

06

*Interview med
Goldman Sachs' aktiestrateg:*

VÆR SELEKTIV

Danske Banks aktiestrateg:
**FORVENTNINGENS GLÆDE
ER IKKE NOK**

22

**FORVENTNING OM
STABILISERING FÅR
RENTERNE TIL AT STIGE**

24

*Store forventninger
til Emerging Markets
– især Kina*

30

**Skat og pension
i nyt lys**

CLEAN TECH

**Globalt teknologisk kapløb i fuld gang
USA er bagud**

TEMA SIDE 10



TEMA: CLEAN TECH

06

GS' AKTIESTRATEG: BLIV I AKTIEMARKEDET – MEN VÆR SELEKTIV

Vi besøger i New York Goldman Sachs aktiestrateg for USA-markedet, David Kostin. Hvad skal man investere i nu hvor, S&P 500 har nået hans target for året?

08

FORVENTNINGENS GLÆDE ER IKKE NOK

Store forventninger har løftet aktiemarkedet siden marts. Nu skal de underbygges af økonomiske fakta i de kommende måneder, ellers er der risiko for en korrektion..

10

CLEAN TECHNOLOGY

Vi deltager i Goldman Sachs fjerde årlige konference om alternativ energi i New York. Konklusion. Den globale kurs mod alternativ energi er slet ikke til diskussion. Men amerikanerne er teknologisk bagud, og det huer dem ikke.

22

STABILISERING AF ØKONOMIERNE GIVER RENTESTIGNINGER

De lange renter er steget som reaktion på en række positive nøgletal og tendenser, der har fået snakken om deflation og Japan-scenarier til at forstumme.

24

INVESTORERNE HAR MOD PÅ EMERGING MARKETS

Kina trækker læsset blandt udviklingsøkonomierne, men tag ikke fejl. Alle de større udviklingsøkonomier er i en rivende udvikling og Vesten har ikke monopol på at udvikle mærkevarer. Verdensøkonomiens magtbalance er under forandring.

10,9

Goldman Sachs' estimat for Kinas
BNP-vækst i 2010. (i pct.)

LÆS OM EMERGING MARKETS **SIDE 24**

10 Goldman Sachs: Konference i alternativ energi

Verden er i fuld gang med en teknologisk transformation af oliesamfundet.

12 Konference: POLITIK

Det haster med en ambitiøs energi- og miljølovgivning, hvis amerikanerne ikke skal dukke tomhændede op i København.

14 Konference: SMART GRID

Store energibesparelser og anvendelse af alternative energikilder kræver en massiv udbygning af elnettet.

15 Konference: VIND

Kreditkrisen har givet modvind i branchen – men der er modvind i sigte næste år.

16 Konference: SOL

Solenergi er den energikilde, der knyttes de største forventninger til – men vi venter stadig på det teknologiske gennembrud.

17 Konference: TRANSPORT

Der er lagt op til en sand reformation af bilsektoren i de kommende år. Elbilen er fremtiden. Men først kommer hybridbilen i stort omfang.

20 Aktieanbefalinger

Ericsson, Carlsberg, Chalco, BMW

28 Tegn en forsikring mod kursfald

Ved at købe put-optioner på din eksisterende aktieportefølje, slipper du for at spekulere over markedsudviklingen mens du holder ferie.

29 Lav skat ved sommerhusudlejning

Ønsker du at udleje dit sommerhus er skattereglerne ganske lømpelige. Læs om dem her.

30 Skat og pension i et nyt lys

Vi introducerer de nye regler for pensionsopsparing, samt de overgangsregler, der vil ramme mange, der har oprettet pensionsordninger efter de gamle regler.

32 Høst kursgevinster på stigende renter

Som privatinvestor bør man ikke overse lånesiden. En gevinst på aktivsiden kan let blive »spist op« af et tilsvarende kurstab på lånesiden.

INVESTERING udkommer 10 gange årligt. Hensigten med magasinet er at give primært bankens investeringsaktive privatkunder et godt overblik over de mest aktuelle investeringsmuligheder og anbefalinger og samtidig skabe den bedst mulige indsigt i andre emner af økonomisk karakter.

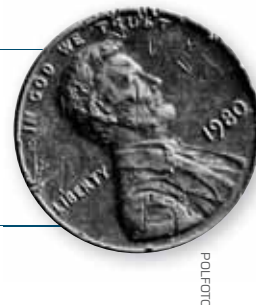
Udgiver: Danske Bank · Holmens · Kanal 2-12 · 1092 København K · Telefon 33 44 00 00
SWIFT: DABADKK www.danskebank.dk/kontakt · Redaktion: Niels Adelmark (ansvarshavende)
og redaktør Flemming Østergaard · Redaktion afsluttet den 9. juni 2009 · Grafisk design og
produktion: Datagraf AS · Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri · Kommentarer, spørgsmål, ris og ros
bedes sendt til flste@dankebank.dk · Forside: collage af Mette Funck, Datagraf A/S

FASTE RUBRIKKER:

- 04 Kort nyt
- 33 Modelporteføljer for obligationer
- 34 Verdensøkonomien – kort fortalt
- 35 Aktieoversigt

»The best thing about the future is that it only comes one day at a time.«

ABRAHAM LINCOLN, 1809-1865, USA'S 16. PRÆSIDENT



POLOFO

Store forventninger og løse rygter

LEDER

Søren Kierkegaard bliver ofte tillagt citatet »Forventningens Glæde er altid den største«, men det afvises af Søren Kierkegaard Forskningscenteret på Københavns Universitet. Som også afliver historien om, at han engang havde inviteret sin forlovede i teatret for at se Don Juan – for efter et par takter af Ouverturen at rejse sig og gå hjem igen med disse ord: »Nu gaar vi, nu har Du havt det bedste, Forventningens Glæde!«

Ikke så længe efter blev forlovelsen med Regine Olsen ophævet – og det har nok været med til at give næring til teaterhistorien. Som altså var usand. Regine Olsen (senere Schlegel) betroede nemlig senere bibliotekaren Julius Clausen, at parret ganske vist havde forladt teatret tidligt den pågældende aften, men det var sket efter første akt, og årsagen var, at Søren havde stærk hovedpine.

»Et oplysende Exempel paa, hvordan Rygter opstaar: En eller anden i Teatret har set dem gaa bort. Saa er det blevet forvansket, fortolket og gjort interessant,« skrev Julius Clausen.

Rygter og forventninger: Det er bestemt væsentlige drivkræfter på aktiemarkedet. Men her kan man ikke leve af forventningens glæde. Lige nu er vi i en situation, hvor aktiemarkedet generelt er steget med 30-50 pct. på tre måneder, og det har i høj grad været forventninger, der har sendt kurserne op. Beskedne tegn på økonomisk stabilisering og svag bedring i finanssektoren har givet næring til de mere positive forventninger og rygter om, at »det vist går rigtig godt«.

Men aktiemarkedet har ligesom sladder en tendens til at overdrive. Og det kunne tænkes, at vi allerede er i gang med en ny overdrivelse. Sandheden er, at det reelt ikke er gode nyheder, der har fremkaldt investorernes optimisme de seneste måneder, men snarere »mindre dårlige«. For at sige det kort: Aktierne er steget meget hurtigt og kraftigt på et tyndt grundlag, og nu skal vi altså have forventningerne om en forestående vending i verdensøkonomien bekræftet af realøkonomiske fakta i de kommende måneder. Sker det ikke, er en korrektion sandsynlig.

De seneste tal fra OECD, umiddelbart før deadline, varsler dog godt. Den ledende indikator for de 30 medlemslande, der tegner sig for næsten ¾ af verdens BNP, peger således på, at bunden i OECD som helhed »muligvis« blev nået i april,



og for 22 af medlemslandene ses indikatorer at varsle stigende økonomisk aktivitet fremover. Interessant var det i den forbindelse, at de lovende tegn ses både i USA, Japan, Tyskland, Frankrig, Italien, Canada og Storbritannien. De ledende indikatorer sigter mod at forudsige et opsving et halvt år i forvejen – og dermed indikeres altså positiv vækst i verdensøkonomien ved slutningen af året. OECD påpeger dog i en medfølgende kommentar til tallene, at det endnu er for tidligt at sige, om det er et midlertidigt eller mere varigt vendepunkt, der forudsiges. Ikke desto mindre et godt tegn – men vær opmærksom på, at træghed i de positive nøgletal, måske iblandet nogle skuffelser indimellem, vil kunne trykke aktiemarkedet undervejs.

Når det er sagt, så er det næppe at tage munten for fuld, hvis man påstår at bemarkedet er slut. Risikoen for en korrektion på kort sigt er udtvilsomt til stede, men ser man på prisfastsættelsen af aktier i et mere langsigtet perspektiv – 5-10 år – så er det svært at forestille sig, at obligationer skulle være i stand til at levere et bedre afkast i samme tidshorisont.

Verdens grønne kurs

Den faktiske vending i verdensøkonomien er usikker, og det samme er aktiemarkedets skæbne på kort sigt. Men sikkert er det i hvert fald, at verden er i fuld gang med en transformation af det oliebaseerede samfund over mod mere miljøvenlige energiformer.

I finanssektoren og erhvervslivet generelt er det nu ikke længere et spørgsmål, om den globale opvarmning er på vej eller ej. Den er her. Og for det fåtal, der stadig tvivler, er andre argumenter for en transformation af et verdenssamfund baseret på fossile brændstoffer åbenlyse. Verdens energiforbrug vil over de næste 20 år stige med 45 pct., og hvad det betyder prismæssigt, var olieprisenenes himmelflugt for et år siden blot en forsmag på. Og så er der den geopolitiske risiko – ønsket om at frigøre sig fra afhængigheden af energiimport fra urolige områder som Mellemøsten, Venezuela, Nigeria, Rusland m.v., er stor blandt mange lande – ikke mindst i USA.

USA er ikke ligefrem kendt for at gå forrest i kampen mod global opvarmning eller miljøproblemer generelt. Det har givet Europa og Asien et forspring inden for Clean Technology – et forspring, som bestemt ikke huer amerikanerne. USA, der var epicentret for den finansielle og økonomiske krise, som siden har bredt sig til resten af verden, har fået skrammer i den nationale stolthed, og må imødesee en årrække, hvor gældstyngede forbrugere må stramme livremmen ind, og statsgælden i 2010 vil vokse til tæt på 90 pct. af BNP.

Men den berømmede amerikanske innovationsevne er formentlig intakt. Selv om USA er bagud på point på mange områder inden for Clean Tech i forhold til Europa og Asien, skal man ikke afskrive amerikanerne. Clean Tech bliver ikke en amerikansk enegang, som de bemandede månelandinger var det, langt fra, men trods den aktuelle (aftagende) politiske modvind er amerikansk forsknings-, investerings- og erhvervsliv så opmærksom på at komme med i verdens femte industrielle revolution, at Stars and Stripes højst sandsynligt vil vaje stolt, når de store vindere inden for Clean Tech toner frem i de kommende år. Vi har i dette nummer valgt Clean Tech som det overordnede investeringstema – et tema, som giver mange interessante investeringsmuligheder i både USA, Europa og Asien.

Verdensøkonomiens kurs er usikker for tiden, men grønnere – det bliver den. ■

72%

Privatforbrugets andel af USA's BNP, da det toppede i 2007

Kreditobligationer anbefales stadig

I OVER FIRE MÅNEDER har vi anbefalet eksponering i High Yield-kreditobligationer via investeringsforeningen *Merchant Invest (MI) Globale Kreditobligationer* til investorer med en tidshorisont på mindst fem år. Argumentet var, at disse obligationer, hvor udstederen har en væsentlig dårligere kreditrating end udstederne bag Investment Grade-kreditobligationer, blev handlet til kurser, der selv med de mest pessimistiske briller på, forekom urealistiske. Således ville det på et tidspunkt kræve en akkumuleret default rate (andel af udstedere, der ikke kunne betale deres gæld) på 68 pct. over fem år (rekorden i 30'erne på 44 pct.), hvis afkastet på kreditobligationerne i perioden ikke ville blive højere end statsobligationer.

Siden da har adskillige lyspunkter vist sig rundt omkring i økonomierne, finanskrisen er for aftagende, og i dag handles obligationerne til væsentlig højere kurser. Obligationemarkedets mere optimistiske risikovurdering fremgår også af *High Yield CDS Index iTraxx Crossover*, som indikerer – baseret på en ligevægtet kurv af 50 obligationer udstedt af virksomheder med HY ratings – hvad det koster at forsikre sig mod misligholdte betalinger på obligationerne over en femårig periode. I starten af marts var dette indeks omkring 1160, men ligger i dag omkring 660.

Gevinstopotentialet er dermed også blevet mindre, men det kan stadig anbefales også for nye investorer, at eksponere sig i denne aktivgruppe via *MI Globale Kreditobligationer*. Går man ind i dag (beregninger foretaget kort før redaktionens slutning) med en fem-årig horisont for øje, så kan man tale en default rate på 56 pct. (der antages recovery rate på 27 pct., dvs. den andel, der modtages fra konkursboet efter en default). Dette skal ses i lyset af, at kreditvurderingsbureauet Moody's forventer en akkumuleret default rate på 25,3 pct. over de kommende fem år. Ultimo april var den løbende 12-måneders default rate på 8,3 pct. Moodys forventer, at raten topper i november på 14,8 pct. og slutter året i 14,2 pct. ■

Harvard-professor: Ny »normal« for vækst efter krisen

KENNETH ROGOFF, økonomiprofessor på Harvard University og tidligere cheføkonom ved IMF, har svært ved at se det stærke opsving i horisonten, som et stigende antal investorer har fået øje på.

