne idérigdom og markedseufori – men det kræver, at man følger branchen tæt for at kunne justere porteføljen løbende. Mange selskaber vil bukke under, men undervejs vil mange også generere nye idéer, som andre vil nyde godt af. Efterhånden vil de store vindere skille sig ud – Clean Tech sektorens Google, Microsoft, IBM, Toyota – og disses teknologier vil i høj grad sætte deres spor i den grønne verdensøkonomi, og dermed etablere fundamentet for en bæredygtig udvikling.

Industristrukturen er vigtig

Når man skal identificere vinderne i en bestemt branche, spiller industristrukturen en vigtig rolle. Helt grundlæggende taler man om, *at en virksomhed kan integreres vertikalt eller horisontalt* i en industriværdikæde. Den vertikalt integrerede kan således beherske alle elementer i værdikæden lige fra produktion af underkomponenter til samling og salg af det færdige produkt. Mens en horisontalt integreret virksomhed udvider sin forretning ved at udvikle produkter, der minder om dem, man har i forvejen.

Historisk set er det typisk sådan, at vinderne i den tidlige fase af en industris udvikling er store selskaber, der sidder på store dele af værdikæden. Som eksempel kan nævnes IBM, der dominerede sin verden som det mest integrerede selskab, dengang mainframe computeren var i sin tidlige fase. Tilsvarende har Ford og General Motors domineret bilindustrien som de mest fremtrædende og mest integrerede ligesom Xerox, AT&T og US Steel har domineret deres industrier på tilsvarende udviklingsstadier.

I dag er Clean Tech på et relativt tidligt udviklingsniveau, hvilket kan pege i retning af, at det er sådanne store vertikalt integrerede selskaber, der sidder med de bedste kort på hånden. Det er f.eks. selskaber som *Siemens* og *General Electric*. Begge selskaber er store konglomerater med mange forskellige teknologiske kompetenceområder. De har i de senere år også spredt sig på mange områder inden for Clean Tech, hvor de udnytter deres teknologiske indsigt, kapacitet og innovationsevne, så de i dag sidder med en høj grad af teknologisk viden og produktionskapacitet inden for en betydelig del af værdikæden i Clean Tech.

Et eksempel på vertikal integration kan også være solenergiselskabet *SunPower*, der via opkøb netop øger sin spredning over større dele af værdikæden. Et andet eksempel ses i branchen for elektriske biler, hvor selskaber som *Tesla*, *Fisker* og *Reva* – trods deres afhængighed af batteriproducenter og andre nøglekomponenter – må siges at dominere værdikæden i deres kontrol af det overordnede design.

Men efterhånden som funktionaliteten af produkterne bliver så god, at det overstiger kundernes behov i hovedmarkedet, så ændrer konkurrencen sig. I dette miljø gælder det om at komme hurtigt på banen med nye produkter og serviceydelser for at tilfredsstille de individuelle behov blandt kunderne. Og det baner vejen for de mindre og mere specialiserede virksomheder, hvis omstillingsevne og generelle fleksibilitet ofte er langt større end den, man finder i de store ledende selskaber. Der kommer derfor i denne fase en tendens til, at industrien bliver mere desintegreret – vindermodellen er ikke længere at sidde på hele værdikæden. Specialister i værdikædens enkelte led vil klare sig bedre. Vidensniveauet og det teknologiske niveau vil typisk gøre det umuligt for enkelt-selskaber at håndtere hele værdikæden på optimal vis. Det bliver for tidskrævende og omkostningstungt at køre solo, og man sikrer ikke det nødvendige høje innovationsniveau.

Samtidig skal man være opmærksom på, at der også vil opstå en eller flere »grønne« mastodonter. De vil rejse sig på basis af Clean Tech-teknologier, der når et niveau så højt, at de bliver konkurrencedygtige og standardiserede og dermed en massiv vækst på verdensplan. De



selskaber, der bedst håndterer den fase, har muligheden for Microsoft-, Google- eller IBM-klasse. Selskaber, som vil have den økonomiske kapacitet til at opkøbe en betydelig del af de bedste nicheproducenter.

Men det er ikke så ligetil at forudse, hvordan udviklingen bliver inden for Clean Tech. Merrill Lynch anfører, at der historisk set er en tendens til, at vinderne i en industri i en tidlig udviklingsfase er vertikalt integrerede og centraliserede. Og senere bliver industrien mere decentraliseret og desintegreret. Energisektoren er i dag mest centraliseret med store forsyningsselskaber, der sender elektricitet ud gennem transmissionsnetværket og store raffinaderier, der sender olie og gas til knudepunkter i distributionsnetværket. I Clean Tech kan man meget vel forestille sig store vind- og solfarme, der sender deres elektricitet gennem et forbedret elektricitetsnet. Men det kan også meget vel tænkes, at vi bevæger os mod en mere lokalt orienteret distributionsform – eller en blanding af den decentraliserede og centraliserede model. Merrill Lynch nævner flere eksempler på lokal energiforsyning:



Solenergi kan udnyttes med store solfarme eller egne solfangeranlæg hos virksomheder og enkeltboliger. Hvordan fordelingen er afhænger af det enkelte land, men gennemsnitligt er fordelingen i dag 50/50. Nogle eksperter peger på, at netop solenergien i vid udstrækning bliver en lokal energikilde, eksempelvis via integrerede solceller i bygninger. Den langt mere pladskrævende udnyttelse

af **vindenergi** peger derimod på, at vindenergi typisk vil udnyttes via store vindmølleparker og en centraliseret distributionsmodel om end enkeltstående vindmøller også vil spille en vis rolle.

Brændselsceller har allerede i nogen tid været anvendt rundt omkring som en slags backup reserve af elektricitet. Men teknologien har allerede nu skabt muligheden for, at store hoteller og ejendomskomplekser i et vist omfang kan agere forsyningsselskab for sig selv ved at udnytte **spildvarme** til at frembringe elektricitet, varme, varmt vand og kølesystemer til priser lavere end dem, det traditionelle elnet tilbyder.

Forskere arbejder i dag på en ny tilgang til elproduktion, som har sigte på, at kontorejendomme, industriområder og boligområder kan få deres elforsyning fra en klynge af mindre generatorer. Sådanne **microgrids** vil også aflaste det aktuelle elektricitetsnet, der i de kommende år kræver en massiv udbygning for at kunne klare den stigende efterspørgsel.

Man tror, det er løgn, men selskabet *Hyperion* har udviklet et atombatteri på størrelse med et badekar, der over en periode på fem år vil kunne dække elektricitetsbehovet for 25.000 husholdninger. Der er reelt tale om et **atomkraftværk i miniudgave** – hvilket vil sige, at energien, der produceres, kommer fra spaltning af uranatomkerner. Pris: 25 mio. USD. Risici: Der er lagt op til debat ...





Alternative energikilder

En status over de mest fremtrædende alternativer til fossile brændstoffer.

Solenergi

Teknologiens problem er helt basalt, at energieffektiviteten i solcellerne stadig er for ringe. Typisk ligger effektiviteten for de mest udbredte solceller baseret på silicium på omkring 15-20 pct. i den kommercielle version – og en verdensrekord på 25 pct. i laboratoriet. Lidt lavere er effektiviteten for de meget billigere *thin film* celler, der anvender under 1 pct. af det silicium, der er steget markant i pris de senere år i takt med den heftige vækst inden for solenergisektoren. En ny celletype, *triple junction*, udnytter et større spektrum af lyset og her er effektiviteten i laboratoriet foreløbig nået op på 40,8 pct.

Solenergien udnyttes også i *den termiske version*. En række store paraboliske spejle opfanger solvarmen og den koncentrerede solvarme anvendes til at drive en dampgenerator, der laver strøm. Denne elektricitet kan sendes direkte ud i det tilsluttede elnet eller lagres i smeltet salt, der er en effektiv måde at lagre varme på med minimalt energitab.

Den termiske model har en effektivitet omkring 40 pct., men er pladskrævende, vil typisk ligge langt fra de industrikvarterer og byer, og kræver desuden tilslutning til elnettet – som i øvrigt skal tilpasses og udbygges.

Lagring

Jorden har en gammel vane med at dreje en omgang pr. døgn (nå ja, det definerer jo døgnet), og desuden er det også ofte overskyet. Udover en markant forbedring af solcellers effektivitet, bl.a. ved udnyttelse af sollysets fulde spektrum samt nanoteknologi (carbon nanotubes), så er det vigtigt for solenergiens egentlige gennembrud som alternativ energikilde i stor skala, at man finder en mere effektiv metode til lagring af den overskudsstrøm, der bliver genereret i perioder til brug i de mørke timer. Tilsvarende hungres vindindustrien også efter bedre lagringsmuligheder.

Batteriteknologien er i dag ikke tilstrækkelig

veludviklet til at kunne anvendes til lagring af strøm i den skala. Et alternativ kan være at overskudsstrømmen anvendes til at komprimere luft eller opvarme en væske. Det sidste princip anvendes hos de førnævnte termiske solanlæg, der bruger smeltet salt som en lagringsmetode, idet energitabet her er mindre end en pct. i døgnet.

Hold øje med nye metoder i lagring – og læg særligt mærke til batteriproducenterne. De selskaber, der udvikler de bedste batterier sidder med i førersædet, når de elektriske biler og hybridbilerne rammer verdensmarkedet i massiv skala fra 2010 og fremefter.

Vindenergi

Vindmøllerne er baseret på en relativt moden teknologi – dog menes der stadig at være visse forbedringsmuligheder i vingernes effektivitet/design, gearkasserne og møllernes generelle funktionsduelighed og holdbarhed. Det betyder i praksis, at vindmølleproducenterne ikke har så mange knapper at skruer på mere, men stiler efter større møller og storsalg i forbindelse med klimabølgen og etablering af store mølleparker i land og til vands i mange forskellige lande.

At vindmølleteknologien er moden betyder også, at vindenergi globalt set dækker mere af energibehovet end solenergi – hvor større investeringer i mange tilfælde ikke foretages, fordi man venter på, at solcellernes effektivitet skal forbedres markant. Endnu er vindenergien ikke konkurrencedygtig uden subsidier, især ikke ved den aktuelle oliepris, men billedet vender, når verdensøkonomien igen rejser sig, og vi oplever en ny stærk stigning i priser på olie, kul og gas.

Aktuelt er også vindenergisektoren mærket af finanskrisen. Flere store vindmølleprojekter rundt om i verden, typisk planlagt af store forsyningsselskaber, er udskudt af den simple årsag, at kreditkrisen gør det umuligt at rejse tilstrækkelig kapital til acceptable renter. Men så snart finansverdenen er stabiliseret, er der lagt op til en mas-

»

siv vækst i vindenergi – en branche, hvori der i 2007 blev investeret over 50 mia. USD ifølge *Global Wind Energy Council*.

Biobrændsel

De fleste vedvarende energikilder handler om at producere elektricitet, hvilket ikke løser problemet med CO₂-udledning fra den største forureningskilde, nemlig transportsektoren. Før batteriteknologien er god nok og de elektriske biler rammer massemarkedet er den mest direkte substitut for olie/benzin til transportsektoren *biobrændsel*.

USA var det første af de store udviklede lande, der i 2006 for alvor satte fokus på biobrændsel som en potentiel fremtidig energikilde, og det spredte sig som en løbeild blandt andre udviklede lande, heriblandt EU, da det er en løsning som er umiddelbart tilgængelig med kendt teknologi. Som bekendt har denne internationale fokus på biobrændsel medvirket til at presse korn- og fødevarerpriser op, idet produktionen af biobrændsel kræver landbrugsprodukter og landområder, og dermed i praksis reducerer produktionen af afgrøder til fødevarer.

Gennembruddet for sektoren kommer først, når man behersker 2. generations teknologien, som går ud på, at man på effektiv og konkurrencedygtig vis via genetisk modificerede enzymer er i stand til at nedbryde cellulose – planternes stivelsesmateriale – hvilket betyder, at man vil kunne anvende restprodukter fra landbruget, græs, træ, organisk affald osv. til biobrændsel. Det forventes, at man inden for få år har udviklet teknologien til kommercielt brug i stor skala.

Men heller ikke denne teknologi kan dog løse transportsektorens energi- og CO₂-problem. Mange lande har ganske enkelt ikke tilstrækkelige landområder, hvor man kan dyrke den

krævede mængde græs og træ. Derfor er der store forventninger til en anden retning i forskningen: Alger.

Alger kan fordoble deres størrelse på en enkelt dag, hvilket gør dem til den mest effektive organisme, når det handler om transformation af let energi til biomasse.

»Alger opdyrket i damme på et område svarende til 20 mio. acres af land vil kunne dække hele den amerikanske transportsektors behov for brændstof – det er kun en lille del af det samlede landbrugsareal på godt 900 mio. acres,« siger Greg Mitchell på Scripps Institution of Oceanography på University of California.

De bedst egnede alger kan vokse i ikke blot ferskvand, men også saltvand eller brakvand, så de ikke behøver at konkurrere med land og vand til brug for landbruget. Princippet i algedyrkning er, at algerne dyrkes i damme, hvor de tilføres CO₂ og samtidig »sultes« i form af begrænset næring, hvilket får dem til at producere en større mængde af lipider (olie) end normalt – som i forvejen er høj i alger. Dette kan så omdannes til flybrændstof, benzin eller diesel. Amerikanske Sapphire Energy er i år blevet i stand til at fremstille grøn råolie, som kan raffineres til 91-oktan benzin. Der er stor interesse for algeforskningen, også fra olieindustrien. Således har Shell etableret et forsøgsprojekt på Hawaii.

Generelt har flyindustrien store forventninger til biobrændsel, og Boeing forventer, at biobrændsel som flybrændstof er en realitet inden for 3-5 år. Branchen for biobrændsel er imidlertid presset af den finansielle krise og de lave oliepriser, og Merrill Lynch forventer ikke nogen større vækst i 2009.

Atomkraft

Omkring 440 atomreaktorer leverer i dag 15 pct. af verdens elektricitet, og branchen er i hastig vækst. I fjor var

således 35 nye kraftværker under opbygning, størstedelen i Asien. At opnå tilladelse og efterfølgende bygge et atomkraftværk er imidlertid en langsom og kompliceret affære og tager i gennemsnit 10 år. Og skulle atomkraft alene dække verdens stigende elektricitetsbehov ville det kræve, at man byggede en reaktor med en kapacitet på 1 GW hver dag i 30 år.

Der vil altid kunne argumenteres imod atomkraft med henvisning til risikoen for kernenedsmeltning, risikoen for udbredelse af atomvåben og affaldsproblemet.

Men teknologien anses i dag for at være praktisk taget 100 pct. sikker, så delvise eller hele nedsmeltninger som i Tjernobyl (1986) og Three Mile Island (1979) anses for helt usandsynlige. Men alligevel...

Derfor har nogle eksperter store forventninger til thorium som urans afløser. Kernereaktionerne med brug af thorium skal sættes i gang af en protonstråle, og når den slukkes, standser fissionsprocessen. En løbsk kædereaktion er ikke mulig. Af andre fordele kan nævnes mindre affaldsproduktion og en halveringstid for affaldet, der med 4-500 år er langt lavere end for affaldet fra uranbaserede reaktorer. Desuden er der på kloden 3-4 gange så meget thorium som uran til rådighed. Foreløbig er der dog flere års testforsøg forude, før kommercielt brug af thorium i stor skala er en realitet.

De fleste undersøgelser af den fremtidige vækst i atomsektoren peger på, at den genererede kraft fra atomkraftværker i 2050 vil ligge omkring 1,0-1,5 TW mod 370 GW i dag.

Biler

Autobranchen står over for en revolution i de kommende år. I dag findes allerede de såkaldte hybridbiler på markedet, hvoraf Prius-modellen fra Toyota er den mest kendte. Den består af en

Oversigt over relevante selskaber inden for Clean Technology

Oversigten giver et overblik over de mest fremtrædende selskaber inden for de respektive områder.

Det er vigtigt at understrege, at flere selskaber er store konglomerater, hvor et eller flere områder inden for clean tech kun udgør en mindre del af koncernens samlede forretningskoncept.

De selskaber, der er markeret med * har en aktuel købsanbefaling af Goldman Sachs eller Danske Market Equities (Danske Banks aktieanalyse).

Du opfordres til at tage en snak med rådgiverne om de aktuelle selskaber, idet aktuelle anbefalinger kan være ændret efter redaktionens slutning og nye kan være kommet til.

Vand

Veolia
Huflux
Kurita Water Industries *
SBS

Atomkraft

AREVA Group
Cameco Corporation

Sol

Sunpower
Meyer Burger
Solar World
Suntech Power
First Solar
Roth & Rau
Q-cells *
Renewable Energy *

Vind

Vestas *
Gamesa

Geotermisk energi

Ormat Technologies

Energieffektivitet

Novozymes
Schneider Electric
Rockwool
Compagnie de Saint Gobain

Smart Grid

Itron
Comverge
Badger Meter
Sempra Energy

Energiinfrastruktur

Jacobs Engineering
Foster Wheeler
ABB
Shaw Group

Elektriske biler/batterier

Toyota
Honda
Ener1

Affaldshåndtering

Waste Management Inc.
Abengoa

traditionel forbrændingsmotor samt en elektrisk. I den primære acceleration er det den elektriske motor, der driver bilen, og når hastigheden kommer over 65 km/t træder forbrændingsmotoren til som supplement. Samspillet mellem de to motorer går på, at mindre brændstofforbruget, og undgå høje omdrejninger i forbrændingsmotoren. Det betyder også, at når farten sættes ned/bremses, så udnyttes bilens bevægelsesenergi til at drive en generator, som lader batterierne op.

Næste skridt i bilbranchen er de såkaldte *plug-in* hybridbiler, der er karakteriseret ved en større aktionsradius på batterier alene, fordi man lader op fra nettet frem for at overlade det til forbrændingsmotoren og bilens kinetiske energi alene. En række bilproducenter, *Toyota*, *General Motors*, *Honda*, *Ford*, *BYD Auto*, *Fisker Automotive*, *Aptera Motors* og *Volkswagen*, har alle annonceret sådanne biler under udvikling, og de ventes at ramme markedet i 2009-2011.

Det ultimative skridt er den rent elektriske bil, som imidlertid vil kræve bedre batterier og en infrastruktur, så bilisterne ikke oplever nogen forskel i bevægelsesfriheden i forhold til de traditionelle biler. *DONG Energy* er

med i et sådant projekt, som vil gå ud på, at bilerne bruger standardiserede batterier, tilgængelige i opladet tilstand på alle landets tankstationer, så det ikke tager længere tid at skifte batteri end det tager at tanke bilen op.

Men batterierne har et stykke vej endnu. Nutidens avancerede lithiumbatterier tilbyder en energitæthed på 300 Wh/kg – langt fra benzins 13.000 Wh/kg.

Brint

De eneste affaldsprodukter ved forbrænding af brint er energi og varme, og derfor ventes brint at spille en væsentlig rolle i fremtidens samfund. Brint kan fremstilles ud fra vand via elektrolyse, men processen kræver energi. Sol, vind og andre ikke-forurenende energikilder kan levere energien, om end kun i begrænset omfang, men der forskes også i en anden løsning (se s. 23).

Et andet problem er brændselscellerne. Selv om de allerede nu holder dobbelt så længe som almindelige batterier, koster de stadig tre gange så meget.

Energieffektivitet

Bedre energieffektivitet er den mest nærliggende løsning på at imødegå glo-

bal opvarmning og det hastigt voksende globale energibehov. Det kan i sagens natur opnås mange steder. Det gælder bedre isolering af bygninger, reduktion og optimering af varmemeforbruget, øget brug af offentlige transportmidler, mere brændstoføkonomiske biler osv.

Energiinfrastruktur/Smart Grid

Udbygning af energiinfrastrukturen handler om bygningen af A-kraftværker, gas/olieraffinaderier, kulkraftværker, solcellefabrikker, udbygning af elnettet for at kunne klare højere belastning og/eller for at forbinde nye energikilder med forsyningsselskaber.

En integreret del af infrastrukturen bliver en storstilet implementering af Smart Grid – det »kloge elnet« i de kommende år. Smart Grid giver forsyningsselskaberne digital kontrol over elnettet og mulighed for at omdirigere strømmen og optimere det i forhold til behovet. Og for forbrugere og virksomheder giver det også mulighed for en mere optimal styring af strømforbruget. I den forbindelse er det et enormt marked for intelligente termostater, måleinstrumenter, automatiserede energistyringssystemer til både husholdninger og industrien.

Energikrisen kommer snart igen

I sin mest dystre årsrapport nogensinde om verdens fremtidige energisituation understregede Det Internationale Energiagentur for nylig i skarpe vendinger behovet for at udvikle alternative energikilder.

