

INVESTERING

[JULI 2008]

AKTIESTRATEG:
AKTIEMARKEDET STIGER
I ANDET HALVÅR, HVIS ...

INVESTERINGSTEMAER:
INFRASTRUKTUR, VAND,
ENERGIEFFEKTIVITET, RÅVARER

Jeffrey Sachs: Stagflation er tilbage
– sådan skal den overvindes

Klodens fem største risici

07	INVESTERINGSBOOM I INFRASTRUKTUR
09	ENERGIEFFEKTIVITET I STÆRK FOKUS
10	VAND UDGØR KLODENS STØRSTE RISIKO
12	DE HØJE RÅVAREPRISER SKYLDES IKKE SPEKULATION
16	OBLIGATIONER – KØB FORTSAT KORTE DANSKE
18	MEXICANSKE EURO BONDS MED HØJ RENTE
20	AKTIEANBEFALINGER – DSV, EDF, SSAB, IHI CORP.
22	STAGFLATION ER TILBAGE – SÅDAN SKAL DEN BESEJRES
26	CHEFØKONOM: AFGØRENDE AT HOLDE LØNUDVIKLINGEN I RO
28	DE FEM STØRSTE RISICI FOR VERDENSSAMFUNDET OG KAPITALMARKEDERNE
30	KORT NYT – DANSK RECESSION, INVESTERINGSFORENINGER, OLIERESERVER
31	BOLIGMARKEDET SLÅR TONEN AN FOR DANSK ØKONOMI
34	DOBBELTBESKATNINGSAFTALERNE MED FRANKRIG OG SPANIEN ER OPSAGT
36	SKÆRPET BESKATNING AF AKTIER VED FRAFLYTNING
36	SMIDIGGØRELSE AF DØDSBOSKATTEREGLER
38	EFTERLØN ER STADIG EN ATTRAKTIV OPSPARINGSFORM
40	NATIONALØKONOMI FOR ALLE: VELFÆRDSSTATEN I KLEMME
41	MODELPORTEFØLJER FOR OBLIGATIONER
42	TEMPERATURER I VERDENØKONOMIEN
43	AKTIEOVERSIGT

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

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

Redaktion: Niels Adelmark (ansvarshavende)
og redaktør Flemming Østergaard.
Redaktion afsluttet den 4. juli 2008

Grafisk design og produktion: Datagraf
Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri

Forside: Getty Images

RETTELSE: I det seneste nummer af Investering fremgik det, at LD Invest ikke har nogen samarbejdsaftaler med pengeinstitutter. Det er ikke korrekt. Det fremgår af LD Invests årsregnskab, at foreningen har distributionsaftaler med 11 pengeinstitutter, og der tilbydes således investeringsrådgivning.

AKTIEMARKEDET STIGER I ANDET HALVÅR, HVIS ...

Investering, nyheder og analyser i Netbanken

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

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

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

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

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

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

Det skal nok gå, hvis bare ...

Fodbold-EM er overstået, og mange blev helt sikkert skuffede over, hvordan det udviklede sig. Hvor uheldigt netop deres favorithold var med den uduelige dommer, regnvejret, varmen, skaderne og det oversete straffespark. Hvis bare lige det havde artet sig sådan og sådan, ville det være gået helt anderledes, lyder et klassisk argument, når resultaterne skal fordøjes. Den enkelte kamp er oftest blevet opfattet vidt forskelligt af de to holds tilhængere.

En tilsvarende subjektiv virkelighedsopfattelse ses naturligvis på aktiemarkedet – det er nu engang vanskeligt at lægge den menneskelige psykologi fra sig. Men hvor de fleste fodboldkyndige, når skuffelsen har fortaget sig, vil erkende hvis sejren af en kamp eller en turnering gik til det bedste hold, så er det åbenbart anderledes svært at erkende fejltagelser, når man bliver ramt på pengepungen. Mange aktieinvestorer har en tendens til at fortolke nyheder på en måde, der støtter det synspunkt, de har i forvejen. *Confirmatory bias* hedder det med et engelsk udtryk. Man hører kun det, man vil høre.

Det er et typisk fænomen, når folk for længe holder fast i en aktie, der går den gale vej, og de har svært ved at erkende, at de begik en fejl ved købet. Men det ses bestemt også, når folk skal vurdere fremtiden og vurdere potentialet i nye investeringsmuligheder.

Mange trusler på kort sigt

Lige nu er vi som bekendt i et miljø, hvor det er uhyre vanskeligt at agere som investor. Der er et mylder af truende faktorer såsom overvurderede boligmarkeder, inflation, stagnation, finanskrisen, oliepriser, rentestigninger osv. Og der er vidt forskellige meninger om, hvor langt vi er nået i nedturen. Garvede aktieinvestorer er i stigende grad ved at blive utålmodige. Og de er bange for, at markedet pludselig kører fra dem, for alle har jo hørt historien om, at aktiemarkedet plejer

at vende et halvt år, før bunden er nået i økonomien – og så går det stærkt.

Det kan forplumre evnen til at se realistisk på tingene, og mange får en tendens til at fokusere på de positive faktorer i markedet og fortrænge de negative. Man bliver selektiv i sin informationsudvælgelse og støtter sig bl.a. til de ekspertprognoser, der ser lyst på tingene. Det kan være, de får ret. Men det kan også være, de tager fejl.

I en sådan situation gælder det om at være ærlig over for sig selv og forsøge at se realistisk på tingene. Sætter man chancen for gevinst højere end risikoen for tab? Eller hælder man mest til den holdning, som en amerikansk børs-guru engang har givet udtryk for i et lignende dystert marked:

»Jeg vil hellere være uden for markedet og ønske, jeg var inde, end være inde i markedet og ønske, jeg var ude.«

De langsigtede tendenser

En ting er sikkert: Det er altid vanskeligt at spå om de kortsigtede tendenser i økonomi og markeder. Mere langsigtede tendenser kan det derimod være nemmere at hænge sin hat på.

I dette nummer fremhæver vi endnu engang det stærke strukturelle tema, der vil drive råvaremarkedet i en år-række.

Vi fremhæver også klimaforandringerne - med særlig fokus på energiefektivitet. Energikrisen og den globale opvarmning får stor opmærksomhed globalt såvel fra politisk side som fra kapitalmarkederne – hvilket giver masser af muligheder for langsigtede investeringer i alternativ energi og Clean Technology generelt.

Og vi fremhæver to store temaer, som vi også tidligere har haft fat i, nemlig udbygningen af den globale infrastruktur samt en knap ressource, der ikke har nogen substitutionsmuligheder: Vand.

Disse temaer har et stort potentiale, som vi forventer vil komme til udtryk



over de næste mange år. Det er stærke strukturelle temaer i et marked som det aktuelle, der er præget af usikkerhed og kortsigtede udsving.

Investeringer i dem er bestemt ikke uden risiko. Men holder man sig til de klassiske råd om spredning over mange aktier og, ikke mindst, tålmodighed, så er potentialet til stede for gode afkast på lang sigt.

Go' sommer!

Aktiestrateg:

Aktiemarkedet stiger her i andet halvår, hvis ...

Olie, inflation og truende rentestigninger i horisonten er de primære forklaringer på den senere tids nedtur på aktiemarkederne. Men Danske Banks aktiestrateg tror ikke, at dette er indledningen til et egentligt bemarked. Han forventer et positivt marked resten af året – hvis en række forudsætninger opfyldes...

Det er mildt sagt udfordrende tider for økonomier og finansielle markeder, vi lever i. Først var det den amerikanske subprime- og boligkrise. Så voksede det til en global likviditets- og kreditkrise. Og nu er det de voldsomme stigninger i energipriserne, der fremstår som en af de største udfordringer til verdensøkonomien og aktiemarkederne. Ovenikøbet på et tidspunkt, hvor verdensøkonomien er i stagnation, og bolig- og finanskrisen langt fra er overstået endnu.

Men det er inflation og rentepolitik, der har stjålet de store overskrifter den senere tid. Centralbanker lige fra USA og Europa til Australien og Emerging Markets må konstatere, at inflationsudviklingen – forårsaget af primært oliepriserne men også råvarer og fødevarer – nu er af en sådan karakter, at den må tages alvorligt i den førte pengepolitik.

Dilemma skaber usikkerhed

Den aktuelle situation sætter imidlertid centralbankerne i et vanskeligt dilemma, fordi verdensøkonomien samtidig er i en fase med aftagende vækst.

Og dette dilemma, som ikke har været så udpræget siden 70'ernes stagflationsperiode, er en af de faktorer, som mindsker investorernes lyst til risiko. For hvad vil der ske med renterne, væksten og inflationen i sidste ende?

Et andet forhold, der er højt på finansmarkedernes agenda p.t., er accelerationen i energipriserne. Priserne på kul, gas og olie er allerede steget heftigt i år og fortsætter olieprisen over 150 USD pr. tønde allerede i løbet af sommeren, som flere olieanalytikere har spået, så vil aktiemarkedet være et sikkert offer, da virksomhederne og økonomien generelt ikke kan tilpasse sig hurtigt nok. Vi skal helt tilbage til 70'erne for at opleve tilsvarende prishok. Fx 1973, da der pga. Yom Kippur-krigen blev lukket for de fleste olieleverancer fra Mellemøsten, hvilket fordoblede olieprisen på en måned.

Denne gang har vi haft seks år til at vænne os til en femdobling af olieprisen. Men ikke desto mindre er vi nok ved at nærme os smertegrænsen for hvor meget højere oliepriser, vi kan tåle, før det for alvor svækker økonomien. Desuden har stigningen i oliepriserne i år været så voldsom, at yderligere stigninger ganske enkelt er for stor en mundfuld for virksomhederne og økonomierne generelt. Det varsler yderligere afmatning forude.

Ikke tegn på løn-pris spiral

Der er dog en positiv faktor i forhold til oliekriserne i 70'erne. Virkningen af de høje energipriser har nemlig



Morten Kongshaug, aktiestrateg i Danske Bank

foreløbig været moderat i forhold til dengang, idet den største omkostningsfaktor for virksomhederne – lønomkostningerne – stadig er præget af lav vækst. I 70'erne derimod førte de høje oliepriser til markante stigninger i lønkravene, og det blev starten på en uheldig løn-pris spiral, der fik inflationen til at accelerere op gennem 70'erne og 80'erne.

I dag lever vi i en verden, hvor løndannelsen er anderledes. Outsourcing af produktion og serviceydelser til lavtlønslande er én forklaring på, at lønudviklingen i de udviklede lande er mere afdæmpet. Mere decentral løndannelse og mindre indflydelse fra fagforeningerne er en anden. Og vigtigst af alt har de

FORVENTNINGER TIL ANDET HALVÅR 2008

Det tror Danske Markets Equities på...

Både ECB, den europæiske centralbank og Federal Reserve, den amerikanske, vil holde deres pengepolitik uændret efter ECB's renteforhøjelse på 25 bp 3. juli.

De to centralbanker vil fastholde en overordnet fokus på vækst. Det betyder, at obligationsrenterne fortsat vil være relativt lave, og dermed er aktierne fortsat prissat attraktivt i forhold til obligationerne.

USA og Japan er tæt på bunden i den økonomiske nedtur – og det fokuserer markerne på allerede nu. Et vigtigt forhold, idet aktiemarkedet typisk reagerer med stigninger 6-9 mdr. før vendingen i realøkonomien er et faktum.

Oliepriserne vil stabilisere sig i andet halvår 2008. Da inflationsforventninger primært er forbundet med energipriserne, vil dette understøtte vores forventning om, at obligationsrenterne ikke stiger yderligere. Overordnet set tror vi ikke, at vi vil se en løn-pris spiral som i 70'erne.

Det amerikanske boligmarked vil stabilisere sig i første halvår 2009 som følge af Federal Reserves lavrentepolitik.

Kreditkrisen er for aftagende, og dermed også tab og nedskrivninger i den finansielle sektor, hvis behov for at hente flere penge på markedet mindskes. Det øger likviditeten på aktiemarkedet. Da renterne samtidig ikke vil stige yderligere, er der basis for mere risikovillig kapital i aktiemarkedet.

Aktierne har allerede indarbejdet en nedjustering af indtjeningsforventningerne på 20 pct. for de kommende 12 måneder. Valueringen af aktier er attraktiv.

Det fokuserer markedet på her og nu ...

Da aktieprognosen blev udsendt d. 26. juni var i der markedet forventninger om, at ECB og Fed i løbet af det næste års tid ville hæve renten til hhv. 75 bp og 125 bp over niveauet i juni 2008. Men ECB's ventede renteforhøjelse på 25 bp d. 3. juli ændrede billedet, da centralbankdirektør Trichet ikke indikerede yderligere rentestigninger.

Markedet synes nu kun at indprise en enkelt renteforhøjelse á 25 bp fra ECB i det næste års tid med 50 pct. sandsynlighed. Også forventningerne til Fed er aftaget markant som følge af ny frygt for økonomien og finanskrisen. I dag peger markedets forventninger på, at den ledende amerikanske rentesats om et år ligger knap et procentpoint højere end i dag, og den første forhøjelse på 25 bp kommer tidligst i oktober 2008. Udviklingen understøtter DME's forventninger.

OECD-landene har endnu ikke vist klare tegn på, at de har nået bunden i den økonomiske cyklus.

Fortsat stigende oliepriser øger inflationsforventningerne og dæmper den globale vækst yderligere.

Flere store finanshuse mener, at den amerikanske boligkrise kun er halvvejs.

Markedets likviditet er generelt blevet svækket som følge af bl.a. finanssektorens omfattende bestræbelser på at hente ny kapital i markedet via aktieemissioner og obligationsudstedelser i årets første halvår.

Markedets forventninger til virksomhederens indtjening er stadig for optimistiske, hvilket svækker argumentet om, at valueringen af aktierne er attraktiv.

udviklede landes succes med målet om lav inflation som en fundamental bestanddel af den økonomiske politik påvirket løndannelsen. Fagforeninger generelt har også indset fordelene ved at bevare en lav inflation og dermed undgå lønkrav, som kan medvirke til at starte en inflationær udvikling. De fleste økonomer er enige om, at vi stadig er langt fra en situation som i 70'erne og 80'erne, hvor høje lønstigninger som kompensation for inflationsudviklingen gjorde det hele meget værre og mere langstrakt.

»Hvis lønomkostningerne, som udgør omkring 60 pct. af de totale forretningsmæssige omkostninger såvel i USA som i Europa fortsat vil være i stand til at holde sig dekket fra råvareinflationen, så vil nutidens erhvervsliv kunne tilpasse sig langt bedre til det aktuelle omkostningspres end i 70'erne og 80'erne, hvor lønflation holdt indtjeningsmarginerne under et konstant pres,« lyder det fra Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug, hos aktieanalyseafdelingen i Danske Markets Equities (DME).

Optimistisk aktiestrateg

Han mener, at markedets aktuelle forventninger til udviklingen i mange fundamentale forhold er for negativ og kortsigtet. Det kommer til udtryk i hans netop udsendte prognose for udviklingen på de globale aktiemarkeder i andet halvår af 2008.

»Vi fastholder et generelt positivt syn på de globale aktiemarkeder, og



» vurderer S&P 500 har potentiale til at stige til tæt på 1500 ved årets udgang. Også det europæiske marked vil vise en positiv tendens, om end knap så stærkt som de amerikanske aktier som følge af en strammere pengepolitik, effekter af den svage dollar og en erhvervscyklus, der endnu ikke er nået så langt som USA's. Vores forventning om stigen- de aktiemarkeder afhænger imidlertid af, at vi får ret i vores forventninger til udviklingen i forskellige fundamentale forhold. Hvis det sker, har vi fundamentet for, at den aktuelle dystre stemning, der præger markederne lige nu afløses af en mere positiv stemning med fokus på de underliggende fundamentale forhold i aktieuniverset, som på flere områder er ganske attraktive,« påpeger Morten Kongshaug, der fremhæver en stabilisering af olieprisen som meget afgørende. Det vil nemlig føre til mere afdæmpede inflationsforventninger og lette det dilemma centralbankerne befinder sig i. Og det vil gøre verdensøkonomien og aktiemarkederne i stand til at vænne sig til det højere niveau for olieprisen, mener aktiestrategen.

I skemaet side 5 er aktiestrategens holdninger til en række fundamentale forhold stillet over for den aktuelle vurdering, der er afspejlet i markedet lige nu. Hvis han får ret, er grunden lagt for stigende aktiemarkeder resten af året. På denne baggrund anbefales følgende sektorallokering i det europæiske og nordiske aktiemarked i andet halvår:

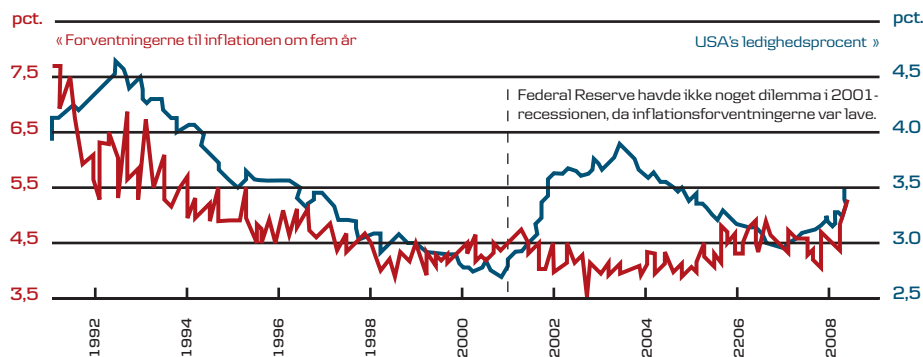
Overvægt: Health Care (Pharma), Forsyning og Industri (Kapitalgoder).

Neutral: Finans (overvægt Forsikring, lille undervægt i Banker), Forbrugsvarer, Telecom og Energi.

Undervægt: Teknologi (Hardware & Udstyr), Forbrugsgoder (Biler, Varige Forbrugsgoder), og Materialer.

Inflationsforventningerne stiger

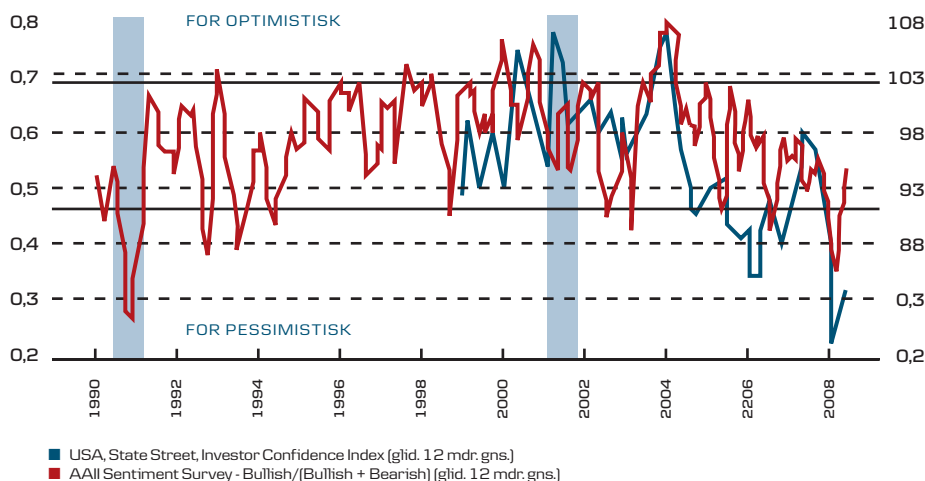
Federal Reserve befinder sig i et pengepolitisk dilemma på kanten af recession og de højeste inflationsforventninger i 13 år



KILDE: DANSKE MARKETS EQUITIES, REUTERS ECOWIN

Inflation: Flere år med kraftige prisstigninger på råvarer, især energi, er begyndt at påvirke de langsigtede inflationsforventninger. Fortsætter tendensen, vil det få obligationsrenterne til at stige yderligere og forværre det dilemma, som Federal Reserve og andre centralbanker befinder sig i. Nemlig om pengepolitikken skal bekæmpe inflationen eller tage hensyn til vækstafmatningen og den stigende ledighed. Afgørende for inflationsforventningerne bliver det, om oliepriserne stabiliseres. Sker det, vil centralbankerne kunne forsvare at holde renten i ro.

Investorerne risikoovertagelse er meget høj – historisk set er det et købssignal



KILDE: DANSKE MARKETS EQUITIES, REUTERS ECOWIN

Stemmingsbarometer: Man kan få en indikation af stemningen blandt aktieinvestorerne ved at kaste et blik på ovenstående figur, der er baseret på to uafhængige undersøgelser af investorernes forventninger til fremtiden. Begge undersøgelser viser, at investorerne er meget pessimistiske. Historisk set er dette et typisk købssignal, da det normalt er afspejlet i en massiv undervægtning af aktier blandt investorerne. Det betyder, at hvis de fundamentale forhold i de kommende måneder ændrer sig i den retning, som Danske Banks aktiestrateg forventer, så er der basis for stigende risikovillighed og betydeligt større købsinteresse fra investorernes side.



Investeringsboom i infrastruktur

Vi står over for en mangeårig periode med enorme investeringer i infrastruktur – og udviklingsøkonomierne vil trække en stor del af læsset.