»Måske har disse optimister ret. Men hvor stærk en ekspansion kan man fornuftigvis forvente, når det værste endeligt er ovre? Vil den »nye normal« være den samme som den »gamle normal« under vækstboommet fra 2002 til 2007?,« spørger professoren, som har svært ved at se, hvordan verdensøkonomiens to hovedmotorer gennem de seneste to årtier, USA og Kina, kan undgå at falde tilbage på en noget lavere vækstrate, end de oplevede før krisen.

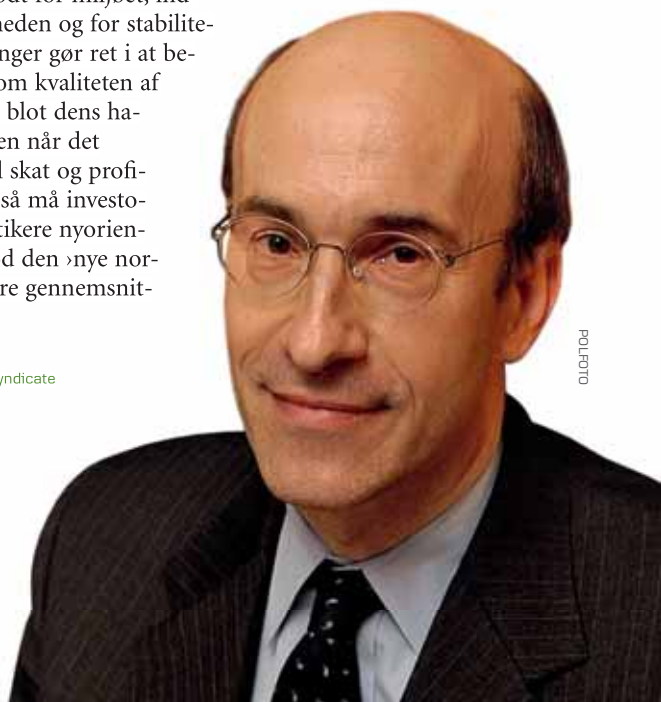
Han peger bl.a. på, at det amerikanske forbrug i en sikker kurs er på vej mod et lavere niveau, tynget af et svagt boligmarked, stigende ledighed og faldende pensionsformuer. Hvor USA's privatforbrug i 2007 toppede med at tegne sig for 72 pct. af USA's BNP, mener Rogoff, at det nu kan falde ned mod 60 pct. Han peger samtidig på, at det også vil tynge væksten, at USA har undergået et politisk skifte. Vælgerne fokuserer mere på miljø, sundhed og indkomstulighed – og mål i den retning vil koste dyrt. Og så oven i købet på et tidspunkt, hvor USA's budgetunderskud er vokset enormt som følge af bestræbelserne på at imødegå krisen.

Han påpeger også de store udfordringer, som Europa står overfor, og fremhæver især Tyskland, hvis regering har advaret om et muligt fald i BNP i år på 6 pct. Rogoff mener, at den igangværende finansielle krise næsten med sikkerhed vil bremse integrationen af de central- og østeuropæiske lande, hvis unge befolkninger er den mest dynamiske vækstkilde i Europa i dag.

Han mener dog, at Emerging Markets – f.eks. lande som Brasilien, Indien, Sydafrika og Rusland – med fortsatte reformer kan udfylde noget af det vækstgab, som de største økonomier efterlader. Men han konkluderer, at IMF efter i årevis løbende at opjusteret estimerterne for den globale vækst, nu må begynde at nedjustere.

»Selv efter krisen vil den globale vækst næsten med sikkerhed forblive lavere end i årene op til krisen i nogen tid. Denne ændring er muligvis godt for miljøet, indkomstuligheden og for stabiliteten. Regeringer gør ret i at bekymre sig om kvaliteten af vækst, ikke blot dens hastighed. Men når det kommer til skat og profitestimer, så må investorer og politikere nyorientere sig mod den »nye normal« – lavere gennemsnitssvækt.« ■

Kilde: Project Syndicate



PHOTO



Ny website: Spørg om alting

EN WEBSITE, hvor man kan få svaret på faktuelle spørgsmål om næsten ethvert aspekt inden for menneskelig viden, blev præsenteret i maj, skriver New Scientist. Alpha er skabt af Stephen Wolfram, berømt for softwarepakken Mathematica. Han har beskæftiget mere end 150 mennesker til at indsamle informationer inden for alle større områder af videnskab – fra atomfysik til astronomi og fra zoologi til kortlægningen af det humane genom. Økonomiske mål for forskellige lande er også dækket såvel som geografiske, kulturelle og mange andre datasæt.

Alphas potentiale er, at vidt forskellige datasæt er samlet det samme sted og i en form, der kan bearbejdes af Mathematica, som inkluderer et meget stort omfang af værktøjer til at analysere og vise data. Det betyder, at brugerne kan kombinere tidligere adskilt information om f.eks. økonomisk udvikling og sportsresultater eller handelsmønstre og befolkningsændringer.

»Vores mål er, at tilvejebringe viden på ekspertniveau til alle mennesker på planeten,« siger Russel Foltz-Smith fra Wolfram Research i Los Angeles, og tilføjer, at oplysninger, der ikke er 100 pct. verificerbare og præcise op til de højeste standarder, ikke vil dukke op i systemet. Dette kan Wikipedia ikke leve op til – ligesom Google heller ikke, modsat Alpha, kan levere svar på spørgsmål om f.eks. en brugers sundhedstilstand baseret på kolesterolniveau og alder eller tidspunktet for den næste solformørkelse i Timbukto medmindre nogen på forhånd har foretaget beregningerne og lagt dem ud på en website.

Check selv »videnmaskinen« på www.wolfram-alpha.com – men vær opmærksom på, at det er vigtigt at spørge på den rigtige måde. Maskinen er imponerende, og vil blive forbedret løbende i takt med, at man observerer, hvordan folk bruger og kommunikerer med den. ■

CITAT:

De næste 3-4 måneder bliver afgørende for USA's fremtid. Lykkes det ikke at nå til enighed om ambitiøse rammelovgivninger for USA's energi- og miljøpolitik, så vil USA miste sin førerposition som verdens førende økonomi.

Michael Granoff,
Project Better Place

» Regeringer gør ret i at bekymre sig om kvaliteten af vækst, ikke blot dens hastighed.«

KENNETH ROGOFF · ØKONOMIPROFESSOR PÅ HARVARD UNIVERSITY

Overvej udskiftning af FlexLån®

REALKREDIT DANMARK ANBEFALER, at man overvejer at udskifte FlexLån®, hvor kursfølsomheden er lav, med et fastforrentet lån, hvor kursfølsomheden er høj. Baggrunden er udsigten til højere renter på sigt. Er man aktiv investor og dermed også køber af obligationer, så bør man i øvrigt se på sin samlede eksponering over for de finansielle markeder som en helhed – dvs. f.eks. skal de obligationer, man investerer i, udvælges efter hvilke realkreditlån man har, for at mindske risikoen (se s. 32).

Et andet alternativ er, at udskifte et almindeligt rentetilpasningslån med FlexLån® med variabel løbetid. Man kan nemlig komme hurtigere af med sin boliggæld, hvis man optager et FlexLån® med variabel løbetid, hvilket kan være klogt set i lyset af udsigten til skattereformens reduktion af rentefradraget fra 33 pct. til 25 pct. (sker gradvist fra 2012 til 2019).

Hvis man har et almindeligt rentetilpasningslån med årlig rentetilpasning, er det ligeledes en mulighed at skifte det ud med FlexLån® med mindre hyppig rentetilpasning og dermed få en længere rentebindingsperiode.

Hvis man eksempelvis konverterer fra et rentetilpasningslån på en million kroner, som man optog sidste år, til FlexLån® med tilpasning hvert 3. år, vil den månedlige ydelse efter skat falde med 550 kroner frem mod rentetilpasningen til december, og man vil få sikkerhed omkring den månedlige ydelse de kommende 3½ år. Til gengæld stiger restgælden med 18.000 kroner, og man går glip af de forventede ydelsesfald på det oprindelige lån. Hvis renterne stiger med 1 procentpoint i dag, vil man til gengæld få et fald i kursværdien af restgælden på 26.000 kroner pr. million.

En anden mulighed er at skifte sit FlexLån® F1 med et lån med tilpasning hvert 5. år. I så fald vil man slippe med 350 kroner mindre om måneden mod at acceptere en stigning på 18.000 kroner i restgælden. Dog får man en potentiel gevinst på 43.000 kroner, hvis renten stiger med 1 procentpoint i dag.

Det bør bemærkes, at kursfølsomheden over for renteændringer falder i takt med, at man nærmer sig udløb af rentebindingsperioden. ■

GOLDMAN SACHS' AKTIESTRATEG:

BLIV I AKTIEMARKEDET
– MEN VÆR SELEKTIV

Det brede amerikanske aktiemarked er set under ét muligvis ved at have nået toppen, siger én model – mens andre peger på, at den »sande« værdi af S&P 500 er 1200. Goldman Sachs mener ikke, at S&P 500 vil ligge højere end 940 ved årets udgang, men der er stadig penge at tjene ved at vælge de rigtige aktier i de rigtige sektorer.

■ NEW YORK, MAJ 2009

UMIDDELBART FØR Goldman Sachs' fjerde årlige konference om alternativ energi fandt sted, satte vi bankens chefstrateg for det amerikanske aktiemarked, David Kostin, stævne i Goldman Sachs' hovedkvarter i New York.

Heller ikke David Kostin forudså omfanget af den finansielle krise, hvis primære udløser, subprimeobligationerne, var pakket så godt ind i komplekse finansielle instrumenter at

ikke engang verdens førende centralbanker eller finansielle tilsynsmyndigheder kunne gennemskue omfanget og risikoen. Men Kostin har faktisk været ganske god til at forudse aktiemarkedets retning siden kollegaen Lehman Brothers' kollaps i september 2008. Om han kan holde kadencen, vil vise sig i de kommende måneder.

Markedet er steget markant på kort tid, men det skorter ikke på økonomisk dårlige nyheder. Kan I se det lys, som markedet har fået øje på – eller håber på?

»De makroøkonomiske data har vist sig bedre end ventet. Vores ledende indikator, GDI, har nu vist fremgang for tredje måned i træk og momentum for femte måned i træk. Og vi tror, at USA er i bedring. Vores estimat er, at USA's BNP vil falde med en årstigningstakt på 3,0 pct. i dette kvartal efter et fald på det dobbelte i første kvartal. I både 3. og 4. kvartal i år tror vi på, at USA vil vokse med en årstigningstakt på 1,0 pct.«

Med den voldsomme stigning, vi har set siden starten af marts, har markedet i USA så allerede taget højde for dette?

»Det er forskellige måder at beregne et markeds samlede værdi på. Fed-modellen og P/E Mean Reversion siger, at en fair value for markedet i USA aktuelt er omkring 1200, mens Dividend Discount-modellen, som vi tager udgangspunkt i, siger, at det er omkring 940 – dvs. det niveau vi handler til i øjeblikket, og som vi fastholder som vores mål ved udgangen af 2009.«

AKTIVALLOKERING:

Danske Bank anbefaler øget aktieandel

Danske Bank opjusterer aktieandelen i KerneSatellit, bankens portefølje anbefalinger, som er baseret på investeringsbeviser. Det er valgt at inkludere Danske Invest (DI) Kina i KerneSatellit med 5 procentpoint for kunder med mellem og høj risiko.

Baggrunden er den seneste fremgang på de globale aktiemarkeder, forbedrede nøgletal og et generelt mere optimistisk investeringsmiljø, der ses som tegn på, at der er tale om en mere permanent stabilisering af den globale økonomi og ikke blot en midlertidig optur på aktiemarkedet.

Kina har drevet de stigninger, som har været på Emerging Markets og har den seneste tid vist stadig bedre nøgletal. DI Kina har 4 Morningstar-stjerner og rådgives lokalt af Schroders i Hong Kong. Afdelingen er allokeret med godt en tredjedel i Kina, en tredjedel i Hong Kong og resten i Taiwan.

Inkluderingen af DI Kina finansieres ved at reducere allokeringen i DI Udenlandske Obligationer med 5 procentpoint. Opvægtningen af aktier og nedvægtningen af obligationer betyder, at alle portefølje anbefalinger for samtlige kunde profiler i KerneSatellit nu er baseret på en neutral allokering mellem aktier og obligationer.



David Kostin

Betyder det så, at man skal gå ud af markedet nu?

»Nej, selv om det brede aktiemarked formentlig ikke kommer højere resten af året, så er der stadig gode penge at tjene, hvis man vælger de rigtige sektorer og selskaber. Men man skal være selektiv.«

Hvordan plejer det at gå i en økonomisk optur?