POLFOTO

»Det er ikke en overdrivelse at påstå, at den fremtidige menneskelige velstand afhænger af, hvor succesfuldt vi håndterer de to centrale energiudfordringer, vi står overfor i dag; at sikre forsyningen af pålidelig og økonomisk overkommelig energi; og igangsætte en hastig transformation til et low-carbon, effektivt og miljømæssigt gunstigt system af energiforsyning. Det, der er brug for, er intet mindre end en energi-revolution.«

Sådan lyder et afsnit i rapporten, der også er historisk i og med, at den for første gang nogensinde har foretaget en minutøs gennemgang af verdens olieletter, herunder en kritisk vurdering af reserver og mulig produktion fra de enkelte letter. Konklusionen heraf er, at produktionen i de eksisterende olieletter falder med 8,6 pct. om året – en hastigere nedgang end tidligere antaget. Under antagelse af, at der ikke gennemføres flere politiske tiltag end allerede indført i midten af 2008, vil verdens primære energibehov stige med 45 pct. frem til 2030.

I dette scenario vil fossile brændstoffer tegne sig for 80 pct. af energiforsyningen i 2030. Hvis det skal kunne opfyldes, kræver det, at olieproduktionen i de næste 22 år øges med hvad der svarer til seks gange kapaciteten i Saudiarabien, verdens største olieproducent. Det vil kræve investeringer på 26,3 trillioner dollars i energiinfrastruktur. Mål, der synes uden for realistisk rækkevidde - og under alle omstændigheder vil udviklingen indebære markant stigende oliepriser. IEA's cheføkonom, Dr. Fatih Birol, udtalte umiddelbart efter rapportens præsentation til ABC News, at selv om oliepriserne er faldet på det seneste er æraen

med billig olie definitivt forbi. Over 200 dollars pr. tønde lyder estimatet på i 2030, men vi kan se markante stigninger allerede inden for 2-3 år.

»Når først verdensøkonomien og efterspørgselen kommer op igen, vi tror omkring 2010/2011, så kan vi få en ubehagelig overraskelse i form af oliepriser højere end vi så i sommer (147 USD/tønde, red.),« sagde Fatih Birol.

IEA anbefaler imidlertid ikke, at det bliver dette scenario, der udspiller sig – dvs. et hvor man på globalt plan uanfægtet fortsætter med at lukre på fossile brændstoffer som den altafgørende energikilde uden særlig fokus på alternativer. Til dels fordi det giver en betydelig usikkerhed for verdens energiforsyning som følge af afhængigheden af olieeksporterende lande og dermed risikoen for bl.a. geopolitiske spændinger, der kan bringe forsyningssikkerheden i fare. Men hovedargumentet er – og det er her IEA's rapport vækker særlig opmærksomhed – at et »business as usual«-scenario med hovedvægten på fossile brændstoffer kan få katastrofale og irreversible effekter for klimaet. Det vil betyde, at den globale gennemsnitstemperatur vil stige med 6 grader frem mod slutningen af århundredet – langt over klimaforskernes estimerede smertegrænse på 2 grader.

IEA præsenterer to alternative scenarier. Et hvor CO₂-udledningen reduceres, så indholdet i atmosfæren i 2030 er på 550 parts per million (ppm) og et på 450 ppm. Det fremhæves, at politikerne bør stræbe efter sidstnævnte, som vil reducere den globale temperaturstigning til 2 grader. Dette vil indebære, at den globale energiforsyning i 2030 for 40 procents vedkom-

mende vil blive dækket af vandkraft, biomasse, vind og andre vedvarende energikilder samtidig med, at energiefektiviteten højnes markant; et bredt handelssystem med CO₂-kvoter indføres; og *Carbon Capture and Storage* (CCS) i vidt omfang implementeres på de traditionelle kraftværker (teknologien, hvor CO₂ opfanges og lagres i undergrunden).

Rapporten er særdeles vigtig for de selskaber, der arbejder med udvikling af alternative energikilder – lige fra selskaber, der arbejder med atomkraft til vindmølleproducenter - og vurderes af internationale iagttagere at vække stor politisk opsigt, og lægge pres på deltagerlandene op til det afgørende klimatopmøde i København 2009, hvor der gerne skulle opnås enighed om en vidtrækkende afløser for Kyoto-traktaten.

»Det er inden for alle regerings magt, både olieproducerende og -forbrugende lande, ved egen akt eller sammen, at styre verden mod et rene, klogere og mere konkurrerende energisystem. Tiden er ved at løbe ud, og tiden er inde til at agere nu,« lyder rapportens slutkommentar.

Anbefalede energiaktier

Selskab	Land	Anbefaling
StatoilHydro	Norge	Køb (DME)
Total SA	Frankrig	Neutral (GS)
BG Group	Storbritannien	Køb (GS)
Repsol	Spanien	Køb (GS)
Gazprom	Rusland	Køb (GS)
Petrobras	Brasilien	Køb (GS)

ANBEFALINGER AF HHV, DME (DANSKE MARKETS EQUITIES), DANSKE BANKS AKTIEANALYSE SAMT GS (GOLDMAN SACHS)



Clean Technology er ubestrideligt den stærkeste trend overhovedet. Men verden står også over for en anden udfordring, der kræver enorme investeringer i de næste mange år, nemlig infrastruktur.

Infrastruktur er et bredt begreb. Det dækker også den udbygning af energisektoren og elnettet, som vi kalder energiinfrastruktur. Her er der lagt op til enorme investeringer i de næste mange år. Globalt forventes investeringer i elsektoren 16 trillioner USD frem mod 2030 - alene i USA ventes investeringer på 2 trillioner USD.

USA har stort behov

I den øvrige infrastruktur – veje, broer, jernbaner, havne, telefonlinjer, vandforsyning etc. – er der behov for endnu større investeringer i USA på kortere sigt. En rapport fra *American Society of Civil Engineers* estimerer således, at USA har brug for at investere 1,6 trillioner USD i nationens infrastruktur over de næste fem år.

Den kommende præsident Obama er fuldt opmærksom på udfordringen og har allerede annonceret planer om en national infrastruktur investeringsbank, der skal levere lånekapital for 60 mia. USD rettet mod transportsektoren, hvilket vil skabe 2 mio. nye jobs og generere økonomisk aktivitet til en værdi af 35 mia. USD. En detaljeret infrastrukturplan er dog ikke fremlagt endnu.

Kina har flaskehalse i infrastrukturen

Kina har meddelt, at den finanspolitiske stimulanspakke på 586 mia. USD, der netop er præsenteret, for en stor dels vedkommende rettes mod infrastrukturen – jernbaner, veje, lufthavne, kraftværker og havne. Stærkt nødvendige tiltag i den hastigt voksende økonomi hvor der allerede i dag er et utal af flaskehalse i infrastrukturen.

Men også de andre BRIK-lande har et enormt investeringsbehov i udbygningen af infrastrukturen, som er afgørende betydning for et lands økonomiske udvikling. BRIK-landene over et, inklusiv Kina, har ifølge *Goldman Sachs* et årligt investeringsbehov på knap 400 mia. USD årligt.

Nye EU-lande har stort behov

De udviklede lande i Europa er som helhed karakteriseret af et af verdens mest moderne infrastrukturnetværk. Men udover de store løbende udgifter til vedligeholdelse er der, som i resten

Infrastruktur – en stærk langsigtet trend

Aktier med relation til infrastruktur anbefalet af Goldman Sachs

Selskab	Land
Jacobs Engineering	USA
Foster Wheeler	USA
Siemens	Tyskland
ABB	Schweiz
China Railway	Kina

af verden, et stigende behov for ny og forbedret infrastruktur.

Særlig grelt er det i de nye medlemslande, hvor *Den Europæiske Investeringsbank* tilbage i 2005 estimerede, at der er et påtrængende behov for investeringer i ny infrastruktur over de kommende år på 500 mia. EUR.

Der er med andre ord lagt op til massive investeringer i infrastruktur over hele verden i de kommende år, og det vil de store internationale bygge- og ingeniørselskaber nyde godt af.

Kapitalismens bæreevne til debat

Kollapset i verdens finansielle system var blot ét symptom på ubalancer forårsaget af det kapitalistiske system og de frie markeds kræfter. Der er mange andre og langt værre...

Finanskrisen har sat gang i en heftig debat om, hvordan det kunne gå så galt – og hvordan man kan forhindre, at noget lignende sker igen.

»Rå kapitalisme er en blindgyde. Jeg har set det. Når jeg rejser rundt i verden, og jeg ser noget af den adfærd, hvor det udelukkende er profitmotivet, der driver, så overbeviser det mig om, at der er brug for regulering.«

Ordene kommer fra Henry Paulson, den amerikanske finansminister og tidligere topchef i Goldman Sachs, i interview med finanztidsskriftet Fortune i september – før den globale nedsmeltning på de finansielle markeder for alvor tog fart.

Men han er ikke den eneste, der mener, at kapitalismen skal tæmmes.

»Le laissez-faire, c'est fini,« udtalte den franske præsident Nicolas Sarkozy for nylig med henvisning til Adam Smiths 230 år gamle teorier om, at

man gør bedst i at lade være med at blande sig i de frie markeds kræfter. Markederne finder den bedste løsning. Men det er Sarkozy og mange andre ikke længere enige i. Dermed ikke sagt, at kapitalismen er død.

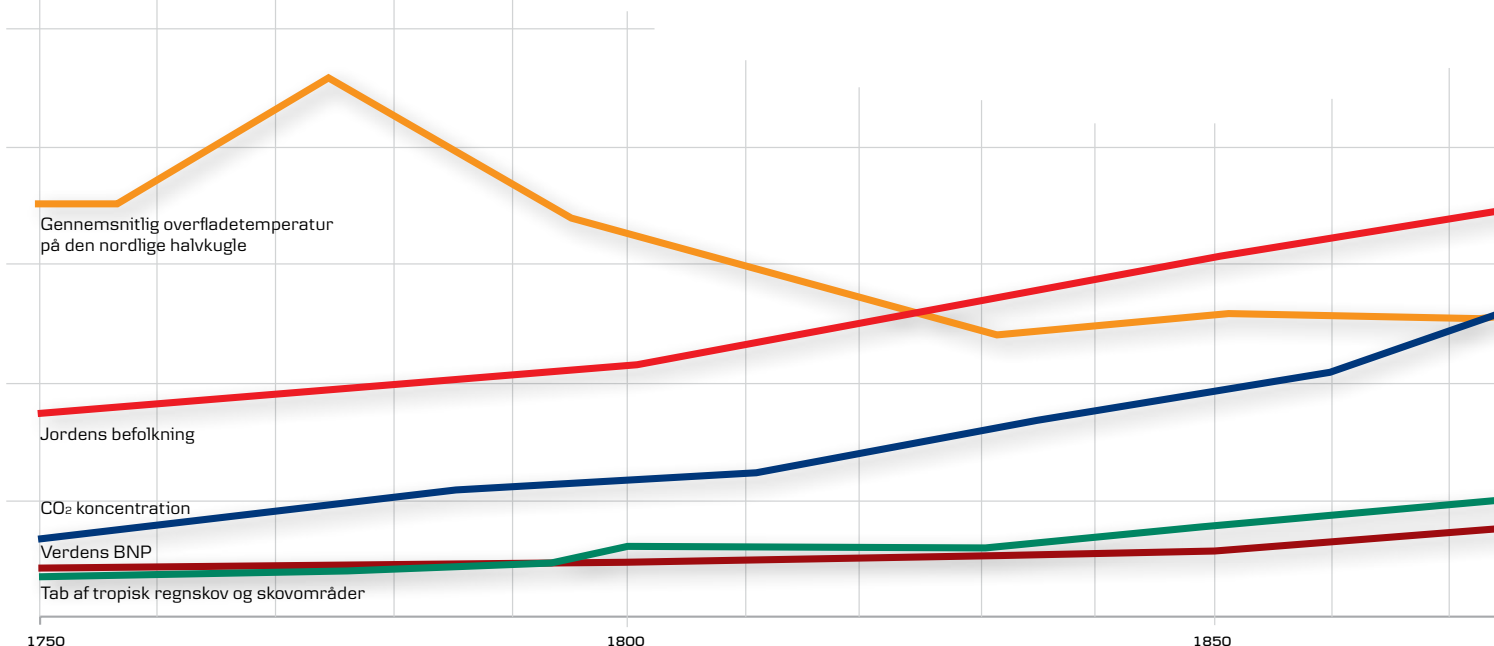
»Den finansielle krise er ikke en krise for kapitalismen i sig selv. Det er en krise for et system, der har distanceret sig selv fra de mest fundamentale værdier af kapitalismen og forrådt kapitalismens ånd,« sagde Sarkozy.

Intet alternativ

Det er da også svært at se noget alternativ til den kapitalistiske samfundsmodel. De kommunistiske diktaturer i historien har med al uønskelig tydelighed demonstreret, at planøkonomi og manglende økonomisk incitament er en elendig måde at få samfundet til at fungere på. Det kvæler innovationsevnen og udviklingen. Modsat kapitalis-

men, hvor det netop er det økonomiske incitament i et frit, ureguleret marked, som på bedst mulig vis sørger for at dække de behov og løse de problemer, der løbende opstår i samfundet.

Løsningen bliver derfor et tættere opsyn med de vigtige finansinstitutioner, som deltagerne på det nylige G20-møde blev enige om. Men nogen revolutionær ændring bliver der i sidste ende næppe tale om, fordi det er imod den tankegang, der ligger bag vor tids moderne økonomier, at gribe for meget ind i de frie markeds kræfter. Men problemet er selvfølgelig også, at vi har bitre historiske erfaringer med at gribe for meget ind i markeds mekanismerne. Kommunismen er den ekstreme version, men vi har masser af eksempler fra uheldig indgriben i den »frie verden.« Protektionistiske tiltag, som er set i talrige tilfælde, har altid haft en uheldig selvforstærkende dominoeffekt på øko-



nomiernes sameksistens og forværret den oprindelige problemstilling. Et skræmmende eksempel sås i kølvandet på Wall Street-krakket i 1929, hvor der blev indført høje afgifter på europæiske varer – et tiltag, som var medvirkende til at igangsætte en bølge global protektionisme – og dermed medvirkede til, at verdenshandelen faldt med 66 pct. fra 1929 til 1934.

Så vi beholder formentlig den kapitalistiske model uden for meget indblanding. Men er det nu også klogt?

Kast et blik på graferne her på siden. Ved første øjekast kunne det være illustration af et bullmarked i aktier fra 2003 til 2007. Gearingen i spekulative investeringer. Den eksplosive vækst i virksomheders låntagning. Eller udviklingen i Credit Default Swaps – forsikringer mod manglende betalinger på obligationer – i samme periode.

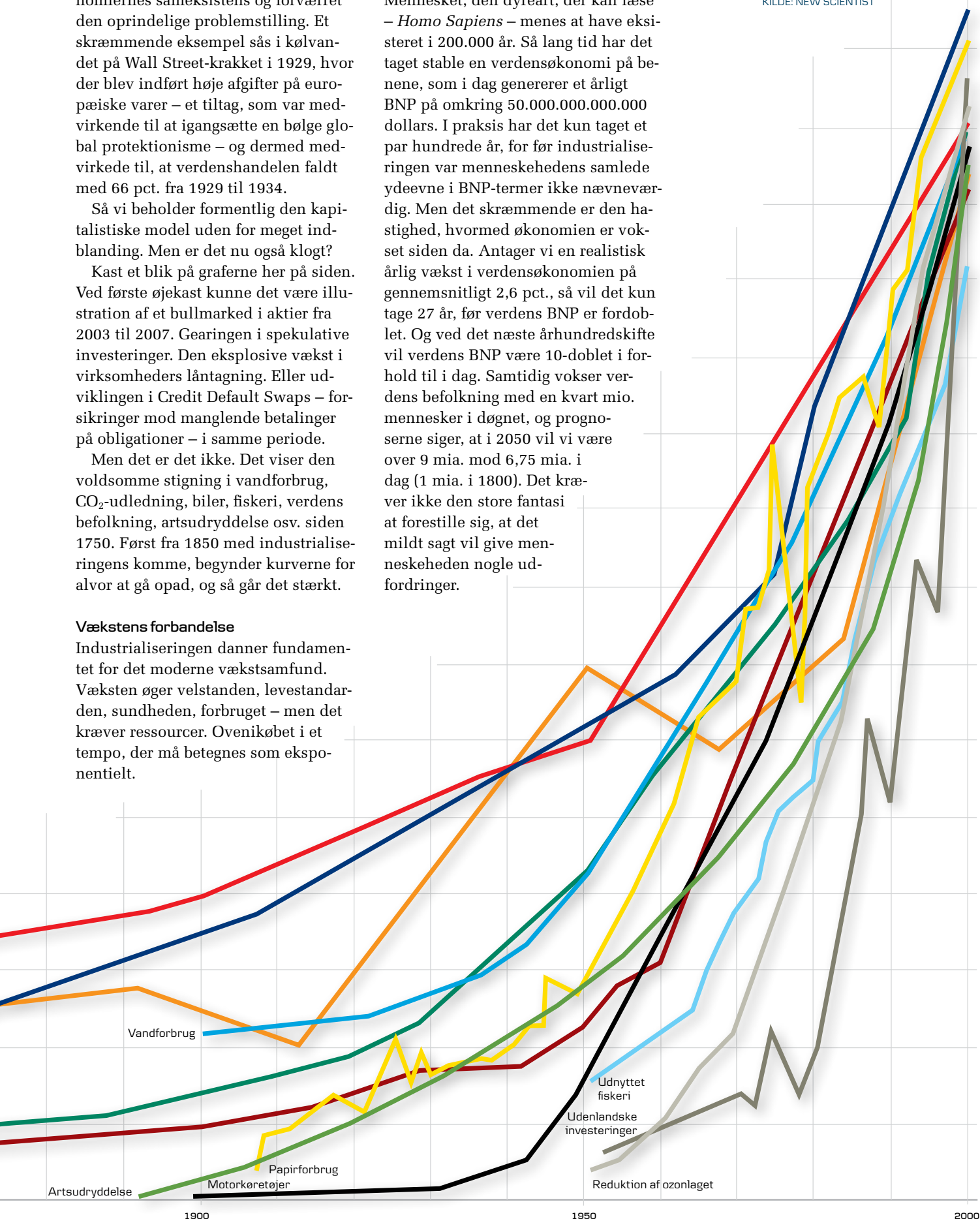
Men det er det ikke. Det viser den voldsomme stigning i vandforbrug, CO₂-udledning, biler, fiskeri, verdens befolkning, artsudryddelse osv. siden 1750. Først fra 1850 med industrialiseringens komme, begynder kurverne for alvor at gå opad, og så går det stærkt.

Vækstens forbandelse

Industrialiseringen danner fundamentet for det moderne vækstsamfund. Væksten øger velstanden, levestandarden, sundheden, forbruget – men det kræver ressourcer. Ovenikøbet i et tempo, der må betegnes som eksponentielt.

Mennesket, den dyreart, der kan læse – *Homo Sapiens* – menes at have eksisteret i 200.000 år. Så lang tid har det taget stable en verdensøkonomi på benene, som i dag genererer et årligt BNP på omkring 50.000.000.000.000 dollars. I praksis har det kun taget et par hundrede år, før industrialiseringen var menneskeheden samlede ydeevne i BNP-termer ikke nævneværdig. Men det skræmmende er den hastighed, hvormed økonomien er vokset siden da. Antager vi en realistisk årlig vækst i verdensøkonomien på gennemsnitligt 2,6 pct., så vil det kun tage 27 år, før verdens BNP er fordoblet. Og ved det næste århundredskifte vil verdens BNP være 10-doblet i forhold til i dag. Samtidig vokser verdens befolkning med en kvart mio. mennesker i døgnet, og prognoserne siger, at i 2050 vil vi være over 9 mia. mod 6,75 mia. i dag (1 mia. i 1800). Det kræver ikke den store fantasi at forestille sig, at det mildt sagt vil give menneskeheden nogle udfordringer.

KILDE: NEW SCIENTIST



Hvad koster naturen?



Nicholas Stern, en højt estimeret britisk økonom, beregnede for den britiske regering i 2006, hvad den globale opvarmning kan komme til at koste at gøre noget ved – og hvad det vil koste at lade være. Konklusionen var, at det hvert år vil koste en pct. af verdens BNP, hvis man går i gang nu. Og koste mellem 5 og 20 pct. af verdens BNP årligt, hvis man venter for længe.

Rapporten blev hilst særdeles velkommen af de fleste af verdens ledende politikere, da de netop savnede en økonomisk analyse af klimaforandringerne. Men klimaskeptikerne kom også hurtigt på banen, heriblandt den amerikanske professor William Nordhaus på Yale University, der mente, at Sterns beregninger var baseret på en alt for lav diskonteringsrente på 1,4 pct. Efter Nordhaus' vurdering ligger den rigtige omkring 6 pct.

Striden om diskonteringsrenten

Netop valget af diskonteringsrente er af afgørende betydning, når man skal vurdere værdien af en gevinst eller en omkostning ud i fremtiden. Desto højere diskonteringsrente, desto mindre bliver omkostningen. Derfor var Nordhaus' og andre klimaskeptikers konklusion, at man får meget mere værdi ud af at vente med at gøre noget ved klimaforandringerne – som efter deres mening endnu ikke er bevist.