Over halvdelen af verdens investeringer i infrastruktur finder nu sted i udviklingsøkonomierne. Det vurderes som sandsynligt, at udviklingsøkonomierne alene i år vil bruge 1.200 mia. USD på veje, jernbaner, elektricitet, telekommunikation og andre projekter,

svarende til 6 pct. af økonomiernes samlede BNP (eller 176 Storebæltsbroer i 2008-kroner), skriver det økonomiske tidsskrift *The Economist*. Dette er mere end dobbelt så meget som de udviklede lande investerer i infrastruktur. Sådanne investeringer medvirker til at understøtte den globale økonomiske vækst i mange år fremover.

Investeringsbanken *Morgan Stanley* forudsiger, at udviklingsøkonomierne vil investere over 22.000 mia. USD (i

nutidens priser) i infrastruktur over de kommende 10 år – heraf vil Kina alene tegne sig for de 43 pct. I dag bruger verdens folkerigeste land allerede årligt, hvad der svarer til 12 pct. af BNP på infrastruktur. Og her kan man tale om vækst. Over de seneste fem år har Kina investeret mere i infrastruktur (i reale termer) end i hele det 20. århundrede.

Men også de øvrige BRIK-lande er vågnet op til dåd i erkendelse af, at udbygning af infrastrukturen er en afgø-





» rende forudsætning for økonomisk udvikling. Sidste år lancerede Brasilien således en fire-års plan om at investere 300 mia. USD (svarende til Danmarks BNP) på at modernisere vejnettet, kraftværkerne og havnene. I Indiens seneste fem-års plan er der afsat knap 500 mia. USD til infrastrukturprojekter. Og Rusland investerer i lighed med Golf-staterne og andre store olieeksportører en stor del af deres høje olieindtægter i faste investeringer.

Aldrig tidligere i historien er der set så heftige investeringer i infrastrukturen, som vi oplever i disse år – og altså efter prognoserne at dømme vil opleve i mange år fremover. Det hænger sammen med, at flere lande end nogensinde er i gang med industrialisering, samt at Kina og andre udviklingsøkonomier investerer i langt større hastighed og omfang end de rige lande nogensinde har gjort.

Investeringer i infrastruktur kan af føde store økonomiske gevinster. Bygning af veje og jernbaner øger den øjeblikkelige vækst og giver flere jobs, men det understøtter i høj grad også den fremtidige vækst, hvis investeringerne foretages på en hensigtsmæssig vis. Lande med de laveste transportomkostninger har fx en tendens til at være mere åbne over for samhandel med udlandet og kan derfor opnå højere vækst. Rent vand og sanitering løfter også kvaliteten af menneskelig kapital og øger dermed også produktiviteten, skriver The Economist.

Verdensbanken estimerer, at en stigning i et lands værdi af infrastrukturen på 1 pct. tilnærmelsesvist øger landets BNP med 1 pct. Andre undersøgelser har konkluderet, at Østasiens meget større investeringer i infrastruktur udgør en betydelig del af forklaringen på, at regionens økonomiske vækst er langt højere end Latinamerikas.

Infrastruktur – relevante selskaber

Selskab	Forretningsområder
<i>Veolia Environnement</i>	Transport, affald, vand
<i>General Electric</i>	Konglomerat, bl.a. vand, kraftværker, jernbaner, energi
<i>Siemens</i>	Konglomerat, bl.a. teknisk infrastruktur, kraftværker, elektricitet
<i>National Grid PLC</i>	Elektricitet, gas
<i>Tokyo Electric Power Co Inc</i>	Elektricitet
<i>ABB</i>	Kraft- og automationsteknologi
<i>Suez SA</i>	Elektricitet, gas, affald, vand

I en ny rapport påpeger investeringsbanken *Goldman Sachs (GS)* også, at investeringer i infrastruktur ikke blot kan øge den økonomiske vækst, men også er en konsekvens heraf. I takt med at folk bliver rigere og flere af dem lever i byerne, så stiger efterspørgslen efter elektricitet, transport, sanitering og boliger. Dette gensidigt forstærkende forhold fører til højere investeringer og vækst.

Banken har udviklet en model til prognostisering af fremtidigt infrastrukturbehov, hvis afgørende faktorer er forventet vækst i indkomst, urbanisering og befolkning. Heraf har urbanisering den største effekt på behovet for elektricitet. GS estimerer, at en stigning på 1 pct. i andelen af folk, der bor i byerne fører til en stigning på 1,8 pct. i behovet for installeret elkapacitet. Mens en stigning i indkomsten på 1 pct. pr. indbygger fører til en stigning på 0,5 pct. Alt i alt betyder det, at elektricitetskapaciteten i Kina skal stige med 140 pct. og 80 pct. i Indien i de næste 10 år.

Kinas hurtigere vækst i indkomsten pr. indbygger og urbanisering betyder, at landets infrastruktur sandsynligvis

vil vokse hurtigere end Indiens. Set over det næste årti estimerer GS, at Kina vil få 13 gange så mange flere fastnettelefoner som Indien, syv gange så mange passagerer på luftfart og seks gange så meget elektricitetskapacitet.

Der er således nu og i de kommende år et særdeles godt indtjenings- og væksth fundament for de virksomheder, der beskæftiger sig med den infrastruktur, der omhandler veje, broer, jernbaner, havne, lufthavne, fastnettelefon, mobiltelefon, vand og sanitet osv.

Udbygningen af infrastrukturen er i høj grad også forbundet med udbygning af den såkaldte *energiinfrastruktur*, som handler om den udbygning af elektricitetsnettet og elektricitetsforsyningen, som i særlig grad følger med en øget urbanisering.

Det betyder at der er lagt op til massive investeringer i den kommende årække, for at elektricitetsforsyningen skal kunne følge med til at dække behovet for en årlig vækst i antallet af nye elektricitetsforbrugere på 200 mio.

Petrofac, Jacobs Engineering, Toshiba og *Shaw Group* er interessante selskaber inden for energiinfrastruktur.



Energieffektivitet er i stærk fokus

Udviklingsøkonomiernes energifterspørgsel giver anledning til bekymring.

Det Internationale Energiagentur (IEA) har for nylig udsendt en rapport, hvori det bemærkes, at de olieprischok vi oplevede i 70'erne og de efterfølgende energipolitikker faktisk gjorde betydeligt mere for at kontrollere væksten i energibehovet og reducere udledningen af CO₂ end de energieffektivitetspolitikker og klimapolitikker, der er blevet implementeret siden 90'erne.

Rapporten peger også på en opmuntrende udvikling angående sammenhængen mellem økonomisk vækst og energiforbrug i OECD-landene. Den langsigtede trend har således været et faldende energiforbrug i forhold til BNP i form af en årlig vækst i energiforbruget på 1,8 pct. mod en BNP-vækst på 2,3 pct. i perioden 1990-2004. Sammenlignet med 1973 bruges der nu en tredjedel mindre energi på at producere en enhed BNP i OECD-landene.

Gennem en økonomis udviklingsfase øges energiintensiteten imidlertid. For at opnå en vækst på 1 pct. kræves der således et øget energiforbrug på mere end 1 pct. Dette giver naturligvis anledning til bekymring i lyset af de hastige og krævende vækstfaser i lande som Indien og Kina (jf. s. 7-8).

Men betragter man sådanne trends over tiden, er der tegn på, at denne intensifikationsfase bliver af kortere varighed og mindre intens, hver gang den forekommer. I Storbritannien var energiintensiteten størst i 1880 – siden dengang er britisk økonomi blevet mere energieffektiv for hvert år. USA toppede i 1920, Tyskland omkring 1930 og Frankrig, Japan og Italien har fulgt lignende mønstre. Storbritannien toppede på et højere niveau end USA, som lå højere end Tyskland osv. Forklaringen

på den stadigt større energieffektivitet i de udviklede lande er forbedret effektivitet i energiproduktionen, forbedringer i effektiviteten af teknologierne hos slutbrugerne og et skift mod mindre energiintensive økonomiske aktiviteter.

I lyset af den tilspidsede situation med en global energiproduktion, der har vanskeligt ved at følge med den stadigt stigende energifterspørgsel fra især udviklingsøkonomierne samt behovet for at mindske CO₂-udledningen for at aflaste belastningen på klimaet, så er der naturligvis en global interesse i at sikre, at processen af teknologi-overførsel gør udviklingsøkonomier i stand til at toppe på niveauer for energiintensitet, der ligger endnu lavere end de udviklede lande.

Men det handler naturligvis ikke bare om at gøre udviklingsøkonomierne mere effektive i deres energifor-

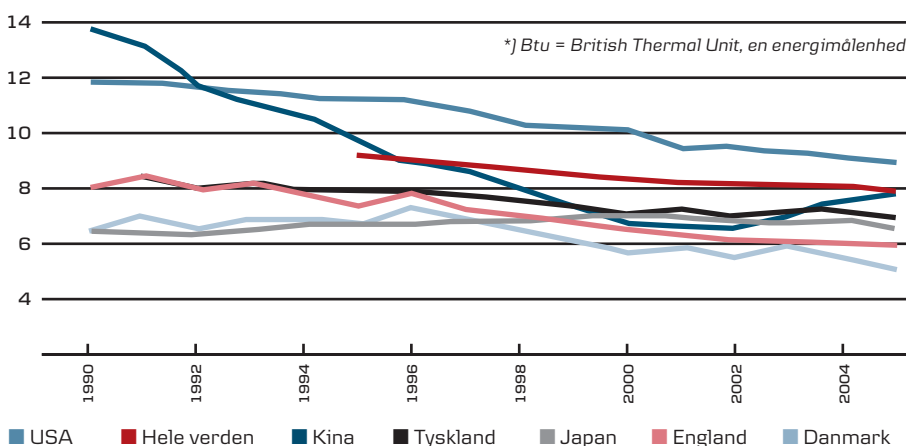
brug. Det gælder i høj grad også de udviklede lande, hvor den hurtigste, foreløbigt mest profitable genvej med det største potentiale til at mindske både energiforbrug og CO₂-udledning netop er mere energieffektivitet. Således spår IEA, at op mod 2/3 af den forventede reduktion af udledte drivhusgasser over de kommende år kan komme fra øget energieffektivitet.

Der er således et attraktivt forretningsgrundlag for selskaber, der beskæftiger sig med energieffektivisering i en eller anden form.

Her kan nævnes franske *Saint-Gobain*, verdens største producent af isoleringsmaterialer, danske *Rockwool* og *H+H* (isolerende porebeton). Mens *ABB*, *Siemens* og *Schneider Electric* er eksempler på selskaber med delvis fokus på aktiviteter inden for elektricitetsbesparelser.

Klodens samlede energiforbrug

Energiforbrug pr. enhed af BNP (1000 Btu* pr. USD)



Selv om klodens samlede energiforbrug er stigende, så bruger verden stadig mindre energi på at generere output. Energiintensiteten er således faldende 1,5 pct. årligt, dvs. der bruges stadig mindre energi pr. enhed af BNP. Energiforbruget er en afgørende faktor. I lande med høje brændstofferpriser er der større incitament for forbrugere og producenter til at blive mere energieffektiv. USA's energiintensitet faldt med 0,4 pct. årligt op til oliekrisen i 1973. I dag er faldet 2 pct. årligt.

KILDE: THE ECONOMIST



Vand udgør klodens største risiko

Vandforsyning er en vigtig del af infrastrukturen. Og netop vand er en særlig udfordring for hele kloden i de næste mange år, hvilket åbner op for store investeringsmuligheder i vandindustrien.



På en nylig konference afholdt af Goldman Sachs, »Top 5 Risks«, blev risikoen for en katastrofal vandmangel i dette århundrede udpeget som den største risiko for kloden – en risiko, der overgår både risikoen for fødevarer- og energimangel. Fødevarersituationen kan nemlig i vidt omfang afhjælpes og muligvis afværges relativt hurtigt med intensivt brug af allerede eksisterende teknologier såsom genmodificerede afgrøder osv. Mens de stadigt mere begrænsede ressourcer af fossile brændstoffer vil blive imødegået af alternative energiformer som atomkraft, vindenergi, solenergi m.v. og videreudvikling af de teknologier, der ligger bagved.

Derimod er den globale vandforsyning et særligt problem, da det i bogstaveligste forstand er en knap ressource uden alternativer. Selv om over 70 pct. af kloden er dækket af vand, er 97,24 pct. heraf saltvand og en betydelig del af resten er bundet fast i is og sne - eller som dybt grundvand, vi ikke kan nå. Faktisk er mindre end 1 pct. tilgængeligt til menneskeligt brug - og heraf er en stor del økonomisk set utilgængeligt, fordi det skal transporteres meget langt (som f.eks. i Amazonas bassinet) eller skal opmagasineres i områder, hvor hele nedbøren falder i løbet af 2-3 måneder, som det er tilfældet i monsunklimaerne i troperne.

I takt med en hastigt voksende global befolkning og en voldsom stigning i vandforbruget især i de udviklede lande og de mest fremstående udviklingsøkonomier er problemet vokset markant over de seneste 50 år. Oven i det hele kommer så klimaforandringerne, der allerede nu har forværret problemer i visse regioner.

»Gletscherne i Himalaya-bjergene trækker sig tilbage, og de er den svamp, der holder vandet tilbage i regnsæsonen. Vi står over for en risiko med ekstrem afstrømning, med vandet der løber direkte ud den Bengalske Bugt og tager en masse overfladejord med sig,« sagde Nicholas Stern, manden bag den omdiskuterede rapport i 2007 om de økonomiske perspektiver af den globale opvarmning.

»Nogle få hundrede kvadratkilometer af Himalaya-bjergene er kilden til alle større floder i Asien – Ganges, Den Gule Flod, Yangtze – hvor tre mia. mennesker lever. Det er næsten halvdelen af Jordens befolkning,« sagde Stern, der var en del af ekspertpanelet på konferencen.

Han kritiserede regeringerne for at være for langsomme til at indse den grufulde sandhed, at vi er ved at løbe tør for brugbart vand.

»Vand er ikke en vedvarende ressource. Det er blevet brugt uden be-

grænsninger, fordi det ikke er prissat korrekt,« påpegede den tidligere chef-økonom for Verdensbanken.

Goldman Sachs fremhæver vandindustrien

En Goldman Sachs-rapport konkluderer, at vand er »olien i det næste århundrede« – hvilket indikerer store afkastmuligheder for investorer, der formår at spille på denne tangent af den store investeringsboom i verdens infrastruktur. USA alene har behov for investeringer på op mod 1000 mia. USD i nyt rørnetværk og rensningsanlæg.

»Efterspørgselen efter vand fortsætter med at eskalere på en uholdbar kurs. På globalt plan fordobles vandforbruget over 20 år. I 2025 estimeres det, at omkring en tredjedel af Jordens befolkning ikke vil have adgang til tilstrækkelig meget drikkevand,« lyder rapportens ildevarslenende budskab.

Kina står over for et akut problem. Landet tegner sig for 21 pct. af Jordens befolkning, men råder kun over 7 pct. af vandforsyningen. Vandreservoirerne i det nordlige Kina falder med over en meter om året som følge af overforbrug. I Heibei provinsen var faldet i 2007 på tre meter. Samtidig er et stigende antal floder ved at løbe tør.

Asiaternes generelle skifte over mod en mere animalsk proteinrig diæt for-



værrer problemet. Det kræver således gennemsnitligt 15 kubikmeter vand at producere et kilo oksekød sammenlignet med seks for kyllinger og 1,5 for majs.

Goldman Sachs råder investorerne til at fokusere i den højteknologiske ende af vandindustrien. Dette omfatter bl.a. selskaber, der producerer eller servicerer filtreringsudstyr, som med den nuværende teknologi, understøttet af nanoteknologi, er i stand til at opfange alt fra koffein til dyrevæksthormoner. Og det gælder selskaber, der producerer måleudstyr til vandindustrien, specialister i genbrug af vand samt selskaber, der renser vand med ultraviolet desinfektion og ikke mindst selskaber, der behersker den bedste teknologi inden for afsaltning af havvand.

Som det er tilfældet med alternativ energi er det umuligt på forhånd at udpege vinderne med sikkerhed – derfor må man også i vandindustrien sprede sig over mange selskaber for at kunne profitere af den stærke trend på sigt. Goldman Sachs fremhæver i rapporten mange forskellige selskaber med hver deres styrke inden for de forskellige segmenter, og har konstrueret en kurv af de mest attraktive, som bl.a. består af følgende:

Veolia Environnement, RWE, Pentair, Siemens, GE, Tetra Tech, Watts Water, Danaher.

Investeringsbanken har desuden lavet en kurv bestående af potentielle opkøbskandidater, bl.a.: *Badger Meter, Calgon Carbon, Clarcor, Aqua America, Watts Water.*

Afsaltning af havvand

Mange steder rundt omkring i verden er regeringer blevet opmærksomme på den truende vandmangel, som forstærkes af længere og flere tørkeperioder som følge af de klimatiske ændringer. I dag er der 13.080 afsaltningsanlæg rundt om på kloden, men tallet vokser hurtigt. I Californien alene er der 20 anlæg på tegnebrættet, og i Australien planlægger adskillige større byer store anlæg. Ifølge analyseinstituttet *Global Water Intelligence* vil afsaltningskapaciteten fordobles frem til 2015.

Som udgangspunkt er der to hovedprincipper i afsaltningen. Den termiske afsaltning handler om, at vandet varmes op i adskillige omgange, som fører til kondensering af det afsaltede vand. Membranteknikken handler om, at særlige membraner skal fjerne saltet. Denne teknik udviser den klart hastigste vækst, og spås den største fremtid. Teknikken er i realiteten baseret på et fænomen i naturens verden – *osmose*. Princippet i osmose er, at væsker med lavt saltindhold altid forsøger at blande sig med væsker med højt saltindhold, indtil saltindholdet er ens i de to væsker. Omvendt osmose er en filtreringsteknik, hvor man sætter tryk på væsken med den højeste saltkoncentration og presser denne gennem en membran.

Årsagen til at membran-teknikken har overhalet den termiske afsaltnings teknik og nu har de mest lovende perspektiver er, at sidstnævnte er langt mere energikrævende. Membran-teknikken derimod, er gennem de senere år blevet forbedret markant og kræver langt mindre energi end tidligere. Den dominerende teknologi formår at genudnytte energien i spildevandet fra den omvendte osmose-proces med en effektivitet på 98 pct. Af selskaber, der bygger afsaltningsanlæg kan nævnes *Veolia Environnement, Hyflux, Ferrovial* og *Suez*. Mens membranproducenterne omfatter *Dow Chemical, Kurita Water Technologies* og *Sinomem*.



De høje råvarepriser skyldes ikke spekulation

Råvarepriserne er generelt steget voldsomt de senere år, og trenden fortsætter tilsyneladende. Vi har i dag priser på bl.a. kul, olie, hvede, majs, aluminium og kobber, som for blot få år siden ville have været helt utænkelige. Det har affødt en naturlig debat om, hvorvidt det – som ofte set på aktiemarkedet – er spekulative interesser, der fortsætter med at presse priserne endnu højere op. Eller om det vitterligt afspejler en stigende efterspørgsel, som rammer et begrænset udbud.

Efter vores vurdering bunder prisstigningerne i en reel efterspørgsel. Som udgangspunkt er forklaringen, at de store udviklingsøkonomier især i Asien er i en voldsom væksthase, en opbygning af den indenlandske økonomi, der vil tage til i styrke over de næste mange år. Og da råvareudbudet i de fleste tilfælde er svært at udvide til trods for det øgede økonomiske incitament hertil, så vil priserne stige indtil udbud og efterspørgsel igen mødes.

Råvarer handles via de såkaldte futurekontrakter – en slags finansielle væddemål om, hvor prisen på den pågældende råvare vil ligge på et givet tidspunkt i fremtiden. Der er fysisk levering af produktet. Hvis der var tale

om spekulation i en given råvare, så ville det indebære, at et stort antal kontrakter ville blive lukket via modgående kontrakter og presse prisen ned, efterhånden som man nærmede sig udløb for de standardiserede kontrakter. Denne tendens har man ikke set i nogen råvarer, hvorfor det taler for, at de råvarepriser, vi ser, bunder i en reel efterspørgsel.

I øjeblikket undersøges det dog om børsrådgivere og bankers regler for indberetning af handler til de fornødne instanser nu også medvirker til at give et retvisende billede. Hvis en investeringsbank fx sælger calloptioner i en given råvare, så vil banken typisk afdekke sin risiko ved samtidig at købe en futurekontrakt på råvaren. Som reglerne er i dag vil banken imidlertid skulle indberette denne transaktion som en kommerciel handel. Hvilket er misvisende, da det snarere er en spekulativ handel at udstede optioner. Banken har jo ikke et behov for den fysiske råvare.