David Kostin har set på, hvordan de forskellige sektorer har klaret sig siden 1973 under diverse op- og nedture. Fra et aktiemarkeds top til bund har de defensive sektorer (Forbrugsgoder, Forsyningsselskaber, Health Care, Telekom. Services) slået de cykliske sektorer (Materialer, Energi, Finans, Forbrugsgoder, Industri, IT) med 16 pct. Mens de cykliske sektorer – et år efter, at bunden på aktiemarkedet blev nået – i gennemsnit har slået de defensive sektorer med 13 pct. Umiddelbart ligger det altså til højrebenet, at man skal købe cykliske sektorer nu, hvis man tror på at vi gradvist er på vej mod et opsving i USA.

Mens tingene går hurtigt på aktiemarkedet. Og de første spæde tegn på økonomisk bedring så vi tidligere på året, hvilket fik os til at anbefale cyklisk eksposering i martsnummeret af *INVESTERING*. Kursudviklingen på nogle af historiske sejrherre blandt de cykliske aktier har siden da allerede været ganske markant, og dette sammenholdt med forskellige andre forhold gør, at man skal se sig godt for i de cykliske sektorer.

Tag f.eks. Forbrugsgoder, som ellers normalt har været en stærk cyklisk sektor, når økonomien er gået op igen. Men denne gang er der tale om en krise, som stikker dybt, selv når økonomien vokser igen. De amerikanske forbrugere er i stort omfang selv skyld i, at det er gået så galt, fordi de i stort omfang har forgældet sig de seneste 25 år. Ser man på opsparingskvoten alene, så var den i gennemsnit omkring 12 pct. af den disponible indkomst under krisen i 1980, men er faldet støt siden da og nåede nul (faktisk under) omkring 2006. Men det er slut nu. Amerikanerne er tvunget til at spare op,

og Goldman Sachs-økonomeerne estimerer, at de amerikanske forbrugeres opsparingskvote vil stige til 8 pct. ved udgangen af 2010. Det rammer bl.a. købet af forbrugsgoderne.

I Energi, Finans og Materialer, der historisk set også klarer sig godt, når konjunkturpilen peger op igen, skal man også se sig godt for lige nu, efter at sektorerne har nydt en større optur. Store dele af verden – herunder de store regioner Japan og Europa kører på lavt blus og vil gøre det en rum tid endnu – og dette kan begrænse efterspørgselen på råvarer og energi. Hvad finansaktierne angår, så er det en udbredt forventning, at selv om der ventes færre afskrivninger og hensættelser ved diverse kvartalsregnskaber senere i år, så er de trange tider langt fra forbi endnu for banker m.v.

Hvad skal man købe?

Før vi svarer på det, så lad os lige kaste et blik på Kostins analyse af, hvordan det plejer at gå de forskellige sektorer efter en bund. Tiden efter bunden i et bearmarked er ret dynamisk og præget af hastige forskydninger mellem sektorerne. Kostin kommer frem til, at bear-markederne siden 1973 har været karakteriseret af tre faser: Pop, Stall og Sustained Rally.

Pop-fasen varer typisk en måned efter bunden, og her er der generelt ikke den store forskel på sektorernes performance. Gennemsnitligt er afkastet 15 pct. i S&P 500 med Forsyningsselskaber som den dårligste sektor med 11 pct. og IT i toppen med 20 pct. efterfulgt af andre typisk cykliske sektorer.

Stall-fasen er 2-3 måneder efter bunden, og her går luften lidt ud af de cykliske igen, såsom Industri, Energi, Materialer – mens de overhales af Forsyningsselskaber og Health Care. Gennemsnitligt afkast 3 pct.

Sustained Rally er 4-12 måneder efter bunden. Her begynder det, at blive stadig mere klart, at et økonomisk opsving er i gang, og der kommer generel fokus på de

Faldende korrelation er et godt tegn

DAVID KOSTIN UNDERSTREGER, at vi er på vej ind i en periode, hvor Stockpicking – evnen til at udvælge de selskaber, der vil klare sig bedst – i høj grad bliver en dyd i et økonomisk miljø, der, trods gradvis bedring, vil være mere udfordrende end i et normalt økonomisk opsving. Man kan allerede nu se, at korrelationerne mellem sektorer er faldende ligesom den også er for nedadgående blandt de enkelte aktier. Korrelationen er et statistisk mål, der udtrykker hvor meget to variable bevæger sig i takt – et tal, der kan svinge mellem -1 og +1. En korrelation på nul betyder, at der er tale om to helt uafhængige variable, mens en korrelation på +1 udtrykker fuldstændig samvariation, og -1 fortæller om to variable, der bevæger sig helt modsat hinanden.

Ser man på det amerikanske marked siden 1989, så er den gennemsnitlige sektorkorrelation 0,7 og aktiekorrelationen 0,48. Det er klassisk i et bearmarked, at korrelationen stiger – dvs. der er en tendens til at alt falder mere eller mindre i takt, når panikken begynder at brede sig og alle vil ud af døren. Mens de mere »normale« sammenhænge genoprettes, når bearmarkedet har bundet. Ser man på disse korrelationer alene, er der noget, der kunne tyde på, at bearmarkedet virkelig er slut. Hvor sektorkorrelationen og aktiekorrelationen under dette bearmarked toppede med hhv. 0,9 og 0,67, så er de nu igen nede omkring de seneste 20 års gennemsnit på hhv. 0,7 og 0,48. ■



cykliske sektorer Forbrugsgoder, Materialer, IT, Industri, Finans og Energi. Gns. afkast 19 pct.

Ser vi på det aktuelle markeds performance efter bunden i starten af marts, så har der helt klart været langt mere gang i den end i de foregående bearbejdede siden 1973. Forbrugsgoder, Industri, Materialer, IT har givet afkast i Pop-fasen (9. marts-9. april) på 31-38 pct., mens Finans – synderne, der skabte fundamentet for bearbejdedet – steg hele 72 pct. Så kom Stall-fasen (9. april-8. maj) igen ført an af Finans og de andre klassiske cykliske sektorer, mens IT dog ligger i bunden. Nu er vi så vej ind i den fase, der *måske* er Sustained Rally. Og ifølge historikken, så er det de cykliske sektorer, der her igen vil klare sig bedst.

»Den seneste tids nøgletal og indikatorer har bekræftet vores forventning om et opsving i andet halvår, og man bør som udgangspunkt overvægte sektorerne *Energi, Materialer, Industri og IT*, men fordi cykliske sektorer er kørt godt allerede skal man dog være kritisk i sin stockpicking. Forbrugsgoder, Finans og Telekom. Services bør vægtes neutralt - og Forbrugsvarer, Health Care og Forsyning undervægtes,« siger David Kostin og tilføjer, at det er vigtigt, man følger udviklingen nøje, fordi tingene kan ændre sig markant i denne fase og nødvendiggøre en væsentlig omroking af porteføljen.

Dividender og BRIK

David Kostin anbefaler også, at man holder øje med dividender.

»Markedet forventer aktuelt, at faldet i dividendeudbetalinger bliver det største siden 1938, men der er vi slet ikke enige. Vores forventninger går på en betydeligt højere udbetaling af dividender. Vi anbefaler som udgangspunkt, at man går efter aktier med en dividend yield over gennemsnittet på 4 pct. og en vækst i den årlige dividende på mindst 11 pct. i 2009 og 2010.«

Som en anden potentiel strategi anbefaler han, at man retter blikket mod BRIK-landene (Brasilien, Rusland, Indien, Kina) – især Kina.

»Vi anbefaler, at man køber selskaber med stort salg til BRIK-landene – især Kina, som vi tror, når en reeløkonomisk vækst på 11 pct. allerede i 2010 og 8 pct. i år.« ■

MANGE PENGE PÅ SIDELINJEN

Det er ikke alle, der er overbevist om, at det er nu, man skal gå ind på aktiemarkedet. De amerikanske investeringsforeninger har mange penge på pengemarkedet. Faktisk hvad der p.t. svarer til 44 pct. af den samlede værdi af S&P 500 – dog noget under toppen på 53 pct. tidligere i krisen. Der er stadig et stykke ned til de 20-25 pct., der er gennemsnittet for de seneste 20 år. Og det må siges at kunne blive en understøttende faktor for aktiemarkedet, når pengene fra disse fonde igen begynder at strømme over i aktiemarkedet.

FORVENTNINGENS GLÆDE ER IKKE NOK

Store forventninger. Det er, hvad aktiemarkedet har været drevet af siden starten af marts. Risikoen er, at forhåbningerne er løbet fra virkeligheden, hvilket kan udløse en korrektion på kort sigt.

■ FORVENTNINGER HAVES. VÆKST EFTERLYSES.

SELV OM AMERIKANERNE kun udgør 4,4 pct. af Jordens befolkning spiller de en afgørende rolle for resten af verdensøkonomien. Således tegnede USA's privatforbrug sig for 21 pct. af verdens BNP, da det gik hedest for sig i 2007. Analyser af aktiemarkedernes sandsynlige retning tager derfor også som regel afsæt i, hvordan det står til på den anden side af Atlanten, da USA-markedet sætter kursen. Og hvordan står det så til?

Tjah, der har i nogen tid været opmuntrende tegn i økonomien, som tyder på et amerikansk opsving i andet halvår. Blandt de seneste tegn er en fremgang for tredje måned i træk i ISM-indekset til nu 42,8. ISM-indekset fortæller om erhvervstilliden i den konjunkturfølsomme fremstillingssektor og er derfor et vigtigt pejlemærke for udviklingen i økonomien. Erfaringen viser, at et indeks på 42 er lig med nulvækst i økonomien, mens værdier over 50 fortæller om normalvækst i økonomien.

Forbrugertilliden er løftet

Et andet vigtigt tegn i den senere tid er et løft i amerikanernes forbrugertillid. udtrykt ved forbrugertillidsindikatoren, hvis langsigtede gennemsnit er 100. Da kreditkrisen var på sit højeste, faldt forventningsindekset til 30, hvilket afspejlede en frygt for systemkollaps og depressionslignende tilstande. Normalt er indekset i en recession omkring 50, som under kriserne i starten af 90'erne og 00'erne, der ikke var tyngt af finanskrise i dimensioner som denne. Et indeks på 54,9 i maj var derfor et vigtigt signal om, at de amerikanske forbrugere snart begynder at bruge penge igen.

I undersøgelsen, der ligger til grund for indekset, er også for-

Take nothing on its looks; take everything on evidence. There's no better rule.«

CHARLES DICKENS, GREAT EXPECTATIONS



Morten Kongshaug

brugernes vurdering af »den aktuelle tilstand«. Og denne indekssværdi ligger noget under den langsigtede tillid – faktisk på niveau med 90'er-krisen. Historisk set har aktiemarkedet haft sine bedste stunder, når den aktuelle tilstand er højere end de langsigtede forventninger.

»Umiddelbart er det en støtte til aktiemarkedet, at de langsigtede forventninger er løftet så meget. Men vurderingen af den »aktuelle tilstand« fortæller altså, at forbrugerne ikke synes tiden endnu er inde til at bruge penge. Det afgørende er derfor, at forbrugernes øgede tillid til fremtiden underbygges i de kommende måneder af bedring i realøkonomien. Hvis det ikke sker, så vil aktiemarkedet med sikkerhed påbegynde en korrektion,« siger Morten Kongshaug, aktiestrateg i Danske Bank.

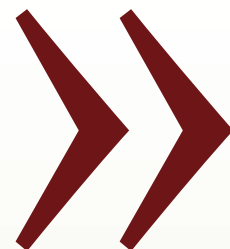
Brug korrektion som købsmulighed

»Hvis vi får en korrektion på aktiemarkedet som følge af, at forbrugernes tillid til fremtiden på kort sigt bliver skuffet af realøkonomiske fakta, så kan det efter vores vurdering anbefales at betragte det som en ny attraktiv købsmulighed i de globale aktiemarkeder. Vi tror som udgangspunkt, at det kun er et spørgsmål om tid, før det økonomiske lavpunkt i USA er passeret. Om det så bliver et økonomisk opsving, der strækker sig over flere år eller blot to kvartaler, er stadig uvist,« siger Morten Kongshaug, og peger på, at der i 2010 venter problemer med store offentlige og private gældsbyrder, budgetunderskud, stigende opsparingskvote hos amerikanske forbrugere, risiko for dollarsvækkelse, fortsat stram udlånspolitik hos bankerne, der hæmmer den lånefinansierede efterspørgsel osv. – forhold, som kan udløse en ny økonomisk nedtur.

Men det er ikke i fokus lige nu. Markederne koncentrerer sig om, at der er opsving i sigte i andet halvår, baseret på flere lovende tendenser. Boligmarkedet i USA er muligvis ved at have bundet, en stabilisering af virksomhedernes indtjening synes i gang, den systemiske mistillid er forsvundet, de ledende indikatorer for både OECD og BRIC-landene er vendt – faktorer, som har skabt optimisme og øget risikovillighed hos investorerne, hvilket bl.a. kan aflæses i risikopræmien på aktier i forhold til obligationer, der nu er tilbage på niveauet før krisen. Og som en lille kuriositet fra den tekniske analyse: S&P 500 har nu for første gang i mange måneder brudt det 200-dages glidende gennemsnit. Hvad enten man er tilhænger af teknisk analyse eller ej, så er det et faktum, at det amerikanske marked siden 70'erne er steget med 44 pct. i gennemsnit ved tilsvarende brud.