Det er normalt at bruge en diskonteringsrente på 4-5 pct. i evalueringen af sociale projekter eller i pensionsbranchens beregninger over fremtidige forpligtelser. Lad os illustrere, hvad det betyder med et eksempel. Antag en

diskonteringsrente på 4 pct. Med rentes renteeffekten betyder det, at en kroens købekraft i dag, vil være 2 øre om 100 år. Eller sagt på en anden måde: Hvis du skulle opgive at bruge kronen til forbrug i dag, vil du kræve, at værdien af at investere den eller spare den op til forbrug om 100 år, vil være vokset til mere end 50 kr.

Det helt grundlæggende udgangspunkt for at bruge en positiv diskonteringsrente er, at vi traditionelt oplever vækst i økonomien. Velstanden stiger og efterfølgende generationer bliver rigere end den foregående. Men netop i tilfældet med estimering af skadevirkningerne af global opvarmning og klimaforandringer er situationen anderledes. Konsekvensen kan blive, at omkostningerne – det samlede tab for kloden som helhed – bliver så stort og irreversibelt, at det overstiger gevinsterne ved at udskyde de nødvendige investeringer.

Sagt på en anden måde: Det forbrug vi må opgive i dag til fordel for de nødvendige investeringer i bekæmpelsen af global opvarmning – og den udviklede verdens ekstreme ressourceforbrug i det hele taget – vil på sigt vise sig at blive en større gevinst for det globale samfund som helhed, fordi vi dermed kan forhindre klimaforandringerne negative effekter i form af stigende vandstand, ekstreme vejrforhold, accelererende fald i biodiversitet, kollapsende økosystemer osv.

Negativ diskonteringsrente

Men det resultat når man ikke frem til, hvis man bruger en positiv diskonte-

ringsrente på normal vis i forventning om, at væksten i verdensøkonomien fortsætter som den plejer – for denne situation er ikke normal. Efter de videnskabelige undersøgelser at dømme er effekterne af den globale opvarmning og alle andre truende trends lige fra forurening og overbefolkning til faldende biodiversitet og vandmangel faktorer, der netop eroderer den fremtidige velstand. Forventningen om vækst baseret på moderne økonomiers enorme ressourceforbrug er ganske enkelt forkert. Vi skal reducere vores forbrug af naturen.

»Hvis stigende forbrug er et argument for at bruge en positiv diskonteringsrente til at diskontere fremtidige goder, så er faldende forbrug et argument for at bruge negative diskonteringsrenter,« påpegede Sir Partha Dasgupta, Frank Ramsey Professor of Economics, University of Cambridge, allerede i 2006.

Bruger man en negativ diskonteringsrente – eller blot en beskeden positiv diskonteringsrente de første 50 år og derefter en negativ diskonteringsrente for de næste 100 år som professoren gjorde – får man et helt andet billede end de traditionelle økonomiske fremskrivninger. Så får man et regnestykke, der viser, at gevinsten i sidste ende ved massive investeringer nu og de kommende år, vil vise sig langt at overstige det offer vi dermed her og nu bringer i form af mistede forbrugsmuligheder.



Reform af økonomisk teori er nødvendig

Det mener bl.a. Tim Jackson, professor i bæredygtig udvikling på University of Surrey i England.

Han peger på, at hvis man skal opfylde målet, udstukket af FN's klimapanel, IPCC, om at CO₂-koncentrationen i 2050 skal være stabiliseret omkring 450 parts per mio. (ppm), så kræver det, at vi gradvist reducerer CO₂-udledningen fra 28 mio. tons årligt i dag til 5 mio. tons i 2050 – et niveau betydeligt under Indiens i dag.

»Det kan sandsynligvis lade sig gøre med *state-of-the-art* teknologi og omfattende politisk opbakning. Men hvis vi også skal have en årlig vækst i de udviklede lande på 2-3 pct. – og langt højere i de stærkeste udviklingsøkonomier – og samtidig udrydde fattigdommen, som er et erklæret FN-mål, så betyder det, at CO₂-indholdet af den økonomiske produktion skal reduceres til 2 pct. af det niveau, vi i dag har i de bedste EU-lande. Det er umuligt. Med den aktuelle og stadigt forværrede miljømæssige krise er det på tide, at man holder op med at foregive, at en evig jagt på økonomisk vækst er foreneligt med bæredygtighed,« sagde Tim Jackson for nylig til *New Scientist*, hvor han efterlyste radikale ændringer i den økonomiske politik.

Jorden er en fast størrelse

Hans holdninger støttes af Herman

Daly, tidligere økonom i Verdensbanken og nu professor i økologisk økonomi ved universitetet i Maryland. Han mener, at den traditionelle økonomi er for fikseret på at sikre økonomisk vækst uden hensyntagen til, at Jordens ressourcer er begrænsede.

»Økonomer har generelt ikke opfattet den kendsgerning som for videnskabsfolk er åbenlys, nemlig, at størrelsen af Jorden som helhed er en fast størrelse. Den overordnede størrelse af systemet – mængden af vand, jord, luft og mineraler og andre ressourcer på den planet vi lever på – er fast. Den vigtigste ændring på Jorden i nyere tid har været den enorme vækst i økonomien, som har overtaget en stadig større del af planetens ressourcer. Vores økonomi nu ved at nå det punkt, hvor det overgår Jordens evne til at fastholde den. Ressourcer løber tør og »af-faldscontainerne« er ved at løbe over. Den tilbageværende naturlige verden kan ikke længere fastholde den eksisterende økonomi, endnu mindre en der fortsætter med at vokse,« påpegede professoren i samme tidskrift.

BNP-beregningen er forkert

Han mener, at selve værdiopgørelsen af økonomien er forkert. Generelt er det sådan, at når omkostningen ved en given aktivitet begynder at overstige nytteværdien, så holder vi op med det.

»At købe en is giver mening, hvis det giver os nydelse og tilfredsstillende vores sult. Men når vi har spist to eller tre, køber vi ikke flere, fordi vi, trods den gode smag, begynder at føle ubehag. Denne »slukkeknop« fungerer imidlertid ikke for økonomien som helhed, fordi vores nationalregnskab ikke adskiller omkostningerne fra økonomisk aktivitet fra goderne. I stedet regnes begge dele ind som et positivt bidrag til et lands BNP. I ønskværdig vækst tæller vi således både den nyttiggørende aktivitet som forårsager forurening og den omkostningsaktivitet, der er forbundet med at samle forureningen op, fx. Og når træfældning og salg af tømmer giver et positivt bidrag til BNP, trækker vi ikke noget fra for tabet af skov,« siger Daly.

Han mener, at vi er nået dertil, hvor mere økonomisk vækst i den traditionelle forbrugsmodel koster os mere, end vi vinder.

»Så længe vores økonomiske system er baseret på at jage økonomisk vækst frem for alt andet, styrer vi mod en miljømæssig og økonomisk katastrofe. For at undgå denne skæbne, må vi skifte fokus fra kvantitativ vækst til kvalitativ udvikling og sætte strenge grænser for den hastighed, hvormed vi forbruger Jordens ressourcer,« pointerer professor Daly.

»



Sjette bølge af udryddelse

Ser man tilbage i klodens historie skønnes det, at 90-99 % af alt dyre- og planteliv, der har eksisteret på kloden, er blevet udryddet. Omkring halvdelen skyldes »normal« udryddelse, som bunder i arternes naturlige »levetid«, hvilket skønnes at være omkring 1 mio. år for eksempelvis pattedyr. Mens den resterende del skyldes dramatiske ændringer i klimaet. Man taler således om »fem bølger af udryddelse«. Undersøgelser tyder på, at det efter hver af disse bølger har taget omkring 10 mio. år før samme grad af biodiversitet er opnået.

I dag er vi efter mange forskeres mening på vej mod den »sjette bølge af udryddelse«, som på mange områder er fremprovokeret af mennesket.

Alene siden 1970 er

mellem en fjerdedel og en tredjedel af verdens dyreliv forsvundet, viser undersøgelser fra *The Zoological Society of London*. Populationerne af landbaserede arter er faldet med 25 pct., de marinbaserede er faldet med 28 pct. og ferskvandspopulationer er faldet med 29 pct. Forurening, landbrug, overfiskeri, jagt, afskovning, øget urbanisering og global opvarmning får skylden.

Skræmmende hastighed

Det skræmmende er hastigheden – en hastighed, som accelereres yderligere af ikke mindst den globale opvarmning, som kan skabe voldsomme kaskadeeffekter i økosystemerne, når en enkelt eller flere arter udryddes eller bliver dominerende – sidstnævnte kan også ske via invasive arter, dvs. arter, der via egen migration fremkaldt af klimaforandringer eller menneskelig hjælp introduceres til et fremmed mil-

jø, hvor deres naturlige fjender ikke er til stede.

Ifølge den seneste »Red List«-rapport fra *International Union for Conservation of Nature (IUCN)*, understøttet af andre undersøgelser, er allerede nu en ud af fire pattedyrarter, en ud af otte fuglearter, otte ud af 10 krebsdyrarter og en ud af tre krybdyrarter truet af udryddelse. En anden undersøgelse viser, at en måske endnu mere alvorlig krise i naturens økosystemer er i gang blandt insekterne. Undersøgelsen peger på, at hundredtusindvis af insektarter står over for udryddelse i de kommende 50 år.

En 1/3 af Jordens arter væk i 2050

Harvard-biologen Edward O'Wilson påpeger, at videnskabens forskellige bud på den aktuelle grad af artsudryddelse spænder fra 100 til 10.000 gange normalen, som er en art per mio. arter årligt – i praksis en per 500-1000 år.



Hvad betyder biodiversitet?

Hvad betyder biodiversitet egentlig – hvad skal vi med det? Lad os først definere biodiversitet. Biodiversitet forstås som mangfoldigheden af levende organismer i alle miljøer, både på land og i vand, samt de økologiske samspil, som organismerne indgår i. Biologisk mangfoldighed omfatter såvel variationen inden for og mellem arterne som mangfoldigheden af økosystemer samt levende organismers interaktion med de ikke-levende dele af miljøet.

Helmholtz Centre for Environmental Research i Tyskland forklarer i en rapport, hvad det betyder for os, når biodiversiteten i økosystemerne forringes.

»Naturens biodiversitet betyder f. eks., at vi har et rigt og varieret udbud af frugter og grøntsager af forskellige art. Derudover er det et faktum, at mere end 70 pct. af Jordens befolkning

er afhængig af medicinalprodukter udvundet af naturlige ressourcer. For over 3,5 mia. mennesker er havet den primære ernæringskilde, og over halvdelen af Jordens befolkning lever af landbrug. Selve eksistensen af landbrug er lysende eksempel på en konsekvens af biodiversitet. Mikroorganismer bearbejder jorden for planterne, og insekter har ansvaret for at bestøve planterne.«

Biodiversiteten betyder, at Jorden er befolket af et utal af dyre- og plantearter, inklusive mikroorganismer, hvoraf kun omkring 1,5 mio. er kendt og beskrevet – en beskeden del af det reelle tal, der menes at omfatte op imod 100 mio. arter. Alle disse arter, herunder mennesket, interagerer med hinanden på mange måder og definerer det, vi kalder økosystemer. Den faldende bio-

diversitet er udtryk for, at økosystemerne er under pres og i mange tilfælde stærk nedbrydning.

Økosystemerne som helhed giver os en række »serviceydelser«, hvis komplekse sammenhæng vi endnu har alt for lidt forståelse for – og endnu mindre mulighed for, selv med de mest avancerede teknologier, at erstatte.

Ydelserne, der alle er gratis (!), består af bl.a.:

- Bestøvning
- Opfyldelse af menneskers kulturelle, åndelige og intellektuelle behov
- Regulering af klimaet (bl.a. omdannelse af CO₂ til ilt)
- Vedligeholdelse og tilvejebringelse af genetiske ressourcer og variation
- Vedligeholdelse og regenerering af habitater (biotoper)



Dystre observationer

FN udsendte i oktober 2007 den fjerde rapport om de miljømæssige fremtidsudsigter for kloden, og det var ikke overraskende den mest dystre. Her er nogle af konklusionerne fra denne rapport og andre:

Han mener, ligesom FN's miljøorganisation, at 1000 formentlig er det rigtige tal, men understreger, at alt peger på en hastig acceleration i de kommende år. Ifølge en undersøgelse offentliggjort i tidsskriftet *Nature* tidligere på året kan den globale opvarmning alene betyde, at op mod 1/3 af Jordens arter forsvinder frem mod 2050, og over halvdelen kan forsvinde inden for de næste 100 år.

Meget tyder på, at vi selv med de største anstrengelser mod en transformation af et samfund baseret på fossile brændstoffer til et baseret på vedvarende energikilder vil opleve en global temperaturstigning på mellem 2 og 4 grader celsius (i forhold til præindustrielt niveau) ved udgangen af dette århundrede. En yderligere temperaturstigning er langt fra urealistisk og sker det vil knap 25 pct. af planterne alene i Europa opleve en indskrænkning af deres udbredelsesområde med 80 pct.



- Forebyggelse af jorderosion
- Vedligeholdelse af jordens fertilitet og sundhed
- Vandfiltrering
- Naturlig kontrol af skadedyr og sygdomme
- Nedbrydning af organisk affald/materiale
- Regulering af flodstrømme og grundvandsniveauer
- Mange medicinalprodukter, antibiotika og nye afgrøder findes i naturen

I en rapport udarbejdet på foranledning af EU-kommissionen, estimeres det, at omkring 60 pct. de »serviceydelser«, som Jordens økosystemer giver os, er degraderet kraftigt gennem de seneste 50 år som følge af menneskelige aktiviteter.

- Jordens befolkning har nået et antal, hvor omfanget af ressourcer til at dække behovet overstiger det, der er tilgængeligt.
- Klimaændringer, kollaps i fiskepopulationer og artsudryddelsen kan true menneskehedens overlevelse.
- Miljømæssige forhold forårsager næsten en fjerdedel af alle sygdomme, herunder åndedrætssygdomme, kræftsygdomme, og overførsel af sygdomme fra dyr til mennesker.
- Presset på verdens vandforsyning er stigende i takt med det øgede vandforbrug til landbrug. Kun én ud af 10 af verdens større floder, når nu havet hele året som følge af øget vandingsforbrug.
- Hver persons »miljømæssige fodaftryk« er i gennemsnit vokset til 22 hektar på planeten – langt over det biologisk bæredygtige niveau på 15-16 hektar.
- Fisk, en proteinmæssig hovedkilde for flere milliarder mennesker, er i krise. Omkring 30 pct. af verdens globale fiskepopulationer klassificeres som »kollapset« og 40 pct. vurderes som »overudnyttet«.
- Over 2 mia. mennesker har risiko for at dø tidligere som følge af luftforurening. Over 1 mia. mennesker i Asien eksponeres allerede nu for luftforurening over sikre niveauer.
- 60 pct. af verdens koralrev kan være udryddet i 2030 som følge af fiskeri, forurening, sygdomme, »invasive arter« og koralafblegning som følge af klimaændringerne.
- Landbrugets produktivitet er steget markant, men det er som følge af øget brug af vand, gødningsmidler og sprøjtemidler, der fører til udpining af jorden og forurening.
- Fødevarer sikkerheden for 2/3 af verdens befolkning afhænger af gødningsmidler, især kvælstof. Til gengæld medfører det større opblomstring af alger i havet og skaber døde zoner uden ilt mange steder, bl.a. i den Mexicanske Golf og det Baltiske Hav.
- Det estimeres, at vandforbruget vil stige 50 pct. de næste 30 år.
- Knap to mia. mennesker lever allerede nu med truende vandmangel. 5 mio. mennesker, hovedparten børn, dør årligt som følge af mangel på rent drikkevand.
- Tre mia. mennesker vil i 2015 leve i områder med vandmangel.
- Mange steder på kloden er der de senere år observeret noget der ligner en invasion af gopler i enorme mængder. Biologer peger på, at det kan være et varsel om sammenbrud i havenes økologiske systemer, udløst af summen af menneskelige aktiviteter, især global opvarmning, overfiskeri og forurening med næringsstoffer fra landbruget.
- Den største risiko af alle vurderes at være global opvarmning.
- Hvert minut fældes skovområder svarende til 36 fodboldbaner. Skove omdanner som andre planter CO₂ til ilt. Begrænses af skovningen ikke vil det, trods alle andre bestræbelser, være umuligt, at begrænse de globale temperaturstigninger til FN-klimapanelets absolutte smertegrænse. Den aktuelle hastighed af træfældning er så høj, at det i realiteten svarer til 25 pct. af den årlige udledning af drivhusgasser.
- Temperaturstigningen sker så hurtigt, at hverken planter eller dyr kan nå at tilpasse sig eller »migre« til områder med temperaturintervaller, hvor de trives – i modsætning til den seneste istid, der toppede for 20.000 år siden og blev afsluttet over en periode på flere tusind år.
- »Styrken af klimaændringer i 2007 er chokerende. Det er på tide at erkende samme grad af nødvendig øjeblikkelig handling for at imødegå faldet i biodiversitet, presset på økosystemerne, overfiskeriet og vandmanglen.« udtalte lederen af FN's Miljøprogram, Achim Steiner i 2007.



Fødevarekrisen lurер

Fødevarekrisen er heller ikke et overstået kapitel trods afmatningen.

Således har FN's landbrugsorganisation, FAO, i den seneste rapport *Food Outlook nov. 2008* advaret om, at fundamentet for en ny fødevarekrise allerede er ved at blive lagt. FAO påpeger, at der er fare for, at de kommende prisstigninger endog vil overgå dem, vi så i 2007. Årsagen er, at kornpriserne de seneste måneder er blevet halveret, mens priserne på gødning og sprøjtemidler er forblevet høje, samtidig med at finanskrisen har fået bankerne til at stramme kreditgivningen. Mange landmænd har på denne baggrund ganske enkelt færre penge til at købe gødning og såsæd for. Derfor er der udsigt til mindre tilsåning af markerne i de kommende måneder og dermed mindre høst næste år.

»Hvis kornpriserne den kommende tid forbliver lave, kan det påvirke produktionen i 2009 og medføre en endnu værre krise end den, vi lige har været igennem,« skriver FAO i rapporten.

Vi har altså en situation, hvor omkostningerne stiger og indtægterne falder, som tilskynder landmændene til lavere produktion – og det kan blive katastrofalt. For selv om dette års høst med 1,77 mia. tons er verdensrekord i kornproduktion, så tyder alt på, at forbruget også sætter ny verdensrekord med 1,75 mia. tons. Resultatet heraf er, at der kun sker en beskeden lageropbygning. Således dækker de globale kornlagre nu kun 61 dages forbrug mod 58 dage da fødevarepriserne var på det højeste i 2007. Samtidig er det en kendsgerning, at forbruget af korn er steget med 30 mio. tons årlige i det seneste årti – alene i de seneste tre år med næsten 50 mio. tons årligt. Så selv en høst næste år på niveau med dette års rekord er ikke tilstrækkeligt til at undgå en ny fødevarekrise. Så hvorfor stiger kornpriserne ikke på baggrund af disse fakta, hvilket vil forstærke landmændenes incitament til at øge produktionen?

Forklaringen menes at skulle findes i den globale afvikling af gearede positioner på de finansielle markeder den seneste tid i takt med de kraftige fald på aktiemarkederne og dele af obligationsmarkederne. Denne afvikling af risikable positioner har naturligvis også fundet sted på råvaremarkederne generelt. Hedgefonde, banker og pensionsfonde, hvis spekulationer på futuremarkederne for råvarer spillede en vis rolle for, at priserne på de stramme råvaremarkeder eskalerede, har i stor stil forladt råvarerne.

At en ny fødevarekrise lurер i horisonten blev tydeligt illustreret af fødevareselskabet Daewoo for nylig. Selskabet har lejet halvdelen af Madagaskars landbrugsjord, 1,3 mio. hektar, svarende til det halve af Belgien, for en periode på 99 år med henblik på at producere fødevarer til Sydkorea. Og i august annoncerede Al-Qadra Holding, et Adu Dhabi-baseret investeringsselskab, planer om at købe 400.000 hektar opdyrkelig land i lande i Asien og Afrika i 1. kvartal 2009. Men også andre lande og selskaber er i fuld gang med at sikre sig landbrugsjord. Alene i 2007 har Kina f.eks. lejet eller købt 2 mio. hektar landbrugsjord i udlandet.