»Sådanne regler skal muligvis ændres for at give et bedre billede af de spekulative interesser. Men i det store og hele spiller sådanne handler næppe en større rolle. Det er vores klare overbevisning, at råvarepriserne generelt

afspejler, at verdensøkonomien i stigende grad efterspørger råvarer, og da udbudet langtfra kan øges tilsvarende, så vil priserne stige. I øvrigt er det værd at bemærke, at vi i de senere måneder har set vidt forskellige prisudviklinger i de forskellige råvarer, som kan begrundes med fundamentale forhold. Fx er nikkelpriiserne faldet som følge af stigende efterspørgsel, mens hvedepriiserne også er faldet men som følge af øget beplantning med hvede. Hvis der var tale om en generel råvarebobbel, så ville vi ikke se en så forskelligartet prisudvikling på råvarerne,« siger Arne Lohmann Rasmussen, senioranalytiker i Danske Bank med speciale i råvarer.

Han tilføjer, at spekulative interesser naturligvis på kort sigt kan medvirke til, at give betydelige udsving i priserne, men den langsigtede trend er ikke til at tage fejl af. Der er i mange råvarer et relativt stramt udbud og en strukturel stigende vækst i efterspørgselen fra især udviklingsøkonomierne, og det indikerer fortsat stigende priser på sigt.

Fødevarekrisen forsvinder ikke

Den globale fødevarekrise er kommet meget højt op på den internationale



Olieefterspørgsel (mio. tønder pr. dag)

Nordamerika	24,9
Europa	15,2
Stillehavsregionen	8,9
OECD	48,9
Tidligere Sovjet	4,1
Kina	7,8
Øvrige Asien	9,5
Latinamerika	5,7
Mellemøsten	6,7
Afrika	3,1
Andre	0,8
Ikke-OECD	37,7

politiske dagsorden. I starten af juni afholdt FN's Føde- og Landbrugsorganisation et internationalt topmøde i Rom med deltagelse af politiske topfolk fra hele verden. Slutdeklarationen formulerede behovet for en hastig og koordineret aktion for at bekæmpe de negative virkninger af de stigende fødevarepriser på verdens mest sårbare lande og befolkninger. Derimod blev et vigtigt forslag fra FN's arbejdsgruppe afvist. Det gik ud på at etablere internationale standarder for at sikre, at biobrændsel ikke produceres på bekostning af verdens sultne og fattige befolkninger. Man måtte nøjes med en formulering om nødvendigheden af at studere nærmere, hvorvidt produktionen og brugen af biobrændsel er bæredygtig.

En tilfredsstillende vag formulering for ikke mindst amerikanerne, hvor landbrugsminister Ed Schafer udtalte til pressen, at forøgelse af ethanolproduktionen er den rigtige politiske retning. Som bekendt satser USA netop massivt på majsbaseret ethanol som en vigtig alternativ energikilde i de næste mange år.

Ser vi på prisudviklingen over landbrugsprodukter, så er netop majs en afgrøde som holder prisen, og det sam-

me gælder sojabønner – begge afgrøder understøttet af høj efterspørgsel og lav beplantning.

Både sojabønner og majspriserne fik også uventet støtte i ubehagelig form fra vejrguderne i juni, da det landbrugstunge Midtvesten i USA, der tegner sig for en betydelig del af den amerikanske majs- og soyaproduktion blev udsat for de værste regnskyl og oversvømmelser set i mange år. Dette har forringet høstudsigterne betragteligt i en i forvejen våd sæson. Hvedepriisen er derimod faldet markant i år, hvilket hænger sammen med, at beplantningen med hvede er høj i år, og de foreløbige meldinger tyder på en god høst.

Den forskelligartede prisudvikling fortæller dels om, at landbrugets fleksible omstillingsevne kan lette prispresset fra den ene sæson til den anden. Men den fortæller også om, at efterspørgselen efter basale landbrugsprodukter som majs og sojabønner er meget stor, hvilket gør, at udbudet er stramt og derfor meget følsomt over for vejret – hvilket kan give store udsving i priserne.

Medvirkende til den aktuelle spændte situation på visse landbrugsprodukter er – udover biobrændsel –

at stadig flere af især den asiatiske befolkning nyder godt af stigende velstand og derfor lægger deres spisevaner over mod mere kød. Og produktion af kød øger efterspørgselen efter de basale landbrugsprodukter i form af foder til dyrene.

Oliekrisen

– smertegrænsen nærmer sig

Olie har udvist en særdeles volatil prisudvikling i den forgangne måned. Således steg olieprisen fra 4. til 6. juni med over 17 USD pr. tønde. Spring som disse sætter naturligvis gang i diskussionen om, hvorvidt det virkelig er efterspørgsel, der driver priserne – eller det er spekulanter.

»Naturligvis er der visse spekulanter, der forsøger at udnytte den stærke trend i olieprisen. Men det er vores klare overbevisning, at det først og fremmest er en stærk efterspørgsel og et begrænset, ufleksibelt udbud, der gør, at vi ser de høje oliepriser. At priserne er så volatile er en afspejling af, at markedsaktørerne selv er i vildrede med hvor det ender, og at vi befinder os på kapacitetsgrænsen for olien og mange råvarer i øvrigt,« siger Arne Lohmann Rasmussen.

Ser man på en Reuters undersøgelse

»

RÅVARER – Uddrag af aktieanbefalinger fra Goldman Sachs (GS) og Danske Markets Equities (DME)

Selskab	Forretningsområde	Anbefalinger
Conoco Phillips	Olie, raffinaderi, forsyning	GS
EOG Resources	Olie, gas	GS
Hess Corp.	Olie, raffinaderi	GS
StatoilHydro	Olie, gas	DME
Norsk Hydro	Aluminium	DME
Petrofac	Energiinfrastruktur	GS
British Energy	Forsyning	GS
EDF	Forsyning	GS
Salzgitter	Stål	GS
Freeport-McMoran	Kobber, guld	GS
The Mosaic Co.	Landbrug	GS
Monsanto	Landbrug	GS
Auriga	Landbrug	DME



» af de store banker og finanshuses holdninger til den fremtidige oliepris, så afslører de da også en stor forskel. Således spænder prognosen for den gennemsnitlige oliepris i 2010 fra 81 USD pr. tønde til 160 USD pr. tønde. For 2008 lyder budet på 93-133,8 og for 2009 92,3-125. Danske Banks prognose lyder på 120 USD pr. tønde i år og 123 næste år.

»Vi tror, at olieprisen vil holde sig nogenlunde omkring det aktuelle niveau året ud. Der er nemlig tegn på, at økonomierne og forbrugerne er ved at nå smertegrænsen, og derfor begynder at ændre deres adfærd som følge af de høje priser,« siger økonomien.

Således kører amerikanerne mindre i bil for første gang i 27 år. Og i Asien er flere lande begyndt at lette de statsstøttede prisloft, der har skærmet forbrugerne og virksomhederne mod de høje energipriser. Men nu er det bare blevet for dyrt. Kina har lempet en anelse og Malaysia og Indonesien har fjernet subsidierne helt. Denne tendens kan medvirke til at mindske efterspørgselen efter olie og benzin.

I Mellemøsten, derimod, fastholdes prislofterne. De olieproducerende lande ser ikke noget incitament til at fjerne dem, og derfor er der ikke udsigt til

mindre energiforbrug i disse lande. Der er trods Asiens afvikling af subsidier og USA's og Europas mere afdæmpede energiforbrug dog næppe udsigt til noget større fald i olieprisen. Der er stadig stærk vækst i de store udviklingsøkonomier, alternative energikilder, elbiler m.v. er stadig ikke tilstrækkeligt udviklede, og der er ikke udsigt til nævneværdig udvidelse af olieudbudet foreløbig.

»Saudi Arabien har varslet en forøgelse af produktionen på 200.000 tons dagligt, formentlig pga. frygt for at det aktuelle prisniveau kan sende verdensøkonomien til tælling og dermed olieefterspørgselen og priserne med ned. Det er den højeste produktion fra Saudi Arabien i næsten 30 år. Men det er i det store billede en lille forøgelse, som falder sammen med, at Nigerias olieproduktion pga. angreb på olieproduktionsfaciliteter nu er en million tons under den daglige produktionskapacitet. Der er derfor ikke udsigt til at prispresset på olie lettes foreløbig. Olie og andre energipriser forbliver høje,« fastslår Arne Lohmann Rasmussen.

Forbigående metaltræthed

Udsigten til et fortsat stærkt stigende behov for udbygning af den globale infrastruktur betyder som udgangs-

punkt, at der er udsigt til stigende efterspørgsel efter metallerne i de kommende år – det gælder ikke mindst stål. Det er dog ikke ensbetydende med, at vi ikke vil opleve perioder med prisfald i perioder som følge af bl.a. aftagende global vækst og stigende energiomkostninger. Som fx nikkel, bly og zink har oplevet på det seneste. De faldende priser på de tre metaller betyder dog, at vi er ved at nærme os interessante investeringsniveauer.

Aluminium har foreløbig klaret frisag. Men produktionen af aluminium er blevet dyrere pga. de stigende energipriser, og ifølge Reuters vil mange kinesiske smelteværker være tvunget til at betale betydeligt højere elregninger fremover. Der tales således om prisstigninger på el helt op til 60 pct. i andet halvår. De kinesiske elpriser har ellers været nogenlunde stabile siden 2006 trods betydeligt højere kulpriser. De forestående prisstigninger på el er blot et andet tegn på, at væksten i Kinas produktion af aluminium sandsynligvis vil stagnere i takt med, at de højere elpriser udhuler smelteværkernes indtjeningsmargin.

Det vil gøre ondt på de mindre smelteværker, og en del vil formentlig blive tvunget til at dreje nøglen om.



Medmindre aluminiumsprisen begynder at stige, hvilket den foreløbig ikke har gjort i et omfang, der kompenserer for de højere energipriser.

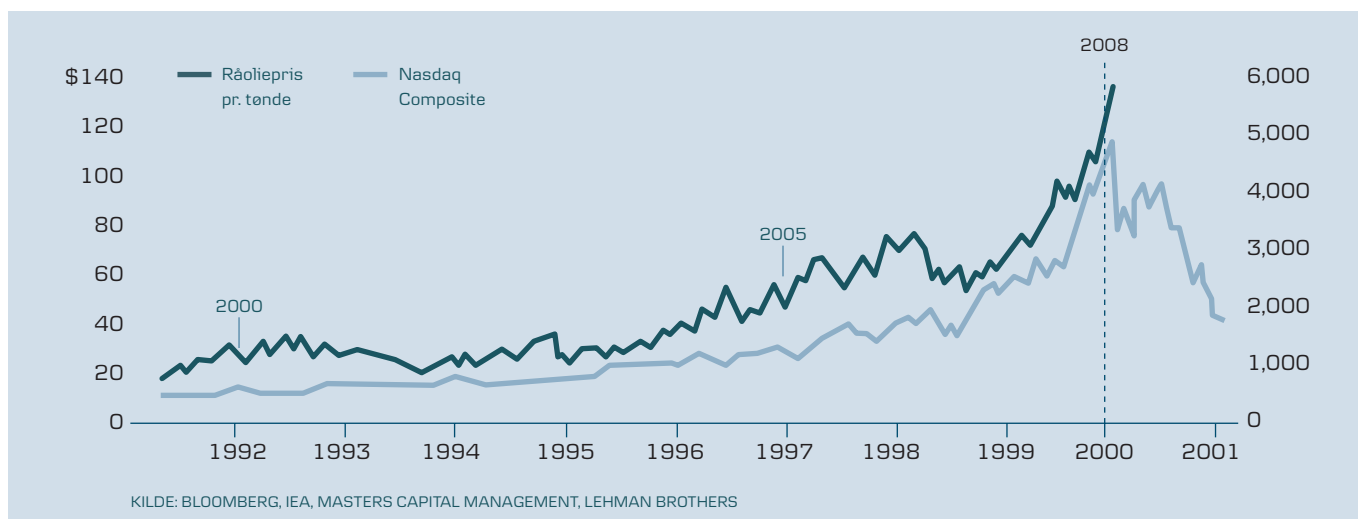
»Der er i dag ikke mangel på aluminium, men fortjenesten er meget lille for producenterne. Vi tror dog, at efterspørgselen i 2009 eller før vil oversti-

ge udbudet og presse priserne op – og at Kina bliver nettoimportør af aluminium. Og vi tror stadig, at som følge af de højere omkostninger for smelteværkerne er risikoen for større prisfald i aluminium begrænset,« siger Arne Lohmann Rasmussen.

Han forventer også højere kobberpri-

ser fremover, men erkender dog også, at den »bear«-stemning, der præger metallerne for tiden også kan ramme kobber på kort sigt. På længere sigt er der imidlertid lagt op til fortsatte prisstigninger i takt med det stærkt stigende behov for global infrastruktur fra især udviklingsøkonomierne.

Råoliepris versus Nasdaq-indekset



Går det med olien som med Nasdaq-indekset? Næppe. Hvor fristende sammenligningen end måtte være, så gør de underliggende forhold, at den reelt er irrelevant. IT-boblen byggede på forventninger til nye teknologier, som ingen kunne gennemskue potentialet af. Her taler vi om en knap ressource, som er ramt af en stigende efterspørgsel, der ikke forsvinder lige som lysten til at købe IT-aktier. Spekulation er en naturlig del af handelen, og derfor vil vi opleve kortvarige tilbagefald. Men den strukturelle vækst i verdens energibehov er så stor i forhold til udbudet, og energialternativerne er endnu langt fra tilstrækkeligt udviklede, så sandsynligheden taler for et højt prisniveau og muligvis stadig stigende i flere år frem. Fundamentale forhold taler altså med tungtvejende argumenter for, at olieprisudviklingen ikke får en afslutning, der minder om Nasdaqindeksets.



Køb fortsat korte danske

Inflationstruslen og usikkerhed om pengepolitikken taler for, at man stadig bør holde sig til det korte 2-5 årige segment.

Først den ene vej, og så den anden vej. Og så minsandten den ene vej igen. Vi taler ikke om hverdagen på Christiansborg, men derimod holdninger og forventninger på obligationsmarkedet. For et par måneder siden lød den gennemsnitlige vurdering fra markedets finansielle aktører på, at ECB ville sætte renten ned, mens Fed først ville hæve renten langt inde i 2009.

Så rykkede inflationen pludselig højt på dagsordenen i takt med en generel tro på, at finanskrisen var ved at være under kontrol. På tide kan man mene, for faktum er, at de fleste centralbanker i dag må konstatere, at de ligger langt over deres inflationsmål. Så det var egentlig ikke overraskende, at både den amerikanske centralbank, Federal Reserve (Fed) og den europæiske kollega, ECB, skærpede retorikken, så markedet ikke var i tvivl. Der var renteforhøjelser i vente.

Markedet reagerede hurtigt, og renteforventningerne gik snart på, at den ledende amerikanske rentesats og den europæiske ditto om et års tid ville ligge hhv. 135 bp og et procentpoint højere end i dag.

Så oprandt den 3. juli, hvor alle ventede den første europæiske renteforhøjelse. Den kom da også helt efter planen. Men den europæiske centralbankdirektør, Trichet, der selv havde givet næring til markedets forventnin-

ger om rentestigninger med sin hårde tone mod inflationstruslen, var pludselig blevet mere blød, og det kom bag på alle. Trichet signalerede nemlig tydeligt, at dette muligvis var den eneste renteforhøjelse.

Reaktionen kom prompte. Renterne faldt kraftigt, og nu er forventningerne til ECB væsentligt mere moderate. Ifølge markedet er der nu kun omkring 50 pct. sandsynlighed for en enkelt renteforhøjelse mere i år og ikke nogen næste år.

I USA er renterne faldet pænt gennem juni. Her er forventningerne til Fed's aktioner i det kommende år renteforhøjelser på knap et procentpoint. Noget mere moderate som følge af en forværret bekymring for den amerikanske økonomi.

Tror ikke på renteforhøjelser

Økonomerne i Danske Analyse tror ikke på, at ECB vælger at komme med flere renteforhøjelser. Vækstudsigterne er nemlig blevet værre. I det lys er der ikke basis for yderligere renteforhøjelser, og Danske Analyse tror, at ECB holder renten uændret i de næste 12 mdr. Danske Analyses syn på USA's renteudvikling adskiller sig endnu mere fra markedets, idet økonomerne tror på en uændret rente det kommende års tid, mens markedet som nævnt tror på knap et procentpoint opad.

Obligationsrenterne og rentekurverne
Når markedet forventer stramning af pengepolitikken er den klassiske reaktion, at de kortere renter stiger mere end de lange renter.

Det er denne reaktion, vi har oplevet denne gang, hvor de korte renter er steget noget mere end de lange renter. Det har gjort rentekurven fladere, og de relativt lave lange renter er udtryk for, at markedet vurderer, at centralbankerne vil gennemføre en tilpas stramning af pengepolitikken, så man får styr på inflationen.

Men Danske Analyse vurderer altså, at hverken ECB eller Fed vil pille ved renten i det kommende års tid, og får de ret i det, vil vi se en betydelig reaktion på rentemarkederne og rentekurverne.

I Euroland ventes en løbende stejling af kurven i Euroland i takt med, at de økonomiske udsigter forværres og markedernes forventning om renteforhøjelser reduceres - og aftagende inflation og vækst vil betyde lavere markedsrenter i Euroland på sigt.

Mht. USA tror analytikerne, at der kommer et yderligere rentefald, og en rentekurven ventes at stejle på kort sigt i takt med, at det pengepolitiske forløb bliver revurderet.

Forventningen til en stejlere rentekurve i Euroland (og Danmark) og USA går på, at både korte og lange

renter falder, men de korte vil falde mest. Det kan derfor med baggrund i prognosen anbefales, at man lægger sig i det 2-5 årige segment i det danske obligationsunivers, da dette segment vil nyde godt af en sådan udvikling.

Mismodigt realkreditmarked

Der er bestemt ikke feststemning på det danske realkreditmarked for tiden, hvor køberne ikke ligefrem står i kø. Snarere tværtimod. Hvilket kan forekomme paradoksalt, da realkreditobligationer i forvejen er på et så lavt niveau i forhold til statsobligationer, at det ikke er set siden 1998. Tilbage i 1998 var det finanskrisen udløst af Ruslands devaluering og kollapset af verdens største hedgefond, LTCM, der skabte uro på børserne. Ruslands devaluering blev nemlig startskuddet til et generelt salgspres fra især hedgefonde over hele kloden, der i stor stil havde foretaget gearede investeringer i alt lige fra latinamerikanske aktier til danske realkreditobligationer. Det store salgspres betød, at de stærkt eksponerede hedgefonde fik travlt med at sælge ud af aktiverne, herunder de danske realkreditobligationer.

»Dengang vidste alle, at der var store sælgere i markedet, især LTCM. I dag har vi ikke set nogen tvangslikvideringer; mere en dårlig stemning, præget af usikkerhed og nervøsitet. Egentlig ufortjent for det danske marked, da danske og nordiske banker ikke i samme grad som resten af finanssektoren i EU er præget af likviditetsmangel og store tab i kølvandet på subprimekrisen. Men usikkerheden og mistilliden i finanssektoren har ikke desto mindre sneget sig ind på det danske obligationsmarked,« siger Gustav Bundgaard Smidth, senioranalytiker i Danske Banks renteanalyse.

Opkonverteringer

Lige nu spekuleres der i hvor mange boligejere, der vil vælge at købe deres 30-årige 4- eller 5-årige obligationer tilbage til en lav kurs for herved at skære en god bid af restgælden. Nogle

vil vælge FlexLån som det nye lån, mens andre vil vælge det fastforrentede 7 pct. lån i forventning om, at det høje renteniveau bliver relativt kortvarigt.

»Hvis vi får en større bølge af opkonverteringer vil det i praksis betyde, at vi får mange opkøb af de 30-årige 5 pct. obligationer, og det kan måske blive et startskud til at få liv i det danske realkreditmarked igen,« mener Gustav Bundgaard Smidth.

Anbefalinger

Han påpeger, at for private investorer kan netop den 30-årige 5 pct. obligation være interessant for pensionsmidler. Kursen ligger så langt fra 100, at med den renteudvikling der ligger forude, er låntagers indbyggede konverte-

ringsret til kurs 100 ikke nogen reel trussel. Derimod vil starten på en opkonverteringsbølge kunne give obligationen et kursmæssigt løft på kort sigt.

Men taler vi frie midler for den private investor, understreger analytikeren, at man skal holde sig til de kortere obligationer med lav kuponrente – dvs. det 2-5 årige segment med 2% nominel rente. Kurserne på især de kortere obligationer har reageret stærkest på centralbankernes varslede renteforhøjelser. Derfor ligger de langt fra kurs 100, hvilket betyder, at der er udsigt til betydelige kursgevinster frem til udløb – som er skattefrie for private. Og jo lavere kuponrente, jo lavere kurs og dermed bedre afkast efter skat pga. den store kursgevinst.



Mexicanske eurobonds med høj rente

For den risikovillige investor kan det være en overvejelse værd at kaste et blik på obligationer i den anden ende af verden.



Der er løbet meget vand i åen siden Mexico chokerede den internationale finansverden – først i 1982 og siden i 1994 – ved at erklære sig ude af stand til at klare betalingerne på den dengang enorme udlandsgæld. Der er i dag tale om en sund økonomi med lav inflation, stabil vækst, gældsposter, der er langt lavere end for 10-15 år siden, lav ledighed og en længerevarende politisk stabilitet. Alle forhold, der har givet udenlandske investorer en helt anden tiltro til det mellemamerikanske land.