En vigtig potentiel understøttende faktor for en mere vedholdende optur på aktiemarkedet vil være, når de mange pensions- og investeringsfonde, der i dag stadig er undervægtede i aktier, vælger at gå ind med større eksponering, bekræftet af realøkonomisk fremgang.

Slutteligt nævner Kongshaug, at når man igen har stabilisering af indtjeningsestimaterne (som har været for nedadgående), vil der igen komme fokus på valuering. Selv om USA aktuelt handler til en P/E omkring det historiske trendgennemsnit, så vil det stadig være et attraktivt niveau, hvis vi fortsætter mod en normalisering af den økonomiske og finansielle verden. Europa handles p.t. til en væsentlig billigere P/E, hvilket også afspejler, at regionen ikke er så langt i konjunkturcyklen som USA. ■



It took us a
century to create
this challenge. It will
probably take us a
century to fix it.«

JOHN W. ROWE, ADM. DIR. I EXELON CORPORATION

A stylized background illustration featuring a green vine with several leaves on the left side. In the background, there is a city skyline with various buildings and power lines stretching across the scene. The word "CLEAN" is written in large, bold, green capital letters at the bottom, with the vine's stem acting as the letter 'C'.

Goldman Sachs' konference i ALTERNATIV ENERGI

■ NEW YORK, MAJ 2009

DEN 20.-21. MAJ AFHOLDT GOLDMAN SACHS sin fjerde årlige konference om alternativ energi, og Danske Bank var som de øvrige gange blandt deltagerne. Denne gang repræsenteret af afdelingschef René Stentoft, senior aktierådgiver Lars Skovgaard Andersen og redaktøren af INVESTERING, Flemming Østergaard. Hensigten var naturligvis på tæt hold følge de seneste strømninger blandt investorer, virksomheder og politikere inden for et tema, som Danske Bank har fulgt meget intenst siden 2006. Mere specifikt at få et indtryk af, hvor de forskellige udbydere af alternative energiformer aktuelt befinder sig på udviklings- og implementeringssiden. Hvad der kræves for at implementere de nye energikilder i elektricitetsnettet i større stil. Samt ikke mindst – at få en klar fornemmelse af hvor langt de amerikanske politikere er kommet i deres overvejelser omkring global opvarmning og alternativer til de fossile brændstoffer – og hvor langt de er fra tanke til handling i form af en lovgivning, der medvirker til i større grad at favorisere de alternative energikilder og »straffe« brugen af de traditionelle.

På konferencen sidste år var Al Gore på talerstolen og belære deltagerne om den globale opvarmning. Det var ikke nødvendigt med en tilsvarende provokerende dundertale denne gang. I finanssektoren og erhvervslivet generelt er det nu ikke et længere et spørgsmål om

den globale opvarmning er på vej eller ej. Den er her. Og for det fåtal, der stadig tvivler, er andre argumenter for en transformation af et verdenssamfund baseret på fossile brændstoffer åbenlyse. Verdens energiforbrug vil over de næste 20 år stige med 45 pct., og hvad det betyder prismæssigt var olieprisenenes himmelflugt for et år siden blot en forsmag på. Og så er der den geopolitiske risiko. Tidligere præsident George W. Bush var faktisk manden, der startede USA's skifte mod alternativ energi allerede i 2006, men det var udelukkende med det formål at frigøre USA fra at være afhængig af energiiimport fra det olierige og ofte også uroplagede Mellemøsten. En risiko, som også europæerne er trætte af, og som sidste vinter også kom fra russisk side, da de i en periode lukkede for gasforsyningen til Europa – en handling, som Rusland for nylig har truet med at gentage, hvis ikke europæerne hjælper med til at betale Ukraines regninger.

»Men det var hverken oliepriser, den globale opvarmnings katastrofale klimaeffekter forudsagt af videnskabsfolkene eller geopolitiske risici og trusler, der bekymrede de amerikanske paneldeltagere på konferencen. Det var derimod den store risiko for, at USA bliver kørt endnu længere bagud af især EU og Asien, når det handler om teknologiske innovationer i verdens femte industrielle revolution,« siger René Stentoft. ■

TECH



POLITIK

Det haster med en ambitiøs energi- og miljølovgivning i USA, hvis ikke amerikanerne skal dukke tomhændede op til klimatopmødet i København – og blive kørt endnu mere bagud af asiaterne og europæerne rent teknologisk i transformation af oliesamfundet.

■ TRÆG LOVGIVNINGSPROCES

DET AMERIKANSKE FOLK er delt fifty-fifty, når snakken falder på global opvarmning. Halvdelen tror, at den konstaterede opvarmning er menneskeskabt som følge af afbrændingen af fossile brændstoffer. Og den anden halvdel afviser, at opvarmningen har noget at gøre med menneskelige aktiviteter.

En lignende splittelse ses blandt politikerne – men det er måske nok mest af vælgerhensyn. Typisk er det demokraterne, der er

fortalere for at imødegå opvarmningen med lovgivning, der begrænser udledningen af drivhusgasser og øger incitamentet for forbrugere, erhvervsliv og energiselskaber til at spare på energien, øge energieffektiviteten og skifte over til alternative energikilder. Mens republikanerne typisk er imod tiltag, som begrænser handlefriheden for den kommercielle verden. En markant undtagelse er dog den republikanske guvernør for Californien, Arnold Schwarzenegger, som er nået langt med meget ambitiøse planer om alternativ energi og

reduktion af drivhusgasser for staten, der er en verdens største økonomier.

Men der er bevægelse i det politiske bagland. Siden konferencen i fjor er der en betydeligt mere positiv indstilling til at ændre miljø- og energipolitik i en retning, der imødegår den globale opvarmning. En stærkt medvirkende årsag er naturligvis præsident Barack Obama, der er meget fokuseret på problemet – herunder muligheden for at skabe mange nye jobs i Clean Tech. Det anses i den forbindelse for at være meget vigtigt, at over

50 mia. USD af den store finanspolitiske krisepakke på knap 800 mia. USD er rettet mod Clean Tech. Men det må også siges at være nødvendigt, hvis Obamas visioner om at gøre USA til verdens førende inden for Clean Tech skal blive til virkelighed.

Som det ser ud lige nu, er der langt til, at præsidentens drømme om et grønt USA kan opfyldes. Et vigtigt første skridt på vejen er at få vedtaget en ny ambitiøs lovgivning om energi og miljø. Både virksomheder og forsyningselskaber presser på for at lovgivningen igennem snarest, da de har brug for at vide præcist, hvad afgifter, CO₂-kvoter m.v. bliver i fremtiden, så de får et indtryk af, hvordan omkostningerne bliver, og hvilke energikilder, man primært skal satse på.

Men det er en lang vej. Den 21. maj godkendte energiudvalget i Repræsentanternes Hus lovpakken, der bl.a. foreslår, at USA's udledning af CO₂ i 2020 skal være reduceret med 17 pct. i forhold til 2005 og med 83 pct. i 2050. Men før lovforslaget når til afstemning »på gulvet« i Repræsentanternes Hus, skal den til afstemning i 6-7 andre udvalg, hvis ressortområder vil blive påvirket af loven. Et af disse er landbrugsudvalget, hvor både demokrater og republikanere forventes at give lovforslaget en hård medfart.

I energiudvalget stemte alle demokrater for forslaget, mens kun en enkelt republikaner bakkede forslaget op. Udfaldet ventes væsentlig anderledes i landbrugsudvalget, som anser udspillet for at ramme landmændene hårdt.

Et stort og vigtigt spørgsmål er naturligvis om det lykkes for amerikanerne at skrive en lovgivning sammen med tilstrækkeligt ambitiøse mål, som præsident Obama vil være bekendt at dukke op med til klimakonferencen i København i december. Vil Obama overhovedet dukke op uden et stærkt mandat fra Kongressen? Og hvilke muligheder har USA's første grønne præsident for at påvirke Kongressens politikere inden da?

Karen Wayland, seniorrådgiver for formanden for Repræsentanternes Hus, Nancy Pelosi, gav udtryk for optimisme.

»Repræsentanternes Hus har flyttet sig meget siden sidste år og er nu villig til at handle. Vi hører også fra vælgere, erhvervsliv og lokale regeringer om en stigende lyst og vilje til at bekæmpe global opvarmning.«

Hun har dog ikke den store tiltro til, at USA vil kunne udvise lederskab på klimatopmødet i København og dermed rykke ved det gængse indtryk af en nation, der ikke går forrest i kampen mod global opvarmning.

»Selv om det lykkes at få godkendt energi- og miljøpakken i en form, der ikke er langt fra udkastet, tror jeg ikke det vil ændre det internationale samfunds syn på USA.«

USA stødes fra tronen

Det er vores vurdering, at USA står over for meget vanskelige og afgørende forhandlinger i de kommende måneder, men det er meget af-

gørende, at der er et stærkt og tiltagende pres fra amerikansk erhvervsliv, som politikerne må forventes at lægge øre til. Sammenligner man denne konference med konferencen i 2008 er det imidlertid vigtigt, at lægge mærke til, at der i dag er en langt større og stigende erkendelse af, at USA på den miljø- og energiteknologiske front er langt efter Asien og Europa – og det skræmmer amerikansk erhvervsliv. En frygt, som i stigende grad også vil ramme politikerne i de kommende måneder.

Michael Granoff fra Project Better Place satte problemet i relief med denne provokerende udtalelse:

»De næste 3-4 måneder bliver afgørende for USA's fremtid. Lykkes det ikke at nå til enighed om ambitiøse rammeloavgivninger for USA's energi- og miljøpolitik, så vil USA miste sin førerposition som verdens førende økonomi. Vi befinder os i en industriel revolution. USA kom foran resten af verden i industrialiseringen, da de opfandt bilen. Hvis USA ikke er i stand til politisk at bane vejen for en grøn udvikling i USA, så vil landet blive kørt langt bagud af Europa og Asien.«

Chris Miller, energi- og klimarådgiver for den demokratiske senator Harry Reid, der er leder for det demokratiske flertal i Senatet, bemærkede, at politikerne udmærket er klar over problemet.

»Det er vigtigt at skabe mange nye Clean Tech-jobs ellers løber europæerne fra os inden for vedvarende energi. Vi skal skabe »wealth of investment« i Clean Tech.«

Hvad kommer USA med til København?

Med til at vanskeliggøre forhandlingerne i de kommende måneder er ikke blot mange politikeres uvilje mod at lægge stramme miljømæssige bånd på amerikansk erhvervsliv, men i høj grad også, at der er stor forskel på de mange forskellige staters energisammensætning og -forbrug og dermed også elektricitetspriserne. Nogle har desuden oplagte muligheder for solenergi, vindenergi, geotermisk energi og vandenergi, mens andre har store forekomster af kul, olie og gas og derfor tradition for mere heftig brug af de fossile brændstoffer end andre stater. Sammensætningen af industrien spiller også en rolle – tung industri er tæt knyttet til massiv udledning af CO₂, hvilket betyder, at nogle stater må imødesæ betydelige miljømæssige stramminger (og stigende elpriser), mens andre stater baseret i højere grad på service- og videnerhverv slipper billigere.

Men USA er jo ikke ene om at have den slags udfordringer. Nancy Kontou, kabinetschef i EU's miljøkommission, ser mange paralleller mellem den europæiske og den amerikanske debat.

»Vi har haft handel med CO₂-udledning siden 2005 i EU, og sidste år vedtog vi begrænsning af drivhusgasser frem til 2020. Men vi har jo haft og har de samme politiske udfordringer som USA, og dem kan og skal vi kla-

re. Kendsgerningen er jo, at jo længere man venter med at implementere et system, desto dyrere bliver det i sidste ende – også fordi man ikke har det tilstrækkelige argument for at udvikle alternative energikilder, som også på sigt vil sikre geopolitisk energisikkerhed. Vi har i EU de samme problemer som USA med stor forskel på medlemslandene. Nogle er rige, nogle er fattige og nogle er meget afhængige af kul som f.eks. Polen. Vi har løst problemet med korrektionsfaktorer og midlertidige lempelser, som støtter de fattigere lande, men vi er ikke desto mindre villige til at forhøje EU's mål om reduktion af CO₂ fra de vedtagne 20 pct. til 30 pct. i 2020 – afhængigt af den internationale aftale i december,« siger Nancy Kontou, der håber på et fælles handelssystem med CO₂-kvoter inden for OECD fra 2012.

At dømme efter den politiske træghed i USA forkommer sådanne fælles standarder dog som utopi på nuværende tidspunkt. Men det kan dog medvirke til at sætte skub i de amerikanske forhandlinger, at erhvervslivet presser på.

»Virksomhederne er ved at forberede sig på CO₂-kvoter, og de vil gerne have en afklaring hurtigt. Det er vigtigt med hensyn til fremtidig planlægning og investeringer at få en afklaring meget snart,« siger Gerrit Nicholas, chef for Goldman Sachs' afdeling for råvaresalg i Nordamerika.