FAO har tidligere i år advaret mod et sådant fødevarekapløb, og fremhævet at visse landes opkøb af landbrugsjord i andre skaber en risiko et »neo-kolonialt« system

Aktier med relation til landbrug

Selskab	Land	Anbefaling
Potash	Canada	Køb [GS]
Monsanto	USA	Køb [GS]
Yara	Norge	Neutral [GS]

ANBEFALINGER AF HHV. DME (DANSKE MARKETS EQUITIES),
DANSKE BANKS AKTIEANALYSE SAMT GS (GOLDMAN SACHS)

Vand er løsningen på verdens energiproblemer

POL.FOTO

Det mener professor Christine McKenzie på Syddansk Universitet. Hun arbejder på at blive i stand til at kopiere elementer af planternes fotosyntese – klodens ubetinget vigtigste biokemiske proces, der ved hjælp af vand (H_2O), kuldi-oxid (CO_2) og sollys, danner biomasse (CH_2O) og udskiller ilt (O_2) som et affaldsprodukt. Lykkes det, vil det betyde, at man kan fremstille brint ud fra vand med sollys som energikilde.

»Vand og CO_2 er planternes brændstof og processens energikilde er sollyset. Det er den proces, vi skal prøve at efterligne, hvis vi kan kopiere de enzymer, der katalyserer processen. Vi kan ikke bruge planternes enzymer. De er meget skrøbelige og har en kort levetid – også i deres naturlige miljø i plantens blade. Derfor skal vi opfinde vores egne kunstige enzymer, eller med andre ord, katalysatorer. Den vigtigste af disse katalysatorer er en oxidationskatalysator, som er i stand til at katalysere vandoxidering,« siger Christine McKenzie.

Denne katalysator opfandt hun og hendes forskningsgruppe på Syddansk Universitet faktisk allerede i 2006, hvor det lykkedes dem at skabe et molekyle, der består af to manganatomer holdt sammen af organiske molekyler. I realiteten et molekyle, der minder en hel del om plantens enzymer, som også indeholder manganatomer, der er en essentiel del af fotosyntesen. Dette molekyle kan efterligne planternes evne til at katalysere processen, som spaltes vand til ilt (O_2), protoner (H^+) og elektroner (e^-).

At derefter forene protonerne og elektronerne og dermed skabe brint er ikke noget problem – det er faktisk en spontan proces, men kan katalyseres af såkaldte reduktionskatalysatorer, i praksis f.eks. blot en platinelektrode. Så umiddelbart synes der ikke langt til visionen, der er blot at koble en fotoelektrolytisk celle, en slags solcelle, sammen med en brændselscelle, hvor brint og ilt reagerer med hinanden og omdannes til vand, mens de afgiver strøm. Restproduktet er vand, men vandet anvendes blot igen til at lave mere strøm. Altså i princippet en udtømmelig energikilde i et lukket system – og som i praksis blot begrænses af holdbarheden af de enkelte elementer, herunder især de essentielle katalysatorer.

Så hvad er egentlig problemet herfra – vi har din katalysator, vi har fotoceller, platinelektroder, brændselsceller og masser af vand?

»Problemet er til dels, at vi skal have endnu bedre solceller. Det er ikke blot de solceller, der kendes i dag, som kan løse

opgaven, men en særlig slags, der ved hjælp af vores oxidationskatalysatorer, i kombination med farvestoffer, som opfanger sollys på en måde, der minder om klorofyls funktion i planternes grønne blade, kan spaltes vandmolekyler, der løber forbi dem. Men det største problem er, at vores katalysator kun fungerer i opløsning. Den skal udvikles, så den kan hænge fast på en overflade uden at miste aktivitet. En anden udfordring med katalysatoren er også, at vi endnu ikke ved, hvor robust den er samt, at det tager op imod et halvt år at fremstille den. Det kræver altså løbende forbedring af katalysatoren via molekylære justeringer i de kommende år,« siger Christine McKenzie.

Men hvor lang tid vil du gætte på, der går, før vi taler om, at metoden er klar til kommerciel brug i stor skala?

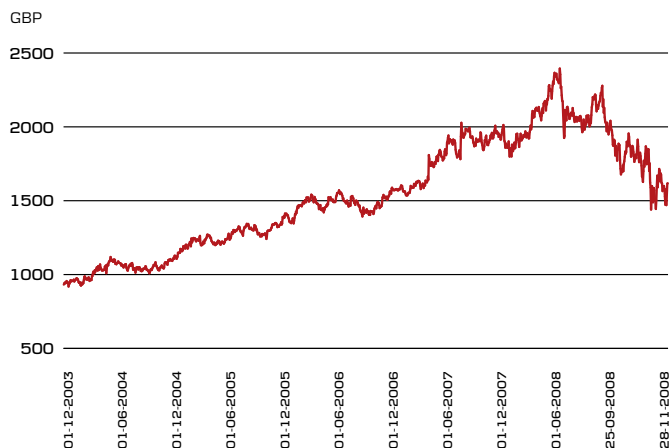
»Når vi taler om grundforskning, som dette reelt er, er det altid uhyre vanskeligt at sætte tidshorisonter på. Men jeg anser det for realistisk, at det vil ske inden for de næste 20 år.«

Tidshorizont er en faktor, der fokuseres meget på både blandt hos politikere og investorer. Er den lang, er det svært at finde støtte hos nogen af grupperne. Og da der samtidig ikke er nogen garanti for, at projektet bliver en succes eller, at det ikke bliver overhalet af andre, så grænser det til det umulige.

»Hvis man skal tildeles forskningsmidler fra politisk hold eller fra venturefonde, så handler det typisk om meget korte tidshorisonter. Både politikere og potentielle investorer forlanger typisk et resultat på relativt kort tid. De projekter, hvor man kan præsentere prototypen, en eller anden »dime«, har oftest ikke problemer med at skaffe penge, hvis det varsler en massiv fremtidig indtjening eller en markant samfundsmæssig gevinst. Men i et tilfælde som dette, der måske vil kræve 19,5 års kemisk forskning og derefter et halvt år med udvikling af »dime« er det nærmest umuligt,« siger professoren, der dog ikke vil afvise, at det kunne gå langt hurtigere med et satsning, da der utvivlsomt vil komme stigende fokus på emnet, ikke mindst i USA.



Professor Christine McKenzie arbejder med en mulig løsning på verdens energiudfordringer.



KILDE: REUTERS

Stærk tobak

Imperial Tobacco Group er et internationalt tobaksselskab, der producerer, markedsfører og sælger et omfattende udvalg af cigaretter, tobak, cigarer, rullepapir og filtre. Selskabet sælger dets produkter i over 130 lande.

Den EUR 16,2 mia. store overtagelse af Altadis blev gennemført i januar i år. Overtagelsen har udvidet selskabets brands- og produktportefølje, så selskabet nu er til stede i både lav-, midt- og luksussegmentet for cigaretter. Selskabet har derudover reduceret dets eksponering i England, der er betragtet mere risikofyldt efter Japan Tobaccos overtagelse af Gallaher.

Goldman Sachs (GS) forventer højere og hurtigere synergier af Altadis-købet end ledelsen har meddelt, og markedet tror. Konsolidering i tobaksindustrien er generelt udbytterig, samtidig med at selskabet på nuværende niveau er en af de mest undervurderede aktier i branchen for stabile forbrugsaktier.

Tobaksindustrien har stabile og defensive pengestrømme, og et scenarium med lavere renter og inflation vil være godt for industrien. Udbyttebetalingerne for aktien er nu på niveau med lokale statsobligationer. GS forventer ledelsen leverer omkostningsbesparelser på EUR 400 mio. fra overtagelsen hen mod dets mål for 2012.

Risici er, at synergierne bliver lavere end ventet, marketingsrestriktioner i England og aggressiv reklameaktivitet af konkurrenter i kernemarkeder. GS anbefaler Køb med et kursmål på GBP 20,5 per aktie.



Topdanmark ligger i toppen

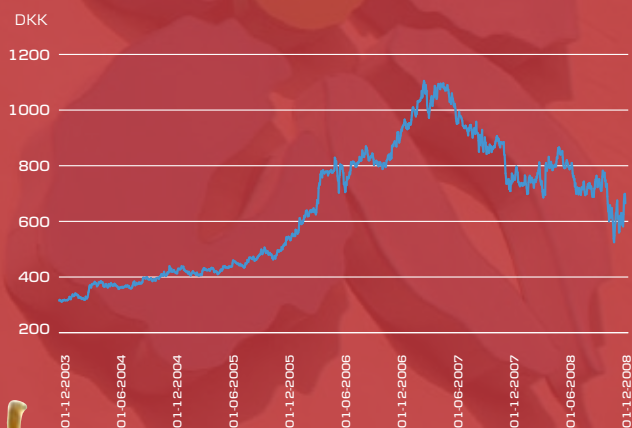
Topdanmark er Danmarks næststørste skadeforsikrings-selskab og det sjette største livsforsikringsselskab i Danmark. Danske Markets Equities (DME) anbefaler pt. generelt en neutral eksponering mod finansielle aktier, men en eksponering mod forsikringsselskaber frem for banker.

Topdanmark har en gennemsnitlig forretningsmodel, en åben aktionærstruktur, en stærk og stabil kerneforretning med udsigt til en mere kvalitetspræget kundebase. Topdanmark anses desuden for at være blandt de absolut mest effektive forsikringsselskaber på det danske marked. Derudover er der fortsat en betydelig chance for, at Topdanmark kan blive opkøbt af den finske forsikringskoncern Sampo, der nu ejer 11,09 pct. af aktierne i Topdanmark.

Topdanmark har desuden god mulighed for at forbedre kvaliteten af selskabets kundebase som følge af en ny prisstruktur (mikrotarifering), hvor præmierne vil falde for kunder med få og små skader, mens præmierne vil stige for kunder med flere og større skader. Den nye prisstruktur vil forbedre Topdanmarks i forvejen lave combined ratio (selskabets omkostninger og tab i forhold til præmieindtægterne, hvor selskabets indtægter fra investeringer altså udelades) og allerede ved selskabets regnskab for andet kvartal i år bidrog den nye prisstruktur til en mere stabil indtjening.

Risici ved investering i aktien er en fortsat nervøsitet omkring investering i aktier og særligt i finansielle aktier samt, at Topdanmark vil få faldende indtægter på investeringer. Desuden vil en mulig pris konkurrence blandt konkurrenterne være til skade for Topdanmarks præmieindtægter ligesom ekstreme vejrforhold vil kunne presse selskabets combined ratio i vejret.

DME har Køb-anbefaling på Topdanmark med et kursmål på DKK 740 pr. aktie.



KILDE: REUTERS



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

Vestas står stærkt

Vestas' forretningsområder består af udvikling, fremstilling, salg, markedsføring og vedligeholdelse af systemer til frembringelse af elektricitet via vindenergi. Vestas opererer globalt og er i den forbindelse repræsenteret ved sine underdivisioner verden over.

Vindmøllemarkedet har været sælgers marked, hvor kapacitetsbegrænsning har været bestemmende for markedet, men dette billede er ifølge Danske Markets Equities (DME) ved at vende, og aktieanalytikerne mener, at Vestas i den forbindelse bør have en konkurrencemæssig fordel.

Momentum i vindenergisektoren understøttes af stor politisk fokus fra internationale organisationer såvel som på nationalt plan. Her er særligt EU's målsætning, de nye amerikanske forhøjede ambitioner og en kommende erstatning af Kyoto-protokollen (evt. ved klimakonferencen i København) vigtige politiske milepæle for vindenergisektoren.

DME forventer, at Vestas fortsætter den positive trend for udviklingen i indtjeningsmarginen, eksempelvis grundet lavere garantiomkostninger i forventning om, at kvaliteten af vindmøllerne øges - samt lavere faste omkostninger som følge af stordriftsfordele fra Vestas' planer om en kraftig udvidelse af produktionen. Andre fokuspunkter er nyhedsflow omkring ordrer, regnskabet for 4. kvartal den 4. februar og udviklingen i olieprisen og dollaren.

DME har en Købs-anbefaling på Vestas med et kursmål på DKK 550 per aktie. Risici for aktien er eksekveringsrisiko, tekniske problemer, stigning i råvarepriser, og at fortsat afmatning i den globale økonomi kan påvirke investeringslysten/-evnen.



KILDE: REUTERS

Store ekspansionsmuligheder i Grifols

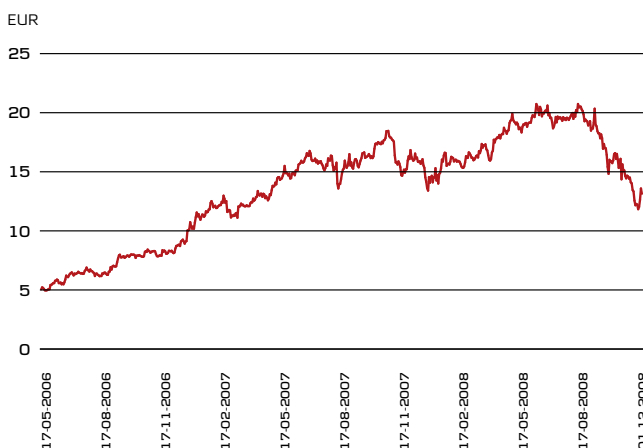
Grifols er et spansk biotekselskab, som er opdelt i bioforskning, diagnose, råmaterialer og en hospitalsdivision. Selskabet opererer gennem tilknyttede selskaber i England og USA samt andre lande. Selskabet er i en vækstfase mod syd og har på nuværende tidspunkt en solid vækst i det østlige Japan. Grifols er den fjerdestørste producent af plasma i verden. Der er på nuværende tidspunkt en stærk efterspørgsel efter plasmaprotein, som blandt andet anvendes til behandling af brandofre og immunforsvarsdefekter. Og her står selskabet stærkt, idet det med en kapacitetsudnyttelse på 60 pct. mod topkonkurrenternes 80 pct. har mulighed for at produktionen markant i en branche, som har udbudsbegrænsninger.

Grifols er samtidig en af få producenter, som er *vertikalt integreret*, hvilket betyder at selskabet bedre kan kontrollere produktionsprocessen fra plasmaindsamlingen til produktionen af det endelige produkt og dermed har en signifikant fordel i at kunne tilpasse sig en ændring i efterspørgslen hurtigere.

Grifols-aktien har over de seneste tre måneder underperformet sine konkurrenter med 15 pct. og handles til historisk lave nøgletal. Goldman Sachs (GS) ser derfor den nuværende svaghed i aktieprisen som en god mulighed for at købe sig ind i en langsigtet vækstaktie med solide fremtidsmuligheder, hvilket endvidere understøttes af, at plasmaefterspørgslen ikke er afhængig af den globale økonomiske situation.

Risici for denne aktie er forbundet med sikkerhedstilbagekald af produkter, regulative ændringer som medfører højere omkostninger, samt et skævvredet udbud- og efterspørgselsforhold, der kan medføre prisfald.

GS har en Køb-anbefaling på aktien og et kursmål på EUR 24 per aktie.



KILDE: REUTERS

Frygt for dyb global recession baner vej for yderligere rentefald

De enorme hjælpepakker og indgreb fra centralbanker, regeringer og institutioner som

Verdensbanken og IMF har skabt tillid til, at finanssektoren stabiliseres, om end det vil tage tid.

Men det betyder på ingen måde, at roen har sænket sig over de finansielle markeder. Kendsgerningen er nu, at det vælter ind med dårlige nyheder og nøgletal fra nær og fjern, som vidner om, at en økonomisk krise i stor skala er under fuld udvikling. Det store spørgsmål er nu, hvor slem den bliver.

Makrotallene ser ikke opmuntrende ud. F.eks. er Danmark, Sverige og England i recession, og det samme gælder Tyskland og hele Eurozonen som helhed, samt ikke mindst de nye medlemslande i EU. Japan er også i recession, og her begynder truslen om deflation, der siden 1990 har været et stort problem, igen at præge overskrifterne. Selv Kina har vækstrater, der falder i et tempo, som varsler øget risiko for en hård landing, og generelt har det vist sig, at de store udviklingsøkonomiers stærke indenlandske efterspørgsel og vækst ikke har været tilstrækkeligt til at stå imod krisen i de udviklede lande.

Nøgletal i denne måned viste, at USA gik i recession allerede i december 2007, og den dystre situation bekræftes af en lang række dårlige nøgletal. Heriblandt ISM-indekset for aktiviteten i fremstillingsindustrien, der i oktober viste et fald til det laveste niveau siden 1982. Samme indeks for servicesektoren, der tegner sig for næsten 90 pct. af økonomien, faldt til det laveste niveau siden indeksets introduktion i 1997. En afspejling af ikke mindst forbrugsafmatningen i amerikansk økonomi.

Boligmarkedets nedtur (se boks) rammer forbrugerne bredt, og svækker deres tro på fremtiden og dermed lysten til at bruge penge. Ligesom den

hastigt stigende arbejdsløshed – de ugentlige »jobless claims« afspejler, at antallet af folk på understøttelse nu er det højeste i 25 år. Forbrugernes trang til at spare frem for at bruge blev også afspejlet i oktobertallene for detailsalget, der viste det største fald siden det nægletal blev oprettet i 1992. Netop forbrugerne er den vigtige drivkraft i amerikansk økonomi, idet de – før krisen – tegnede sig for 72 pct. af USA's BNP. Og 21 pct. af verdens BNP.

Svært at låne penge

Medvirkende til at svække forbrugslysten er også, at det både i USA og Europa er svært for forbrugerne at låne penge. Tillidskrisen mellem banker eksisterer stadig i bedste velgående, og det betyder, at de kræver relativt høje renter for at låne penge ud til hinanden, hvilket afspejler sig i pengemarkedsrenterne, der trods bedring stadig er unormalt høje. Dette skal ses i sammenhæng med, at bankerne har tabt mange penge og samtidig ønsker at sætte til side for at gardere sig mod yderligere tab som følge af den begyndende økonomiske krise. Det betyder, at kreditbetingelserne, der følger med et lån, er blevet skærpet væsentligt.

Her i Danmark har det udmøntet sig i, at grænsen for, hvor meget man kan låne, er sat ned; der kræves et større rådighedsbeløb efter alle faste omkostninger er betalt, og det er blevet vanskeligere at få lov at købe et andet hus, før det gamle er solgt.

I USA er billedet det samme, men i mere udpræget grad. Her ses også, at renten på realkreditlån og andre lån ikke er fulgt med ned i takt med centralbankens rentenedsættelser, og det

er derfor finansminister Henry Paulson for kort tid siden ændrede sin beslutning om, hvordan redningsplanen, *Troubled Asset Relief Program* (TARP), på 700 mia. USD, skal anvendes.

Oprindeligt var tanken, at købe dårlige (ubetalte) realkreditrelaterede lån fra bankerne for at lette presset på dem, og få gang i finanssektorens normale virkemåde igen. Men i erkendelse af forbrugernes store betydning for økonomien og vanskelighederne for selv økonomisk sunde forbrugere med at låne penge, har han besluttet at rette en betydelig del af de stimulerende milliarder mod netop forbrugerlån. Omkring 40 pct. af USA's udlån til forbrugere er tilvejebragt ved, at kreditrisikoen på kredittkort, billån, studenterlån og lignende pakkes ind i strukturerede værdipapirer og sælges videre på de finansielle markeder. Dette marked er som følge af finanskrisen gået i stå, og det er denne markedsmekanisme Paulson ønsker at få i gang igen, så forbrugsafmatningen reduceres til gavn for økonomien som helhed.

Også virksomhederne har svært ved at låne penge i øjeblikket i bankerne. Et alternativ til bankernes høje renter og skrappe kreditbetingelser er kreditobligationsmarkedet. En virksomhed, der mangler penge, kan udstede obligationer, men den eskalerende økonomiske krise betyder, at der er øget risiko for, at mange virksomheder ikke vil kunne opfylde deres betalingsforpligtelser. Det betyder, at investorerne kræver en høj rente, hvis de skal købe obligationerne – en rente, der aktuelt er så høj, at kreditobligationer reelt ikke er en brugbar finansieringskilde for virksomhederne. Og det betyder, at



USA's boligmarked er skrøbeligt

Det overbelånte og overvurderede amerikanske boligmarked, hvor krisen tog sit udspring, er en negativ jokers i det amerikanske vækstbillede. Nedturen vurderes langt fra overstået, og på det seneste er der opstået frygt for en særlig variation af de variabelt forrentede ARM-lån. På denne låntype starter låntageren ud med at betale en lav rente, typisk 1 pct., mens det bagvedliggende lån reelt kan have en rente på 5-6% i udgangspunktet. De renter, som ikke betales, lægges oveni låntagerens hovedstol. Der er således reelt tale om en negativ opsparing, men den får kun lov at fortsætte til der nås et loft på 110-125 pct., typisk 115 pct., af den oprindelige hovedstol. Herefter skal låntager betale markedsrenten på det bagvedliggende lån. I Californien alene vurderes det, at der er udstedt denne type obligationer for 5-600 mia. USD, som vil ramme 115 pct. i 2009 eller 2010. Mange af disse låntagere har en i forvejen yderst ringe betalingssevne, og da huspriserne fortsat er faldende, indebærer udviklingen, at gælden langt kan overgå værdien af huset. Her kommer så et andet særligt kendetegn ved det amerikanske boligmarked ind i billedet.