Aktuelt er der dog en vis bekymring om inflationen. Siden slutningen af 2006 har inflationen ligget og kredset stabilt omkring toppen af det officielle inflationsbånd på 2 pct.-4 pct. årligt. I år har inflationstakten imidlertid rykket sig markant og ligger ifølge det seneste tal omkring 5 pct. Baggrunden er naturligvis de voldsomme stigninger i føde- og oliepriser, men i høj grad også af højere regulerede priser, der kunstigt puster inflationen yderligere op.

Præsident Felipe Calderón har for nylig annonceret en storstilet plan, der sigter mod at begrænse stigningen i fødevarerpriser, der bl.a. omfatter eliminering af barrierer mod fødevarerimport samt initiativer til at øge den hjemlige fødevarerproduktion. Der er også indgået aftaler om prisstop på mere end 150 fødevarer for resten af året. Sidstnævnte tiltag er af mere tvivlsom karakter, da det blot vil udskyde prisstigningen på disse varer frem for at begrænse dem.

Centralbanken, Banxico, hævede sidste år renten to gange fra 7,0 pct. til 7,5 pct. i takt med at inflationen steg pænt. Nu er inflationen omkring 5 pct., hvilket er over den officielle inflationsmålsætning på 2 pct.-4 pct. årligt. Banxico

har netop leveret endnu en rentestigning på 0,25 pct. – en beslutning som understregede dens vilje til at gøre noget ved inflationen. Banxico holder samtidigt døren åben for en rentestigning mere, der vil bringe den ledende rentesats op på 8 pct. Denne forventning er allerede indiskonteret i markedet. Men Danske Banks økonom, Lars Rasmussen, med speciale i Emerging Markets, mener, at inflationen i Mexico formentlig snart har toppet. Og dette – sammenholdt med Mexicos generelt sunde økonomiske udvikling – gør det interessant at se på papirer udstedt i den mexicanske valuta.

Den mexicanske peso har traditionelt været tæt bundet til den amerikanske dollar – en naturlig konsekvens af, at USA er landets klart største handelspartner. Siden begyndelsen af 2007 er peso'en styrket med næsten 5 pct. over for den amerikanske dollar, drevet af et udvidet rentespænd mellem de to lande og stigende råvarepriser, der har forbedret Mexicos handelsbalance. Samtidig er peso'en faldet med mere end 10 pct. over for danske kroner, hvilket hænger sammen med det markante dollarfald.

»Fremadrettet forventer vi, at USD vil styrkes et par procent over for DKK. Vi forventer dermed, at MXN vil være mere eller mindre stabil over for DKK eller oven i købet styrkes en smule i det kommende år,« siger Lars Rasmussen.

Han peger på mexicanske obligationer som et attraktivt supplement til den risikovillige investors obligationsportefølje. De i tabellen viste obligationer med udløb i 2010 giver en kuponrente på hhv. 8 pct. og 7,5 pct. – betydeligt over tilsvarende danske og amerikanske obligationer.

Beskatning af mexicanske eurobonds udstedt af Eurofima og Landwirtschaft Rentenbank

For personer beskattes renter som kapitalindkomst med 33-60% afhængig af, om kapitalindkomsten er positiv eller negativ. Kursgevinster og -tab medregnes ligeledes i kapitalindkomsten. Hvis personens samlede kursgevinster og tab på gæld og fordringer i fremmed valuta ikke overstiger 1.000 kr. er gevinst og tab dog indkomstopgørelsen uvedkommende.

For selskaber medregnes alle renter, kursgevinster og -tab i selskabsindkomsten.

Der indeholdes ikke nogen tysk eller hollandsk kildekat på renterne på obligationerne.



Obligationer med valutarisiko

Der er tale om såkaldte eurobonds, hvilket er obligationer udstedt i en anden valuta end udstederens hjemland. De to viste obligationer er udstedt af hhv. tyske Landwirtschaft Rentenbank og den europæiske finansinstitution i Schweiz, der begge er topratede institutioner. Kreditrisikoen på udsteder er derfor i realiteten den samme som på danske statsobligationer.

Dvs. som investor må man gøre sig klart, at den relativt høje kuponrente er en kompensation især for risikoen for, at mexicanske pesos falder i forhold til danske kroner i løbetiden. Og hvordan ser det så ud med den risiko?

»Volatiliteten i den mexicanske peso er relativt høj, og man skal derfor kun have en begrænset investering i obligationer udstedt i mexicansk valuta,« siger Lars Rasmussen.

Men valutarisikoen er ikke hele historien. Selv om risici for den mexicanske økonomi og de hjemlige finansielle markeder er reduceret i takt med den øgede politiske stabilitet, der er opnået gennem præsident Calderóns reformer, der har ændret det strukturelle billede af Mexicos økonomi, så er der stadig tale om en udviklingsøkonomi. Ganske vist har Emerging Markets i modsætning til tidligere globale kriser generelt klaret sig forbløffende godt gennem det seneste års stormvejr på de globale finansielle markeder, hvilket hænger sammen med, at de fleste er karakteriseret af langt sundere økonomier, politisk stabilitet og en stærkt stigende betydning for verdensøkonomien. Men det er stadig økonomier et godt stykke fra de udviklede lande, og det kan ikke udelukkes, at en stigende global risikoaversion vil kunne

sætte de mexicanske obligationer under et vist pres – om end ikke i samme grad, som de langt mere problematiske økonomier i fx Tyrkiet og Sydafrika.

Samtidig er der en risiko for stadig stigende inflation og dermed flere renteforhøjelser fra Mexicos centralbank – hvilket også er baggrunden for, at der er valgt obligationer med kort løbetid. Og slutteligt skal risikoen for fald i råvarepriserne nævnes. Falder råvarepriserne markant, vil det kunne forringe betalingsbalancen – en faktor, der, i lighed med stigende inflation, der ikke imødegås med renteforhøjelser, vil kunne sætte den mexicanske peso under pres.

Valutaprognose for mexicanske pesos (udtrykt i antal kr. pr. 100 pesos)

Aktuel spotkurs	46,77
3 mdr.	46,5
6 mdr.	47,1
12 mdr.	46,5

Attraktive eurobonds i mexicansk valuta

Udsteder	Udløb	Kupon	Eff. rente
Landwirtschaft Rentenbank	2010	8,0	8,18
Eurofima	2010	10,0	8,373



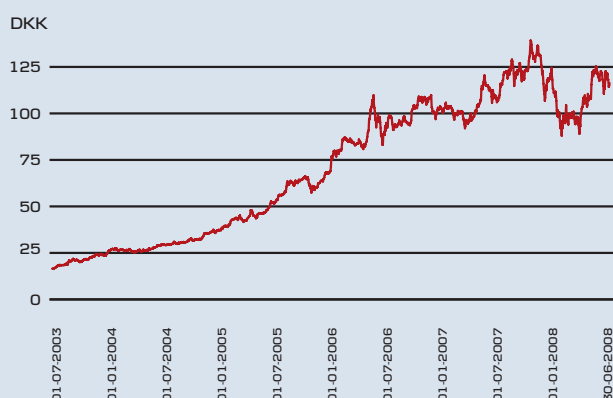
DSV køber endnu en konkurrent

De Sammensluttede Vognmænd A/S (DSV) består af tre divisioner, der organiserer og udfører transport af varer og gods til vands til lands og i luften og tilbyder logistiske løsninger for opbevaring af varer og gods over hele verden.

DSV købte i juni endnu en europæisk konkurrent, belgiske ABX Logistics for DKK 5,6 mia. og Danske Markets Equities (DME) forventer, at DSV ville kunne opnå en gunstig forrentning af investeringen over de kommende tre år med synergieffekter på omkring DKK 600 mio. i 2011. ABX er en væksthistorie og DME venter, at DSV kan øge ABX's marginer, blandt andet ved at reducere antal medarbejdere og integrere IT-platformer. DME estimerer omkostningerne for integrationen til DKK 600 mio. DSV vil efter integrationen af ABX bevæge sig omkring pladsen som verdens femtestørste logistikkoncern.

DME er begejstret for opkøbet af ABX, og har hævet kursmålet fra 135 til 150. DME har tillid til, at DSV formår at integrere ABX med lige så stor succes som DFDS Samson Transport og seneste Frans Maas, som begge har vist sig at skabe høje værdier for aktionærerne i DSV.

Den væsentlige risiko ved aktien er, hvis den europæiske økonomi kommer ind i en større afmatning, idet DSV er særligt eksponeret mod de skandinaviske økonomier. Men da selskabet kun ejer en begrænset del af transportflåden og omkring 80 pct. af omkostningerne er variable, vurderer DME, at selskabet er mindre udsat ved en afmatning i økonomien, idet omkostningerne tilsvarende vil falde.



EDF blandt de stærkeste i energisektoren

Franske EDF er et af de førende selskaber i den europæiske energiindustri. EDF er aktiv inden for alle områder i elektricitetsværdikæden, er markedsleder på det franske elektricitetsmarked og har solide positioner i England, Tyskland og Italien.

For den europæiske energisektor har Goldman Sachs (GS) øget forventningerne til elpriserne som et resultat af højere antagelser omkring olie-, kul- og kulstofspriser. Højere elpriser vil fortsætte med at være positivt for atom- og brintgeneratorselskaber, og højere energiråvarer har en positiv effekt på atomgeneratorselskaberne British Energy og EDF.

Det seneste par måneder har dele af pressen fokuseret på, at den engelske regering er interesseret i at sælge dens andel på 35 pct. i British Energy til et eller flere energiselskaber. I den forbindelse har EDF meldt ud, at man er interesseret, da man gerne vil have adgang til British Energy's landområder, der er godkendt til at bygge nye atomkraftværker på. Endnu er der dog ingen afklaring på et evt. køb eller joint venture.

EDF er stærkt positioneret til renæssancen i A-kraft overfor A-kraft positive lande som USA, UK, Kina og Sydafrika.

Risikomæssigt kan der komme negativ påvirkning, hvis den franske regering ikke konverterer elpriserne fuldt ud til EU-priserne, til trods for at scenariet bør være afspejlet i den aktuelle aktiekurs. Et fald i den langsigtede elpris kan også påvirke stemningen omkring EDF negativt, selv om en del af selskabets elkraft i dag bliver leveret til semiregulerede franske priser. GS har Køb på aktien og et kursmål på EUR 100 per aktie.



Graferne viser kursudvikling for de respektive aktier. Bemærk, at tidligere års afkast ikke er en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Afkastet tager ikke højde for handelsomkostninger eller udviklingen i valutakursen.



Svensk stål i verdensklasse

Svenskt Stål AB (SSAB) er en global spiller inden for højkomprimeret kvalitetsstål og er særlig aktiv i Norden og USA. SSAB omsatte i 2007 for SEK 48 mia. og havde den bedste indtjening nogensinde, hvor driftsresultatet steg 35 pct. til SEK 8,06 mia. Vigtigt for SSAB i 2007 var også købet af nordamerikanske IPSCO, samt, at selskabet formåede at føre prisstigninger på råvarer videre til kunderne i form af højere priser.

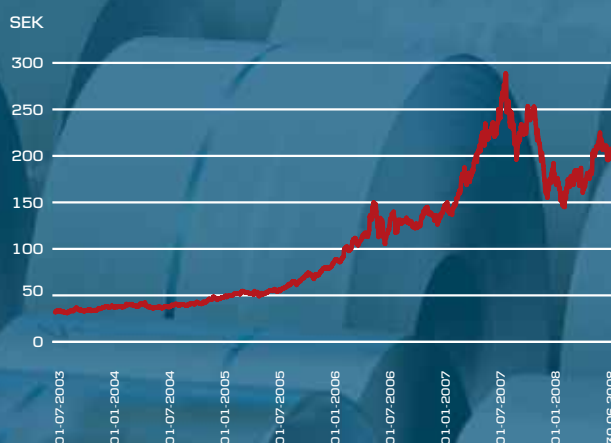
En styrke ved SSAB i forhold til konkurrenterne er den producerede stål af særlig høj kvalitet med egenskaber som høj, brudstyrke, lavere vægt og lang levetid - og at aftagerne især skal findes blandt mine- og energiselskaber samt producenter af landbrugsmaskiner - kundesegmenter, hvor efterspørgselen er særlig stærk i disse år.

Forventningerne til SSAB er større end til konkurrenterne, og Goldman Sachs (GS) venter fortsat høje og stabile stålpriser, som følge af et begrænset udbud af stål og høj efterspørgsel fra nye markeder.

GS vurderer, at risici for aktien er en stærkere svensk krone overfor euro og amerikanske dollar, højere inputpriser i form af jernmalm og kul, lavere stålpriser, der kunne være en konse-

kvens af en global økonomisk afmatning samt, hvis selskabets stålproduktion bliver mindre end annonceret.

GS har aktien på Køb og estimerer et kursmål på SEK 267 pr. aktie.



IHI Corp. – solidt japansk konglomerat

IHI er en af Japans førende virksomheder indenfor sværindustrien. Selskabet leverer teknologiorienterede produkter til såvel den private som den offentlige sektor inden for energiforsyning; vandkraft, kernekraft, jetmotorer, byggekonstruktion og materiel til miljøbeskyttelse og miljørensning. IHI har desuden forretningsalliancer med Mitsui Engineering & Shipbuilding samt Kawasaki Heavy Industries indenfor skibsbygning.

Goldman Sachs (GS) har aktuelt Køb på aktien, baseret på et scenario med en sund, mellem-langsigtet indtjeningsvækst, drevet af efterspørgsel efter reservedele til jetmotorer og turboladere til dieselmotorer.

Fokus er nu på restrukturerings af energianlægsforretningen, og GS forventer en positiv udvikling her vil afspejle sig i regnskabet, der offentliggøres den 5. august. Dette regnskab og de kommende ventes også løbende at vise styrken i selskabets indtjeningssevne og derved dulme investorernes bekymringer omkring det økonomiske verdensbillede.

GS forventer, at resultatet for første kvartal vil være en katalysator for en stigning i aktien, da resultatet burde bekræfte væksten inden for fly- og maskinindustrien, samt vise at tabene på energiområdet er begrænset. Dette vil således medvirke til at øge

sandsynligheden for opjusteringer af de fremtidige forventninger til indtjeningen fra selskabets side.

De vigtigste risici i forbindelse med opnåelse af kursmålet er en kraftig værdistigning i den japanske yen samt yderligere omkostninger forbundet med skibsbygningen og energianlægsprojekter. GS har et kursmål på JPY 300 per aktie.



Stagflationen er tilbage – og sådan skal den besejres

Verden er ved at løbe tør for energi, mad og vand Svaret: En massiv dosis af teknologi

AF JEFFREY D. SACHS
DIREKTØR FOR THE EARTH INSTITUTE
AT COLUMBIA UNIVERSITY

For tre årtier siden, i en dyster periode af 70'erne, opstod der et økonomisk fænomen, der var lige så grimt som sit navn: Stagflation. Det var lyden af verden, der ramte en mur, en kombination af inflation og ingen vækst. Det skabte en eksistentiel krise for den globale økonomi, hvilket fik mange til at argumentere for, at verden havde nået sine grænser for vækst og velstand.

Denne »regnskabs timeste« blev udskudt, men nu, efter 30 års fravær, er i det mindste et mildt anfald af stagflation vendt tilbage, og det kan blive meget værre. Vi er tilbage til fremtiden med det spørgsmål, vi stillede for 30 år siden: Hvordan kan vi kombinere robust økonomisk vækst med stramme globale udbud af kritiske råvarer som energi, mad og vand?

Det er værd at sammenligne den tidligere episode af stagflation med vores aktuelle kvaler med at finde vores vej.

Faktisk kan de ressourcemæssige begrænsninger denne gang vise sig at være endnu hårdere at overvinde end sidste gang, idet verdensøkonomien er meget større, og begrænsningerne er meget strammere end før.

Lighederne med første halvdel af 1970'erne er uhyggelige. Dengang, som nu, voksede verdensøkonomien hurtigt, omkring 5 pct. årligt, som op-takt til de stigende råvarepriser. Dengang, som nu, var USA involveret i en dyr, upopulær og ikke succesfuld krig (Vietnam), finansieret af store budgetunderskud og udenlandsk låntagning. Mellemøsten, som nu, var hærget af uro og krig, navnlig den arabisk-israelske krig i 1973. Dollaren var i frit fald, fortrængt fra sin stærk-valuta piedestal af overdrevent ekspansiv amerikansk pengepolitik. Og dengang, som nu, var stigningen i råvarepriserne dramatisk. Oliemarkederne blev ekstremt stramme i de tidlige 1970'ere, ikke primært pga. den arabiske oliebojkot, der fulgte efter krigen i 1973, men fordi stigende global efterspørgsel ramte et begrænset udbud. Oliepriserne blev

firdoblet. Fødevarepriserne steg også, drevet af en stærk global efterspørgsel, stigende priser på kunstgødning og massive klimatiske chok, især en kraftig El Niño i 1972.

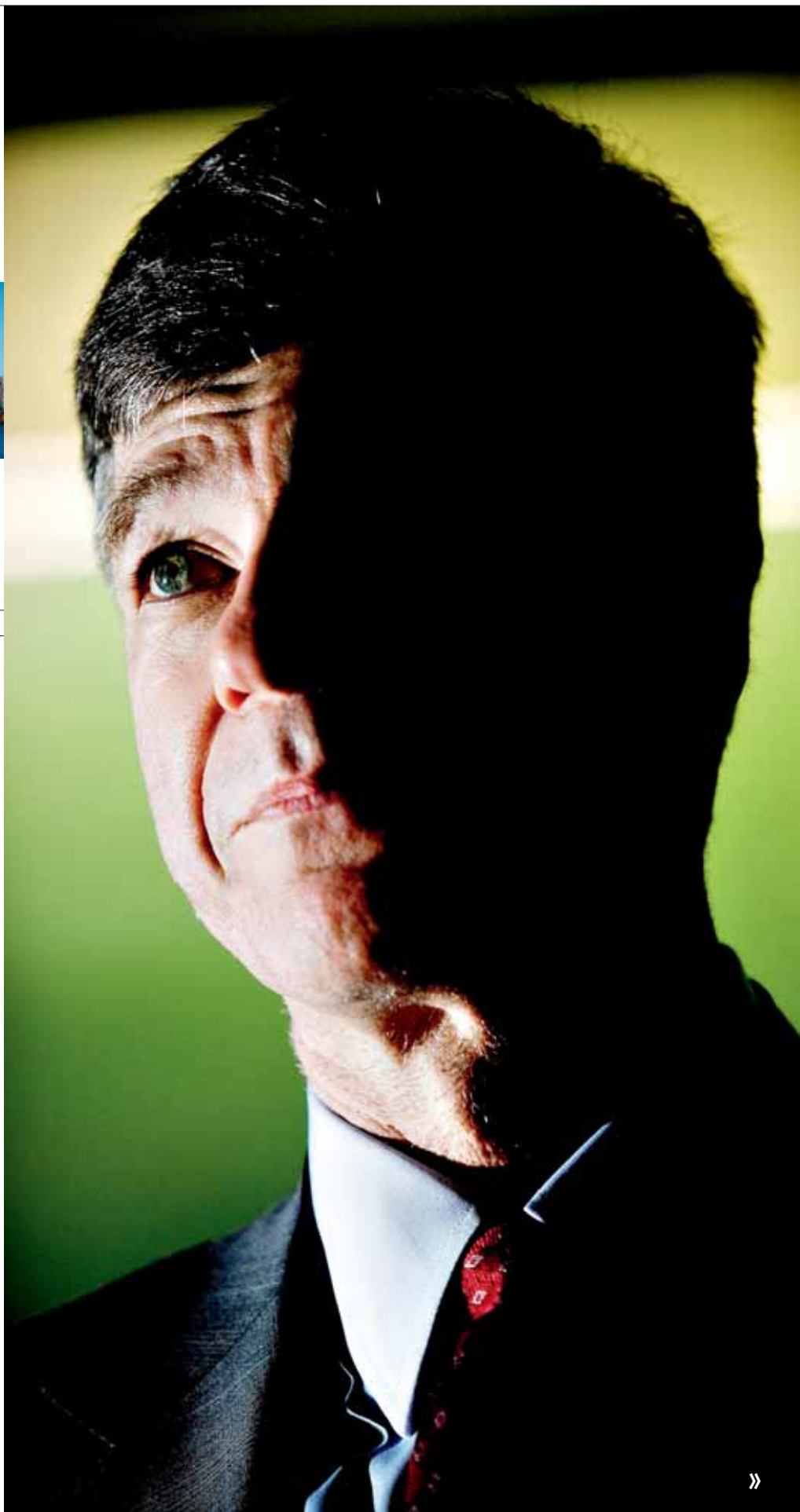
Her er vi så igen. Oliepriserne er stort set femdoblet siden 2002, endnu en gang resultatet af en stærk global efterspørgsel, der løber ind i et begrænset globalt udbud. Verdens kornpriser er fordoblet det seneste år. Ligesom i 1972 er den seneste slutspurt i fødevarepriserne blevet forstærket af klimatiske chok. Australiens tørke og Europas hdebølger lagde et låg på kornproduktionen i 2005-06. Selv politikken har en besynderlig lighed. I både 1974 og 2008 blev en upopulær republikansk præsident, i kamp med historisk lav vælgertilslutning, afledt fra at føre seriøs makroøkonomisk politik. Landet sejlede omkring uden noget klart mål.