Adspøgt om hvorvidt USA har råd til at implementere et handelssystem med CO₂-kvoter på et tidspunkt, hvor nationen er i dyb økonomisk krise, svarer Gary Gero fra California Climate Action Registry:

»Har vi råd til at være inaktive? Nej, siger Stern-rapporten klart og tydeligt. Vi er langt forbi det punkt, hvor aktion skulle være påbegyndt. Et cap and trade-system er ikke det eneste, vi hurtigst muligt skal have vedtaget, selv om det først vil træde i kraft om et par år, da det kun vil give en fjerdedel af den CO₂-reduktion, der bør være et realistisk mål.«

Hurtig lovændring om fremtidig energi og miljø er nødvendig i USA – ikke mindst for at kunne dukke op som seriøse forhandlere til klimatopmødet i december. Men Raymond J. Kopp fra tænketanken Ressources for the Future er ikke optimistisk.

»Vi håber på behandling af lovforslaget til september i Senatet. Men den politiske proces er langsom, og samtidig er vi i recession. Vi skal komme frem til en seriøs lovgivning, men der er mange ting, der skal afklares, og jeg tror ikke, det er realistisk før i foråret 2010.«

Han suppleres af Tim Kingston fra Natural Ressources Group i Goldman Sachs:

»USA kommer ikke til København med meget mere end snak.« ■



SMART GRID

For at kunne opnå massive energibesparelser og anvende alternative energikilder kræves en massiv udbygning af elnettet.

■ DET KLOGE ELEKTRICITETSNET

FORESTIL DIG, at du aldrig betalte, når du handlede i supermarkedet, men blot fik en samlet regning hver anden måned uden specifikationer af, hvad pengene var gået til. En ubehagelig tanke, ikke? Men sådan er det principielt med elektriciteten. Man får en regning med lange mellemrum og betaler uden mulighed for at se, hvad man egentlig har fået for pengene – og om man måske kunne spare lidt her og der. F.eks. ved at slukke for standbyfunktionerne i diverse elektroniske apparater som TV, stereoanlæg, DVD-afspiller osv., som typisk sluger 10-15 pct. af strømmen i en almindelig husholdning. Måske kan man også afsløre noget, som man hverken har lyst eller pligt til at betale for. Som en af Googles IT-udviklere, da han anvendte Googles Powermeter på sin egen lejlighed og fandt ud af, at han betalte for hele ejendommens vaskeri.

Netop dette Powermeter – en intelligent elmåler koblet til internettet – blev præsenteret på konferencen af Dan Reichner, viceenergiminister under Bill Clinton og nuværende klima- og energidirektør hos Google.

»If you cannot measure it, you cannot improve it«, har fysikeren Lord Kelvin sagt engang. Det var et af de citater, som Dan Reichner fremhævede, og baggrunden er, at han mener, at information om energiforbruget er meget afgørende, hvis det skal lykkes at lave energieffektivisering og -besparelser i stor skala.

»Hvis du kender dit energiforbrug i detaljer, så har du umiddelbart mulighed for at la-

ve besparelser på 5-15 pct., viser erfaringen. Og du får et udgangspunkt for at lave investeringer til forbedring af effektiviteten, som kan give besparelser på 20-40 pct.,« sagde Dan Reichner (der på et møde i Washington, langt fra hjemmet, via Powermeter kunne se, at teenagedatteren ikke havde slukket lyset på sit værelse).

Sådanne investeringer kan omfatte et nyt køleskab, et nyt aircondition-system (det er jo en amerikaner, der taler), nye vinduer eller isolering af huset. Ifølge Reichners beregninger vil en reduktion på 10 pct. af elforbruget i blot hver sjette husstand i USA svare til, at CO₂-udledningen reduceres med hvad der svarer til at fjerne en konventionel bil fra vejen. Kina har i øvrigt allerede installeret 250 mio. »smartmeters«, der giver detaljerede informationer om energiforbruget.

Dan Reichner mener, at bevidstheden om at være grøn er stigende, og bliver trendy og naturlig blandt de kommende generationer – og udbredt brug af Powermeter kan bidrage til, at ændre adfærden og sænke elforbruget med 25-50 pct. i alle hjem.

Intelligente elmålere som Powermeter og andre smartmeters hos både forbrugere, virksomheder og forsyningsselskaber skal medvirke til at gøre elnettet »klogt«. Smart Grid kaldes fremtidens intelligente elnet, som også vil give forsyningsselskaberne en langt bedre indsigt i, hvor, hvornår og til hvad strømmen bruges og hvornår der er maksimal belastning – noget som vil give mulighed for lavere omkostninger, energibesparelser og højere effektivitet. Og forbrugerne får mulighed for til at tilrettelægge en del af deres strømforbrug (f.eks. vaskemaskinen) til tidspunkter på døgnet, hvor der ikke er spidsbelastning på elnettet og de fremtidige variable elpriser derfor er lavere.

Generelt skal elektricitetsnettet udbygges i de kommende år i takt med, at stadigt flere alternative energikilder skal kobles på. Eksempelvis har Californien ikke en jordisk chance for at nå sit ambitiøse mål om CO₂-udledning på 1990-niveau i 2020 med mindre elnettet udbygges massivt i de kommende år.

Dan Reichner understregede i øvrigt, at vedvarende energikilder er langt fra at kunne hamle op med kul. Derfor kræves der massive investeringer i udvikling af alternative energikilder og -teknologier, og på den baggrund

POTENTIELLE INVESTERINGSMULIGHEDER

SELSKAB	LAND	OMRÅDE	ANBEFALING
Siemens	Tyskland	Kabler	Conviction Buy (GS)
ABB	Sverige	Kabler	Hold (GS)
NKT	Danmark	Kabler	Hold (DME)
Gen. Cables	USA	Kabler	Ingen dækning
Quanta	USA	Kabler	Ingen dækning
Google	USA	Internet	Buy (GS)
Cisco	USA	Internet	Neutral (GS)
Ittron	USA	Meters	Ingen dækning

GOLDMAN SACHS (GS) OG DANSKE MARKETS EQUITIES (DME) TEGNER SIG FOR DE NÆVNTE AKTIEANBEFALINGER I DE FØLGENDE SEKTORER I TEMAET OM CLEAN TECH.

anser han ser det for særdeles positivt, at den amerikanske regering støtter Clean Tech med over 50 mia. USD. Hvilke teknologier, der skal støttes, vil han ikke give et bud på, da der er et væld af interessante muligheder i forskellige regioner – og desuden er der nedsat en komité, der beslutter, hvor de amerikanske støttemidler skal tildeles.

Dan Reichner nævnte *Enhanced Geothermal Systems* som et eksempel på en mulig fremtidig energikilde, som dog er ret ukendt i offentligheden. Allerede sidste år udmeldte Google planer om investering af 50 mio. kroner i et testanlæg i Australien. Baggrunden for EGS er, at man borer huller 3-10 km ned i undergrun-

den til varm, tør klippegrund. Gennem borehullet pumpes koldt vand ned i klippen under højt tryk. Det får klippen til at revne, og vandet opvarmes og fordeles i klipperevnerne. Derpå hentes vandet op igen som skoldende damp i andre, nærliggende borehuller.

Hele systemet bliver et lukket vandkredsløb, som henter store energimængder op fra undergrunden og bruger varmen til at drive elektriske turbiner. Dermed bliver et EGS-anlæg et elværk, eller et kraftvarmeværk, hvis man har mere brug for vandet til opvarmning af boliger eller kontorer.

Fordelen ved at udnytte varmen i tør klippegrund er stor, fordi den slags undergrund

findes overalt i verden. I modsætning hertil ligger de varme vandforekomster, der kan bruges til traditionel geotermisk varme, spredt i få lande.

Der er i øjeblikket også gang i to testforsøg i Europa med EGS. Men der er lang vej til succes.

»Der er lavet masser af forsøg, og det er indtil videre sindssvagt dyrt. En vindmølle med samme kapacitet koster få procent af et sådant anlæg. Men man må forvente, at det kan blive billigere efterhånden – og potentialet er stort,« har Dong Energys forretningsansvarlige for geotermisk energi, Jesper Magtengaard tidligere udtalt til fagbladet Ingeniøren. ■



Kreditkrisen har givet modvind i branchen

■ MEDVIND OG MODVIND

ET PANEL BESTÅENDE af repræsentanter fra forsyningsselskaber diskuterede den aktuelle status og fremtidige udvikling for vindenergi.

Sidste halvår af 2008, da finanskrisens bid var stærkere end nu, betød det, at flere vindmølleprojekter måtte stilles i bero, da det ganske enkelt var svært/umuligt at skaffe den nødvendige kapital til projekterne. I år er kreditmarkedet blevet noget bedre, men der ventes dog ikke en efterspørgsel i år, der samlet set vil overgå 2008. Positivt er det imidlertid, at der allerede nu ses en gradvis bedring hver måned.

Selv om kreditbetingelserne er blevet bedre, så er det dog stadig et »unormalt« kreditmarked. Det kommer til udtryk i, at de mindre projekter/selskaber stadig har svært ved at skaffe kapital.

Men når eksempelvis et forsyningsselskab ønsker at etablere en vindmøllepark, så er det klart en fordel, at leverandørerne er stærke, veletablerede brands (f.eks. Vestas).

I 2010 ventes igen stærk vækst i vindenergi-branchen. Vigtigt er det naturligvis, at branchen for første gang har sikret sig offentlig støtte i form af de såkaldte PTC-ordninger i tre år frem mod normalt to år – et skridt, som sikrer en mere »jævn« opstilling af vindmøller og vindparker.

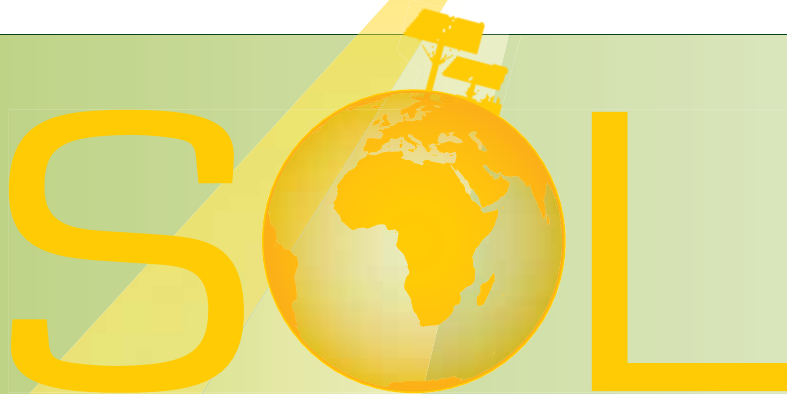
En afgørende faktor for vækstens styrke bliver imidlertid den endelige udformning af energi- og miljølovgivningen, som politikerne i den amerikanske Kongres skal strides om i de kommende måneder. Der var udbredt

enighed i ekspertpanelet om, at skrappe regler for udledning af CO₂ m.v. vil favorisere de vedvarende energikilder, herunder vindenergi, og dermed skabe grundlaget for en stærk og vedvarende vækst efter 2010.

En anden vigtig faktor er udbygningen af elnettet og implementeringen af Smart Grid. Hvis det lykkes at udbygge elnettet massivt i de nærmeste år, så vil mange mindre projekter med en samlet kapacitet på mindst 1000 MW – og potentiale til langt mere – blive ført ud i livet og koblet på elnettet. ■

POTENTIELLE INVESTERINGSMULIGHEDER

SELSKAB	LAND	OMRÅDE	ANBEFALING
Vestas	Danmark	Vindturbiner	Akkumulér, Conviction Buy (DME, GS)
Gamesa	Spanien	Vindturbiner	Conviction Buy (GS)
Siemens	Tyskland	Vindturbiner	Conviction Buy (GS)



Solenergi er den energikilde, der knyttes de største forventninger til – men vi venter stadig på det teknologiske gennembrud.

■ SOLENS RIGE

PÅ BLOT EN TIME modtager Jorden så meget energi fra Solen, at det svarer til den globale befolknings energiforbrug på et helt år. Alene dette faktum fortæller om, at solenergi er et godt bud på en fremtidig afløser for de fossile brændstoffer. Og da solenergi foreløbig kun dækker 0,2 pct. af Jordens energiforbrug, så er udviklingspotentialet enormt. Men der er lang vej endnu. Hvor vindmøllerne er en moden teknologi, der ikke kan blive meget bedre udover at blive større og mere holdbare, så er solenergi stadig i sin spæde barndom.

Det giver sig bl.a. udslag i, at vindmølleindustrien domineres af få store selskaber. Også solindustrien er på nuværende tidspunkt domineret af relativt få store selskaber på det globale marked, men denne branche adskiller sig netop fra vindmølleindustrien ved, at vindkonceptet ikke er fundet endnu. Eller sagt på en anden måde: Solcellernes effektivitet med hensyn til at omdanne den modtagne solenergi til strøm er ganske enkelt ikke god nok endnu. Samtidig er solcellerne også relativt dyre fordi der i de fleste solcelletyper indgår relativt sjældne materialer – og hvis de eksisterende teknologier blev anvendt i meget stor skala ville det resultere i så høje produktionsomkostninger, at det ikke ville være et rentabelt alternativ – slet ikke når man tager de aktuelle effektivitetsrater i betragtning.