Med de faldende huspriser har disse låntagere ikke nogen grund til at blive i huset (jingle mail) og foreclosures vil derfor stige. I Californien og mange andre stater er der ingen personlig hæftelse for boliglån. Hvis låntager ikke kan betale, så går boligen på tvangsauktion – og kreditgiveren må nøjes med det beløb tvangsauktionen indbringer, og kan ikke forfølge låntager yderligere. »Jingle mail« kaldes det, når låntager sender nøglerne til huset til kreditforeningen, og det er allerede praktiseret i stor stil i år. Og når de nævnte låntyper rammer loftet på 115 pct. i 2009/2010 vil trenden accelerere yderligere og fremtvinge en bølge af tvangsauktioner.

POLFO

»

et stigende antal virksomheder kolliderer eller nærmer sig en situation, hvor de ikke har penge nok i kassen til at holde virksomheden kørende.

Et særligt grelt eksempel er General Motors (GM), virksomheden, der, indtil Toyota overhalede i fjor, i mange år var verdens suverænt største bilproducent. Selskabet, hvis kreditobligationer allerede for nogen tid siden er blevet degraderet til »junk bond«-status, har bebudet, at de sandsynligvis må lukke boksen inden årets udgang, hvis ikke de får hjælp

udefra. Obama støtter et indgreb, som vil redde bilindustrien i Detroit – herunder også Chrysler og Ford.

Falder de tre, vil det gøre ondt – for ondt til at det får lov at ske. Bilindustrien i USA beskæftiger en kvart mio. mennesker, men et kollaps vil belaste hele værdikæden og koste 3 mio. jobs alene det første år, og reducere statskassens indtægter med omkring 50 mia. USD. Ved redaktionens slutning tyder alt på, at Kongressen har godkendt et foreløbigt nødlån på 15 mia. USD.

Hvad betyder alt dette for obligationsrenterne?

Centralbankerne har som nævnt sat renterne ned over en bred kam, og det er ikke slut endnu. Danske Analyse forventer nu at ECB, der for nylig satte renten ned med 0,75 procentpoint til 2,5 pct., følger op med 0,5 procentpoint i januar og et kvart procentpoint i hhv. februar og marts. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve (Fed), ventes nu af Danske Analyse i lyset af krisens alvorlighed at nedsætte den ledende rente til nul (aktuelt 1,0 pct.) allerede ved det næste møde 16. december. Desuden har Fed-chef Bernanke meddelt, at Fed vil tage yderligere midler i brug for at tilføre likviditet til finanssystemet og økonomien – og det vil bl.a. omfatte opkøb af længere obligationer, både stat og realkreditobligationer. Det betyder i praksis, at Fed nu vil trykke flere penge for at kunne foretage disse opkøb.

Den store frygt for den økonomiske krise har sat sit tydelige præg på obligationsmarkederne. I en økonomisk krise falder inflationen, og dermed er der banet vej for rentefald. Vi har allerede set store rentefald på obligationsmarkederne. For de europæiske lange renters vedkommende er der plads til yderligere rentefald i det næste par kvartaler.

For USA's vedkommende mener Danske Analyse, at statsobligationernes renter får svært ved at falde yderligere som følge af, at centralbanken efter december eller januar er færdig med at sætte renten ned; der er udsigt til en kraftig stigning i udbudet af statsobligationer i 2009, som skal finansiere redningspakkerne; og der er tale om meget lave niveauer allerede.

Det danske marked for statsobligationer følger jo Euroland – aktuelt med et relativt stort spænd over alle løbetider, hvilket hænger sammen med presset på kronen, som har tvunget Nationalbanken til en højere rente end i ØMU-landene. Aktuelt er der ikke



Centralbankerne bruger rentenedsættelser for at imødegå krisen. Her ses Mervyn King, chefen for Bank of England, der for kort tid siden satte renten ned til 2 pct. - det laveste siden 1939.

basis for, at Nationalbanken kan indsnævre rentespændet, hvilket ville gavne de danske statsobligationer relativt.

Anbefalinger

På det danske realkreditmarked sås en markant bedring, da det blev besluttet at forbedre pensionssektorens mulighed for at beholde/købe realkreditobligationer ved at ændre deres diskonteringsrente kombineret med, at den Sociale Pensionsfond vil købe 1-årige rentetilpasningsobligationer for 22 mia. kr. ved auktionen her i december, som ved reaktionens slutning endnu ikke er overstået.

Men hvor det for 3-4 uger siden så ud til, at renterne på FlexLån alligevel ikke ville stige markant i forhold til senere år, så har den senere tid budt på markante stigninger i takt med, at de økonomiske udsigter ser stadig mere truende ud, og det rammer et lille land som Danmark særligt hårdt, trods vores relativt stærke økonomi med sunde balancer.

Aktuelt peger auktionen på, at FlexLån F1 ender med en rente på 5,0-5,3

pct., hvilket er noget over de 4,73 pct. i fjor og 4,11 pct. i 2006. De lange renter har derimod haft en relativt flad udvikling de seneste uger.

Selv om det er svært at se, hvad der skulle udløse yderligere rentestigninger i en situation, der er præget af så dystre nøgletal og faldende inflation, så har de senere måneders begivenheder med grum tydelighed vist, hvor hurtigt rentestigninger kan komme. Derfor vælges som udgangspunkt at fastholde de anbefalinger, der har været gældende i længere tid – dvs. private investorer med frie midler bør koncentrere sig om det 2-5 årige segment på rentekurven. Handler det om pensionsmidler og dermed en langsigtet tidshorisont, kan de 30-årige 4- og 5 pct. realkreditobligationer anbefales for en del af porteføljen.

Hvert halve år fastsættes mindsterenten i øvrigt ud fra et særligt gennemsnit af obligationsrenterne over en periode på 20 børsdage. Ved redaktionens slutning mangler 4 dage af beregningsperioden, og alt tyder på, at mindsterenten nedsættes til 3 pct. (aktuelt 4 pct.) for første halvår 2009.



Høj optionspræmie for at sælge aktier på højere kurser end de aktuelle

Fik du ikke solgt dine aktier i tide, så giver den aktuelt historisk høje volatilitet en enestående mulighed for at modtage optionspræmier.

Læs her, hvordan det hænger sammen.

Volatiliteten – det statistiske udtryk for kursudsving og dermed risikoen i markedet - satte verdensrekord i oktober, da aktiemarkederne over hele kloden viste dramatiske kursfald. I november faldt markederne lidt mere til ro, og trak volatiliteten lidt ned, men stadig meget langt fra normalen.

I slutningen af november steg volatiliteten igen til over 80 pct. målt på det amerikanske VIX-indeks – en afspejling af kraftige kursudsving både op og ned. Udløst af en stadig strøm af dårlige nøgletal for verdensøkonomien, truede kollaps fra Citigroup, en af verdens største banker og bilindustrien i USA kombineret med pludselig købsiver fra utålmodige investorer, der mener, at det hele er afspejlet i de lave

aktiekurser, og derfor er bange for, at markedet pludselig kører fra dem igen. Men nye dårlige nyheder, som peger på, at vi måske står over for den værste økonomiske krise siden 30'erne, kan så få dem til at trække sig ud igen, og udløse nye kraftige kursfald.

Med andre ord: Den vedvarende høje volatilitet afspejler en meget stor nervøsitet blandt investorerne. En så høj volatilitet betyder, at man ved salg af aktieoptioner får en historisk høj præmie. Og det åbner op for en særdeles interessant optionsstrategi.

Covered calls

Mange investorer nåede ikke at få solgt ud af aktieporteføljen i tide, da de store kursfald i oktober kom som et

chok efter de store kursfald, vi allerede havde oplevet det seneste års tid. Nu er aktierne nået ned på et niveau, hvor de fleste finanshuse og aktiestrateger peger på, at selv en dyb økonomisk krise og massive fald i virksomhedernes indtjening er afspejlet i kurserne. Derfor er den generelle vurdering, at risikoen for nye store kursfald er betydeligt mindre end sandsynligheden for, at markedet faktisk har passeret bunden og derfor har udsigt til stigninger eller i det mindste en stabil periode.

Det kan tale for, at man ikke bør sælge de aktier man har, men i stedet væbne sig med tålmodighed og den noget forslidte frase om is i maven. Vi kommer ikke uden om, at risikoen for





yderligere kursfald er til stede. Men man kan forbedre sin position markant ved at sælge call-optioner for nogle af aktierne.

Lad os illustrere det med et eksempel i StatoilHydro ASA, som mange kunder har i porteføljen:

Eksempel

Antag, at en kunde har 2000 aktier i StatoilHydro ASA i porteføljen – et selskab, som i lyset af den massive stigning i olieprisen, der ifølge IEA venter på den anden side af den økonomiske krise (se s. 14), er en særdeles lovende langsigtet investering. Antag, at kunden vælger at sælge 20 call-optioner (hver option omfatter 100 aktier) på aktien med udløb i marts 2009. Som aftalekurs vælges 150 – betydeligt over den aktuelle spotkurs på 119,6 (se konsekvenser af andre aftalekurser i tabel).

Kunden får en samlet optionspræmie på 10.360 kr. efter omkostninger. Udtrykt i kurspoint på aktien betyder det, at kunden ikke vil tabe på positionen medmindre aktien stiger til over kurs 156 – en stigning på over 30 pct. fra den aktuelle kurs på aktien.

Det tilsvarende breakeven, hvis aktien falder i kurs, er 113,4 – et fald på 5,1 pct.

Strategien er en attraktiv mulighed for kunden, hvis han har besluttet sig for ikke at sælge aktien og samtidig ikke tror, at verdensøkonomien vil rette sig så meget på godt tre måneder, at det vil udløse forventninger om en markant stigning i olieefterspørgselen – og dermed olieprisen og forventningerne til olieselskabernes indtjening. Den aktiekursstigning han går glip af ved at sælge call-optionen er altså kun den stigning, der måtte komme udover 156.

Samtidig giver optionspræmien en stødpude på 6 kurspoint mod kursfald, som han ikke har, hvis han vælger at undlade optionerne og dermed kun har aktierne.

Strategien betyder altså, at kunden har etableret et kursinterval på 113,4-

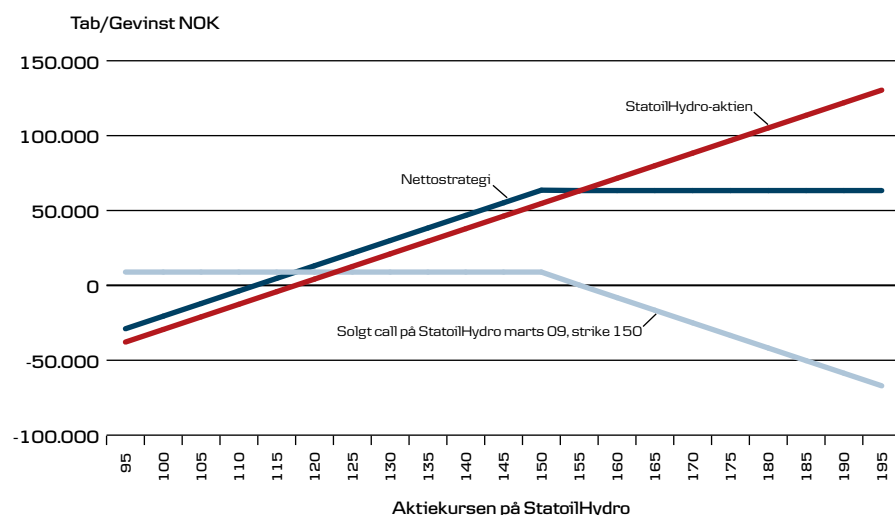
156, som giver ham en nettogevinst, hvis aktiekursen på StatoilHydro ASA ved udløb ikke ligger uden for dette interval.

Hvis markedet falder til et niveau uden for intervallet er kunden, som i udgangspunktet besluttede at holde fast i aktierne, bedre stillet end hvis han ikke havde solgt optionerne. Risikoen for at blive ramt af uventede kursfald er derfor mindre med optionssalget.

Det er derfor risikoen for kursstigninger, man skal fokusere på. Markedet skal altså stige med 30,4 pct. eller mere på godt tre måneder, før kunden ville være bedre stillet, hvis han blot havde valgt at beholde aktierne og ikke indgået optionspositionen. I den forbindelse kan det være relevant at

nævne Goldman Sachs' analyse af hvordan det amerikanske aktiemarked, udtrykt ved S&P 500, historisk set har udviklet sig efter, at et bearmarked har passeret bunden. Således er den gennemsnitlige stigning i 10 bearmarkeder siden midten af 50'erne på hhv. 11 pct., 15 pct. og 23 pct. hhv. 1, 3 og 6 måneder efter bunden. En historisk observation som umiddelbart støtter forventningen om, at en kursstigning på over 30 pct. på godt tre måneder, ikke er realistisk. Ganske vist kan olieselskaber reagere med større kursstigninger end det brede marked, men samtidig skal man tage i betragtning, at finanskrisen er det største chok nogensinde til verdensøkonomien, og den økonomiske krise tegner til at blive den værste siden 30'erne.

Covered call i StatoilHydro ASA, spotkurs 119,60 NOK



KILDE: DANSKE CAPITAL

Kontrakt/aftalekurser	Nettogevinst, hvis aktiekursen ikke falder til under...	Nettogevinst, hvis aktiekursen ikke stiger til over...
Solgt call-option, marts 140	110,4	148,0
Solgt call-option, marts 150	113,4	156,0
Solgt call-option, marts 160	115,0	163,0

Skat

De skattemæssige konsekvenser for henholdsvis personer og selskaber ved indgåelse af covered calls på aktieoptioner, der opfyldes ved fysisk levering, er følgende:

	Personer	Selskaber
Optionen udløber men udnyttes ikke	Den modtagne præmie er skattepligtig og medregnes som personlig indkomst i det år, hvor optionen udløber. Inden for samme indkomstår kan betalte præmier på udløbne uudnyttede aktiederivater dog medregnes i modtagne præmier for væddemål, f.eks. på udløbne uudnyttede aktiederivater. Se dog undtagelserne om modsatrettede kontrakter nedenfor.	Den modtagne præmie er skattepligtig og medregnes ved opgørelsen af selskabets skattepligtige indkomst i det år, hvor optionen udløber. Inden for samme indkomstår kan betalte præmier på udløbne uudnyttede aktiederivater dog medregnes i modtagne præmier for væddemål, f.eks. på udløbne uudnyttede aktiederivater. Se dog undtagelserne om modsatrettede kontrakter nedenfor.
Optionen udnyttes	De solgte aktier beskattes efter reglerne for aktier. Den skattemæssige afståelseskurs på aktierne er optionens strikekurs tillagt den modtagne præmie. Aktierne anses for solgt, den dag call-optionen udnyttes. Se dog undtagelserne om modsatrettede kontrakter nedenfor.	De solgte aktier beskattes efter reglerne for aktier. Den skattemæssige afståelseskurs på aktierne er strikekursen tillagt den modtagne præmie. Aktierne anses for solgt, den dag call-optionen udnyttes. Se dog undtagelserne om modsatrettede kontrakter nedenfor.
Optionen tilbagekøbes med gevinst	Gevinsten er skattepligtig efter reglerne for finansielle kontrakter. Medregnes som kapitalindkomst. Husk lagerprincippet.	Gevinsten er skattepligtig efter reglerne for finansielle kontrakter. Medregnes ved opgørelsen af selskabets skattepligtige indkomst. Husk lagerprincippet.
Optionen tilbagekøbes med tab	Tab kan modregnes i egne eller evt. ægtefælles gevinster på finansielle kontrakter og strukturerede obligationer beskattet efter reglerne for finansielle kontrakter. Et eventuelt uudnyttet tab kan tidsubegrænset fremføres til modregning i senere indkomstår. Tab kan dog fratrækkes direkte i kapitalindkomsten i det omfang tabet ikke overstiger forudgående indkomstårs samlede beskattede nettogevinster på finansielle kontrakter og strukturerede obligationer beskattet efter reglerne for finansielle kontrakter, dog ikke tidligere indkomstår end 2002. Husk lagerprincippet.	Tab kan kun fratrækkes i det omfang, tabet ikke overstiger tidligere års beskattede nettogevinster på samme kontrakt. Tab herudover kan modregnes i gevinster på alle øvrige aktiederivater. Et eventuelt uudnyttet tab kan tidsubegrænset fremføres til modregning i senere indkomstår. Husk lagerprincippet.

Undtagelse: Er der samtidigt eller senere, mens den udstedte call ikke er købt tilbage eller udnyttet af optionshaveren, enten

- erhvervet en call-option,
- erhvervet en call-warrant,
- udstedt en put-option, eller
- købt en future

med samme underliggende aktie og fysisk levering, vil beskatningen altid ske reglerne for reglerne for finansielle kontrakter efter princippet om modsatrettede kontrakter.

Bemærk

Vær opmærksom på, at det kursniveau, volatilitet m.v., som beregningerne i det konkrete eksempel er baseret på, kan ændre sig efter redaktionens slutning. Du bør under alle omstændigheder diskutere mulighederne for covered calls på konkrete aktier med en rådgiver.



USA's næste præsident er grøn – ikke sort

Barack Obama har en grøn energiplan for USA, som indebærer strategiske investeringer på 150 mia. USD i *Clean Technology* over de næste 10 år, hvilket vil skabe fem millioner nye jobs – herunder skal også etableres uddannelsesmuligheder inden for Clean Tech. Målet er, at USA om 10 år skal kunne spare mere olie, end der i dag importeres fra Venezuela og Mellemøsten. Mindst 10 pct. af USA's elforsyning skal i 2012 komme fra vedvarende energikilder som sol, vind og geotermisk energi, og 25 pct. i 2025.

Der skal etableres et såkaldt *cap-and-trade system*, som sigter mod, at udledningen af drivhusgasser i 2050 skal være reduceret med 80 pct. under 1990-niveauet. Et system, der gør det muligt at handle med »forureningskvoter« over hele landet, og som indebærer, at virksomhederne i

udgangspunktet ikke tildeles kvoter for udledning i henhold til deres historiske forurening. I stedet er hensigten, at alle industrier skal betale en pris for hver ton af drivhusgasser, som de udleder. En del af indtægterne herfra skal gå til udvikling af ren energi, energieffektivitet, udvikling af næste generations biobrændsel og køretøjer baseret på »ren« energi. En del skal også gå til genopretning af biotoper, etablering af migrationskorridorer for dyrelivet og andre bestræbelser på at tilpasse dyrelivet til et varmere klima.

Et led i planen er også, at der i den amerikanske bilpark inden 2015 skal indgå plug-in hybridbiler, som kan køre op til 150 miles pr. gallon benzin – og bilerne skal fremstilles i USA. I samarbejde med Kongressen og amerikanske bilproducenter er det også hensigten, at alle nye biler in-

den for de næste fire år skal være i stand til at køre på biobrændsel.

I den detaljerede og omfattende plan fremhæves også nødvendigheden af at fokusere på energieffektivitet (bl.a. i nye bygninger), atomkraft, Smart Grid, næste generation af biobrændsel og etablering af den nødvendige infrastruktur samt *Clean Coal* teknologi. Dvs. den teknologi, der stadig er i prøvefasen og som går ud på, at opfange CO₂ fra kulkraftværkerne og lagre den i undergrunden – hvilket skal ske ved i samarbejde med den private sektor at etablere verdens 5 første kommercielle kulkraftværker i stor skala baseret på denne teknologi.

Det er et erklæret mål med USA's New Energy Plan, at USA skal være førende inden for Clean Technology og bekæmpelsen af global opvarmning.

Flodbølge af statsobligationer i 2009

Redningsplanerne i Europa og USA koster mange penge, der skal hentes i de respektive statskasser. Næste år er der derfor lagt op til en sand flodbølge af statsobligationer i både USA og Europa. Udstedelserne ventes at være omkring hhv. 1.800 mia. USD og 1.250 mia. EUR, hvilket i begge tilfælde er adskillige hundrede mia. over »normalen«. Når en så stor mængde af statsobligationer rammer markedet, vil det påvirke den kurs, som investorerne vil betale. Den bliver lavere end under normale omstændigheder – hvilket betyder, at renten bliver højere. Samtidig har redningspakkerne den u hensigtsmæssige bivirkning set fra et statsligt synspunkt, at obligationer udstedt af banker og andre finansielle institutioner er tilknyttet en

statsgaranti, som i praksis betyder, at papirerne er lige så sikre som statsobligationer. Disse obligationer giver en væsentligt højere rente end statspapirer, og vil derfor være klart at foretrække for investorerne, så længe statsgarantien opretholdes.

Ikke desto mindre vurderes det alligevel i markedet, at renterne på statsobligationer, trods de store udstedelser og den nævnte statsgaranti på de normalt mere risikable obligationer fra finanssektoren, ikke vil stige, men måske oven i købet vil fortsætte med at falde i 2009 – og det er en afspejling af, at den økonomiske krise spås at være så alvorlig med en latent risiko for deflation.