Dengang, som nu, var Dick Cheney tæt på roret. Hvad mere er, de fejlbaserede erfaringer, han tog med fra 1970'erne, bidrager til de problemer, der plager os i dag. Cheney var Gerald



Fords stabschef i 1976, da stigende oliepriser medvirkede til at besegle skæbnen for Ford's genvalgskampagne. Cheney blev besat af kampen om at kontrollere strømmen af olie fra Mellemøsten. Denne besættelse, som på mange måder bidrog til Cheneys trang til at lancere Irak-krigen, har gjort USA langt mere sårbar, når det handler om energi, ikke bare ved at binde USA fast i en katastrofal militær indsats men også ved at aflede opmærksomheden fra en mere sammenhængende energistrategi.

Den første stagflation blev overvundet med en meget høj pris, herunder 15 år med lavere global vækst. Mens verdensøkonomien ekspanderede med omkring 5,1 pct. gennem perioden 1960-73, voksede den meget langsomt med 3,2 pct. i perioden 1973-89. En stor del af afmatningen havde at gøre med globalt udbredt pres på indtjeningen og begrænsninger på investeringer, jobs og vækst forårsaget af stramme energiforsyninger. En sideeffekt af stigende oliepriser var en forværring af den finansielle uro,



Fakta om Jeffrey Sachs

Jeffrey Sachs' karriere som økonom startede på Harvard University, hvor han blev udnævnt til professor i en alder af kun 29 år. Han anses for at være den ledende internationale økonomiske rådgiver i sin generation, og har bidraget med innovative men også omdiskuterede tilgangsvinkler til bl.a. teorierne om økonomisk udvikling, fattigdomsbekæmpelse og globalisering. Han udviklede tidligt en stor interesse for de fattige udviklingsøkonomier, og har været økonomisk rådgiver for lande som Bolivia, Polen og Rusland. Han er leder af

FN's Millenium Project og har fungeret som rådgiver for IMF, Verdensbanken, OECD og FN's Development Programme – og har desuden været særlig rådgiver for FN's generalsekretær siden 2002.

SACHS ER FORFATTER TIL ADSKILLIGE BØGER, BLANDT DE SENESTE ER
COMMON WEALTH: ECONOMICS FOR A CROWDED PLANET SAMT THE END
OF POVERTY: ECONOMIC POSSIBILITIES FOR OUR TIME.

» idet centralbankerne rundt omkring i verden, inklusiv Federal Reserve, oprindeligt forsøgte at bruge monetær ekspansion for at overvinde begrænsningerne på udbudssiden. Resultatet var inflation snarere end en genopretning af økonomisk vækst. Det er en nøglelektion til i dag, på et tidspunkt hvor Federal Reserve ser ud til at være opsat på at nedsætte renterne trods de stærkt stigende råvarepriser. Der er grænser for, hvad en centralbank kan gøre, når den står overfor et alvorligt ressourcepres.

Den første episode med stagflation åbnede op for en stor debat om den globale tilstrækkelighed af primære råvarer, især energi og fødevarer. I 1972 publicerede Rom-klubben sit manifest, »Grænser for vækst«, som forudsagde, at den globale økonomi ville »skyde over målet« med hensyn til Jordens grænser vedrørende naturlige ressourcer og efterfølgende kollapse. Da det imidlertid lykkedes for verdensøkonomien at overvinde den ekstreme stagflation og returnere til lavere inflation og stærkere vækst fra midten af 1980'erne og fremefter, kom det på mode at afvise den tidligere frygt med baggrund i ressourcepessimisme. Kritikerne gjorde nar af »neo-Malthusianerne«, som, inspireret af advarslerne fra tænkeren Thomas Malthus i slutningen af det 18. århundrede, forudsagde, at samfundet ville overgå Jordens bæreevne. Vidste Malthusianerne ikke, at knaphed ville generere nye ressourceopdagelser, nye substitutter

for knappe råvarer og nye teknologier?

Nu er debatten vendt tilbage med hævn, og et forsigtigt tilbageblik på den første stagflation er tankevækkende. Ja, verdensøkonomien overvandt stagflationen, men ikke let og ikke med styrke. Håndteringen og omgåelsen af ressourcebegrænsningerne var i sig selv begrænset, hvilket kommer til udtryk i dag. Vi er ikke ligefrem ved at løbe tør for ressourcer, men endnu en gang står vi overfor alvorlige ressourcemæssige og økologiske grænser, som kan holde den økonomiske fremgang tilbage.

Konventionelle olieforsyninger vil forblive stramme i de kommende år. Nye opdagelser vil ikke være tilstrækkelige. Verdens produktion af råolie blev næsten tredoblet i 1960-73 (fra 21 mio. tønder dagligt til 56 mio.), men er vokset med blot 30 pct. siden da til omkring 73 mio. tønder dagligt i 2006. Faktisk er råolieproduktionen fra den Persiske Golf helt stoppet med at vokse siden 1974, med en top på 21 mio. tønder dagligt. Opdagelser og produktionsforøgelse uden for Mellemøsten steg kun beskedent og er nu mange steder faldende i felter som Storbritanniens Nordsø og det nordlige Alaska.

Den samtidige fødevarerknaphed i 1970'erne viste sig at være mere kortvarig end energiknapheden, idet 1970'erne indledte en næsten global »grøn revolution« af højere kornudbytte, baseret på indførsel af forbedrede frøsorter af forskellig slags, intensiv brug af kunstgødningsmidler og

uhyre stigninger i kunstvanding. Denne præstation var overvældende, men heller ikke uden sine grænser. Mange områder med øget fødevarereproduktion såsom Indien og Kina har været afhængige af massive oppumpninger af grundvand til vanding, og det grundvand er ved at blive udtømt. Omfattende brug af kunstgødning, ofte anvendt på upassende vis, har også vist sig at være en miljømæssig trussel i nogle dele af verden, eftersom afstrømning og udsivning skaber døde zoner på steder som den Mexicanske Golf.

For at gøre tingene værre tilføjer menneskeskabte klimaforandringer nu enorme risici for den globale fødevarereproduktion. Nutidens tørre landregioner, så forskellige som det sydvestlige USA, Sahara i Afrika, Middelhavsregionen og Australien må nu imødesee hyppigere og voldsommere tørker med enorme uønskede konsekvenser for den globale fødevarer sikkerhed. En mængde af andre globale miljøproblemer truer også den globale fødevarerforsyning: Forsvindende gletschere (som danner basis for floder og vanding), temperaturstress, jorderosion, ødelæggelse af skrøbelige habitater og tabet af biodiversitet, herunder det dramatiske fald i mængden af fugle og insekter, der bestøver fødevarerafgrøder.

Udfordringen med klimaændringer er uden sammenligning større end i 1970'erne. I 1973 udledte verden omkring 17 mia. tons CO₂ via brugen af



fossile brændstoffer. I dag udleder verden omkring 30 mia. tons CO₂ fra disse kilder. Den atmosfæriske koncentration af CO₂, som var på 325 ppm (parts per million) og steg med ca. 1 ppm årligt i 1973, er steget med ildevarslende hastighed til i dag 385 ppm og stiger nu med 2,4 ppm årligt.

Globale ressourcebegrænsninger

Implikationerne er klare og tankevækkende. Vores globale ressourceklemme er langt strammere nu end i 1970'erne, fordi verdensøkonomien er så meget større, ressourcebegrænsningerne er strammere, og hurtige løsninger er sværere at finde. I 1974 var Jordens befolkning på fire mia., og den samlede verdensindkomst var omkring 23 trillioner dollars (i nutidisdollars justeret for købekraft). Nu er Jordens befolkning på 6,7 mia., og økonomien er omkring 65 trillioner dollars. Den samme årlige vækstrate i verdensøkonomien, fx 4 pct., kræver langt flere naturlige ressourcer – energi, vand og dyrkelig land – end i 1970'erne og frembyder langt større risici for verdens klima og økosystemer.

Vi står derfor overfor en forlænget periode i hvilken global økonomisk vækst vil være begrænset, ikke af bredt favnende makroøkonomiske politikker eller markedsinstitutioner, heller ikke af grænser for den globale handel, eller den generelle evne for nutidens Emerging Markets til at investere i nye industrier. De mere presserende grænser vil være i ressourcer og et sikkert

klima. Det tog 15 heftige og forvirrede år at overvinde grænserne på energi og fødevarer efter 1973. Medmindre vi agerer klogere i dag, kunne vi stå overfor en endnu mere oprivende og forlænget tilpasning forude.

Heldigvis er der en bedre vej fremad, end vi tog efter 1974. Vi er nødt til at indføre sammenhængende nationale og globale teknologiske politikker for at adressere de kritiske behov i energi, fødevarer og klimaændringer. Ligesom vi (USA, red.) investerer 30 mia. dollars af offentlige midler i The National Institutes of Health (NIH), bør vi investere mindst lige så meget hvert år i et nyt National Institutes of Sustainable Technologies. Ligesom private biomedicinske virksomheder lever i en form for symbiose med NIH, burde energi- og fødevarersektorerne være understøttet af større offentlige bestræbelser på at promovere bæredygtige teknologier.

Der er bestemt ingen mangel på lovende idéer, blot en mangel på føderalt engagement til at understøtte deres betimelige udvikling, fremvisning og udbredelse. Solenergi fx har potentialet til at dække verdens energibehov mange gange, og udviklerne er tættere end nogensinde på at reducere udgifterne og løse problemerne med uregelmæssighed (overskyede dage), natte-lagring og langdistance transmission fra solrige ørkener til befolkningsrige områder. Brændstoføkonomiske biler (som plug-in hybridbiler med avancerede batterier), grønne bygninger, op-

fangning af CO₂, cellulosebaseret ethanol, sikker atomkraft og et utal af andre teknologier i horisonten kan forene en verden af voksende energieferspørgsel med stadigt knappere fossile brændstoffer og stigende trusler af menneskeskabte klimaforandringer. Hvad angår fødevarerforsyningen har nye tørkeresistente afgrøder i forskellige varianter potentialet til at fremhjælpe global fødevarer sikkerhed i et klima, der allerede er i forandring. Nye vandingsteknologier kan hjælpe forarmede landmænd med at bevæge sig fra en enkelt afgrøde til flere afgrøder af høj værdi året rundt.

Men hvor lovende disse alternativer end er, har vi ikke investeret nok for at bringe dem til virkeliggørelse. Mens vi formøbler hundredvis af milliarder dollars i Irak, bruger den amerikanske regering blot 3 mia. dollars eller deromkring pr. år på energiforskning – omkring 36 timer af Pentagons forbrug! Alligevel vil det være de nye teknologier, anvendt hurtigt og i en global skala, som tilbyder de virkelige nøgler til energi- og fødevarer sikkerhed, og chancerne for vedholdende, bæredygtig økonomisk global udvikling. I årene fremover skal teknologisk udvikling, med både offentlig og privat finansiering, blive en fast del af vores nationale økonomiske og sikkerhedsmæssige arsenal.

FORTUNE

Artiklen har været bragt 9. juni 2008 i finansmagasinet Fortune.



Cheføkonom: Afgørende at holde lønudviklingen i ro

Danske Banks cheføkonom, Steen Bocian, mener ikke, at vi vil se stagflation i stil med den vi så i 70'erne. Men det altafgørende er at holde lønudviklingen i ro.

Nu hvor finanskrisen synes aftagende, og det med en vis sandsynlighed kan antages, at der ikke er flere grumme fald blandt de store finanshuse i vente á la Bear Stearns, så er det den stigende inflation, der er kommet i fokus på de finansielle markeder. Særligt ildevarslende er stigende inflation, når den forekommer på et tidspunkt, hvor væksten i økonomierne er for nedadgående. Stagflation kaldes det så, og det frembyder i sagens natur et ubehageligt dilemma for både politikere og centralbanker. Skal man gå fuldt ud efter at bekæmpe inflationen ved at sætte renten op, eller skal man tage hensyn til den økonomiske vækst og sætte renten ned? Og ikke blot er centralbankerne i et dilemma, rentevåbnet virker ikke særligt effektivt, hvis frygten for stagflation bider sig fast – da det bliver inflationsfrygten, som driver markedsrenterne op og ned.

Hvad er inflation?

Men lad os først lige slå fast, hvad inflation egentlig er. Inflation er sådan set blot stigende priser. Stigende priser behøver ikke at være et problem, faktisk er en vis inflation nyttig for økonomien, da det gør økonomien mere smidig. Tænker vi os en virksomhed, hvor lønnen er kommet for højt op til, at virksomheden er konkurrencedygtig – så kan det være psykologisk mere acceptabelt for såvel lønmodtager som arbejdsgiver at aftale en lønvækst, som er lavere end den generelle prisvækst frem for, at lønnen ligefrem sættes ned. Resultatet er i virkeligheden det samme, virksomhedens medarbejdere oplever en reallønsnedgang – men der er en mental forskel på, at sætte lønnen ned i stedet for at lønnen blot ikke stiger med priserne på andre varer. Dertil kommer, at det modsatte af inflation, deflation, har en lang række negative økonomiske effekter, blandt andet at det i alle livets økonomiske forhold bedre kan betale

sig at vente til i morgen, hvor alt er billigere – det er ikke med til at give en dynamisk økonomi. For meget inflation er imidlertid heller ikke hensigtsmæssigt. Det gør det svært at planlægge sin økonomiske fremtid – og når man skal til lønforhandlinger, så sørger man naturligvis for at smøre tykt på, så man ikke bliver snydt af den fremtidige inflation. En lav og stabil inflation har derfor gennem de seneste årtier været centralbankernes centrale målsætning.

Som udgangspunkt er en enkeltstående stigning i råvarerpriserne ikke et inflationsproblem. Men hvis priserne på råvarer fortsætter med at stige i pris – så vil det før eller siden også skubbe priserne på andre varer op – og dermed får man hurtigt startet inflationsmøllen. Det afgørende er derfor, hvordan de tiltagende priser påvirker forventningsdannelsen. Hvis folk begynder at forvente, at priserne generelt fortsætter med at stige som følge af de prisstigninger vi har set på fx olie, benzin og fødevarer, så kan det ende med, at de kræver mere i løn som kompensation. Dermed får man en opadgående løn-pris spiral. Frygten for fremtidig inflation skubber lønkravene op, hvilket presser inflationen op – hvorved lønnen skal stige endnu mere.

»Vi har en situation, vi godt kan kalde stagflation, hvor de inflationære tendenser er skabt af råvaremarkederne. Men det er foreløbig ikke noget, der ligner det, vi havde i 70'erne. De høje priser på olie og andre råvarer begynder ganske vist at gøre ondt i økonomierne, og inflationen skubbes mere bredt op. Men priserne skal blive ved med at stige i samme hastighed, før vi har en alvorlig inflationsudvikling. Det afgørende i denne proces er, at lønningerne ikke begynder at stige generelt som kompensation. Det var netop løn-pris spiraler, der gjorde inflationsproblemet så stort i 70'erne,« siger cheføkonom i Danske Bank, Steen Bocian. Centralbankerne spiller en afgørende rolle. De har i en år-

» Det afgørende i denne proces er, at lønningerne ikke begynder at stige generelt som kompensations. Det var netop løn-pris spiraler, der gjorde inflationsproblemet så stort i 70'erne«

CHEFØKONOM I DANSKE BANK, STEEN BOCIAN

række haft en nem rolle, og har med sindsro kunnet nyde de højeste vækstrater i verdensøkonomien i 20-25 år uden, at der har været tegn på stigende inflation, som ellers normalt følger med i en højkonjunktur. Men udviklingen siden starten af 1990'erne har været noget anderledes end normalt. Globaliseringen er nemlig accelereret voldsomt med stor outsourcing af varer og tjenesteydelser fra de udviklede lande til lavtlønsøkonomierne i Emerging Markets og dette – kombineret med omfattende liberaliseringer og dereguleringer – har betydet, at det normale lønpres ikke er opstået. Derfor har centralbankerne kunnet holde renten lav samtidig med, at væksten kørte i højeste gear i flere år.

Their finest hour

Nu skal centralbankerne vise, hvad de duer til.

»Det er vigtigt, at de formår at tøjle inflationen og agere på en måde, så inflationsforventningerne generelt holdes i ro. Det kræver en strammere og overbevisende pengepolitik. Men da vi samtidig oplever nedgang i økonomien med stigende ledighed, stigende renter og benzin-, olie- og fødevarerpriser, der foreløbig har ramt forbrugernes købekraft i mærkbar grad, så vil centralbankerne også blive udsat for et stærkt politisk pres for at være moderate i pengepolitikken,« siger Bocian, der som udgangspunkt har tiltro til, at de udviklede lande, belært af erfaringen, generelt ikke vil begå de samme fejl som i 70'erne med løbsk lønudvikling og utilstrækkelig stramning af pengepolitikken.

Indtil for nylig havde markedet indpriset, at ECB og Fed ville hæve renten markant, men i Danske Analyse fastholdt økonomerne (gør det stadig), at ECB ville nøjes med en enkelt d. 3. juli, mens Fed ikke rører renten det næste års tid.

”Vi synes markedet var kørt for langt i renteforventningerne i betragtning af den kraftige nedgearing i økonomien,“ siger cheføkonomen.

Foreløbig indikerer udviklingen, at markedets tro på de store centralbankers prioritering af inflation på bekostning af væksthensyn, netop var en anelse overdrevet. Markedet tror nu, at vi med 50 pct. sandsynlighed vil få blot en enkelt renteforhøjelse mere i år fra ECB. Øget bekymring om økonomien har også dæmpet de amerikanske renteforventninger, men der er dog stadig priset renteforhøjelser ind på næsten et procentpoint over det næste år.



Risiko i fokus

– fem kritiske nøgleudfordringer for verdenssamfundet og kapitalmarkederne

Med finanskrisen, stigende renter, inflationstrusler, lavkonjunktur, overvurderede boligmarkeder, løbske oliepriser osv. er der mange højaktuelle trusler mod virksomhedernes indtjeningsgrundlag – og det gør det særligt vanskeligt at tjene penge som aktieinvestor. Men en ting er kortsigtede risici – noget andet er de langsigtede.

Global Markets Institute, som ejes af Goldman Sachs, afholdt for nylig en konference i London, med ekspertpaneler bestående af verdens førende eksperter inden for økonomi, demografi, ressourcer og miljø, som havde til formål at fokusere på nogle af de væsentligste risici, som allerede nu og i de kommende år vil få væsentlig indflydelse på kapitalmarkederne.

Peter Harrington, Senior Account Manager hos Active Advisory Services i Danske Bank, der fungerer som det faglige bagland for bankens investeringsrådgivere, var med.

»De temaer, der blev fremhævet, anses for at være de absolutte nøgleudfordringer for en vedvarende økonomisk udvikling, kapitalmarkederne og risikostyring. Risikotemaerne er ikke ukendte for markedet, men en indkredsning af emnerne er vigtig for, at investorerne kan forholde sig aktivt til dem. Og de fortjener en langt større grad af opmærksomhed i danske investorers bevidsthed,« siger Peter Harrington.

Løsningsmodellerne er uhyre komplicerede, men indebærer en højere grad af politiske løsninger og samarbejde – både via regeringer og i internationale fora. Men der var på konferencen udbredt enighed om, at der mangler fremtrædende internationale organer og fora, hvor bindende politisk debat og løsninger udspringer fra. Det indikerer, at verdenssamfundet i dag ikke har et

optimalt fungerende og handlekraftigt netværk, der er i stand til at håndtere den overordnede risikostyring, der er nødvendig i kølvandet på globaliseringen.

»I fremtiden må vi forvente øget politisk indgriben – og det kan i sidste ende formentlig ændre investoradfærd og tilgangen til risiko i porteføljerne«, fremhæver Peter Harrington.

Følgende fem risikoforhold var konferencens omdrejningspunkt:

- 1 Knaphed på naturressourcer, konkurrencen om vand, fødevarer og energi i lyset af de globale klimaforandringer
- 2 Indkomstulighed
- 3 Finansiell integration og stabilitet
- 4 Demografiske ændringer
- 5 Stigende protektionisme

»Hvordan forholder man sig så til disse risici som dansk investor? Hastigheden af globalisering er uden historisk side-stykke, og det gør det meget vanskeligt at angive præcise tal for de overordnede risici, som påvirker de finansielle markeder. Den store udfordring for investorerne er, hvordan man kan reducere risiciene på almindelig vis – og i hvor høj grad man vil beskytte sine værdier ved f.eks. løbende at bruge derivater og traditionel risikospredning for at sikre sine investeringer,« siger Peter Harrington og fortsætter:



Peter Harrington, Senior Account Manager hos Active Advisory Services i Danske Bank.

»Hvis man skal have succes som investor er det essentielt, at man aktivt forholder sig til de risici, der er i markedet. Der er potentielle risici forbundet med knapheden på råvarer, fødevarer og vand, men det indebærer også enorme muligheder for de virksomheder, der beskæftiger sig med fx alternativ energi, genmodificerede afgrøder og afsaltning af havvand,« siger Peter Harrington.