Derfor er der et væld af selskaber rundt omkring på kloden, der forsker i solenergi og nye celletyper – alene i USA 150. De foreløbig dominerende 1. generations solceller er baseret på silicium, et relativt dyrt materiale. 2. generation er de såkaldte thin film celler, der anvender under 1 pct. af siliciumindholdet i en 1. generations celle, men effektiviteten er stadig noget lavere. I udviklingen af 3. generations celler arbejdes der bl.a. på at anvende materialer, som er relativt billige og samtidig kan levere en acceptabel effektivitet. Et lovende bud er CIGS-cellerne – også en thin film-tek-

nologi, men karakteriseret ved at bruge udelukkende billige materialer, og som allerede har vist effektivitetsrater på godt 10 pct. – hvilket dog er et stykke fra den foreløbige laboratorierekord for thin film-teknologier på 22,6 pct. For nylig præsenterede danske forskere fra Risø i samarbejde med Mekoprint Electronics i Støvring, at de er godt med i solkapløbet. Det sker i form af plasticceller, som efter forskernes egen mening har potentialet til at udvikle sig til en dansk industriel pendant til det finske Nokia-eventyr. Hvis man dækker en fodboldbane med solcellerne, vil det kun kræve 750 gram materialer, hvilket gør plasticcellerne langt billigere end de traditionelle siliciumceller.

Effektiviteten er dog endnu ikke god nok til at afløse disse. Solcellerne, som er sat til elnettet, leverer elleve watt i alt, men de laver jævnstrøm, så før elektriciteten kan sendes ud i elnettet, skal den omformes til vekselstrøm. Det giver et tab på cirka fire watt. Der er altså syv watt tilbage pr. panel, når strømmen ryger ud i elnettet.

Det er mindre end almindelige solceller, men forskerne på Risø mener, at cellerne er på rette vej.

»Solcellerne har udviklet sig markant det sidste år. Prisen, holdbarheden og effektiviteten er blevet meget bedre. Resultaterne er meget lovende,« siger Torben Damgaard Nielsen.

Plastsolceller er indtil videre bedst til små elektriske apparater.

»Som demonstration lavede vi solhatte til Roskilde Festival sidste sommer. Nu har vi lavet en mobiltelefonoplader, der kan lade alle almindelige mobiltelefoner op,« siger Torben Damgaard Nielsen.

Solcellerne på opladeren er femogtyve gange tredive centimeter, lidt større end et almindeligt stykke printerpapir.

Under Roskilde Festival 2008 monterede Risø solceller på toppen af bøllehatter, som leverede strøm til en lille radio. På det tidspunkt kostede det 33.500 kroner, at fremstille solcel-

ler, der kunne levere en watt strøm. Nu koster det 111 kroner at lave samme mængde strøm, og Risø forventer, at prisen kommer ned under 30-40 kroner inden udgangen af året, skriver www.videnskab.dk

3. generations solceller

De fleste nye solcelleteknologier er udviklet med brug af nanoteknologi, men der anvendes vidt forskellige materialer. Her ses en oversigt over udviklere af den nyeste generation af solceller:

MATERIALE	SELSKAB
CdTE	First Solar
CIGS (Copper, Indium, Gallium, Selenide)	NanoSolar, Slyndra, Honda Solar, Miasolé
Nanokrystaller	Innovalight
Polymer solcelle (absorberer infrarødt lys)	Sargent Group University of Toronto
Dye-sensitized solcelle (DSSC)	Dyesol, Konarka
Plastic	Risø DTU/ Mekoprint Electronics

En anden udnyttelse af solenergien er den såkaldt termiske, der går ud på, at koncentrere sollyset via særlige spejle og opvarme vand, der driver en turbine. En variant heraf uden brug af vand er udviklet af Stirling Energy Systems. The Suncatcher™ bruger det koncentrerede sollys til at opvarme brint, som udvider sig og driver en motor koblet til en generator. Gassen afkøles derefter i et radiatorsystem og ledes tilbage i det lukkede system, hvorefter det genopvarmes på ny.

Hvornår er solenergien konkurrencedygtig?

De senere år har forskningen i solenergi accelereret meget voldsomt. Og det har ikke skortet på nyheder om nye rekorder for solcellernes effektivitet i laboratorierne. Men efterhånden er der gået for meget »ulven kommer!« i det for Michael O'Sullivan, Senior Vice President i forsyningsselskabet NextEra Energy.

»Der er et stort gab mellem det, som producenterne siger de snart kan, og det de reelt opnår. Det gør det vanskeligt at forudsige udviklingen inden for solenergi. Jeg kan ikke sige, om solenergi får sit gennembrud i år eller om 10 år,« lyder den frustrerede melding fra Michael O'Sullivan.

Gennembruddet kommer, når solenergi kan levere el til priser, der er lig med eller under prisen på konventionel strøm i det normale elektricitetsnet – Grid Parity, som det hedder på engelsk. Det afhænger selvsagt af systemets effektivitet, omkostningerne ved drift og etablering og ikke mindst de solare ressourcer.

Allerede i december 2008 viste en analyse, at en af verdens absolut førende selskaber inden for solenergi – First Solar – kunne bryste

sig af, at deres system i Nevada-ørkenen allerede nu er i stand til at levere strøm til en pris under de traditionelle kraftværker. Men generelt er der et stykke vej, før man kan sige, at solenergien har nået Grid Parity.

»Der er store regionale forskelle, når det handler om hvilke priser, solenergi kan levere strøm til. Verdens bedste systemer er måske nede omkring 3,5 cents pr. KWh, mens gennemsnittet ligger noget højere (prisen for kulbaseret el er typisk omkring 5-6 cents pr. KWh, red.). Vores priser skal ned på Grid Parity. Så er der basis for massiv vækst og vi skal ikke bekymre os om konkurrenterne,« siger adm. dir. Joseph Laia fra solcellefabrikanten Miasolé.

»12-15 cents pr. KWh vil være udløsende for et stort marked. Vores mål er 10 cents pr.

KWh eller mindre,« siger finansdirektør Merri- cker Kerr fra eSolar.

Men en lav produktionspris er heller ikke nok. Solcellerne skal også have høj holdbarhed og være konkurrencedygtige i mange år frem, før forsyningsselskaberne vil binde an med solprojekter i stor skala.

»Der vil komme mange nye teknologier, men du skal være sikker på, at de kan holde 25 år frem. Vi er stadig en meget ung sektor,« siger adm. dir. Jon Hindar fra NorSun.

»Du skal have data, der underbygger langvarig holdbarhed og effektivitet, ellers får du ikke den nødvendige kapital. Og der vil komme mange nye teknologier, men i de næste 10 år er det dem, der er fremme i dag, som vil dominere,« mener Pascal Noronha, adm. dir. for Abound Solar. ■

POTENTIELLE INVESTERINGSMULIGHEDER

SELSKAB	LAND	OMRÅDE	ANBEFALING
First Solar	USA	Solceller	Ingen dækning
Sunpower	USA	Solpaneler	Ingen dækning
REC	Norge	Solceller m.v.	Conviction Buy (GS)

TRANSPORT

Der er lagt op til en sand reformation af bilsektoren i de kommende år. Elbilen er fremtiden.

■ OLES NYE AUTOBIL

NÅR MAN BETRAGTER bilparken i New York er der ikke noget, der tyder på hverken recession eller bekymring for global opvarmning. Store biler dominerer gadebilledet, og det er da også en kendsgerning, at netop den amerikanske bilpark som helhed er en væsentlig årsag til, at USA tegner sig for 25 pct. af den globale CO₂-udledning og andre drivhusgasser. Mindre brændstoføkonomiske biler har i mange år bare ikke været *trendy* i verdens største økonomi, hvor man har en tendens til at overdrive alting – om end det de senere år er blevet mere udbredt end tidligere, at amerikanerne køber de økonomiske asiatiske bilmodeller. Men det var nærmest symbolsk for offentlighedens modvilje mod at køre i mindre biler og spare på benzinen, da USA Today for nylig bragte en forsidehistorie, hvor den

rystende vinkel var, at mindre biler øger sikkerhedsrisikoen.

Men amerikanernes indstilling kan og skal ændre sig dramatisk, mener mange. Heriblandt Michael Granoff fra Project Better Place, som på konferencen ikke brugte tid på at tale om global opvarmning, men i stedet argumenterer på en måde, der virker endnu mere skræmmende for indbyggerne i verdens mest innovative økonomi.

»Det bliver afgørende for USA's førerrolle i det 21. århundrede, at landet i de kommende måneder med en ambitiøs lovgivning om energi- og miljø formår at bane vejen for den elektriske bil,« siger Granoff og henviser til, at det var afgørende for USA's dominans i verdensøkonomien i det 20. århundrede, at nationen som den første satte sig på bilsektoren og dermed fik et vigtigt forspring i industrialiseringen. Granoff peger på, at den japan-

ske og andre dele af den asiatiske bilindustri allerede har sikret sig flere års forspring inden for bl.a. hybridbiler. Også Kina, der er meget opmærksom på landets hastigt voksende forureningsproblemer, er godt på vej med BYD – det første selskab i verden, der både producerer batterier og elbiler.

At USA skulle være kørt langt bagud inden for Clean Tech og endda en så vigtig sektor som bilindustrien er en hård nød at sluge for amerikanerne. Men det er ikke desto mindre en kendsgerning, hvilket Ford og Chryslers problemer og ikke mindst General Motors' betalingsstandsning vidner om. Disse tre bilgiganter med base i Detroit i landet, som under hele Bush-perioden officielt fornægtede global opvarmning som et problem, formåede ikke at se den globale trend mod Clean Cars, men fortsatte ufortrødent med



at lave store brændstofslugere – dog formåede Ford i et vist omfang at omlægge produktionen mod mindre og mere brændstoføkonomiske biler.

At transportsektoren er et godt sted at imødegå den globale opvarmning på fremgår tydeligt af disse tal: 58 pct. af verdens olieforbrug finder sted i transportsektoren (skibe, fly, tog, personbiler, busser og lastbiler) og tegner sig for 24 pct. af den globale udledning af drivhusgasser. På en nylig afholdt workshop hos DTU/Risø, hvis formål var et bud på fremtidens energiscenarier til politikerne, var en af konklusionerne, at transportsektoren ikke er der, hvor de sidste oliereserver bliver brugt. Længe før bunden kan anes i verdens oliefelter, vil den fleksible transportsektor være rettet mod andre energiformer.

Men der er forskel på, hvilken transportgruppe man ser på. Skibe og fly forventes med årene i stigende grad at benytte biobrændsel suppleret med gas.

Skibssektoren er generelt præget af store muligheder for forbedringer, da energieffektivitet som helhed ikke er noget man har fokuseret på de senere år, hvor branchen har nydt godt af den stærke globale vækst og de høje fragtrater. Et vigtigt signal i den forbindelse var da verdens største containerrederi, Maersk-Møller, for nylig erklærede, at man i høj grad er indstillet på at effektivisere brændstofforbruget og medvirke til at imødegå problemet med global opvarmning og – med adm. dir. Niels Smedegaard Andersens ord – være en del af løsningen frem for en del af problemet.

Flyindustrien har i en årrække været en presset sektor, som har bevirket at mange former for besparelser og effektivitet har været i fokus. Flyindustrien melder sig generelt klar til brug af biobrændsel, men forventer, at der kræves en hel del testflyvninger, før biobrændsel accepteres som eneste brændstof. Det skal i den forbindelse tilføjes, at flyindustrien kun i begrænset omfang kan reducere det globale CO₂-problem, idet sektoren kun tegner sig for seks pct. af klodens samlede udledning fra transportsektoren.

Hvad lastbiler angår, så vil biobrændsel også her have en fremtid, men det skønnes inden for en overskuelig fremtid højst at omfatte biodiesel, som det kendes i dag. Der er en vis sandsynlighed for, at for en mindre omlægning af transporten mod tog (som kan køre på batterier), men det har lange udsigter.

Transportsektorens største potentiale for at reducere CO₂-udledningen skal findes i den transport, der finder sted på vejene. Dette tegnede sig i 2004 for 83 pct. af det totale energiforbrug i EU (og på verdensplan 57 pct.). Heraf tegnede passagertransporten sig for 2/3 af forbruget og personbiler stod for 80 pct. af dette.

Det er derfor oplagt, at bilsektoren – der i meget høj grad var en drivkraft i industrialiseringen og skabelsen af Vestens velstand i det 20. århundrede – står over for en gedigen revolution i de kommende år, og ret beset må genopfinde sig selv. Iagttagere mener, at den finansielle krise reelt kan være en løftestang for bilernes reformation. Den globale bilsektor har haft en gylden salgsperiode under den stærke globale vækstperiode fra 2003 til 2007,

og det har medvirket til, at især amerikanerne har forsømt at tilpasse bilmodellerne til de ændrede behov. Og selv om europæerne og asiaterne har tilpasset sig langt bedre, så har heller ikke de for alvor set potentialet i mere energieffektive biler.

Afgørende for den fremtidige udvikling bliver også de politiske rammer i form af direkte støtte (f.eks. lavere afgifter på elbiler som i DK) og ændret miljølovgivning m.v.