Ser vi på landeniveau inden for eurozonen er der in-

Værste danske krise siden oliekriserne

Skuffende tal for Danmarks BNP i tredje kvartal har fået økonomerne i Danske Analyse til at revidere synet på dansk økonomi – og det endda ganske meget. Med udgangspunkt i BNP-tallene og de seneste indikatorer vurderer de nu, at væksten allerede i år vil være negativ. Således vil BNP i 2008 samlet set ligge cirka 0,5-0,75 % lavere end sidste år. Dermed går 2008 vækstmæssigt hen og bliver det værste år siden 1981 (anden oliekrise).

Desværre er der meget, som tyder på, at tendensen til faldende BNP vil fortsætte i 2009. Således venter økonomerne et stort set tilsvarende fald i BNP i 2009. Får de ret i den forudsigelse, så bliver den igangværende krise den værste siden den første oliekrise målt på væksten. Under den første oliekrise faldt BNP med 0,8 % i 1974 og 1,2 % i 1975.



Klimamodstand i EU

EU er langt foran USA, hvad angår fokus på global opvarmning og miljø generelt. En række europæiske selskaber er i den globale front inden for miljøteknologi og vedvarende energi, og den »grønne« industri beskæftiger i alt 3,4 mio. mennesker.

Men hvor USA's næste præsident ser Clean Technology som en vækstmulighed i den økonomiske krise og fremover, så er stemningen lige nu anderledes i EU som følge af den aktuelle krise og presset på statsfinanserne. 11.-12. december er der afholdt et topmøde i EU, hvor en klimapakke skulle til afstemning.

Resultatet kendes ikke ved redaktionens slutning, som er to dage før, men optakten har ikke været lovende. Således har bl.a. Polen, Ungarn, Tjekkiet og Italien peget på, at EU bør stille klimaambitionerne lidt i bero pga. den aktuelle krise. Og da det er besluttet, at klima- og energipakken skal vedtages enstemmigt af de 27 medlemslande, er der lagt op til en opblødning af pakken i den version, der kendtes før mødet.



gen tvivl om, at de tyske statspapirer også i 2009 vil være en sikker havn for investorerne. Der vil blive fokuseret på hvilke lande, der har de største økonomiske ubalancer og her skiller især Italien og Grækenland sig negativt ud en statsgæld på hhv. 104 og 95 pct. af BNP. Under »normale« omstændigheder vil renten på 10-årige statsobligationer i disse lande, i kraft af ØMU-samarbejdet, have en beskedne merrente i forhold til de tyske papirer på 5-10 bp. Men aktuelt er merrenten på hhv. 130 bp og 165 bp, hvilket betyder, at disse lande må se i øjnene, at det bliver dyrt for dem at finansiere deres budgetunderskud i 2009.

Ved nylige auktioner måtte både Italien, Spanien og Irland notere væsentligt højere renter end normalt, og Belgien – der også har en statsgæld over 100 pct. af BNP – aflyste en auktion pga. omstændighederne.

Man kommer ikke udenom, at situationen er usædvan-

lig og indebærer, at de udstedende stater i For investorerne vil ikke stå i kø. Også bankerne mangler jo penge og det vurderes, at alene i Europa vil vi se udstedelser på 1.600 mia. EUR fra banksektoren i 2009 – og det vil være papirer med den førnævnte statsgaranti. Også på virksomhedssiden er der problemer. Især i USA, hvor der ved årets udgang skal refinansieres virksomhedsobligationer for 800 mia. USD – og det er vel at mærke fra virksomheder uden for finanssektoren og derfor uden tilknyttet statsgaranti.

Hidtil har udlandet, især Japan, Kina og visse oliestater i Mellemøsten, været solide støttepillere for det brede amerikanske obligationsmarked som store opkøbere bl.a. via de såkaldte *Sovereign Wealth Funds*. Men det er meget tænkeligt, at disse lande nu retter en betydelig del af kapitalen mod de hjemlige økonomier som følge af lavvæksten.

Danske Analyse tror på opsving i 2009

Verdensøkonomien er i recession, og det globale finansielle system er stadig langt fra at fungere normalt. Alligevel vover økonomerne i Danske Analyse pelsen, og argumenterer – uden at ryste på hånden – for, at den globale økonomi vil bevæge sig ud af den økonomiske krise i løbet af næste år.

Det har ellers ikke været et efterår, der har givet anledning til optimisme. Oktober udviste kursfald på aktiemarkedet af en størrelse, der vil gå over i historiens lidet attraktive krakloge, hvor Wall Street 1929, 87-krakket, Japan-kollapset i 90 og IT-boblen befinder sig. Den finansielle krise er eskaleret med flere bankkrak til følge, og økonomiske nøgletal i alle klodens lande har udvist den hurtigste og mest synkroniserede nedgang i flere årtier. Amerikansk bilindustri, repræsenteret ved Ford, Chrysler og General Motors er så truet af kollaps, at gigantisk milliardhjælp fra regeringen er en nødvendighed for overlevelse, og det samme gælder Citigroup, en af verdens største banker, der netop har fået en direkte statslig kapitalindsprøjtning på 20 mia. USD og kreditgarantier til en værdi af 306 mia. USD. Krisen på det amerikanske boligmarked er langt fra overstået, og ledigheden stiger voldsomt.

Billedet er det samme i Europa. Stærkt faldende boligmarkeder, forbrugere, der holder på pengene, og et stigende antal virksomheder, der bukser under. Ikke på grund af en dårlig forretningsmodel, men ganske enkelt fordi bankerne ikke vil stille den lånekapital til rådighed til normale renter, som er en nødvendighed for, at den løbende drift kan hænge sammen.

Selv verdensøkonomiens reserve-motor, Emerging Markets, har sat ud.

Da resten af verden gik i stå var den stærke indenlandske vækst i de mest fremtrædende udviklingsøkonomier ikke nok til at stå imod med.

Man kunne remse dårligheder op i en meget lang liste, herunder risikoen for deflation og en depression á la 30'erne, men konklusionen er kort fortalt, at verdensøkonomien er i recession. Den velkendte lavine i en økonomisk krise, som ikke kan forhindres, højst blødes op, når den først er i gang, ruller over hele verden.

Det dystre billede afspejler sig på finansmarkederne i form af de massive aktiekursfald, vi har oplevet i år. Statsobligationsrenterne er styrtet ned i traditionelle flugtlande som USA, Tyskland, Japan og Schweiz, mens forgældede lande som Italien, Belgien og Grækenland trods ØMU-medlemskabet må finde sig i et rentespænd på over et procentpoint i forhold til Tyskland. Og på valutamarkederne er de traditionelle flugtvalutaer som USD og CHF styrket voldsomt, mens en massiv stigning i JPY i høj grad skal tilskrives, at investorer med spekulative lån i den japanske valuta har været tvunget til indfrielse af lånene i massivt omfang i takt med, at de aktiver, som pengene har været investeret i, er styrtet ned.

Markederne er bange for risiko, og det betyder også, at virksomhedernes alternative finansieringskilde, kreditobligationsmarkedet, udviser så høje

renter, at de ikke frembyder en reel lånemulighed.

Alligevel tror økonomerne i Danske Analyse, at et opsving er i sigte allerede i 2009. Det vil vise sig i løbet af andet halvår, og USA vil være den første store region, der rejser sig, mens Euro-land vil følge efter et halvt år senere. Grunden til denne forskel er, at amerikanerne har været tidligere ude med massive politiske og økonomiske tiltag, en mere avanceret tilpasning af ubalancer i USA og mindre dynamiske økonomiske strukturer i Euro-land.

Økonomernes optimisme kan forekomme lidt utidig i lyset af, at vi først lige er begyndt at mærke effekterne af den økonomiske krise, som med sikkerhed kommer til at gøre mere ondt i de kommende måneder samtidig med, at finanskrisen stadig hænger som en tung dyne over verdensøkonomien. Men optimismen begrundes med flere forhold:

De senere års voldsomme stigninger i olieprisen og andre råvarer, inklusiv fødevarer, har været en medvirkende faktor til at trække verdensøkonomien. Men i dag er olieprisen faldet til under 50 USD pr. tønde, langt fra toppen på næsten 150 USD pr. tønde, mens andre råvarer har udvist tilsvarende drastiske fald. Dette fald, der fører til et massivt fald i inflationen, er en slags »skattelettelse«, der forbedrer forbrugernes købekraft betydeligt i de kommende måneder.

Dertil kommer, at reelle skattelettelser og andre finanspolitiske tiltag er i vente i de fleste lande. Eksempelvis er den kommende præsident Obama ved at varme op til en finanspakke på USD 500-700 mia. USD, og der er lagt op til tilsvarende lempelser i Europa.

Centralbankerne, der allerede har reageret med kraftige lempelser i pengepolitikken og de ledende renter har flere skud i bøssen. Den amerikanske centralbank ventes, at sætte renten ned til nul (!) i forbindelse med januarmødet, og fortsætte med andre lempelser, f.eks. ved at forskellige gældsinstrumenter ind på balancen. ECB, den europæiske pendant, ventes at fortsætte rentenedsættelserne, hvilket vil bringe den ledende rente ned på 1,5 pct. ved slutningen af 1. halvår 2009. Hidtil har nøgleproblemet været, at effekten af centralbankernes lempelser ikke har slået igennem på normal vis, fordi det dårligt fungerende kreditmarked har sat den traditionelle transmissionsmekanisme ud af spil. Det er derfor afgørende, at centralbanker og myndigheder fortsætter med at løse problemet. Foreløbig er det især den amerikanske regering, der har gjort de største anstrengelser i den retning med massive tiltag for at løse spændingerne i den finansielle sektor.

Markederne bliver overraskede, hvis... Økonomernes forventninger til den globale økonomi er lidt mere optimistiske end de generelle forventninger, som de finansielle markeder afspejler. Det betyder, at hvis de får ret, så vil det være en positiv overraskelse for markederne. Og det betyder med andre ord, at aktiemarkederne og kreditmarkederne aktuelt frembyder gode indgangsniveauer med betydelige langsigtede værdier.

Det vil ikke nødvendigvis vise sig på kort sigt, idet økonomierne stadig skal slæbe sig igennem 3-5 måneder med negative vækstrater. Med yderligere politiske stimuli i vente er der lagt op til yderligere fald i obligationsrenterne og fortsat høj volatilitet i risikable aktiver i flere måneder endnu. Men når der begynder at vise sig tegn på, at økonomierne er ved at nærme sig en vending, så vil obligationsrenterne stige igen, og volatiliteten på de finansielle markeder vil falde.

I den forbindelse er det selvfølgelig vigtigt at holde øje med de økonomiske signaler – i første omgang med fokus på USA, som ventes at løfte sig først. Danske Analyse har følgende råd:

Makrosignaler – holder prognosen stik, ventes disse nøgletal at vise bedring i februar/april 2009:

- 1) Ugentlige detailsalg
- 2) Bilsalg
- 3) Forbrugertillid
- 4) ISM-indekset
- 5) Byggetilladelser
- 6) NAHB housing index
- 7) Jobless claims (nye ansøgninger om dagpenge)

Finansielle signaler

- 1) Kreditspænd – renteforskellen på realkredit- og virksomhedsobligationer i forhold til statsobligationer ventes forbedret meget gradvist i første halvår af 2009.
- 2) Rentespænd på pengemarkedet – når disse indsnævres på løbetider over 3 mdr. er det tegn på en aftagende finanskrisen og lettere finansieringsbetingelser.
- 3) Aktiemarkederne – en vending på aktiemarkedet vil forbedre forbrugertilliden, som i forvejen understøttes af de lavere benzinpriser. Ofte er aktiemarkedet en ledende indikator for den overordnede økonomi.



Regeringer i EU og USA har haft travlt med at strikke redningsplaner sammen i samarbejde med centralbankerne.

POL.FOTO

Så meget falder boligpriserne

Der er i grove træk enighed blandt danske økonomer om, at vi har ganske betydelige boligprisfald i vente. Danske Bank og Realkredit Danmark forventer, at boligpriserne vil falde med 15,6 procent fra toppen under denne afkølingsperiode på boligmarkedet.

Hvor voldsomt bliver faldet i boligpriserne i de kommende år? Spørgsmålet er både relevant og interessant. Omfanget af en fremtidig afkøling på boligmarkedet kommer nemlig til at være afgørende for den økonomiske vækst i de kommende år.

Realkredit Danmark (RD) og Danske Bank forventer, at boligpriserne falder med 15,6 procent på landsplan under den nuværende afkølingsperiode på boligmarkedet, der skønnes at forløbe fra 2007 til 2010. Denne vurdering stemmer overens med andre finansaktørers forventninger til, hvor meget boligpriserne vil falde med i de kommende år. Heriblandt kan nævnes IMF og vismændene i Det Økonomiske Råd, der forventer et samlet boligprisfald på henholdsvis 12,0 procent og 14,3 procent fra toppen under den nuværende nedtur på boligmarkedet.

Store forskelle

Men boligprisudviklingen dækker over store regionale forskelle. De områder, hvor boligpriserne steg mest under opgangsperioden fra 1993 til 2006, er også dér, hvor man oplever de største boligprisfald. RD og Danske Bank forventer således, at boligpriserne falder mest i *Region Hovedstaden*. Helt konkret forventes det, at boligpriserne falder med 26,7 procent i perioden fra boligpriserne toppede i 3. kvartal 2006 frem til udgangen af 2010. Prisfaldene forventes at være aftagende, således at faldene fordeler sig på hhv. 10,4 procent, 9,4 procent og 5,8 procent i hhv.

2008, 2009 og 2010. Boligprisfaldene i denne region er dermed væsentlig større end de forventede fald på landsplan, der skønnes at fordele sig med 4,0 procent, 6,5 procent og 4,5 procent i 2008, 2009 og 2010.

Region Nordjylland er placeret i den anden ende af forventningsskalaen. Her forventes det, at boligpriserne falder med 6,0 pct. fra 2. kvartal 2008 frem til primo 2011. Faldet fordeler sig som 2,5 procent, 2,5 procent og 1,3 procent i hhv. 2008, 2009 og 2010.

Hvad betyder prisfaldene for økonomien?

Den nationaløkonomiske effekt af betydelige boligprisfald skal næppe undervurderes. Fx vurderer den Internationale Monetære Fond (IMF), at omkring 14 procent af væksten i dansk BNP i perioden fra 1983 til 2007 kan forklares med variationer i boligefterspørgslen. Internationalt set er det en betydelig andel, der til dels kan tilskrives, at vi har ganske liberale finansieringsvilkår, når en bolig skal købes. Finansieringen tager udgangspunkt i et realkreditmarked med mange forskellige alternativer, herunder rentetilpasningslån og afdragsfrie lån. Udbredelsen af rentetilpasningslån på omkring 40 pct. af låntagerne betyder, at stigende renter rammer boligejerne relativt direkte gennem højere månedlige ydelser. Ligeledes spiller muligheden for afdragsfrihed en rolle. En analyse offentliggjort af Realkreditrådet tidligere på året viste, at 28 procent af låntager-

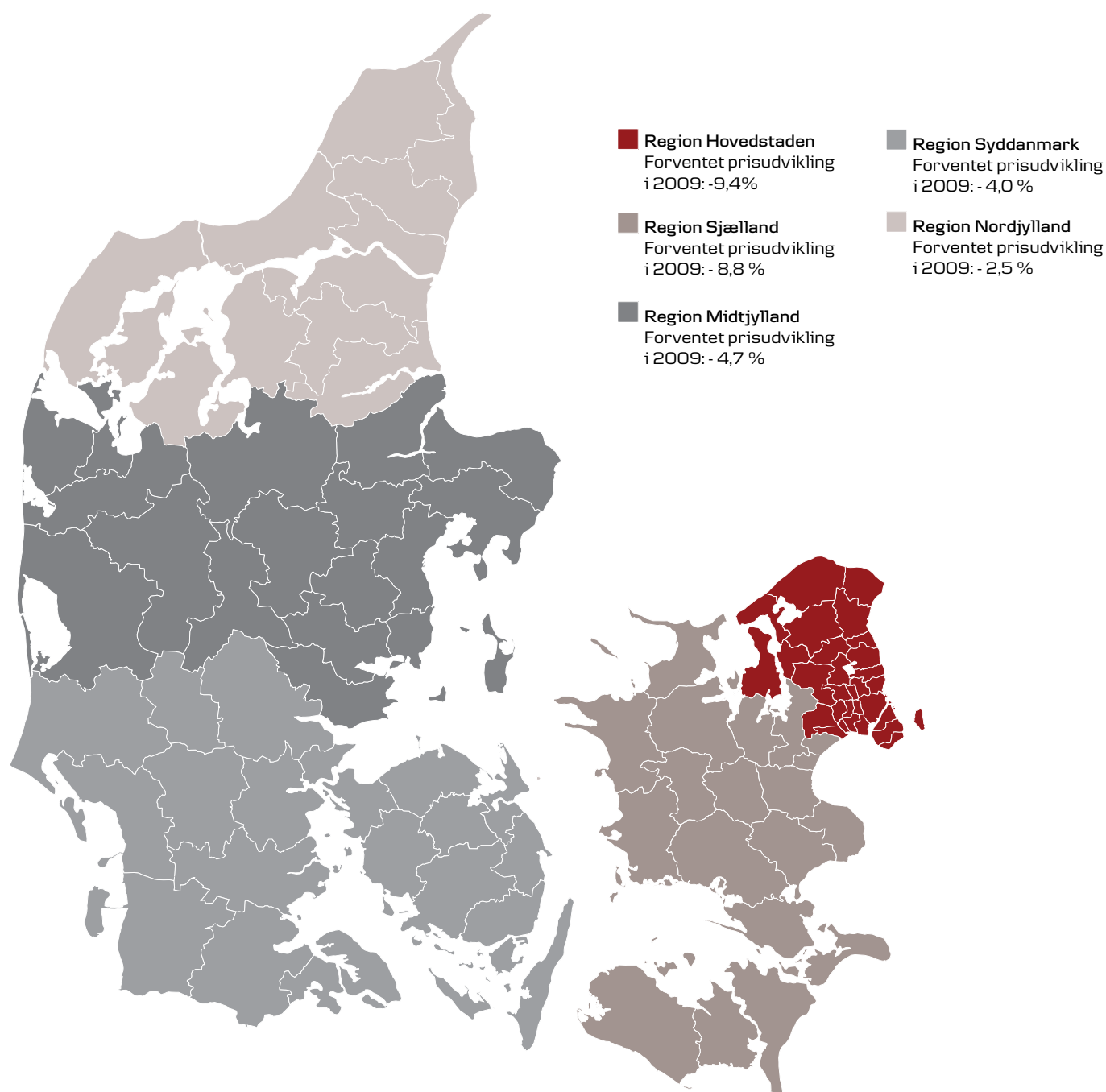
ne med afdragsfrie lån har brugt besparelsen i forhold til et lån med afdrag til at øge deres forbrug.

Forudsætninger for prognosen

Hvor meget boligpriserne forventes at falde med over de kommende år beror på en vurdering af, hvor stor en andel af de seneste års boligprisstigninger, der ikke kan forklares ud fra fundamentale udbuds- og efterspørgselsfaktorer.

Efterspørgslen bestemmes af forhold som rente- og indkomstudviklingen; men også af det mest oplagte alternativ til en ejerbolig; nemlig udgifter for en typisk lejebolig. I første kvartal 2008 var forholdet mellem boligpriser og indkomst ca. 62 pct. højere end det historiske gennemsnit. Hvis man betragter boligpriserne i forhold til lejepriserne, var boligpriserne ca. 43 pct. højere end det historiske gennemsnit. Kun i få andre lande, er forskellen så stor som i Danmark. Hvis man fx sammenligner med USA, så er forholdet mellem boligpriserne og indkomst kun 23 procent højere end det historiske gennemsnit.

Det er ligeledes en række strukturelle forhold, der taler for en lavere fremtidig efterspørgsel. Her er det især det faktum, at mange fra de små generationer i starten af 1980'erne står overfor at skulle stifte familie og muligvis købe en bolig. Dermed vil der ikke være samme efterspørgsel, som da de store generationer fra slutningen af 1960'erne entrerede ejerboligmarkedet.



	2008	2009	2010	Forventet fald siden toppen	
Region Hovedstaden	-10,4%	-9,4%	-5,8%	-26,7%	[3. kv. 06]
Region Sjælland	-5,5%	-8,8%	-5,6%	-20,6%	[3. kv. 07]
Region Syddanmark	2,2%	-4,0%	-3,4%	-9,5%	[1. kv. 08]
Region Midtjylland	-0,2%	-4,7%	-3,9%	-11,1%	[4. kv. 07]
Region Nordjylland	2,5%	-2,5%	-1,3%	-6,0%	[2. kv. 08]
Hele landet	-4,0%	-6,6%	-4,5%	-15,6%	[2. kv. 07]

Sidste chance for pensionsfradrag

Det er ved at være sidste udkald for at indbetale på en pensionsordning med skattemæssig fradragsret for 2008.



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.
- beskattningen 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 engangsbetalt.
- konsekvenserne for udbetaling af sociale ydelser, f.eks. beskæring af tillægget til folkepension.