1. Klimaforandringer og knaphed på ressourcer

Risikoen for katastrofale klimaændringer var en stor bekymring. Paneldeltagerne fremhævede kapitalmarkedernes rolle i klimaspørgsmålet i form af at fastsætte priser på udledning af CO₂ og muligvis også andre drivhusgasser. Behovet for større politisk intervention i klimaspørgsmålet blev stærkt fremhævet.

Knapheden i råvaremarkedet afspejler mange års forsømt udbygning af udbud og distributionssystemer men også en række strukturelle ændringer, inklusiv befolkningsvækst og stigende efterspørgsel i adskillige regioner. På denne baggrund forventede ekspertpanelerne, at prisstigningerne vil fortsætte. Den største bekymring rettede sig mod tilgængeligheden af kritiske ressourcer, især mad og vand (se s. 10), for folk i de fattige lande – som forværres af de negative effekter af klimaforandringerne. Der var enighed om, at det er i udviklingsøkonomiernes skift mod en mere proteinrig kost, at hovedforklaringen på fødevarekrisen skal findes, idet det kræver mere korn og vand at producere kød. Det blev fremhævet, at afgørende elementer er tilgængeligheden af opdyrkelig land (og prisen), væksthæmmende udstyr og genmodificerede afgrøder, hvis distribution har været hæmmet af global handelsuenighed.

Hvad angår energi blev det påpeget, at i lyset af den manglende vækst i udbudet af energi på globalt plan, er det nødvendigt, at efterspørgselen reduceres enten via politisk indførte begrænsninger eller via substitution mod alternative energiformer. Englands førende sociolog, Anthony Giddens, påpegede at menneskeheden ikke besidder den innovative kraft og teknologi, som skal til for at imødegå den enorme globale efterspørgsel efter olie og gas og efterlyste større politisk engagement som en vigtig drivkraft.

2. Indkomstulighed

Den globale indkomstulighed er blevet indsnævret en smule som følge af den økonomiske udvikling i Kina, Indien og andre befolkningsrige højvækstøkonomier. Men der er stadig stor forskel mellem de rige og fattige lande. Økonomisk ulighed kan føre til protektionisme, og paneldeltagerne udviste over en bred kam stigende nervøsitet for stigende protektionisme som en uholdbar kortsigtet politisk løsning. Den amerikanske valgkamp og Barack Obamas udmeldinger om, at NAFTA-aftalen skal genåbnes for at genforhandle bedre vilkår for det amerikanske arbejdsmarked og miljøspørgsmål, er et eksempel på protektionistiske risici, som globale investorer må tage højde for.

3. Finansiell integration og stabilitet

Subprimekrisen, der siden udviklede sig til den finanskrisen vi stadig plages af, skyldes for mange lån til boligejere med ringe betalingssevner de senere år – oven i købet efter en årrække med voldsomme boligprisstigninger. Det har vist sig, at mange amerikanske og europæiske banker og kreditinstitutter er medskyldige i krisen, da de i stor stil pakkede risikoen på subprimelån og andre lån ind i komplekse produkter (som selv kreditvurderingsbureauerne ikke kunne gennemskue) og solgte den videre i det globale marked.

Finanskrisen har vist, at det er afgørende for den fremtidige vækst i den globale økonomi, at man opnår en bedre global koordination af regulativt overblik, politik og regnskabsstandarder. Øget gennemskuelighed og overblik er essentielt for kapitalmarkedernes virkemåde.

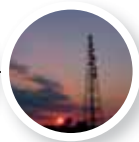
E. Gerald Corrigan fra Goldman Sachs påpegede, at jagten på afkast kombineret med gigantiske kapitalstrømme udløst af makroøkonomiske ubalancer (især Asien vs USA) spiller en afgørende rolle for de problemer, som de finansielle markeder slås med i dag. Hans kollega Jim O'Neill tilføjede, at finansielle chok fortsat vil være en del af dagligdagen, og vi bør være særligt opmærksomme på gearingselementer i investeringer, som ofte varsler overdrivelser i den ene eller anden retning.

4. Demografi

Kombinationen af faldende fødselstal og stigende levealder fører til en ældre og mindre arbejdsstyrke i mange lande – typisk uden tilsvarende pensionsopsparing. Løsningerne er højere skatter, senere pensionsalder, øget opsparing, mere fokus på uddannelse og sundhedsvæsen. Formår politikerne ikke at løfte denne opgave i god tid, vil relativ fattigdom stige, levestandarden falde og der er stor risiko for politisk uro og pres på statsfinanserne.

5. Stigende protektionisme

Der er visse tegn på økonomisk nationalisme og andre protektionistiske tiltag. I USA fx er dette senest kommet til udtryk i retorikken under valgkampen og kontroversiel ny lovgivning omkring landbrugsstøtte. Handelseksperterne i panelet forventede dog ikke nogen form for bred tilbagetrækning fra international økonomisk politik i hverken USA eller Europa – trods forventede problemer på kort sigt for WTO's Doha Round og andre forhandlinger om multilaterale handelsaftaler.



EU: Danmark diskriminerer udenlandske investeringsforeninger!

EU-Kommissionen har nu formelt anmodet Danmark om at ændre de danske skatteregler for investeringsforeninger.

Ifølge de danske skatteregler beskattes investorer i alle investeringsforeninger, der ikke opfylder kravene for at være udloddende investeringsforeninger, i kapitalindkomsten efter et lagerprincip. Det gælder også udenlandske investeringsforeninger. Reglerne indebærer, at såvel realiserede som urealiserede kursgevinster og -tab beskattes.

Uanset at reglerne ikke kun retter sig mod udenlandske investeringsforeninger, mener EU-Kommissionen, at de danske krav om minimumsudlodning er vanskelige eller umulige at opfylde for udenlandske investeringsforeninger. Kommissionen er derfor af den opfattelse, at reglerne er uforenelige med principperne om fri udveksling af tjenesteydelser og frie kapitalbevægelser i EF-traktaten og EØS-aftalen.

Hvis EU-Kommissionen ikke har modtaget en tilfredsstillende reaktion fra den danske regering inden to måneder, forventes sagen indbragt for EF-Domstolen.

Ekspert: Vi undervurderer oliereserverne

Olieselskaberne laver en klokkeformet sandsynlighedsfordeling for hvor meget det enkelte oliefelt kan indeholde, og derefter anfører de et tal for oliefeltets kapacitet, som de er 90 pct. sikre på, at de kan overgå. Og når de offentliggør et resultat for adskillige olieletter, lægger de ganske enkelt tallene sammen for hver enkelt. Og dét er et problem, mener Richard Pike, tidligere rådgiver for olieindustrien og topchef i UK Royal Society of Chemistry.

»De skulle i stedet kombinere sandsynlighedskurverne for hvert enkelt oliefelt,« siger Pike til New Scientist.

Den simple metode med at lægge tallene sammen for hvert enkelt felt ignorerer nemlig den statistiske information om ekstremerne i sandsynlighedsfordelingen, og dermed får man et resultat, der undervurderer det sande samlede tal for alle olieletter. Ifølge publicerede estimater er der 1200 mia. tønder olie, der venter på at blive udvundet af verdens kendte oliereserver, men Pike påpeger, at tallet i virkeligheden kan være dobbelt så højt.

»Tallene er næsten meningsløse og giver blot et konservativt estimat til aktionærerne.«

Richard Pike hævder, at de fleste olieselskaber internt foretager de statistisk korrekte estimater af deres kombinerede oliereserver, men ingen kan få adgang til denne information.

Dansk økonomi i recession

Dansk BNP er faldet i både 4. kvartal 2007 og 1. kvartal i år, og dermed har vi faktisk recession. Danske Banks cheføkonom, Steen Bocian, har dog gennem længere tid påpeget, at trangere økonomiske tider venter forude.

»Men det kommer lidt bag på mig, at vi allerede nu ser en negativ vækst – vi havde ventet, at det første kvartal ville vise en nulvækst som følge af en forventning om vigende bilsalg, faldende boliginvesteringer og en afdæmpet vækst i det offentlige forbrug. Når det er sagt, er det også vigtigt at fremhæve særlige forhold for netop første kvartal. For det første har bilsalget gennem længere

tid været ekstremt volatilt. For det andet giver påskens placering i år et kunstigt dyk i statistikken. Og for det tredje så havde vi pga. af valget sidste år ikke en finanslov på plads i første kvartal, og det gjorde at alt inden for den statslige sektor var afdæmpet – man bruger ikke penge, man ikke har fået bevilget,« siger cheføkonomen.

I øvrigt hæfter han sig ved det besynderlige i, at ledigheden ikke er steget i de to kvartaler.

»Ledigheden reagerer altid med en vis forsinkelse, og den kan være større end normalt denne gang pga. det ekstremt stramme arbejdsmarked. Når det

har været svært for virksomhederne at skaffe arbejdskraft, vil man formentlig se tiden lidt mere an, før man vælger at fyre folk,« siger Bocian, og tilføjer, at en anden besynderlighed i de tal, der er udnævnt som chokerende i dele af pressen, er at boliginvesteringerne er steget i perioden.

»Men under alle omstændigheder, med stigende renter, høje olie-, råvare- og fødevarerpriser, lavkonjunktur i verdensøkonomien, ubalancerede boligmarkeder på globalt plan m.v. er der lagt op til en dansk nedtur, og den mener vi stadig kommer til at vare et par år,« siger Steen Bocian.

Boligmarkedet slår tonen an for dansk økonomi

Boligmarkedet fungerer som lokomotiv for væksten i dansk økonomi, og renteudviklingen er det brændstof, der bestemmer hastigheden på det økonomiske tog i 2008 og 2009.



Renteudviklingen og temperaturen på boligmarkedet er afgørende for, hvor hård den kommende nedtur i dansk økonomi bliver i de kommende år.

Helt konkret forventer Danske Bank, at priserne på boligmarkedet vil falde med op mod 3 procent i 2008 og 2009 og den økonomiske vækst vil være henholdsvis i underkanten af 1 procent og lidt over. Boligprisudviklingen er dog til dels en joker for dansk økonomi, da der er ekstraordinært stor usikkerhed forbundet med, om renterne vil stige eller falde fremadrettet.

Fortsætter olie- og fødevarerpriserne med at stige, kan Den Europæiske Centralbank (ECB) med Jean Claude-Trichet i spidsen, blive tvunget til at stramme den pengepolitiske skrue yderligere, hvilket vil føre til højere realkreditrenter i Danmark. Det inflationære pres i euroområdet er dermed helt centralt for renteudsigterne i Danmark.

ECB forhøjede som ventet den ledende rente med et kvart procentpoint d. 3. juli, og Danmarks Nationalbank fulgte trop. Ved samme lejlighed indikerede Trichet, at der ikke er flere renteforhøjelser undervejs, hvilket sendte renterne og renteforventninger kraftigt ned.

Danske Bank: Markedet tager fejl

Der er dog stadig, med omkring 50 pct. sandsynlighed, priset en enkelt renteforhøjelse af samme størrelse ind senere på året, mens Danske Banks renteanalytikere ikke tror, der kommer flere. Analytikerne understreger dog, at usikkerheden omkring renteprognosen er usædvanlig høj.

Udover usikkerhed omkring pengepolitikken, så spiller kreditkrisen og den finansielle uro en rolle for renteudviklingen på det danske realkreditmarked. De danske pengemarkedsrenter er steget ganske betydeligt, fordi bankerne er urolige for at låne til hinanden, hvilket har presset renterne op på lån med fleksibel rente som fx FlexGaranti® eller FlexLån®. Dertil kommer, at Nationalbankens selvstændige renteforhøjelse på 0,1 procentpoint den 16. maj 2008 resulterede i en kraftig stigning i renterne på lån med fleksible rente.

»Hvis Nationalbanken, uafhængigt af ECB, hæver renten yderligere, eller uroen på pengemarkedet forøges, vil det give sig udslag i højere renter på FlexGaranti® og FlexLån®. Vi forventer, at renten på FlexLån® F1 til F5 falder med mellem 0,4-0,6 procentpoint over det næste år i takt med, at den finansielle uro aftager. På et halvt års sigt forventer vi imidlertid en mindre stigning i renten på FlexLån® F1 til 5,75 pct. Hvis vores prognose holder stik, betyder rentestigningerne siden rentetilpasningen i december 2007, at man som boligejere med FlexLån® kommer til at betale et par hundrede kroner mere om måneden per million kroner, man har lånt,« siger Jakob Kongsgaard Olsson, økonom i Realkredit Danmark.

Boligmarkedet påvirker økonomien

Boligmarkedet er en fundamental kanal, hvorigennem renter påvirker den økonomiske udvikling. Årsagen er, at stigende renter skubber kreditomkostningerne opad og gør



» kredit mindre tilgængelig, hvilket ligger et nedadgående pres på boligpriserne. Dermed bliver det mindre attraktivt at bygge nyt, givet at byggeomkostningerne er uændret. Samtidig får husholdningerne dårligere mulighed for at bruge deres bolig som lånesikkerhed til at låne til fx privat forbrug.

Ændringen i boligefterspørgsel har i Danmark historisk set bidraget til at forklare en stor del af væksten i dansk økonomi. Omkring 14 pct. af væksten i BNP siden 1983 kan forklares med stigende eller faldende boligpriser. I Danmark har boligpriserne, dog i modsætning til i andre lande, en forsinket virkning på konjunkturudviklingen. Derfor ser man typisk det fulde gennemslag af boligprisfald 1 til 2 år efter, at boligpriserne er faldet.

»Man må altså formode, at den nuværende konjunktursituation er påvirket af forhold på boligmarkedet, der indtraf, da nedgangen på boligmarkedet for alvor fik fat sidste år. På samme måde vil de boligprisfald, man ser i dag, højst sandsynligt påvirke efterspørgslen i 2009 eller 2010,« siger økonom.

Usædvanlig stærkt boligopsving

Historisk set har der været store udsving i boligpriserne. Dog adskiller det seneste globale opsving sig markant i både længde og omfang. Boligopsvinget i de vestlige lande har været dobbelt så lang tid, og stigningerne har været tre gange så kraftige. Det er imidlertid notorisk svært at forudsige udviklingen på boligmarkedet, og de færreste havde i starten af 1990'erne gættet på, at man gik en periode med 15 års opgang på boligmarkedet i møde. Det samme gælder for den igangværende afkøling af boligmarkedet – ingen ved med sikkerhed, hvor omfangsrig den bliver.

I Danmark har vi siden 1970'erne oplevet 2 store afkølingsperioder på boligmarkedet, der har varieret markant i længe og omfang. De to store nedture på boligmarkedet i perioden fra 2. kvartal 1979 til 4. kvartal 1982 og fra 1. kvartal 1986 til 2. kvartal 1993 var karakteriseret ved reale fald på henholdsvis 37 pct. og 36 pct.

Igennem disse perioder var inflationen væsentligt lavere end den er i dag. Ved det forrige prisfald på boligmarkedet kunne 20 pct. af faldet tilskrives faktiske nominelle fald i boligpriserne, mens de resterende 16 pct. var et resultat af, at forbrugerpriserne steg hurtigere end boligpriserne.

Den nuværende konjunktursituation adskiller sig markant, da prisstigningerne er mere moderate. Dog er det inflationære pres steget betydeligt inden for det seneste års tid, hvilket trækker i retning af større reale boligprisfald. Hvis man tager højde for prisstigningerne, er boligpriserne siden afmatningen på boligmarkedet indtraf i 3. kvartal



2006 reelt faldet med et par procent. Dette fald dækker dog over store regionale forskelle.

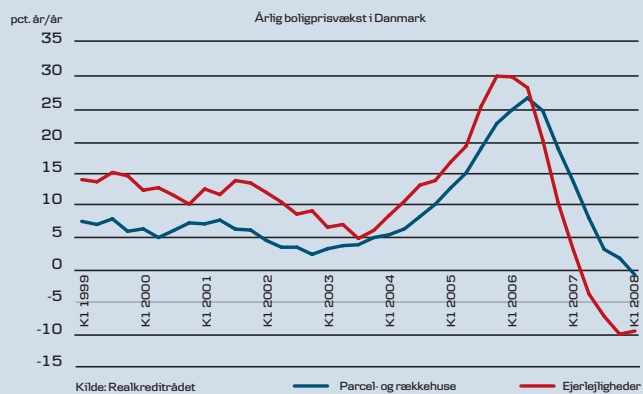
I København er ejerlejlighedspriserne faldet med over 20 pct., mens prisen på parcel- og rækkehuse i Jylland samlet set er steget i samme periode. Det er således i de regioner, hvor boligpriserne under sidste opsving er steget mest, at man nu ser de største boligprisfald.

»Den danske afkøling af boligmarkedet er en del af en international tendens, man ser i både Europa og USA. Sam-



menhængen er i høj grad drevet af globale ændringer i renten og skift i tilgængeligheden til likviditet. Over de seneste tre årtier har renteændringer slået takten an for boligmarkedet på begge siden af Atlanten, og har haft stor betydning for væksten. Derfor adskiller den nuværende situation sig ikke fra tidligere, da afkølingen af boligmarkedet og renteutviklingen vil være afgørende for væksten i 2008 og 2009 i USA, Europa og i høj grad i Danmark,« siger Jakob Kongsgaard Olsson.

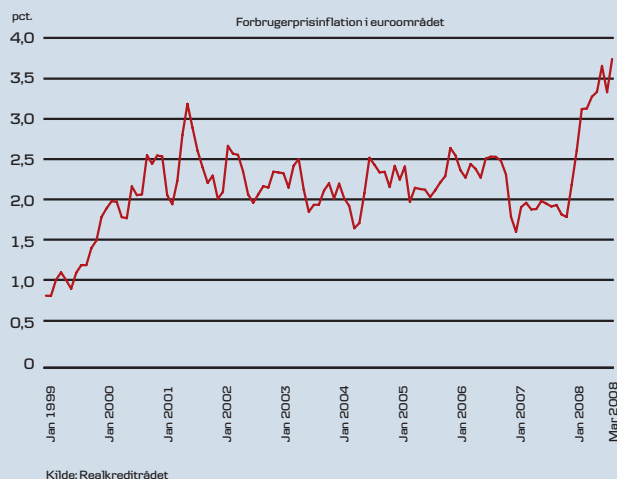
Afkølingen af boligmarkedet fortsætter i 2008 og 2009 ...



... stigende renter lægger et yderligere nedadgående pres på boligpriserne ...



...og hvis inflationen accelererer kan det tvinge ECB til at hæve renten endnu mere



Dobbeltbeskatningsaftalerne med Frankrig og Spanien er opsagt

Den 28. november 2007 bemyndigede Folketinget skatteministeren til at opsige dobbeltbeskatningsaftalerne med Frankrig og Spanien, såfremt de nævnte lande ikke indenfor en kort tidshorisont udviste vilje til at genforhandle aftalerne.

Aftalerne er nu opsagt med virkning fra 1. januar 2009.

Det har længe været en slet skjult hemmelighed, at de danske skattemyndigheder meget gerne ville have genforhandlet dobbeltbeskatningsaftalerne med henholdsvis Frankrig og Spanien, ikke mindst på grund af den favorable fordeling af beskatningsretten til udbetalinger fra danske pensionsordninger.

Dette fik yderligere aktualitet, da Folketinget i foråret 2007 vedtog et regelsæt, hvorefter Danmark – under visse betingelser, forpligter sig til at give fradrag for indbetalinger til pensionsordninger oprettet i andre EU-lande.

Dette gav anledning til at Folketinget den 22. januar i år vedtog en lov, som gav skatteministeren bemyndigelse til at opsige de nævnte dobbeltbeskatningsaftaler. Aftalerne er blevet opsagt den 10. juni, da der ikke var opnået en tilfredsstillende aftale.

Konsekvenserne af opsigelserne

Den umiddelbare konsekvens af, at der fra 1. januar 2009 ikke eksisterer nogen dobbeltbeskatningsaftaler med Frankrig og Spanien er, at der ikke er noget til hinder for at de respektive lande bringer deres interne skatteregler i anvendelse.

Hvis for eksempel en person med bopæl i Danmark skal udføre lønnet arbejde i Frankrig, vil både Frankrig og Danmark kunne beskatte lønnen. I den situation findes der imidlertid i Danmark nogle interne bestemmelser ifølge hvilke, den potentielle dobbeltbeskatning undgås ved at give nedslag ved den danske skatteberegning.

For så vidt angår udbetalinger fra danske pensionsordninger, vil disse blive beskattet i Danmark fra 1. januar 2009. Nedenfor omtales overgangsreglerne for de personer der allerede boe-

de i Frankrig eller Spanien op tidspunktet for lovens ikrafttræden.

Den hidtidige fritagelse for at betale ejendomsværdiskat af ejendomme beliggende i Frankrig ophæves ligeledes med udgangen af 2008. Men ligeledes her gælder der en overgangsordning jf. nedenfor.

Endelig vil ophævelsen af aftalerne bevirke, at Danmark som udgangspunkt kan beskatte udbytte af aktier, som udbetales fra danske selskaber til modtagere i Frankrig og Spanien.