Elbiler er fremtiden

Olieindustriens tænketank, det internationale energiagentur (IEA) estimerer, at den globale bilpark vil stige med 125 pct. frem mod 2050. Medmindre bilerne tilpasses andre energikilder, vil dette få efterspørgselen efter olie til at stige med det dobbelte frem mod midten af århundredet, primært trukket op af transportsektoren, og fremtvinge et øget forbrug af mere forurenende fossile brændstoffer som kul.

Som før nævnt vil det kommende bilsortiment være forskelligt inden for transportgrupperne men også inden for regioner og selv inden for personbiler vil vi få flere forskellige drivmidler.

Men alt tyder på, at fremtidens bil bliver den rene elbil. Dette betyder bl.a. en stor fleksibilitet blandt den oprindelige energikilde bag elektriciteten – dvs. A-kraft, vind, vand, sol m.v. og der vil sikres en betydelig udjævning af elpriserne fra de forskellige kilder.

Hybridbilen er et skridt på vejen mod elbilen. I Toyotas hybridbil, Prius, får man ikke ekstra 80 HK som i Formel 1-raceren (se boks),

POTENTIELLE INVESTERINGSMULIGHEDER

SELSKAB	LAND	OMRÅDE	ANBEFALING
Toyota	Japan	Hybridbiler	Conviction Buy (GS)
BMW	Tyskland	Hybridbiler	Conviction Buy (GS)
Saft	Frankrig	Batterier	Buy (GS)
BYD	Kina	Batt./elbiler	Neutral (GS)

FORMEL 1-RACEREN ER EN HYBRIDBIL

Der findes i dag allerede en lidt større udbredelse af hybridbilen end de fleste går og tror. Og det er ikke kun Toyota Prius, som ikke ligefrem er nogen racer. Til de »motorglade« som trods den globale opvarmnings trusler i mange tilfælde vil vægre sig mod en bil med så begrænset motorkraft er det noget af en øjenåbner, at vor tids Formel 1-biler rent faktisk er hybridbiler.

Formel 1-raceren samler nemlig som en hvilken som helst anden hybridbil strøm i et batteri hver gang der bremses op, og denne strøm kan så anvendes til supplerende motorkraft til et »boost« for hver omgang. Fænomenet KERS (Kinetic Energy Recovery System) giver raceren ekstra 80 HK og har i den forgangne sæson været brugt til dels øget acceleration, dels at få brændstofmængden til at holde længere.



men strømmen anvendens til at køre længere på en tank. I fremtidens hybridbiler vil diesel/biodiesel være primær drivkraft, mener IEA.

Da hybridbiler er baseret på en velkendt teknik, og det i modsætning til elbilen ikke kræver infrastrukturudbygning, forventer IEA, at hybridbilen vil være den mest solgte nye transportform frem til 2030. Herefter forventer IEA, at den elektriske bil (EV) bliver dominerende. Gennembruddet af brint og brændselsceller ventes i øvrigt at komme omkring 2025, og denne drivkraft forventes at kunne overtage specielle segmenter i transportsektoren.

Det er ikke første gang, man har spået en ny fremtidsbil, men det er første gang, at bilsektoren, især i USA, er i økonomiske problemer, og hvor politikerne vælger at stille krav til fremtidens biler, såfremt de skal træde til med hjælp.

De bilproducenter, som ikke har en veldiversificeret portefølje af biler inden for også de mindre og mere energieffektive segmenter, er ved at dø ud. Noget som General Motors reelt allerede er død af, men omvendt noget som Ford nyder godt af, da deres portefølje er noget, som politikerne er villig til at give penge til. De amerikanske politikere er vågnet op til dåd, og er meget opmærksomme på behovet og potentialet for energieffektive biler, herunder elbiler. Vær i øvrigt opmærksom på sandsynligheden for, at den amerikanske regering vil lægge pres på den overlevende version af GM til en mere grøn modeludvikling i kraft af sin aktieandel på 60 pct.

Præsident Obama er stærkt fokuseret på, at USA skal gøre en mere aktiv indsats for at reducere udledningen af drivhusgasser, reducere afhængigheden af olieimport og skabe vækst for USA inden for Clean Tech - og han har ikke mindst fokus på transportsektoren. For nylig indførte hans regering nye standarder for bilindustrien. Det er første gang i historien, at USA har iværksat en national politik, der er rettet mod, at nedbringe brændstofforbruget og CO₂-udledningen i alle nye lastbiler og biler solgt i USA. Målet i kraft af de nye standarder er, at CO₂-udledningen i 2016 skal være nedbragt med omkring 30 pct.

For nylig udløb også fristen for indsendelse af ansøgninger til at deltage i den pulje på USD 2,4 mia. som Obama-administrationen har sat af til at vende den amerikanske bilpark mod elektriske biler. Af ansøgere kan nævnes bl.a. Johnson Controls og A123 (unoteret).

Samarbejde med batteriproducenterne er vigtigt for bilproducenterne. En alm. forbrændingsmotor udgør 1/3 af prisen på en bil i dag, og skal denne erstattes af en ren elmotor, har batteriproducenterne alt andet lige bedre muligheder for at blive bilproducent end traditionelle bilproducenter, som hverken har erfaring med elmotorer eller batterier. Et eksempel herpå er batteriproducenten BYD i Kina, som nu også er den største børsnoterede rene el-bilproducent. Warren Buffett har for øvrigt en 10 pct. ejerandel i aktien.

Et andet eksempel er den franske batteriproducent Saft, som har indgået et joint venture med Johnson Controls. Johnson Controls er underleverandør til bilindustrien og har derfor en række ivrige kunder.

På selskabsniveau har Ford indgået partnerskab med norske Think, Daimler har købt 10 pct. af Tesla (Think og Tesla er begge el-bilproducenter) og konglomeratet GE har indgået samarbejde med batteriproducenten A123.

»Den kommende tid kan blive meget interessant for vinderne i den globale bilindustri. Der vil komme endnu mere fokus på energieffektivitet, bl.a. hybridbiler, og noget tyder på, at elbilerne slår igennem tidligere, end de fleste havde troet. Det kan derfor anbefales, at rette blikket mod større bilproducenter, som har en portefølje af bilmodeller, der afspejler den nye tidsalder med *Clean Cars* og helst med en vis eksponering mod elbiler - mens man løbende holder øje med muligheden for attraktive tilkøb af batteriproducenter i takt med, at teknologien og batteriernes performance forbedres,« siger senior aktierådgiver Lars Skovgaard Andersen.

Batterierne

Batterierne har ofte været nævnt som en hindring for elbilens udbredelse. Men det er ik-

ke tilfældet længere. Størstedelen af al transport med personbiler foregår inden for en radius af 60 km fra hjemmet, og den rækkevidde har batterierne for længst overskredet med 160 km for lithium-batterier. En anden hindring har været opladningstiden.

»Teknologien har udviklet sig massivt de senere år. Vi når ikke op på 500-600 km rækkevidde, og opladningstiden kommer næppe heller under 20 minutter. Men det er bestemt ikke nogen hindring for elbilens udbredelse. Det afgørende nu er, at få etableret en veludbygget infrastruktur med ladestationer,« siger Charles Gassenheimer, adm. dir. for batteriproducenten Ener1.

Project Better Place

Project Better Place sigter netop mod udbygning af denne infrastruktur. Danmark og Israel er udvalgt som nogle af de primære testområder, og for nylig demonstrerede organisationen i Japan, at selve udskiftningen af batteriet foregår helt automatisk og kun tager et minut. Renault og Nissan leverer bilerne. Billisterne betaler for at benytte netværket af ladestationer og batteriskiftestationer og Project Better Place stiller batterierne til rådighed, som får en rækkevidde på mindst 200 km. Efter planen forventes den grundlæggende infrastruktur i bl.a. Danmark at være på plads allerede i 2010, og fra 2011 kan privatpersoner købe Renault-Nissan bilerne.

Project Better Place løser en del af problemet med, at der nogle gange er et stort overskud af strøm genereret af f.eks. vind og sol, som er svært opbevare, men det kan de mange batterier afhjælpe. Et andet interessant aspekt ved projektet og elbiler generelt er desuden, at selv om bilerne kører på strøm genereret af fossile brændstoffer, så er energitabet i en eldrevet bil i forhold til en traditionel forbrændingsmotor, betydeligt lavere, så den samlede CO₂-udledning bliver noget mindre. Hvis alle verdens 700 millioner biler var batteridrevne ville det reducere klodens samlede CO₂-udledning med 10 pct., viser beregninger fra Project Better Place. ■

Vækstforventninger til Ericsson

Ericsson er den førende leverandør af telekomudstyr og services til verdens største teleselskaber, både fastnet- og mobiltelefoni. Selskabet er veldiversificeret både målt på regioner og enkeltkunder. Bredbånd ventes at være den fortsatte vækstdriver, og selv om vi har oplevet massiv tilgang af nye bredbåndsbrugere de seneste år (fra stort set nul for få år siden til nu 400 mio.) lyder branchens forventninger på, at brugerne vil nå 3 mia. i 2013 – heraf ventes hovedparten (80 pct.) at være mobile brugere på den ene eller anden måde.

Ericsson har siden tele- og IT-boblen brast i tiden efter 2000 fokuseret butikken således, at hovedvægten er lagt på at udvikle og levere skræddersyede tekniske løsninger til og i samarbejde med kunderne – og som et nyt vækstområde tilbydes kunderne også, at Ericsson overtager service og drift af netværk, således at kunden kan fokusere på at tjene penge på deres kunder uden at skulle spekulere på teknikken i netværket. Det har været et lukrativt træk. Ericsson står nu for driften af 275 mio. brugeres tele-adgange, og væksten inden for området overstiger selskabets samlede vækst.

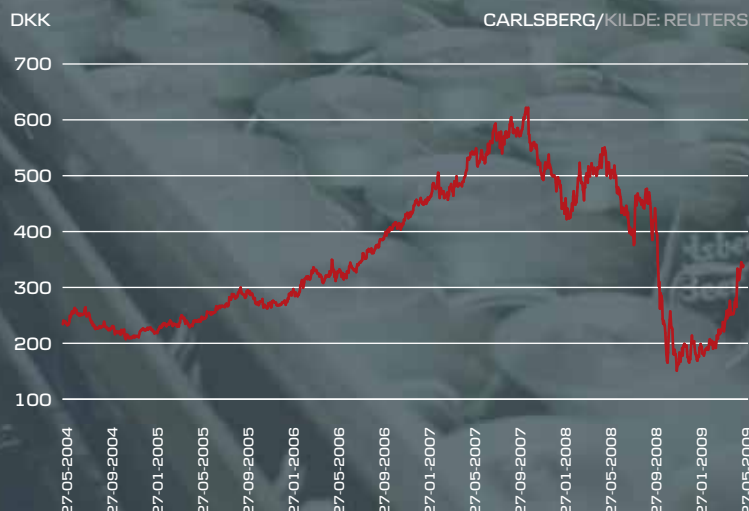
Risici forbundet med aktien er en hård priskonkurrence, teknologiske fremskridt (billigere løsninger eller teknologier, hvor Ericsson ikke er med i front), aftagende trafikvækst, styrkelse af SEK samt politisk favorisering af lokale leverandører (kunne ske i f.eks. Kina). DME har en Akkumuler anbefaling på aktien med et kursmål på SEK 85 per aktie.



ERICSSON



CARLSBERG KLARER SIG GODT I KRISEN



Carlsberg er et af verdens største bryggerier, hvis kerneforretning er produktion, distribution, salg og markedsføring af øl og læskedrikke. Selskabet opererer i hele Europa, i Rusland gennem det nyligt opkøbte Baltic Breweries Holding samt i Østasien med især det vestlige Kina som fokus.

Carlsberg er et attraktivt køb efter de seneste måneders stabilisering på det russiske marked, hvor selskabet er særlig eksponeret. Den forbedrede situation skyldes en mere stabil udvikling i rublen og i oliepriserne samt på det russiske aktiemarked. Et kollaps af rublen virker mindre sandsynligt på nuværende tidspunkt. Derudover har Carlsberg fokuseret på stærke pengestrømme i 2009/2010, skåret i omkostningerne, samt højnet gennemsnittigheden af dets låneaftaler, og derved mindsket den finansielle og driftsmæssige risiko på kort sigt.

Af positive kurstriggere forude kan nævnes en stærk indtjening de næste to år, drevet af lavere råvarepriser og forbedret indtjeningsmargin. Carlsberg er, som følge af bedre risikoafdækning, det første globale bryggeri, der vil nyde godt af faldet i råvarepriserne. Derudover kunne et frasalg af grundene i Valby indbringe DKK 3 mia.

Danske Markets Equities (DME) har en købsanbefaling på aktien med et kursmål på DKK 420 per aktie. Risikoen ligger ved mulige svækkelser af vigtige valutaer, og potentielle stigninger i afgifter på alkohol samt selskabets store gæld.