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

Hvis du er født.....	Er din efterlønsalder.....
.....senest 31. december 1958	60 år.
.....1. januar 1959 - 30. juni 1959	60 ½ år.
.....1. juli 1959 - 31. december 1959	61 år.
.....1. januar 1960 - 30. juni 1960	61 ½ år.
.....1. juli 1960 eller senere	62 år.

Kapitalpension

Du kan oprette en kapitalpension, hvis du er under efterlønsalderen, dvs. 60 år i 2008. Kapitalpensioner udbetales som et engangsbetalt 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 2008, udgør 44.500 kr.

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

Udbetaling fra en kapitalpension påvirker ikke direkte de sociale ydelser, herunder pensionstillægget

Ratepension/Livrente

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

Der er mulighed for at indbetale ubegrænset på en ratepensionsordning, hvis der er tale om en arbejdsgiveradministreret ordning. Fradragsreglerne for indskud på privattegnede ordninger fremgår af skemaet.

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 du har nået efterlønsalderen, og de giver livsvarige udbetalinger. Skattereglerne for livrente er de samme 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 57.300 kr., bliver pensionstillægget nedsat. I disse indtægter medregnes også pensionsudbetalinger, herunder ATP-udbetalinger. De maksimale ATP-udbetalinger for 2008 udgør 21.900 kr. (ved 65 år). Der er således kun plads til yderligere pensionsudbetalinger på kr. 35.400 inkl. andre indtægter. Udbetalinger fra en ratepension kan hurtigt løbe op i den størrelsesorden.

Det medfører i praksis, at for personer med bundskat kan den reelle marginalsat i pensionisttilværelsen nærme sig topskatten.

For gifte og samlevende er billedet ikke helt så entydigt.

Fradragsregler for ratepension og livrente

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

Privattegnet ordning

Engangsindskud:

Fradraget fordeles over 10 år. Er det årlige 1/10-fradrag mindre end 44.500 kr. (2008) kan du vælge at fratrække op til dette beløb. Dette fradragsbeløb kaldes opfyldningsfradraget.

Eksempel:

Engangsindskud	100.000 kr.
1/10-fradrag	10.000 kr.
Frdrag i år 1	44.500 kr. (2008)
Frdrag i år 2	46.000 kr. (2009)
Frdrag i år 3	9.500 kr.

Fast indbetaling i 10 år eller mere:

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

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 ratepension, 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.

Selvstændigt erhvervsdrivende

Selvstændige har 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.

Bliver det særlige opfyldningsfradrag beregnet til under 44.500 kr. kan selvstændigt erhvervsdrivende stadig anvende det almindelige opfyldningsfradrag på 44.500 kr.

Indskud skal også for selvstændigt erhvervsdrivende være foretaget inden den 31. december 2008. 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.

Hvornår skal du indbetale?

Hvis du indbetaler til din pensionskonto via netbank, skal du være opmærksom på følgende frister:

- Fra konto i Danske Bank til pensionskonto i Danske Bank skal du indtaste og godkende overførslen i netbank senest den 30. december kl. 23.59.
- Fra konto i Danske Bank til pensionskonto i andet pengeinstitut skal du indtaste og godkende overførslen i netbank senest den 29. december kl. 18.30.
- Ved overførsel fra konto i andet pengeinstitut til pensionskonto i Danske Bank, skal du kontakte det andet pengeinstitut for at få oplyst de tidsfrister, der gælder her.
- Har du tegnet en pensionsordning i Danica Pension gennem Danske Bank, så kan du foretage indskuddet ved at henvende dig i din afdeling senest tirsdag den 30. december 2008.

Du kan også lave pensionsindbetaling på Danica Pensions hjemmeside www.danicapension.dk indtil onsdag den 31. december 2008 kl. 12.

Forhøjelse af mellemskattegrænsen for 2009

Fra og med 2009 forhøjes grænsen for mellemskat således, at den svarer til grænsen for topskat. Grænsen for top- og mellemskat er fastsat til 347.200 kr. i 2009.

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 fra 45 pct. til 39 pct. i 2009.

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 2008 således, at du er sikret en fradragsværdi på 45 pct. i stedet for 39 pct.

Samtidig skal du være opmærksom på indbetalinger til kapitalpensioner, der på udbetalingstidspunktet bliver pålagt en afgift på 40 pct., mens fradragsværdien på indbetalingstidspunktet kan have været 39 pct.

Betaler du bundskat vil en ekstra pensionsindbetaling medføre, at du får et mindre beskæftigelsesfradrag. I dette tilfælde vil fradragsværdien falde fra 39 pct. til 37,6 pct.

Umiddelbart virker kapitalpensionen derfor ikke særlig attraktiv, hvis du befinder dig i denne indkomstgruppe.

Det er dog ikke så enkelt, at man udelukkende kan fokusere på fradragsværdien på indbetalingstidspunktet contra beskattningen på udbetalingstidspunktet.

Kapitalpensionen har i forhold til frie midler nemlig en lempeligere beskatning på kun 15 pct. årligt af afkastet i opsparingsperioden.

I frie midler beskattes afkastet forskelligt afhængigt af, om der er tale om aktier eller obligationer. Udbytte fra aktier beskattes med mellem 28 pct. og 45 pct., men renteindtægter af obligationer bliver beskattet som kapitalindkomst med mellem 33 pct. og 60 pct.

Kapitalpensionen er som udgangspunkt stadig attraktiv for dig, selvom du ikke skal betale mellemskat i 2009. Det kan du til enhver tid drøfte med din pensionsrådgiver i banken.

Udnyt tab på obligationer

Skattemæssig udnyttelse af tab på udloddende obligationsbaserede investeringsforeninger samt obligationer, herunder strukturerede obligationer i fremmed valuta.

Obligationer

Kurstab på obligationer udstedt i danske kroner kan aldrig fratrækkes eller anvendes til modregning for personer. Derimod er realiserede kurstab på obligationer udstedt i fremmed valuta fradragsberettigede og tilsvarende er kursgevinster skattepligtige. Fradragsberettigede kurstab og skattepligtige kursgevinster indgår i kapitalindkomsten. Det gælder dog kun, hvis årets samlede nettokursgevinster eller -tab på alle udenlandske fordringer og gæld set under ét overstiger en bagatelgrænse på 1.000 kr. Hvis bagatelgrænsen overskrides skal hele beløbet medregnes.

Valutaindekserede obligationer (Tabel 1), hvor afkastet alene reguleres efter en eller flere fremmede valutaer, beskattes på samme måde som obligationer udstedt i fremmed valuta.

Kursgevinster og -tab på aktie- og råvareindekserede obligationer (Tabel 2) opgøres efter lagerprincippet, hvilket blandt andet betyder, at urealiserede kursgevinster og -tab opgøres år for år. Det indebærer, at du skal betale skatten af en gevinst, selvom den ikke er realiseret.

Kursgevinster er altid skattepligtige, mens kurstab kun kan modregnes eller fratrækkes efter særlige regler.

Skattepligtige kursgevinster, samt -tab der kan fratrækkes indgår i kapitalindkomsten.

Tab kan som udgangspunkt kun modregnes i gevinster på andre gevinster på aktie- og råvareindekserede obligationer udstedt efter den 4. maj 2005 eller i gevinster på andre finansielle kontrakter. Et eventuelt uudnyttet tab kan fremføres til modregning i senere indkomstår.

I visse tilfælde kan tabet dog fratrækkes direkte i kapitalindkomsten, nemlig såfremt tabet ikke overstiger forudgående indkomstårs samlede beskattede nettogevinster på aktie- og råvareindekserede obligationer udstedt efter den 4. maj 2005 eller fra andre finansielle kontrakter. Der kan dog ikke fratrækkes i beskattede nettogevinster, der vedrører indkomstår tidligere end 2002.

Udloddende obligationsbaserede investeringsforeninger

Ejer eller har du ejet udloddende obligationsbaserede investeringsforeninger i 2008, har du måske modtaget udlodning herfra. Sådanne udlodninger skal af den udloddende investeringsforening opdeles i en skattepligtig del og en skattefri del. Den skattepligtige del medregnes ved opgørelsen af kapitalindkomsten. På hjemmesiden www.danskeinvest.dk kan du finde afkastopdelingen for Danske Invests udloddende obligationsbaserede investeringsforeninger.

Beskatning af gevinster og tab på udloddende obligationsbaserede investeringsforeninger sker efter samme principper som gælder for de obligationer, som foreningen investerer i. Gevinster på udloddende investeringsforeninger, der investerer i danske obligationer, skal medregnes som kapitalindkomst i salgsåret, men tab kan ikke fradrages hos personer.

Realiserede gevinster og tab fra udloddende investeringsforeninger, der udelukkende investerer i obligationer i fremmed valuta (Tabel 3) indgår i kapitalindkomsten. Det gælder dog kun, hvis årets samlede nettokursgevinster eller -tab på alle udenlandske

fordringer og gæld, herunder udloddende investeringsforeninger, der investerer i obligationer i fremmed valuta, set under ét overstiger en bagatelgrænse på 1.000 kr. Hvis bagatelgrænsen overskrides, skal hele beløbet medregnes.

Hvis du ejer udloddende investeringsforeninger, der investerer i obligationer i fremmed valuta, hvor du har et urealiseret tab, kan det i visse tilfælde være en fordel at sælge beviserne for derved at realisere tabet og opnå fradrag i kapitalindkomst allerede i indkomståret 2008.

Optimering af årets nettokapitalindkomst

Overvej du at realisere nogle skattepligtige gevinster eller tab på obligationer eller obligationsbaserede investeringsforeninger, for at optimere beskatningen af din kapitalindkomst, er der nogle forhold, du skal være opmærksom på.

Tab på obligationer udstedt i fremmed valuta og tab på udloddende investeringsforeninger, der investerer i obligationer i fremmed valuta, kan kun fratrækkes, når det er realiseret.

Alle realiserede gevinster på obligationer og udloddende obligationsbaserede investeringsforeninger er skattepligtige, med undtagelse af gevinster på blåstemplede obligationer.

Skatteværdien af en realiseret gevinst eller tab kan variere fra 33 pct., hvis din nettokapitalindkomst er negativ og op til 60 pct., hvis din kapitalindkomst er positiv. En nettokapitalindkomst på nul, vil derfor i mange situationer være skattemæssigt optimalt.

Som hovedregel kan det betale sig at realisere kursgevinster, hvis du har ne-

gativ kapitalindkomst, da den realiserede gevinst bliver beskattet med hvad der svarer til 33 pct. Omvendt kan det være en fordel at realisere et kurstab, hvis din nettokapitalindkomst er positiv, da tabet så kan opnå en skatteværdi på op til 60 pct.

Hvis nettokapitalindkomsten er negativ, og kursgevinsten betyder, at den bliver positiv, kan du overveje kun at realisere så meget kursgevinst i år, at nettokapitalindkomsten bliver tæt på nul og derved optimeres skatteværdien af gevinsten.

Er situationen den modsatte, hvor nettokapitalindkomsten er positiv og kurstabet betyder, at nettokapitalindkomsten vil blive negativ, bør det også her overvejes at realisere kurstabet over flere år.

Tabel 1: Valutaindekserede obligationer – udstedt af Danske Bank

Stadig gældende
Merchant US Dollar 2011
Merchant US Dollar 2011 Offensiv
Kommuneinvest EURTRY 2009
Kommuneinvest EURUSD 2009
Udløbet i år
Kommuninvest EURTRY08 Gearet
Kommuninvest EURCAD 2008
Kommuninvest EURRUB 2008
Kommuninvest EURTRY 2008
Kommuninvest USD LIBOR 2007
Valutaindekseret obligation – MXN PLN HUF TRY og ZAR mod EUR – 2008
Kommuninvest Russiske Rubler 2008

Tabel 3: Udloddende udenlandske obligationsforeninger i Danske invest (DI)

DI Europæiske Obligationer
DI Højrente
DI Højrentelande
DI Højrente Lokal Valuta
DI International
DI Udenlandske Obligationsmarkeder

Tabel 2: Aktie- og råvareindekserede obligationer – udstedt af Danske Bank
Aktie- og råvareindekserede obligationer

Stadig gældende
Municipality Finance Energi Infrastruktur og Effektivitet 2010
Municipality Finance SOL 2010
Kommuninvest Finans 2011
KommuneKredit BRIK Plus 2011
KommuneKredit Råvarer 2011
KI SP 500 2011
Danske Dow Jones EURO STOXX50 Shark Fin 2009
Danske Dow Jones EURO STOXX 50 – 2010
Danske TOPIX 2009
Eksportfinans Metal 2010
KK Energi og Miljø – 2010
Clean Tech 2010
Danske Credit Linked Notes 2012
Korn 2009 – Privatbanker
Alternativ Energi 2010
Alternativ Energi 2009 – Privatbanker
Kommuninvest 3i1 2009
Eksportfinans Alternativ Energi 2009
Kommuninvest Norex
Kommuninvest Norden
Aktierelateret Obligation Cliquet Euro Stox 50 – 2010
Kommuninvest Barriere obligation 2015
KommuneKredit Intervalobligation II 2005 – 2015
Kommuninvest Europa Østeuropa – Basal 2009
Kommuninvest Europa Østeuropa – Offensiv 2009

Udløbet i år
Eksportfinans TOPIX 2008
Barclays Råvareindekseret obligation II 2008 – EUR
Barclays Råvareindekseret obligation II 2008 – USD
Kommuninvest – Japan 2008

Præcisering af artikel i november-nummeret af **INVESTERING**

På side 35, 1. spalte i er det nævnt, at avancer på aktier ejet i mindre end tre år overføres til beskatning i kapitalindkomsten, hvis denne beskattes lempeligere end aktieindkomsten. Det vil f.eks. være tilfældet, hvis din aktieindkomst beskattes med 43 pct. og du har negativ kapitalindkomst (33 pct.) eller du har positiv kapitalindkomst, men ikke betaler topskat og mellemskat (39 pct.).

Vi beklager, at det i artiklen ikke blev præciseret, at der er tale om en særlig overgangsregel, der kun gælder for aktier erhvervet før 1. januar 2006.

Avancer på aktier for personer indgår som hovedregel i aktieindkomsten. Formålet med overgangsreglen er, at personer med sådanne indkomstforhold, der havde købt aktier før den »nye« aktieavancebeskatningslov trådte i kraft skal bevare muligheden for, at aktierne kan beskattes som kapitalindkomst.

Fra og med den 1. januar 2006, indgår avancer på aktier for personer, som hovedregel i aktieindkomsten, uanset aktiernes ejertid. Før denne dato blev avancer på aktier ejet i mindre end 3 år beskattet som kapitalindkomst, mens avancer på aktier ejet i mindst tre år blev beskattet som aktieindkomst.

Tab i pensionsdepoter

Den aktuelle børskrise betyder, at værdien af pensionsdepoter generelt er forringet betragteligt. I denne artikel illustreres det, hvilke muligheder man har, hvis man på tidspunktet, hvor pensionsordningen kan udbetales, har tab, der ikke er udnyttet skattemæssigt.



For mange pensionskunder med aktiedepoter eller puljebaserede aktieinvesteringer, har 2008 været et »rædselsår«. Er du en af disse kunder, står du med tab i 2008 – og måske også for 2007. Tabene har som udgangspunkt en skatteværdi svarende til pensionsafkastskattesatsen, det vil sige 15 pct.

Eksempel 1

År	Tab	Skatteværdi af tab
2007	100.000 kr.	15.000 kr.
2008	400.000 kr.	60.000 kr.
I alt	500.000 kr.	75.000 kr.

Skatteværdien af tabet i eksempel 1 (75.000 kr.) kan – uden tidsbegrænsning – fremføres til fradrag i de følgende års beregnede pensionsafkastskat (PAL-skat).

Den eneste trøst er derfor, at de første 500.000 kr., der i fremtiden tjenes i form af renter, udbytter og nettokursgevinster, er fritaget for PAL-skat.

Som nævnt er der ingen tidsbegrænsning for fremførelse af tabet, så når du skal have pensionsopsparingen udbetalt, er tabet forhåbentlig tjent ind igen.

Udnyttede tab ved udbetaling

Hvis du ønsker at overføre aktierne til dit frie depot ved udbetaling, skal du

være opmærksom på, at skatteværdien af tabet ikke kan følge med aktierne over i dit frie depot. Men, hvis der er tab på det tidspunkt, hvor pensionsopsparingen udbetales, så er der dog muligheder for at benytte tabet.

Den åbenlyse mulighed er, at udskyde udbetalingstidspunktet, indtil tabet er genvundet. Er din pensionsopsparing en kapitalpension, og er du endnu ikke fyldt 70 år, kan du udskyde udbetalingstidspunktet – dog maksimalt til du fylder 70 år. For ordninger oprettet den 1. maj 2007 eller senere, kan udbetalingstidspunktet udskydes til det 10. år efter du når efterlønsalderen. Efterlønsalderen kan starte ved 60 år, men afhænger af dit fødselsår.

Eksempel 2

År	Årets beregnede PAL-skat i kr.	Skatteværdi af tab
2001	÷ 8.000 kr.	0 kr.
2002	÷ 20.000 kr.	0 kr.
2003	+ 15.000 kr.	0 kr.*
2004	+ 13.000 kr.	0 kr.*
2005	+ 22.000 kr.	22.000 kr.
2006	+ 30.000 kr.	30.000 kr.
2007	÷ 12.000 kr.	0 kr.
2008	÷ 65.000 kr.	0 kr.

*] DER SKAL INTET BETALES, DA NEGATIV PAL-SKAT FRA 2001 OG 2002 FREMFØRES TIL MODREGNING I DEN BEREGNEDE PAL-SKAT FOR 2003 OG 2004.

I 2009 hæves ordningen. Frem til ophævelsestidspunktet udgør beregnet PAL-skat for eksempel 2.000 kr. Beløbet skal dog ikke betales, da der er »negativ skat« fra 2007 og 2008 på i alt 77.000 kr. til fremførsel. Af den negative skat for 2007 og 2008 resterer der herefter 75.000 kr. ($77.000 \div 2.000$ kr.).

Den negative skat på 75.000 kr. bliver – i princippet – indbetalt af SKAT til din pensionsordning. SKAT indbetaler kun et beløb svarende til den PAL-skat, der er betalt i det sidste år, hvor der er betalt PAL-skat + de fire foregående år, dvs. det der i eksemplet er betalt i 2002 til 2006 eller i alt 52.000 kr. Er det en kapitalpensionsordning, vil der ved udbetaling skulle betales 40 pct. i afgift af de 52.000 kr. For ratepensioner og livrenter svares der indkomstskat af udbetaling inkl. de 52.000 kr.

Der er i dette eksempel herefter et uudnyttet tab på 23.000 kr. Beløbet fremkommer således:

Tab 2007+2008	77.000 kr.
Udnyttet i 2009	2.000 kr.
Tilbagebetaling af PAL-skat for 2005 og 2006	52.000 kr.
	54.000 kr.
	23.000 kr.

de en hvid pind« efter den resterende negative PAL-skat på de 23.000 kr.

Spørgsmålet er, hvis du økonomisk har mulighed for at vælge mellem at

- lade ordningen blive stående eller
- hæve ordningen straks, hvad er så det optimale valg?

For at vurdere spørgsmålet forudsætter vi, at du hæver ordningen og får – efter afgiftsberegning – udbetalt 60 pct. af ordningens værdi. Værdien udbetales som en forholdsmæssig andel af aktierne, og vi forudsætter i eksemplet, at de vil give et afkast på 92.000 kr., svarende til 60 pct. af 153.333 kr., som var det forventede afkast på hele aktiebeholdningen i ordningen.

Afkastet på de 92.000 kr. forudsættes at udgøre udbytter og nettokursgevinster på aktier, og skal for personer beskattes som aktieindkomst. Aktieindkomst beskattes med mindst 28 pct., hvorefter du har 66.240 kr. tilbage. Reglerne for beskatning af aktieindkomst er beskrevet i artiklen i forrige nummer af Investering.

Det kan således IKKE betale sig at hæve en kapitalpensionsordning nu med den begrundelse, at kursniveauet er lavt.

Hvis du....	så tjener du....
først hæver kapitalpensionsordningen, når tabet (153.333 kr.) er indtjent,	92.000 kr.
hæver kapitalpensionsordningen straks,	66.240 kr. *

*] VED 28 PCT. - AKTIEINDKOMSTSKAT

Det er altså ikke nødvendigvis nogen katastrofe at have uudnyttet negativ PAL-skat ved ophævelsen. Men ud fra en økonomisk synsvinkel vil det være optimalt for dig, at der ikke er negativ PAL-skat, ved ophævelse af kapitalpensionsordningen.

Ved ratepensioner skal du være opmærksom på, at SKATs indbetaling af negativ PAL-skat først finder sted, ved den sidste udbetaling på pensionsordningen. Udbetalinger på ratepensioner skal ske over mindst 10 år og sidste udbetaling skal senest ske i det kalenderår, hvor du fylder 85 år. For ordninger oprettet den 1. maj 2007 eller senere, skal sidste rate udbetales senest 25 år efter du når efterlønsalderen.