Danmark er dog forpligtet til at overholde såvel EU's moder/datterselskabsdirektiv som rente-/royaltydirektivet. Førstnævnte indebærer, at Danmark ikke kan tilbageholde udbytte som betales af et dansk datterselskab til et moderselskab beliggende i Frankrig eller Spanien. I andre tilfælde vil den danske udbytteskat udgøre 15 pct. Der skal dog fortsat tilbageholdes 28



pct. Og differencen kan herefter søges refunderet.

Ligeledes kan Danmark ikke beskatte renter og royalties, som betales af et dansk selskab til et koncernforbundet selskab i Frankrig eller Spanien.

Overgangsregler

Af hensyn til de personer som allerede boede i Frankrig/Spanien da de nye regler fik virkning eller som allerede ejede en fritidsbolig i Frankrig, indeholder bemyndigelsesloven en særlig overgangsordning.

Pension

Personer, som boede og var skattemæssigt hjemmehørende i Frankrig eller Spanien den 28. november 2007, og som senest den 31. januar 2008 havde påbegyndt udbetalingen af efterløn eller pension fra Danmark, vil fortsat efter den 1. januar 2009 kun

blive beskattet i henholdsvis Frankrig eller Spanien.

Det er værd at bemærke, at skattefritagelsen gælder såvel de pensionsordninger, hvor udbetalingen er påbegyndt, som de pensioner der måtte komme til udbetaling på et senere tidspunkt.

Ligeledes gælder skattefritagelsen i overgangsreglen også for ægtefæller, som var bosat i Frankrig eller Spanien den 28. november 2007, når den ene ægtefælle først modtager betalinger fra en dansk pensionsordning senere end den 31. januar 2008.

For tjenestemandspensioner gælder det, at de hidtil kun har kunnet beskattes i Danmark. Når aftalen med Frankrig ophæves, er der ikke noget, der hindrer Frankrig i tillige at beskatte pensionen.

Med henblik på at imødegå denne dobbeltbeskatning, er der indført en

overgangsregel, hvorefter Danmark giver nedslag med den betalte franske skat, dog højst et beløb svarende til den danske skat på pensionsindtægten.

Ejerbolig i Frankrig

Personer med bopæl i Danmark og med en fritidsbolig i Frankrig har hidtil været fritaget fra at skulle betale dansk ejendomsværdiskat.

Sådanne personer vil fortsat være fritaget såfremt ejendommen var erhvervet senest den 28. november 2007.

For personer med ejerbolig i Spanien, sker der ingen ændring, da de hidtil har skullet betale dansk ejendomsværdiskat som følge af besiddelsen af ejendommen.

Skærpet beskatning af aktier ved fraflytning

Skatteministeren har den 30. maj i år fremsat et forslag som i givet fald kan skærpe beskatningen af aktier hos personer der flytter til udlandet og ophæver den fulde danske skattepligt. Det skal understreges, at der på nuværende tidspunkt alene er tale om et forslag, og at der kan ske ændringer i nedenstående inden den forventede vedtagelse til september.

Siden 1987 har der eksisteret en såkaldt fraflytningsbeskatning af aktier, når ejeren flytter til udlandet og derved ophæver den fulde skattepligt eller bliver anset for skattemæssigt hjemmehørende i udlandet.

Begrundelsen for den særlige beskatning af den ikke-realiserede aktieavance var, at forhindre personer i at flytte ud af landet og herefter sælge deres aktier til en ofte lav udenlandsk beskatning, uagtet at værdistigningen kunne henføres til den periode, hvori personen havde haft sin bopæl i Danmark. I

1987 var reglerne udelukkende gældende for hovedaktionærer. Senere blev de udvidet til at gælde alle andre aktier.

Efter de hidtidige regler pålignes der skat på det tidspunkt hvor personen flytter til udlandet, men langt de fleste får henstand med betalingen. Hvis aktierne herefter sælges under udlandsopholdet, forfalder den pålignede skat til betaling. Hvis personen derimod flytter tilbage til Danmark med aktierne i behold, bortfalder den skat, der blev pålagt på fraflytningstidspunktet.

Formål med den foreslåede skærpelse

Det har vist sig, at det trods indførelsen af ovennævnte fraflytningsbeskatning, har været muligt at flytte til udlandet, modtage udbytte til lav udenlandsk beskatning og derefter eliminere/reducere den danske aktieavancebeskatning.

De nye regler har derfor til formål at forhindre en sådan udhuling af den danske beskatning og foreslås ændret således, at fraflytningsbeskatningen i princippet bliver endelig.

Smidiggørelse af dødsboskatteregler

Folketinget har vedtaget en ny lov som lemper og smidiggør dødsboskattereglerne på en række punkter. I det følgende beskrives de vigtigste ændringer. Ændringerne har virkning for dødsfald, der finder sted den 1. juli 2008 eller senere.

Skattefri dødsboer

Efter de hidtidige regler er et dødsbo skattefrit; hvis dødsboets nettoformue pr. skæringsdagen i boopgørelsen ikke overstiger 1.882.400 kr. (2008) og værdien af bruttoaktiverne uden fradrag af eventuel gæld ikke overstiger 2.509.900 kr. (2008).

Antallet af dødsboer, som er skattepligtige, er i de senere år steget kraftigt, som følge af de store værdistigninger på ejendomsmarkedet.

I august måned sidste år forlød det imidlertid fra Skatteministeriet, at grænserne for, hvornår et dødsbo er

skattefrit, ville blive ændret. Ifølge det oplyste skulle der fremover kun være en beløbsgrænse for bruttoaktiverne og at denne grænse skulle hæves til 10 mio. kr., dvs. en væsentlig lempelse og administrativ forenkling i forhold til de hidtidige regler. Da det lovforslag, som netop er blevet vedtaget af Folketinget, så dagens lys i foråret 2008, viste det sig imidlertid, at Skatteministeriet havde valgt at stramme op i forhold til det oprindelige udkast.

Ifølge de nye regler er der nemlig fortsat krav til størrelsen af såvel nettoformue som bruttoaktiver. Ifølge de nye

regler skal der dog gælde én og samme beløbsgrænse for nettoformue og bruttoaktiver. Grænsen er på 2.509.900 kr. (2008) svarende til den hidtidige beløbsgrænse for bruttoaktiverne.

Ifølge de nye regler skal fast ejendom i form af helårsbolig eller sommerhus dog ikke medregnes ved opgørelsen af bruttoaktiverne. Sådanne ejendomme skal derimod fortsat medregnes ved opgørelsen af nettoformuen.

Hvis ejendommen er fuldt belånt, vil den derfor isoleret set ikke kunne resultere i skattepligt for dødsboet, uanset værdien af ejendommen.

Hvem bliver omfattet af de nye regler?

De nye regler vil have virkning for alle personer, der ejer aktier og flytter til udlandet og herefter ophæver den fulde skattepligt til Danmark.

Hvis kursværdien af aktierne på fraflytningstidspunktet er mindre end 100.000 kr. skal der dog ikke beregnes fraflytningsskat.

De foreslåede ændringer

Som nævnt indledningsvis er der på indeværende tidspunkt alene tale om et forslag, hvorfor vi kun i oversigtsform vil nævne de foreslåede ændringer i forhold til de eksisterende regler:

- Ved betaling af den pålignede skat straks ved fraflytningen gives der ikke længere reduktion for betalt udenlandsk skat i tilfælde af, at aktierne sælges under udlandsopholdet.
- Hvis der anmodes om henstand med aktieskatten, skal der udarbejdes en oversigt over aktiebeholdningen på fraflytningstidspunktet. Der er ligeledes pligt til at indsende dansk selvangivelse hvert år.

- Den skat der er ydet henstand med, udgør en saldo, som reduceres med den betalte skat fra efterfølgende aktiesalg, modtagelse af udbytter eller andre dispositioner som indebærer en værdiforringelse af aktierne.
- Der er ikke længere adgang til omberegning i forbindelse med salg af aktierne under udlandsopholdet.
- Manglende indsendelse af beholdningsoversigt eller rettidige selvangivelser medfører, at henstandsbeløbet forfalder til betaling.

Ikrafttræden

Det er hensigten at de nye regler skal have virkning allerede fra forslaget fremsættelse den 30. maj 2008.

Det er imidlertid interessant at bemærke, at forslaget ikke alene skal have virkning for personer der efterfølgende flytter til udlandet, men tillige for personer der er fraflyttet tidligere.

Sådanne personer skal opføre en henstandssaldo pr. 30. maj 2008 samt indsende en beholdningsoversigt til SKAT senest den 1. juli 2009.



Ægtefællen er eneste arving

Efter de hidtidige regler behandles dødsboet skattemæssigt altid som et uskiftet bo, når ægtefællen er eneste legale arving. Det betyder, at efterlevende ægtefælle ved overtagelse af aktiverne indtræder i afdødes skattemæssige stilling, herunder i relation til anskaffelsessummer, -tidspunkter og -hensigt.

Efter de nye regler bliver der som noget nyt mulighed for, at den efterlevende ægtefælle i stedet kan vælge at lade dødsboet beskattes. Det kan f.eks. være en fordel, hvis dødsboet er skattefrit, idet eksempelvis en post aktier med gevinst på, i så fald vil kunne udlægges til den efterlevende ægtefælle til markedsværdien, uden at det udløser beskatning i dødsboet.

Ugifte samlevende

Sidste år vedtog folketetinget en ny arvelov. Den ny arvelov indeholder to re-

gelsæt, der skal styrke en efterlevende samlevers stilling, hvis samleveren afgår ved døden.

Den ny arvelov giver for det første mulighed for, at ugifte samlevende under visse nærmere betingelser kan oprette et såkaldt udvidet samlevertestamente. I et udvidet samlevertestamente kan det bestemmes, at ugifte samlevende skal arve hinanden som var de ægtefæller. Ordningen kan nærmest sammenlignes med et ægteskab, hvor der er fuldt særeje. Ugifte samlevende har derimod ikke mulighed for i arvemæssig henseende at have fællesje eller at sidde i uskiftet bo.

Dernæst er der i skifteloven indført regler, der giver den længstlevende samlever køberet til fælles bolig og sædvanligt indbo, uanset om samleveren har arveret eller ej.

Med den netop vedtagne lov tilpasses dødsboskatte reglerne arvereglerne blandt andet på følgende punkter:

- En efterlevende samlever sidestilles med nærtstående arvinger, således at samleveren får mulighed for at succedere i et aktiv, der tilhørte afdøde, selvom det overstiger værdien af arvelodden. Ved succession forstås, at en skattepligtig avance ikke beskattes i dødsboet, men at den efterlevende samlever indtræder i afdødes skattemæssige stilling.
- En efterlevende samlever kan ligesom en efterlevende ægtefælle under visse nærmere betingelser undgå beskatning af kursgevinster ved ekstraordinær indfrielse af kontantlån, der realiseres ved ekstraordinær indfrielse i umiddelbar forbindelse med skifte af en ejendom tilhørende afdøde. En samlever sidestilles ikke med en ægtefælle i relation til boafgiften. Ved arv til en samlever skal der således stadig normalt svares 15% i boafgift, mens arv til en ægtefælle altid er helt fritaget for boafgift.

Efterløn er en attraktiv opsparingsform

Det vil oftest være attraktivt at melde sig til efterlønsordningen.

Man får nemlig betydeligt mere tilbage fra efterlønnen, end man betaler ind. For en indbetaling på 147.600 kroner over 30 år, får man ret til at modtage 832.000 kroner i efterløn, fra man er 62. Fordelen er knap så stor, når man tager højde for, at man kunne spare pengene op på sin egen pensionsordning i stedet for. Men fordelene er stadig betydelige pga. tilskuddet fra det offentlige, som gør at almindelige pensionsordninger har svært ved at konkurrere med efterlønnen.

Hvor stor fordelene præcis er, kommer an på, hvad man betaler i skat, og hvor længe man er i arbejde. Typisk vil gevinsten være mellem 100.000 og 400.000 kroner i alt, hvis man trækker sig tilbage, før man kan få folkepension. Gør man ikke det, bliver gevinsten mindre, men den er der stadig.

Man skal melde sig til ordningen senest, når man selv er 30 år. Men hvis man ikke har fået gjort det, er det faktisk muligt at fortryde i mange tilfælde. Også det vil normalt være en overskudsforretning, selv om man vil kunne finde eksempler på, at det havde været en lille smule bedre at spare op selv, end at være med i fortrydelsesordningen.

Mange har tidligere sagt nej til efterlønsordningen, fordi der var stor usikkerhed om, om den ville blive ved med at findes. Men med velfærdsreformen i 2006 har et bredt flertal i Folketinget lagt sig fast på, hvordan systemet skal se ud langt ud i fremtiden – både hvad angår pensionsalder og efterløn.

Sådan virker efterlønnen

Efterlønnen er en mulighed for at holde op med at arbejde op til fem år før, man når folkepensionsalderen. Det vil sige, fra man er 62, når vi taler om dem, der nu skal vælge, om de skal melde sig ind i efterlønsordningen, for den fremtidige folkepensionsalder er (mindst) 67. Ordningen er forbeholdt medlemmer af a-kasser og kræver, at man derudover betaler et efterlønsbidrag.

Efter reglerne fra 2006 skal man betale til ordningen i 30 år, og begynde på det senest, når man selv er 30. Indbetalingerne bliver i praksis gemt på en personlig konto, som man til enhver tid kan overføre til en almindelig pensionsordning. Vælger man i sidste ende at arbejde frem til den almindelige pensionsalder, får man udbetalt sin efterløn i form af en skattefri præmie. Og har man fravalgt efterlønnen, før de nye regler blev indført, er det altså muligt at fortryde, selv om reglerne om det er strammet.

Bidraget er i dag på 4.920 kroner om året. På 30 år bliver det til 147.600 kroner. For det får man retten at modtage 832.000 kroner i efterløn, så umiddelbart er det en glimrende forretning, men gevinsten skal selvfølgelig holdes op mod, hvad man kunne have fået ud af at spare pengene op på sin egen pensionsordning, og mod regler om skat og modregning.

Bedre end alternativet

Sparer man op til pension på egen hånd, får man et fradrag, der svarer til en skat på op til 60 procent. Efterlønsbidraget giver kun et fradrag, der svarer til en skat på cirka 33,5 procent. I stedet for at betale efterlønsbidraget på 4.920 kroner ville en topskatteyder således kunne indbetale 8.175 kroner på en ratepension og have det samme tilbage til sig selv. Desuden får man et afkast af pensionsopsparingen. Til gengæld skal man betale skat af såvel pensionen som efterlønnen, når de bliver udbetalt.

I tabellen her har vi beregnet, hvad man kan stå tilbage med, hvis man betaler ind på en pensionsordning i stedet for at betale efterlønsbidrag. I de fleste tilfælde er det betydeligt mindre, end hvad man potentielt kan få i efterløn.

Tabel 1: Mulig opsparing før skat sammenlignet med efterløn, 2008-kroner

Pensionsalder	Egen opsparing		Efterløn
	Skat ved indbetaling		
	Bundskat	Topskat	
62	183.710	280.109	832.000
64	186.476	284.327	548.340
67	190.703	290.772	131.604 *)

*) SKATTEFRI PRÆMIE. VI SER BORT FRA MELLEMSKATTEBETALERE I BEREGNINGEN, IDET GRÆNSEN FOR MELLEMSKAT BLIVER SAT OP TIL TOPSKATTEGRÆNSEN NÆSTE ÅR. I DET STORE HELE VIL BEREGNINGEN FOR BUNDKAT PASSE PÅ DEN GRUPPE OGSÅ BEREGNINGSFORUDSÆTNINGER

- AFKASTET PÅ EGEN PENSIONSOPSPARING ER 4,25 % P.A. EFTER SKAT OG OMKOSTNINGER
- PRISREGULERING OG SATSREGULERING ER 3,5 % P.A.
- DER INDBETALES I 30 ÅR FRA DET FYLDETE 30. ÅR
- PENSIONSORDNINGEN ER EN RATEPENSION



Som tabel 1 viser, kan privat opsparing ikke ret godt konkurrere med efterlønnen, hvis man faktisk har tænkt sig at trække sig tilbage, før man når folkepensionsalderen på 67 år. Man kan derimod sagtens spare mere op på egen hånd end den præmie, man får for ikke at gå på efterløn, selv om man har ret til det. Men her skal man huske, at præmien er skattefri, mens man skal betale skat af pensionen. Derfor har vi også regnet på, hvad man kan stå tilbage med efter skat (tabel 2 og 3). Resultatet afhænger af, om man er topskatbetaler som pensionist.

Tabel 2: Opsparing efter skat, hvis man ikke betaler topskat ved udbetalingen

Pensionsalder	Egen opsparing		Efterløn
	Skat ved indbetaling		
	Bundskat	Topskat	
62	112.100	170.923	507.686
64	112.787	173.496	334.597
67	116.367	177.429	131.604

Tabel 3: Opsparing efter skat, hvis man betaler topskat ved udbetalingen

Pensionsalder	Egen opsparing		Efterløn
	Skat ved indbetaling		
	Bundskat	Topskat	
62	73.521	112.100	332.966
64	74.628	113.787	219.446
67	76.319	116.367	131.604

Igen viser tallene, at efterlønsordningen i næsten alle tilfælde er det bedste valg. Undtagelsen er i det tilfælde, hvor man vil arbejde helt frem til folkepensionsalderen, betaler topskat nu, og ikke kommer til at betale topskat som pensionist. Men selv i det tilfælde vil efterlønnen faktisk i mange tilfælde være konkurrencedygtig alligevel, fordi pensionsordninger ofte vil blive modregnet i folkepensionens tillæg og andre ydelser.

PAS PÅ, HVIS...

Har man en god pensionsopsparing eller pensionsordning kan det i nogle få tilfælde gøre, at efterlønsordningen er mindre interessant. Har man for eksempel en pensionsopsparing på 4,5 millioner kroner og går på efterløn som 62-årig, vil den årlige efterløn falde fra 166.400 til 38.960 kroner. Det betyder, at man alt i alt kommer til at modtage så lidt i løbet af de fem år med efterløn, at det bedre havde kunnet svare sig at spare op til en endnu større pensionsopsparing på egen hånd end at betale efterlønsbidrag. Men problemet kan løses ved, at man venter med at gå på efterløn, til man er 64. Så sker der ingen modregning for privat pensionsopsparing. Det giver i øvrigt også en væsentlig økonomisk tilskyndelse til at vente to år med efterlønnen for dem, der har en pensionsopsparing på omkring 2 millioner kroner. De vil få omtrent det samme beløb udbetalt over tre år fra de er 64, som de kunne få over fem år fra de var 62 og får altså desuden muligheden for at tjene penge på arbejdsmarkedet i yderligere to år.

Eventuelle firmapensionsordninger og andre arbejdsgiverbetalte ordninger bliver også modregnet. Der kan endda komme en modregning, selv om man først går på efterløn som 64-årig. Det sker, hvis der kommer løbende udbetalinger fra firmapensionen og andre arbejdsgiverbetalte ordninger med det samme. Har man mulighed for det, vil det kunne svare sig at udskyde udbetalingen, til man bliver 67.

FORTRYDELSESORDNINGEN

Som udgangspunkt skal man melde sig til efterlønsordningen senest, når man er 30 år. Men har man fra valgt det, er der gode muligheder for at fortryde.

Er man født i 1976 eller 1977 har man faktisk mulighed for at melde sig ind i efterlønsordningen på helt almindelige vilkår, som en overgangsordning. Men man skal stadig betale til den i 30 år.

Er man født 1. juli 1960 eller senere har man adgang til den særlige fortrydelsesordning. Men kravet er, at man har været medlem af en a-kasse uafbrudt, siden man fyldte 24 år. Er man født i perioden 1. juli 1960 - 31. december 1972 er det dog nok, at man har været i a-kasse uafbrudt siden 1. januar 1997. Under alle omstændigheder er det også et krav, at man melder sig til, senest når man fylder 47 år.

Fortrydelsesordningen kræver, at man betaler efterlønsbidrag i mindst 15 år mod de normale 30. Men for hvert af de 30 år, man ikke har betalt, bliver ens efterløn sat ned med 2 procent. Betaler man bidrag i 20 år under fortrydelsesordningen, kan man altså få en efterløn, der er 80 procent af det normale. Til gengæld sparer man jo en tredjedel af indbetalingerne, og i det samlede regnestykke er efterlønnen derfor alligevel attraktiv, også i fortrydelsesordningen.



Nationaløkonomi for alle:

Velfærdsstaten i skatteklekke

Der er behov for at sænke skatten af hensyn til vores velfærd, men også for at hæve den af hensyn til velfærdsstaten. Mere arbejde kan løse dilemmaet.

Den danske velfærdsstat har et grundlæggende problem: En gennemsnit-sindbygger i landet modtager mere fra det offentlige i løbet af livet, end han betaler i skat og afgifter. Godt nok er der overskud på de offentlige finanser lige nu, men det skyldes kun, at en unormalt stor del af befolkningen tilfældigvis er i den arbejdsdygtige alder for tiden. Vi kommer derfor ikke uden om enten at reducere offentlige ydelser og service eller hæve indbetalingerne.