Skal jeg få udbetalt kapitalpensionen, hvor kurserne er lave?

De 23.000 kr. i resterende negativ PAL-skat i eksempel 2 svarer til et uudnyttet tab på 153.353 kr. ($23.000 \text{ kr.} \times 100/15$).

Hvis man forestiller sig, at du udskyder udbetalingen af kapitalpensionsordningen i et år, og at du i det år har renter, udbytter og nettokursgevinster på netop 153.333 kr., skal der ikke betales pensionsafkastskat af beløbet, da skatteværdien af tidligere negativt afkast kan fremføres. Men da værdien af ordningen ved ophævelsen er blevet 153.333 kr. højere, skal der betales 40 pct. i afgift af de 153.333 kr. Du får således 60 pct. af 153.333 kr. mere udbetalt end ved at ophæve ordningen straks, svarende til 92.000 kr.

Alternativet er at hæve ordningen straks. SKAT indbetaler stadig 52.000 kr. til ordningen, men du må så »sky-



Restskat eller overskydende skat i 2008

Restskat

Forventer du at få restskat for 2008, kan der være en besparelse ved at fremskynde indbetalingen. Den del af restskatten, der overstiger 40.000 kr., skal indbetales senest den 31. december 2008, hvis et restskattetillæg skal undgås. Restskat op til 40.000 kr. skal indbetales senest den 1. juli 2009, hvis et restskattetillæg skal undgås.

Mistet afkast

Når du overvejer at indbetale restskat for 2008 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 eller ved overførsel til bankkonto reg. nr. 3100 kontonr. 4000978. Betaler du via netbank, skal du anvende den »betalingsidentifikation« for 2008, som du kan finde i skattemappen under betalingsinformation.

Det er vigtigt, at du ved indbetalingen oplyser dit CPR-nr. og indkomstår, så skattemyndighederne kan registrere, hvem betalingen vedrører.

Sidste bankdag i 2008 er den 30. december 2008, 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 30. december 2008.
- Betaler du på posthuset er seneste betalingsdato den 31. december 2008.
- Ved betaling via netbanken skal du have indtastet og godkendt betalingen senest den 30. december 2008 kl. 18.30.

Overskydende skat

Hvis du allerede nu kan godtgøre, at du har betalt for meget i skat i 2008, så kan du senest den 31. december 2008 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 du ønsker den overskydende skat 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 anmode om at få 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 10 pct. årligt.

Mulighed for førtidig udbetaling af overskydende skat kræver dog, at de foreløbigt betalte skatter overstiger den forventede sluskskat med mindst 20 pct.

Betalingsfrist	Den del af restskatten, der overstiger 40.000 kr.	Restskat op til 40.000 kr.
Senest 31. december 2008 (HUSK sidste bankdag er den 30. december)	Intet restskattetillæg	Intet restskattetillæg
Senest 16. marts 2009	Restskattetillæg på 2 pct.	
Senest 1. juli 2009	Restskattetillæg på 7 pct.	Restskattetillæg på 7 pct.
Betaling den 2. juli 2009 og senere		

Modelporteføljer for obligationer

OPDATERET 9. DECEMBER 2008

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

Personbeskattede med tidshorisont 0-3 år							
% andel 1)	Fondskode	Papir	DB eff. rt. 2)		3) DB pr. Var.	Hpr. 59% skat 4) 12 md.	Uænd. 12 md.
			Skat 45%	Skat 59%			
15	DK0009276198	4RD SDRO 10	3,20%	2,64%	1,05	2,66%	2,51%
50	DK0009276271	4RD SDRO 11	2,73%	2,16%	2,00	3,49%	1,90%
35	DK0009364051	3BRF321BRT	2,81%	2,38%	2,87	4,69%	2,22%
100		5)	2,83%	2,31%	2,15	3,78%	2,10%

Pensionsbeskattede med tidshorisont 0-3 år							
			DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat		
% andel	Fondskode	Papir	Skat	DB	DB pr:	Uænd.	
			0%	Var.	12 md.	12 md.	
15	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,35%	4,72	9,61%	7,39%	
15	DK0009274656	RD FRN 07/01/2010	-0,50%	0,05	4,64%	5,73%	
15	DK0009921785	DGB 4.000 11/15/2010	3,27%	1,92	4,22%	2,78%	
35	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	4,54%	2,00	5,81%	4,26%	
20	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	4,44%	3,77	7,10%	4,34%	
100				2,45	6,22%	4,73%	

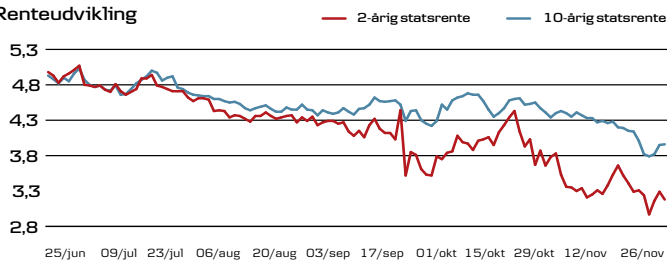
Personbeskattede med tidshorisont 3-7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 59% skat DB pr. Var.	DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
			Skat 45%	Skat 59%			
15	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	2,73%	2,16%	2,00	3,49%	1,90%
20	DK0009276784	RD 4.0 01/01/2015	2,72%	2,15%	5,34	5,00%	2,20%
35	DK0009364051	BRF 3.0 01/01/2012	2,81%	2,38%	2,87	4,69%	2,22%
30	DK0009273179	RD 4.0 Aio 01/01/2038	2,54%	1,95%	7,79	2,57%	3,66%
100			2,70%	2,18%	4,59	3,98%	2,56%

Pensionsbeskattede med tidshorisont 3-7 år						
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.	DB	Hpr. ved 0% skat	
			Skat		DB pr.	Uænd.
			0%	Var.	12 md.	12 md.
30	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,80%	6,42	6,86%	5,85%
20	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,35%	4,72	9,61%	7,39%
15	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	4,54%	2,00	5,81%	4,26%
25	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	4,44%	3,77	7,10%	4,34%
10	DK0009920894	DGB 5.000 11/15/2013	3,51%	4,80	6,46%	3,48%
100				4,55	7,27%	5,27%

Personbeskattede med tidshorisont over 7 år							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		Hpr. ved 59% skat DB pr. Var.	DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
			Skat 45%	Skat 59%			
30	DK0009364051	3BRF321BRT	2,81%	2,38%	2,87	4,69%	2,22%
20	DK0009276784	4RD SDRO 15	2,72%	2,15%	5,34	5,00%	2,20%
50	DK0009273179	4 D.43D 38	2,54%	1,95%	7,79	2,57%	3,66%
100			2,66%	2,13%	5,71	3,76%	2,89%

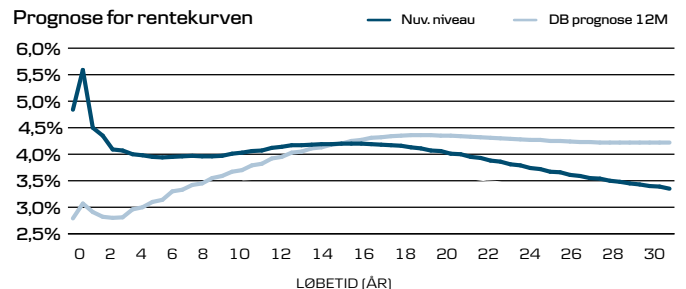
Pensionsbeskattede med tidshorisont over 7 år							
			DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat		
% andel	Fondskode	Papir	Skat	DB	DB pr.	Uænd.	
			0%	Var.	12 md.	12 md.	
20	DK0009273179	RD 4.0 Aio 01/01/2038	5,31%	7,79	5,28%	6,36%	
40	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,80%	6,42	6,86%	5,85%	
10	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,35%	4,72	9,61%	7,39%	
10	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	4,44%	3,77	7,10%	4,34%	
10	DK0009276784	RD 4.0 01/01/2015	4,55%	5,34	7,33%	4,59%	
10	DK0009920894	DGB 5.000 11/15/2013	3,51%	4,80	6,46%	3,48%	
100				5,92	6,88%	5,55%	

Renteudvikling



KILDE: REUTERS

Prognose for rentekurven



KILDE: DANSKE BANK

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

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

- Angiver hvor stor en andel, der anbefales af den enkelte fondskode i porteføljen.
- 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.
- DB-varighed angiver den procentvise ændring i en obligations værdi ved en renteændring på et procentpoint. Tallet er korrigeret for evt. ekstraordinære udtrækninger på konverteringsstruede obligationer.
- 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.
- Her kan du se de nævnte nøgletal beregnet på den samlede portefølje.

Euroland: Recession og vi har endnu ikke set det værste

Euroland er i recession, og vi har endnu ikke set det værste. Vi venter, at økonomien er svagest i kvartalerne omkring nytåret 2008/09, og at vi derefter får en gradvis, men kun langsom forbedring. Væksten vil næppe nå op på trend før i slutningen af 2010. Det er den finansielle krise, som har ramt efterspørgslen i den indenlandske økonomi og på eksportmarkederne. De faldende energipriser og en bedring i USA vil sammen med den betydelige finansielle stimulans og rentenedsættelser fra ECB bidrage til en positiv udvikling i Euroland. Vi forventer, at ECB vil sænke renterne aggressivt hen over vinteren, så den ledende rente er 1,5% ved udgangen af første kvartal.

USA: Fed sætter renten i nul

Amerikansk økonomi er i recession, og vi er i øjeblikket på vej igennem den mørkeste del af nedturen. Der er ingen tvivl om, at fjerde kvartals BNP kommer til at se elendigt ud med fald i både privatforbrug, erhvervsinvesteringer og boligbyggeriet. Vi venter også at se negativ vækst i første kvartal næste år, hvorefter økonomien kan begynde et blødt op-sving.

En væsentlig årsag til, at vi ikke forventer en dybere og mere langstrakt recession er, at de amerikanske myndigheder og ikke mindst Fed har været aggressive i deres respons på den finansielle og nu økonomiske krise. Fed er reelt gået over til kvantitativ lempelse af pengepolitikken. Det blev klart da centralbanken annoncerede, at de vil finansiere et opkøb på \$500 mia. realkreditobligationer ved at lade seddelpressen køre. Centralbanken har altså allerede taget de første skridt væk fra fed funds-renten som det vigtigste pengepolitiske instrument, og vi venter at centralbanken vil gå hele vejen og sætte renten i nul på januarmødet - efter først at have sænket renten til 0,5% i december. Derudover kan amerikanerne se frem til en betydelig finansiell lempelse i starten af 2009, når Obama overtager præsidentposten - pakker mellem \$500-700 mia. svarende til 3,5- 4,7% af BNP har været på tale.

Verden har brug for Kina

I Asien vil det i høj grad være Kina, der skal sikre, at den økonomiske vækst ikke går helt i stå i kølvandet på den internationale økonomiske krise. På den korte bane kommer Kina dog også til at mærke den internationale nedtur. Eksporten falder kraftigt, og det er den kinesiske industri nu for alvor begyndt at mærke. Det store spørgsmål er, om Kina vil være i stand til at skubbe gang i økonomien gennem store finansielle lempelser og aggressive pengepolitiske lempelser. Vi tror, at lempelserne i den økonomiske politik vil skubbe gang i væksten i løbet af 2009. Andre er dog mere tvivlende og frygter, at Kina ultimativt vil blive tvunget til at lade den kinesiske valuta svække for at holde hånden under væksten. En kinesisk "devaluering" vil være meget negativt for Asien og den øvrige verden. Det vil absolut ikke være et konstruktivt bidrag til at løse den nuværende globale finanskrisen. Derfor tror vi heller ikke, at Kina vælger denne løsning.

IMF bruger sine penge i Østeuropa

I takt med at den globale kreditkrise er forværret, er den Internationale Valutafond (IMF) kommet på arbejde. Og de lande, der hidtil har måtte bede om hjælp fra IMF, er hovedsageligt lande i Central- og Østeuropa. Således har Ungarn, Ukraine og Serbien allerede fået låneaftaler med IMF, og Letland forhandler nu også med IMF om en. Og der er uden tvivl flere lande i regionen, der vil få brug for en hjælpende hånd fra IMF i den nærmeste fremtid. Det er ikke overraskende, at det netop er de central- og østeuropæiske lande, der særligt har brug for hjælp fra IMF. Disse lande har nemlig i flere år øget deres gældsætning og slås med store betalingsbalanceunderskud - og landene bliver derfor hårdt ramt af kreditkrisen.

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Energi			
Olje- og gastjenester			
Acergy	NO	K	33,5
Aker Solutions	NO	K	33,9
BW Offshore	NO	K	5,6
Fred. Olsen Energy	NO	K	161,0
Prosafe SE	NO	K	20,0
Prosafe Production	NO	K	9,8
Seadrill	NO	K	44,3
Sevan Marine	NO	K	7,6
Subsea 7	NO	K	35,4
Olje og gas			
Broström	SE	H	55,5
Neste oil	FI	A	10,3
Norsk Hydro	NO	K	21,8
StatoilHydro	NO	K	96,4
Materialer			
Kemikalier			
Auriga Industries	DK	K	86,5
Exel	FI	R	4,0
KEMIRA	FI	H	5,8
Novozymes	DK	H	385,0
Emballage			
Brodrene Hartmann	DK	K	76,0
Huhtamäki	FI	K	5,1
Metaller & Minedrift			
Höganäs	SE	K	69,0
Outotec	FI	K	10,4
Outokumpu	FI	A	7,3
Rautaruukki	FI	H	11,1
Talvivaara Mining Co PLC	FI	K	104,5
Industri			
Fly & forsvar			
SAAB	SE	K	54,8
Byggeprodukter			
Assa Abloy	SE	H	78,0
Flügger	DK	A	290,0
H+H International	DK	H	399,0
Rockwool International	DK	S	296,5
Anlæg og Maskinteknik			
FLSmidth & Co	DK	K	172,3
Højgaard Hing	DK	A	116,0
Monberg & Thorsen	DK	A	200,0
NCC	SE	R	39,5
Peab	SE	H	18,9
Per Aarsleff	DK	K	375,0
Pöyry	FI	R	7,9
Skanska	SE	A	57,8
Trelleborg	SE	H	42,3
YIT	FI	R	4,3
Elektrisk udstyr			
NKT Hing	DK	S	125,0
REC	NO	K	61,5
Schouw & Co	DK	H	80,0
Vestas Wind Systems	DK	K	263,0
Maskinindustri			
Atlas Copco	SE	R	56,3
Cargotec Corp	FI	H	7,7
Kone	FI	K	14,1
Konecranes	FI	H	10,9
Metso	FI	K	8,7
Morphic Technologies	SE	H	1,8
Opcon	SE	K	17,0
Sandvik	SE	H	44,4
Scania	SE	K	56,0
Seco Tools AB	SE	A	61,0
SKF	SE	A	60,5
Volvo	SE	K	33,9
Wärtsilä	FI	K	17,0
Handel og distribution			
Brdr A & O Johansen	DK	R	410,0
DLH	DK	H	35,0
Solar	DK	A	225,0
Sanistaal	DK	R	99,5
Erhvervsservice & -produkter			
Günnebo	SE	S	15,0
Lassila & Tikanoja	FI	K	12,7
Niscayah	SE	A	7,2
Securitas	SE	K	62,8
Tomra Systems	NO	K	21,5
Luftfart			
SAS Group	SE	K	28,7

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Industri, fortsat			
Shipping			
A. P. Møller - Maersk	DK	A	26500,0
Broström	SE	H	55,5
DFDS	DK	R	377,0
D/S Norden	DK	H	135,0
Mols-Linien	DK	R	79,0
D/S Torm	DK	H	59,5
Transport			
DSV	DK	K	52,8
Forbrugsvarer			
Reservelede			
Autoliv	SE	K	18,9
Nokian Tyres	FI	K	8,6
Varige forbrugsvarer			
Bang & Olufsen	DK	H	113,5
BoConcept	DK	H	110,5
Ekornes	NO	A	60,5
Electrolux	SE	H	64,5
Husqvarna	SE	K	42,5
Fritidsudstyr			
Amer Sports	FI	A	5,3
Tekstiler & Beklædning			
Björn Borg	SE	K	40,6
IC Companys	DK	S	58,5
New Wave Group	SE	R	8,4
Hoteller, Restauranter & UnderHning			
Betsson	SE	R	61,0
PARKEN Sport & Entertainment	DK	H	525,0
Skistar	SE	H	71,5
Unibet	SE	K	98,5
Medier			
Alma Media	FI	S	5,1
Sanoma	FI	R	9,5
Detailhandel			
Clas Ohlson	SE	H	64,0
Hennes & Mauritz	SE	K	282,0
Nobis	SE	K	13,9
Stormagasiner			
Stockmann	FI	A	10,0
Næring & Nydelse			
Supermarkeder			
Axfood	SE	K	151,5
Hakon Invest	SE	R	77,8
Kesko	FI	A	17,1
Drikkevarer			
Carlsberg	DK	K	178,3
Harboe	DK	K	99,5
Royal Unibrew	DK	R	179,0
Fødevarer			
AAK	SE	K	114,8
Atria	FI	R	10,8
Cermaq	NO	K	23,0
Danisco	DK	A	245,3
EAC	DK	S	180,0
HKScan	FI	A	4,7
Leroy Seafood Group	NO	H	53,5
Marine Harvest	NO	K	1,0
Orkla	NO	K	38,1
Tobak			
Swedish Match	SE	K	118,5
Sundhed			
Medicinalinstrumenter & -udstyr			
Coloplast	DK	H	355,0
Elekta	SE	K	83,5
Getinge	SE	A	94,8
William Demant Hing	DK	H	184,0
Bioteknologi			
ALK-Abello	DK	A	563,0
Bavarian Nordic	DK	A	125,0
Curalogic	DK	AS	4,1
Genmab	DK	K	232,3
Exiqon	DK	K	21,9
Karo Bio	SE	K	6,2
LifeCycle Pharma	DK	K	11,0
Neurosearch	DK	K	140,0
Q-Med	SE	A	34,7
TopoTarget	DK	A	3,8
Farmaci			
Astrazeneca	UK	A	2565,0
Lundbeck	DK	A	105,0
Meda	SE	AS	42,8

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Sundhed, fortsat			
Novo Nordisk	DK	K	294,0
Orion Corporation	FI	A	11,0
Finans			
Banker			
Amagerbanken	DK	H	21,0
Danske Bank	DK	IA	61,5
DNB Nor	NO	K	23,7
Fionia Bank	DK	S	22,0
Jyske Bank	DK	H	118,3
Nordea	SE	A	55,3
Ringkjøbing Landbobank	DK	K	290,0
SEB	SE	H	51,0
Spar Nord	DK	H	46,2
Svenska Handelsbanken	SE	S	131,8
Swedbank	SE	H	42,8
Sydbank	DK	K	59,0
Vestjysk Bank	DK	H	56,0
Forsikring			
Alm. Brand	DK	A	70,5
Sampo	FI	H	13,0
TopDK	DK	K	675,0
TrygVesta	DK	A	323,0
E-Services			
Tradedoubler	SE	K	34,1
IT-konsulenter			
Columbus IT Partner	DK	H	2,7
EDB Business Partner	NO	R	11,8
EMENTOR	NO	K	15,9
HiQ International	SE	A	20,4
Semcon	SE	K	14,0
Teleca	SE	H	3,2
TietoEnator	FI	K	7,6
Software			
Cision AB	SE	H	2,6
Netop Solutions	DK	H	35,0
IBS	SE	H	6,9
Maconomy	DK	H	6,4
Opera Software	NO	K	15,9
Orc Software	SE	S	69,0
Simcorp	DK	K	500,0
Kommunikationsudstyr			
Eltek	NO	S	1,1
Ericsson	SE	S	57,8
GN Store Nord	DK	K	10,4
Nokia	FI	S	10,3
Tandberg	NO	K	65,7
RTX Telecom	DK	R	15,4
Thrane & Thrane	DK	A	188,0
Boligudvikling			
JM	SE	R	32,2
Telekommunikation			
Telekommunikationsydelse			
Elisa	FI	K	10,7
Tele2	SE	A	61,0
Telenor	NO	A	38,7
TeliaSonera	SE	A	34,2

Aktieoversigten viser de aktuelle anbefalinger på nordiske aktier fra bankens aktieanalyseafdeling, Danske Markets Equities. Vær opmærksom på, at der kan ske ændringer i anbefalingerne efter redaktionens slutning.

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

Anbefalingsstruktur		
Anbefaling	Forventet afkast	Tidshorisont
Køb (K)	> +20%	12 måneder
Akkumulér (A)	+10% til +20%	12 måneder
Hold (H)	0% til +10%	12 måneder
Reducér (R)	-10% til 0%	12 måneder
Sælg (S)	<-10%	12 måneder
Anbefaling Suspenderet (AS)		
Ingen Anbefaling (IA)		

Disclosure

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

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

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

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

Danske Banks aktie- og kreditanalytikere og deres nærtstående 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.