Det påviste Velfærdskommissionen med stor klarhed i 2005, og siden har politikerne faktisk vedtaget at gøre begge dele – hovedsageligt ved at hæve pensions- og efterlønsalderen fra 2019. Det vil få folk til at arbejde i flere år, og dermed betale mere i skat, samtidig med at staten skal betale dem pension i kortere tid. Men dette såkaldte Velfærdsforlig har kun løst omkring halvdelen af velfærdsstatens finansieringsproblem. Der er altså stadig en stor opgave tilbage.

Hvad med velfærden?

En ting er velfærdsstaten, noget andet er selve velfærden. Vores samlede velstand er i sidste ende afhængig af vores produktion (i bred forstand – det gælder også »produktionen« af tjenesteydelser), og der er nærmest almindelig enighed om, at vores høje skatter

på at tjene en ekstra krone holder produktionen nede. Skatten får os til at vælge fritid frem for arbejde, og gør uddannelse mindre attraktivt. Lavere skat på arbejde kan derfor øge den samlede produktion og velstand – og kan desuden vise sig at være et helt nødvendigt svar på globaliseringen, der giver konkurrence mellem landene om den mest kvalificerede arbejdskraft. Fordi de får produktionen til at stige, betaler den slags skattelettelser til dels for sig selv. Men de færreste økonomer vil hævde, at skatteindtægterne ligefrem stiger, hvis man sætter skattesatsen ned.

Altså er der både behov for at hæve skatten af hensyn til velfærdsstaten, og for at sænke skatten på arbejde af hensyn til velfærden. Det er ikke nogen nem situation, men der er nogle mulige løsninger, som blandt andre regeringens skattekommission for tiden overvejer.

Løsninger

Man kunne reducere de offentlige udgifter. Det er rent faktisk en del af både den nuværende og den tidligere regerings politik. Ikke i form af direkte nedskæringer, men ved, at udgifterne i en periode vokser langsommere end økonomien som helhed. I praksis har det bare vist sig, at udgifterne år efter år er vokset mere end planlagt.

Man kunne også hæve skatten på andre ting for at sænke den på arbejde, og skaffe de manglende penge til velfærdsstaten. Der er bare ikke så forfærdelig mange andre ting at gå efter. Der er også international konkurrence om at tilbyde virksomhederne lav selskabsskat, og momsen er på EU's maksimum. Boliger er lempeligt beskattet i sammenligning med den hårde beskatning af kapitalafkast, men der er ikke rigtig stemning for mere boligskat. Det skal selvfølgelig nok kunne lykkes at finde måder at øge nogle skatter på, men næppe i nogen stor målestok.

Det efterlader mange økonomers yndlingsløsning: Fjern alt, hvad der tilskynder folk til at være på passiv forsørgelse frem for i arbejde. Så sparer man både udgifter og får flere skatteindtægter. Den hovedanklagende er efterlønsordningen, der blev indført i 1979 med det udtrykkelige formål at begrænse arbejdsstyrken, men også diverse andre forsørgelsesordninger er under beskydning. Men også på det område er den politiske modstand mod ændringer stor. Ikke mindst når det gælder efterlønnen, der blev fredet efter aftalen om højere pensionsalder fremover. Alt i alt må man nok sige, at der ikke er nogen nem snuptagsløsning. Det ændrer bare ikke ved, at der er et problem.

Modelporteføljer for obligationer

OPDATERET 2. JULI 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	Hpr. 59% skat 4)		
			Skat	Skat		DB pr.	Uænd.	
			45%	59%		12 md.	12 md.	
15	DK0009271041	2 D.10DS09	4,16%	3,88%	0,50	4,64%	4,72%	
10	DK0009271124	2 D.10DS10	3,70%	3,41%	1,45	3,91%	3,74%	
75	DK0009271207	2 D.10DS11	3,89%	3,59%	2,31	4,46%	3,59%	
100			5)	3,91%	3,62%	1,94	4,44%	3,78%

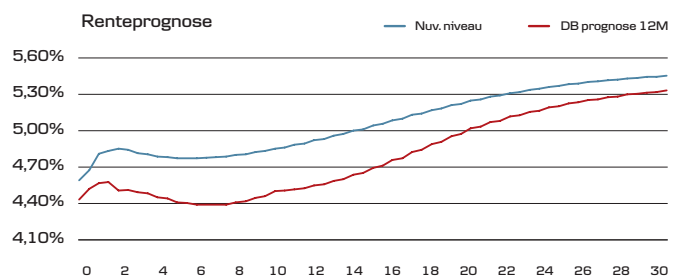
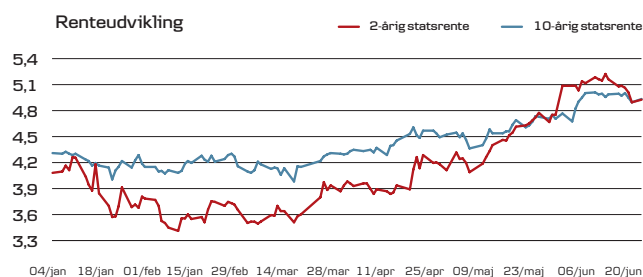
Pensionsbeskattede med tidshorisont 0-3 år								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat		
			Skat	0%		DB pr.	Uænd.	
			0%	0%		12 md.	12 md.	
15	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,64%	7,81	10,49%	8,16%		
35	DK0009766446	NYK FRN 01/01/2038	-0,45%	0,49	5,35%	5,43%		
25	DK0009276198	RD 4.0 01/01/2010	5,45%	1,47	5,70%	5,53%		
25	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	5,58%	2,35	6,41%	5,57%		
100				2,25	6,44%	5,88%		

Personbeskattede med tidshorisont 3-7 år								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 59% skat		
			Skat	Skat		DB pr.	Uænd.	
			45%	59%		12 md.	12 md.	
60	DK0009271207	RD 2.0 01/01/2011	3,89%	3,59%	2,31	4,46%	3,59%	
30	DK0009275117	RD 2.0 01/01/2016	3,70%	3,39%	5,83	7,61%	3,10%	
10	DK0009273179	RD 4.0 Aio 01/01/2038	3,28%	2,65%	8,35	7,79%	2,93%	
100			3,78%	3,45%	3,85	5,65%	3,39%	

Pensionsbeskattede med tidshorisont 3-7 år								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat		
			Skat	0%		DB pr.	Uænd.	
			0%	0%		12 md.	12 md.	
15	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	6,19%	8,05	10,53%	6,35%		
30	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,64%	7,81	10,49%	8,16%		
20	DK0009766446	NYK FRN 01/01/2038	5,23%	0,10	5,63%	5,67%		
20	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	5,58%	2,35	6,41%	5,57%		
15	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	5,61%	3,94	7,84%	5,23%		
100				4,56	8,26%	6,42%		

Personbeskattede med tidshorisont over 7 år								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 59% skat		
			Skat	Skat		DB pr.	Uænd.	
			45%	59%		12 md.	12 md.	
40	DK0009271207	2 D.10DS11	3,89%	3,59%	2,31	4,46%	3,59%	
10	DK0004129020	2 SKE 2015	3,74%	3,43%	5,73	7,62%	3,17%	
50	DK0009273179	4 D.43D 38	3,28%	2,65%	8,35	7,79%	2,93%	
100			3,58%	3,13%	5,49	6,34%	3,24%	

Pensionsbeskattede med tidshorisont over 7 år								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat		
			Skat	0%		DB pr.	Uænd.	
			0%	0%		12 md.	12 md.	
15	DK0009273179	RD 4.0 Aio 01/01/2038	5,88%	8,35	10,67%	5,82%		
30	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	6,19%	8,05	10,53%	6,35%		
20	DK0009278483	RD 6.0 Aio 01/01/2038	6,64%	7,81	10,49%	8,16%		
15	DK0009766446	NYK FRN 01/01/2038	5,23%	0,10	5,63%	5,67%		
20	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	5,61%	3,94	7,84%	5,23%		
100				5,92	9,20%	6,31%		



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

- Angiver hvor stor en andel, der anbefales af den enkelte fondskode i porteføljen.
- DB eff. rt. (Danske Bank effektiv rente) er korregeret 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 korregeret 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. Prognosen er ikke en pålidelig indikator for fremtidig udvikling
- Her kan du se de nævnte nøgletal beregnet på den samlede portefølje.

Euroland: ECB hæver renten trods klare tegn på, at Euroland er ramt

De seneste nøgletal har bekræftet, at europæisk vækst er hastigt på vej ned i gear. Nedgangen i global vækst og den stærke euro giver dårligere vilkår for eksportvirksomhederne. Afsætningen på hjemmemarkedet dæmpes af de stigende olie- og fødevarerpriser, som udhuler forbrugernes købekraft. Samtidig vil beskæftigelsesvæksten aftage i løbet af året, så der er udsigt til kun beskeden vækst i privatforbruget. ECB befinder sig i et dilemma med lav vækst på den ene side og høj inflation på den anden. ECB satte renten op med 25 bp 3. juli på trods af afdæmpningen i Euro-land. Det er ikke set tidligere, at ECB forhøjer renten, mens økonomien skifter ned i gear, og vi mener, at den svage vækst betyder, at ECB vil holde igen med at sætte renterne yderligere op, selv om inflationen ligger markant over ECB's målsætning. Omvendt ligger det ikke i kortene, at ECB sætter renterne ned. Dertil er inflationen for høj.

Festen er slut i Central- og Østeuropa

Det har været en fest for de central- og østeuropæiske forbrugere i de senere – lave renter, EU-medlemskab og høj vækst har hjulpet forbrugerne i Central- og Øst-europa, men nu tyder alt på, at festen er ved at være slut. Således har stigende inflation og strammere kreditvilkår ramt de østeuropæiske forbrugere hårdt. Hårdest ramt er forbrugerne i Baltikum, hvor kraftigt faldende boligpriser også bidrager til pessimismen.

USA: Nu virker skattepakken – men hvor længe holder det?

Over halvdelen af skatterabatterne er nu nået ud til forbrugerne. Indtil videre tyder alt på, at skattelettelserne har haft en relativ hurtig indvirkning på privatforbruget, som er steget pænt i de seneste to måneder. Økonomien har indtil videre klaret skærene og ser ud til at undgå negative vækstrater. Med andre ord er det ikke gået så galt, som man kunne frygte. Effekten fra skattelettelserne er dog kun midlertidig. Derfor er der udsigt til et tilbagefald i forbrugsvæksten igen i løbet af efteråret. Samtidig er økonomien fortsat presset af stigende energipriser, uroen på de finansielle markeder og korrektionen på boligmarkedet. Der er altså ikke grund til at blive alt for optimistisk. Det er for tidligt at vente en vending i økonomien, før vi kommer et stykke ind i næste år. Da nøgletallene har været bedre end ventet, og inflationen er tiltagende, har Federal Reserve skruet op for retorikken. Med renten på det nuværende lave niveau er der ikke umiddelbart udsigt til flere rentenedsættelser. På den anden virker de finansielle markeders forventning om 2 x 25bp i renteforhøjelser i løbet af andet halvår relativt aggressivt. Givet vækstudsigterne og de fortsat skrøbelige finansmarkeder, tror vi ikke på renteforhøjelser. Vi venter fortsat uændret rente på 2 % ind i næste år.

Det asiatiske opsving bliver udfordret

Overordnet set ser de fundamentale forhold for de asiatiske økonomier fortsat stærke ud. Det skyldes i høj grad, at balancerne er fordelagtige for de fleste asiatiske lande, som har store overskud på betalingsbalancerne, bugnende valuta-reserver og undervurderede valutaer. Ydermere er den intra-asiatiske samhandel steget markant, hvilket betyder, at regionen er blevet mindre afhængig af eksport til de vestlige markeder. Asien er dog hverken immun over for de stigende oliepriser eller opbremsning i den vestlige verden. Samtidig begynder den høje inflation at udgøre et stigende

problem for centralbankerne i flere lande, og på det seneste er flere asiatiske centralbanker begyndt at stramme pengepolitikken. Alt dette betyder, at pælen vil pege nedad for væksten over de kommende kvartaler – men opbremsningen ser ikke ud til at blive dramatisk. Asien bliver dog stadig den del af verdensøkonomien, som kommer til at klare sig relativt godt i 2008. Bedst ser det efter vores opfattelse ud for Asiens store økonomier Kina, Indien og Indonesien. Meget eksportafhængige økonomier som Taiwan, Sydkorea og Singapore kan blive ramt hårdt.

Aktieoversigten viser de aktuelle anbefalinger på nordiske aktier fra bankens aktieanalyseafdeling, Danske Markets Equities.

4. JULI 2008

Vær opmærksom på, at der kan ske ændringer i anbefalingerne efter redaktionens slutning.

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Energi			
Olje- og gastjenester			
Aceryg	NO	H	116,8
Aker Solutions	NO	K	126,5
Awilco Offshore ASA	NO	H	75,9
BW Offshore	NO	K	17,5
Fred Olsen Energy	NO	H	321,0
Ocean Rig ASA	NO	H	45,2
Prosafte SE	NO	A	52,3
Prosafte Production	NO	A	32,1
Seadrill	NO	R	156,0
Subsea 7	NO	H	137,3
Olje og gas			
Broström	SE	H	44,8
Neste Oil	FI	K	17,8
Norsk Hydro	NO	A	79,6
StatoilHydro	NO	A	187,3
Materialer			
Kemikalier			
Auriga Industries	DK	A	193,0
Exel	FI	R	7,3
KEMIRA	FI	H	8,3
Novozymes	DK	A	454,5
Emballage			
Brodrene Hartmann	DK	H	101,5
Huhtamäki	FI	H	5,3
Metaller & Minedrift			
Outotec	FI	K	38,6
Outokumpu	FI	R	22,7
Rautaruukki	FI	A	30,5
Talvivaara Mining Co LTD	FI	K	395,0
Industri			
Fly & forsvar			
SAAB	S	K	155,5
Byggeprodukter			
Assa Abloy	SE	A	91,8
Dantherm	DK	A	108,0
Flugger	DK	A	490,0
H+H International	DK	K	1285,0
Rockwool International	DK	R	680,0
Uponor	FI	H	9,8
Anlæg og Maskinteknik			
FLSmidth & Co	DK	K	539,0
Højgaard Holding	DK	A	174,5
Lemminkäinen	FI	H	28,1
Monberg & Thorsen	DK	A	399,5
Per Aarsleff	DK	K	729,0
SRV	FI	R	5,4
YIT	FI	H	15,8
Elektrisk udstyr			
NKT Holding	DK	A	377,0
Renewable Energy Corporation	NO	K	142,0
Schouw & Co	DK	H	192,5
Vestas Wind Systems	DK	K	673,0
Maskinindustri			
Alfa Laval	SE	K	100,5
Atlas Copco	SE	A	89,5
Cardo	SE	R	148,0
Cargotec Corp	FI	A	22,4
Haldex	SE	H	99,5
Kone	FI	K	23,0
Konecranes	FI	K	24,5
Metso	FI	K	30,7
Morphic Technologies	SE	H	10,2
Munters	SE	A	57,0
Nibe	SE	R	46,8
Opcon	SE	K	54,0
Sandvik	SE	K	93,0
Scania	SE	R	100,8
SKF	SE	A	98,3
Trelleborg	SE	K	99,5
Volvo	SE	K	81,8
Wärtsilä	FI	K	40,0
Handel og distribution			
Brdr A & O Johansen	DK	R	1100,0
DLH	DK	H	69,0
Ramirent	FI	H	6,9
Solar	DK	K	392,0
Sanistaal	DK	R	405,0

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Industri, fortsat			
Erhvervsservice & -produkter			
Securitas	SE	A	71,0
Cramo	FI	A	10,7
Gunnebo	SE	R	40,3
Securitas Direct AB	SE	S	28,0
Niscayah	SE	A	14,1
Luftfart			
Finnair	FI	A	4,9
Shipping			
A. P. Møller - Maersk	DK	A	58900,0
Broström	SE	H	44,8
DFDS	DK	H	704,0
D/S Norden	DK	R	522,0
Mols-Linien	DK	S	218,0
D/S Torm	DK	R	167,5
Transport			
DSV	DK	K	121,5
Forbrugsvarer			
Reservelede			
Autoliv	SE	H	311,0
Nokian Tyres	FI	K	30,0
Varige forbrugsvarer			
Bang & Olufsen	DK	K	197,0
BoConcept	DK	K	270,0
Ekornes	NO	K	76,3
Electrolux	SE	H	78,8
Husqvarna	SE	K	55,3
Fritidsudstyr			
Amer Sports	FI	K	9,9
Tekstiler & Beklædning			
Björn Borg	SE	K	48,6
IC Companys	DK	H	177,0
New Wave Group	SE	R	36,6
Hoteller, Restauranter & Underholdning			
PARKEN Sport & Entertainment	DK	H	1300,0
Skistar AB	SE	H	89,8
Medier			
Alma Media	FI	S	8,2
Sanoma Wsoy	FI	K	14,5
Detailhandel			
Clas Ohlson	SE	K	90,0
Hennes & Mauritz	SE	K	336,0
Nobia	SE	K	36,1
Stormagasiner			
Stockmann	FI	K	25,4
Næring & Nydelse			
Supermarkeder			
Hakon Invest	SE	R	106,5
Kesko	FI	A	20,9
Drikkevarer			
Carlsberg	DK	AS	479,0
Harboe	DK	K	135,0
Royal Unibrew	DK	R	522,0
Fødevarer			
Atria	FI	H	13,5
Cermaq	NO	R	64,0
Danisco	DK	A	321,0
EAC	DK	A	323,5
HKScan	FI	H	8,6
Marine Harvest	NO	S	3,8
Orkla	NO	A	66,2
Tobak			
Swedish Match	SE	K	126,0
Sundhed			
Medicinalinstrumenter & -udstyr			
Cologplast	DK	R	419,5
Elektro	SE	A	116,3
William Demant Holding	DK	K	320,0
Biotechnologi			
ALK-Abello	DK	A	576,0
Bavarian Nordic	DK	A	210,0
Curalogic	DK	AS	4,0
Genmab	DK	K	215,0
Exiqon	DK	K	28,5
Karo Bio	SE	K	5,0
LifeCycle Pharma	DK	K	21,4
Neurosearch	DK	K	245,5
Q-Med	SE	H	32,8

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
Sundhed, fortsat			
TopoTarget	DK	H	12,0
Farmaci			
Astrazeneca	UK	K	2157,0
Lundbeck	DK	A	123,0
Meda	SE	K	71,0
Novo Nordisk	DK	K	303,5
Finans			
Banker			
Amagerbanken	DK	K	180,5
Danske Bank	DK	IA	141,5
DNB Nor	NO	H	70,2
Fionia Bank	DK	S	95,5
Forstædernes Bank	DK	K	111,0
Jyske Bank	DK	H	303,0
NORDEA	SE	R	85,6
Pohjola Bank	FI	R	11,4
Ringkjøbing Landbobank	DK	A	732,0
Roskilde Bank	DK	A	186,0
SEB	SE	A	116,8
Spar Nord	DK	R	79,5
Svenska Handelsbanken	SE	R	145,0
Swedbank	SE	H	124,8
Sydbank	DK	K	182,3
Vestjysk Bank	DK	H	185,0
Forsikring			
Alm Brand	DK	H	247,0
Sampo	FI	A	16,0
Topdanmark	DK	H	764,0
TrygVesta	DK	K	357,0
Fast ejendom			
Sjælsø Gruppen	DK	A	105,0
Informationsteknologi			
Columbus IT Partner	DK	K	5,9
IT-konsulenter			
EDB Business Partner	NO	R	31,2
EDB Gruppen	DK	K	141,0
EMENTOR	NO	K	36,0
HiQ International	SE	A	27,5
Ixonos	FI	K	3,9
Semcon	SE	K	67,8
Sysopen Digia	FI	A	3,0
Teleca	SE	K	7,4
TietoEnator	FI	K	13,0
Software			
Cision AB	SE	H	12,0
IBS	SE	H	9,4
Comptel Corporation	FI	A	1,4
Danware	DK	R	69,0
Maconomy	DK	H	14,7
Orc Software	SE	S	117,3
Simcorp	DK	K	865,0
Telelogic	SE	H	20,7
TECNOMEN	FI	A	1,0
Kommunikationsudstyr			
Eltek	NO	A	34,4
ELCOTEQ	FI	S	5,0
Ericsson	SE	R	68,8
GN Store Nord	DK	A	25,8
Nokia	FI	R	15,7
Salcomp	FI	S	3,5
Tandberg	NO	K	89,8
RTX Telecom	DK	R	27,9
Thrane & Thrane	DK	A	276,0
Højteknologi			
Aspocomp Group	FI	R	0,1
Telekommunikation			
Telekommunikationsydelse			
ELISA	FI	K	13,2
Tele2	SE	H	114,0
Telenor	NO	K	101,5
TeliaSonera	SE	A	52,3
Forsyningsselskaber			
Elværker			
Fortum	FI	K	31,5

Tidshorisonten for anbefalingerne er 6 mdr.

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

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

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

Disclosure

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

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

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

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

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

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

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

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

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