CARLSBERG

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



COLLIERIE



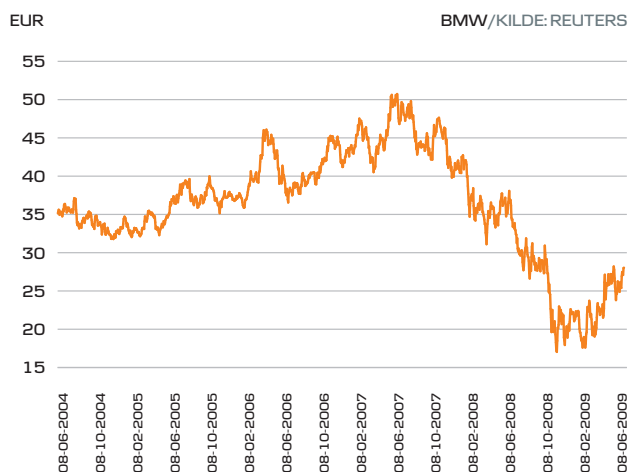
CHALCO LØFTES AF GLOBALT OPSVING

Aluminium Corp of China (Chalco) er et selskab, der opererer inden for minedrift af bauxit, raffinering af alumina og aluminiumsmeltning. Dets kerneprodukter er alumina og primært aluminium. Selskabet har over 100.000 ansatte med hovedkvarter i Beijing, Kina.

Aktien er interessant netop nu, da metalaktier historisk er de første til at nyde godt af en vending i økonomien, idet deres efterspørgselsdrivere er bredere sammenlignet med selskaber, der opererer inden for kul og jernmalm. Prisen på aluminium er faldet 12 pct. siden toppen i år, der blev nået den 10. april. 70 pct. af efterspørgslen efter aluminium kommer fra brancherne ejendomsbygning, transport/bilindustri og energiudstyr. Disse tre brancher er ved at rejse sig igen, hvilket vil øge efterspørgselen på aluminium.

Goldman Sachs (GS) ser prisen på aluminium stige gennem 2009 og 2010. Samtidig demonstrerede selskabet i dets regnskab for første kvartal, at det kan mindske omkostningerne, og GS ser et yderligere potentiale. Derudover kan tolden blive sat ned, hvilket vil øge selskabets indtjening i 2009 med 20 pct.

GS har sat Chalco på Conviction Buy list og mener, der er et stort potentiale i selskabet. Risikoen for selskabet er et uventet skarpt fald i den globale makroøkonomi eller en uventet stor udbudsstigning.



BMW skiller sig ud i bilbranchen

Tyske BMW er verdens førende producent af biler i luksussegmentet og står bag tre brands – BMW, Mini og Rolls-Royce.

BMW vurderes af Goldman Sachs (GS) at være blandt fremtidens vindere i den globale bilindustri, og det er der flere årsager til. I 2007 påbegyndte BMW en restrukturering og effektivisering, som skulle reducere omkostningerne med EUR 6 mia. – og frugterne af denne proces bliver høstet de kommende år. Selskabet har ingen fundingproblemer. Tværtimod har selskabet en unik evne til stærk likviditetsskabelse, selv i et vanskeligt miljø som det aktuelle, og den forventede kontantbeholdning ventes ved udgangen af 2010 at være på EUR 5,6 mia. – hvilket skal ses i forhold til BMW's aktuelle markedsværdi på EUR 15,5 mia.

Vigtigt i en verden med stigende fokus på brændstofeffektive og miljøvenlige transportmidler er også, at BMW er godt positioneret mod mindre biler – ikke mindre end 60 pct. af BMW's bilsalg kan henføres til denne kategori. BMW er markedsledende på biler med god brændstoføkonomi og lav CO₂-udledning og har eksempelvis allerede nu avancerede brintbiler og hybridbiler i produktlinjen – og er dermed godt rustet til den udvikling, der vil præge bilefterspørgselen i de kommende år (se s. 17-19).

Risici ved aktien er bl.a., at strammere regler for CO₂-udledning kan ramme BMW's største modeller; evt. forværring af den økonomiske krise vil ramme luksusorienterede selskaber; mindre end ventede omkostningsreduktioner m.v. GS har Conviction Buy på BMW med et kursmål på 12 mdr. sigt på EUR 39.



BMW

Stabilisering?

De lange renter er steget på det seneste som en reaktion på adskillige positive nøgletal og tendenser, der har fået snakken om deflation og Japan-scenarier til at fortone sig.

INFLATIONSFORVENTNINGER

RENTERNE PÅ OBLIGATIONER med løbetider over 10 år eller mere er steget ganske markant den seneste måneds tid, især i USA. Til dels en følge af det øgede udbud af statsobligationer, som skal finansiere de massive hjælpepakker. Men især en naturlig reaktion på, at der er flere positive tegn i økonomierne – og generelt varsler økonomisk fremgang øget prispres. Senest er i USA ISM-indekset og forbrugertilliden steget, mens også bilsalget og boligmarkedet har vist fremgang – om end det sidste formentlig blot er sæsonbetinget.

Man skal naturligvis ikke overfortolke disse spæde tegn på stabilisering, da der er tale om stigninger fra ekstremt lave niveauer. Men ikke desto mindre giver det en forhåbning om, at den amerikanske økonomi er ved at stabilisere sig, og dermed underbygges Danske Analyses prognose om, at USA vil vise positiv vækst i BNP i andet halvår. De lovende tendenser har også fået frygten for en japansk lavvækst-fælde eller sågar deflation til at fortone sig.

Kan et USA-opsving holde?

Man skal dog samtidig ikke glemme, at tage højde for, at amerikansk økonomi mister medvind på flere punkter herfra, pointerer Goldman Sachs. Således er effekten af skattelettelserne i maj snart ved at ebbe ud. Forbruget får ikke længere støtte fra udbetaling af overskydende skat. De stigende renter har også ramt realkredit. Og slut-

teligt har prisstigningen på olie og benzin også reduceret husholdningernes forbrugsmuligheder. Siden årets start er brændstofpriserne steget med 33 pct.

Med et privatforbrug, der tegner sig for over 2/3 af USA's BNP (72 pct. i 2007 da væksten bragede) og en amerikansk økonomi, der tegner sig for over 25 pct. af global BNP, så spiller det en væsentlig rolle for os alle, hvis amerikanerne ikke bruger så mange penge mere.

Og det kan være svært at få dem til det i samme grad som før. Centralbanken kan ikke sætte renten længere ned, og Obama-administrationen kan ikke blive ved med at sætte enorme hjælpepakker i søen (tværtimod venter skatteforhøjelser forude). Med forbrugere, der er tvunget til at begynde med at spare op efter mange års gældsætning og uden finanspolitiske stimuli er der ikke udset til, at USA når de normale vækstrater på 3-4 pct. foreløbig. Skal den private sektor trække læsset på egen hånd uden købelystne forbrugere lyder estimatet fra flere sider, at USA må imødesee en lavvækstperiode på 0,5-1,5 pct. vel at mærke først når bankerne er kommet sig over kreditkrisen, hvilket kan tage op mod tre år. Det vil ikke være nok til at bringe ledigheden ned igen – som forventes at ramme 10 pct. allerede til januar. Risikoen er derfor, at det opsving, der er i sigte til efteråret, kan vise kortvarigt.

Europa halter efter

Europa, der generelt ikke er så langt i kriseforløbet som USA, har lidt længere mel-

lem de positive tegn. Overraskende nok viste OECD's vigtige ledende indikatorer for nylig alligevel en svag vending for Frankrig, Italien, Storbritannien og - særlig interessant – Tyskland, Europas traditionelle vækstlokomotiv. Tysk vækst er dog bestemt ikke det indtryk, man får, når man ser på de økonomiske nøgletal og nyhedsstrømmen i verdens fjerdestørste økonomi.

Opel er kun én af de 345 tyske virksomheder, der foreløbig er blevet reddet af statstilskud. Men der er mange andre, der bejler til skatteydernes penge. Mere end 1100 virksomheder står nu i kø, og heriblandt er store virksomheder som Europas næststørste chipproducent Infineon og varehuskæden Karstadt (ejet af Arcandor, som umiddelbart før red. slutning erklærede sig insolvent), som beskæftiger over 50.000.

Merkel kritiserer

Tysklands forbundskansler, Angela Merkel kritiserede i øvrigt for nylig Federal Reserve, Bank of England og ECB for, at deres ukonventionelle politik snarere kan forstærke end lette den økonomiske krise.

»Hvad andre centralbanker har gjort, skal omgøres. Jeg er meget skeptisk omkring omfanget af Feds handlinger og den måde, hvorpå Bank of England har tegnet sin egen lille streg i Europa. Selv ECB har i nogen grad bøjet sig for internationalt pres med dens køb af obligationer med sikkerhedsstillelse,« sagde Merkel, hvis bekymring ikke blot var den langsigtede inflationære risiko ved meget ekspansiv pengepolitik. Hendes primære bekymring var, at ekspansiv finans- og pengepolitik over hele den industrielle verden kunne føre til fremtidige bobler.

Hun mener, at regeringer bør forpligte sig nu til at reducere deres budgetunderskud, mens centralbanker bør tænke på, hvordan de kan absorbere den likviditet, de hælder ud i markederne – og understreger, at den mest komplekse opgave for regeringerne vil komme, når vi har overstået krisen. Spørgsmålet vil være, om de kan vende tilbage til en mindre udsvævende, mere fornuftig styring af eksempelvis den offentlige gæld.



Hvad andre centralbanker har gjort, skal omgøres.»

ANGELA MERKEL · TYSKLANDS FORBUNDSKANSLER

At en statsleder så utvetydigt kritiserer andre landes politikker er måske en overraskelse for mange. Men essensen af kritikken er formentlig det, som mange andre har tænkt. Krisens fundament blev oprindeligt lagt af den amerikanske centralbank, da den for at undgå, at krisen efter IT-boblens kollaps i 2000-2001 blev for dyb, valgte at føre en ekstremt ekspansiv pengepolitik (understøttet til dels af finanspolitik) med alt for lave renter i alt for lang tid – en pengepolitik, der sendte resten af den globaliserede verden ud i en historisk lavrenteperiode. De lave renter og overfloden af likviditet førte til opbygningen af en massiv, international kredit- og ejendomsbobbel. Som bristede. Nu forsøger man at undgå en dyb krise med en ny omgang ekstremt ekspansiv pengepolitik – og denne gang understøttet af enorme statsfinansierede hjælpepakker. Logikken er åbenlys. Når støvet har lagt sig, og økonomierne rejser sig igen, så er de statslige gældsbyrder vokset massivt. Er regeringerne (og centralbankerne) klar til en hel del år med stram og langsigtet økonomisk politik?

Danmark

I Danmark er de lange renter også steget, og samtidig er også rentespændet mellem realkreditobligationer og statsobligationer indsnævret. Udviklingen er i overensstemmelse med renteprognosen fra midten af maj, som udtrykte forventning til, at de mellem lange (helt ned til FlexLån F2 og F3) og lange obligationer skal stige på 12 mdr. sigt, mens de korte renter (CIBOR og FlexLån F1) vil falde i takt med, at Nationalbanken sænker renten yderligere i en indsnævring af spændet til ECB's ledende rente.

Det forventes, at kreditkrisen aftager yderligere i prognosehorisonten, og dermed vil stat/real-spændet indsnævres yderligere – hvilket vil sige, at rentestigningerne i de lange realkreditobligationer vil være mindre end i de tilsvarende stater.

Som udgangspunkt anbefales det, at kunderne fortsat holder sig til de korte obligationer i 2-5 års-segmentet. ■



INVESTORERNE HAR MOD PÅ EMERGING MARKETS

PENGESTRØM TIL EMERGING MARKETS

BÅDE DET AMERIKANSKE og europæiske aktiemarked er steget ganske markant siden starten af marts, men det er gået endnu stærkere på Emerging Markets. Faktisk har tendensen mest været stigende siden november sidste år – og det skyldes tre vigtige forhold.

For det første gav Kinas store finanspolitiske saltvandsindsprøjtning på USD 586 mia. forhåbninger om, at eksportører i mange udviklingsøkonomier ville nyde godt af en øget kinesisk efterspørgsel.

For det andet betragtede investorerne – helt i modstrid med tidligere internationale økonomiske kriser – Emerging Markets som »mere sikre«, fordi bankerne i disse regioner ikke var særligt eksponerede over for giftige aktiver og nationalisering som deres kolleger i Vesten.

For det tredje har der været en klar tendens til, at investorer i stigende grad har reposi-

Vesten har ikke monopol på mærkevarer

BRANDS I UDVIKLINGSØKONOMIERNE

USA, DER »OPFANDT« ingredienserne til den aktuelle globale krise, er ubestrideligt stadig den økonomi, der opfinder de fleste nye produkter – det kommer vi ikke udenom. Det store homogene amerikanske marked, entusiasmen for det frie initiativ og iværksætterånden samt likvide kapitalmarkeder (sådan var det i hvert fald før krisen!), har været afgørende for, at det netop er USA, der har produceret alt fra PC'ere til engangsbåde.

Eksempler på nye teknologiske fremskridt i dette århundrede er Google og Apple's iPhone. Og der er ikke noget, der tyder på, at krisen kvæler den teknologiske innovation i verdens største økonomi. Selv om USA hidtil på ingen måde har ført an i kampen mod global opvarmning og miljøproblemer generelt, så er der bl.a. et sandt mylder af lovende teknologiske land-

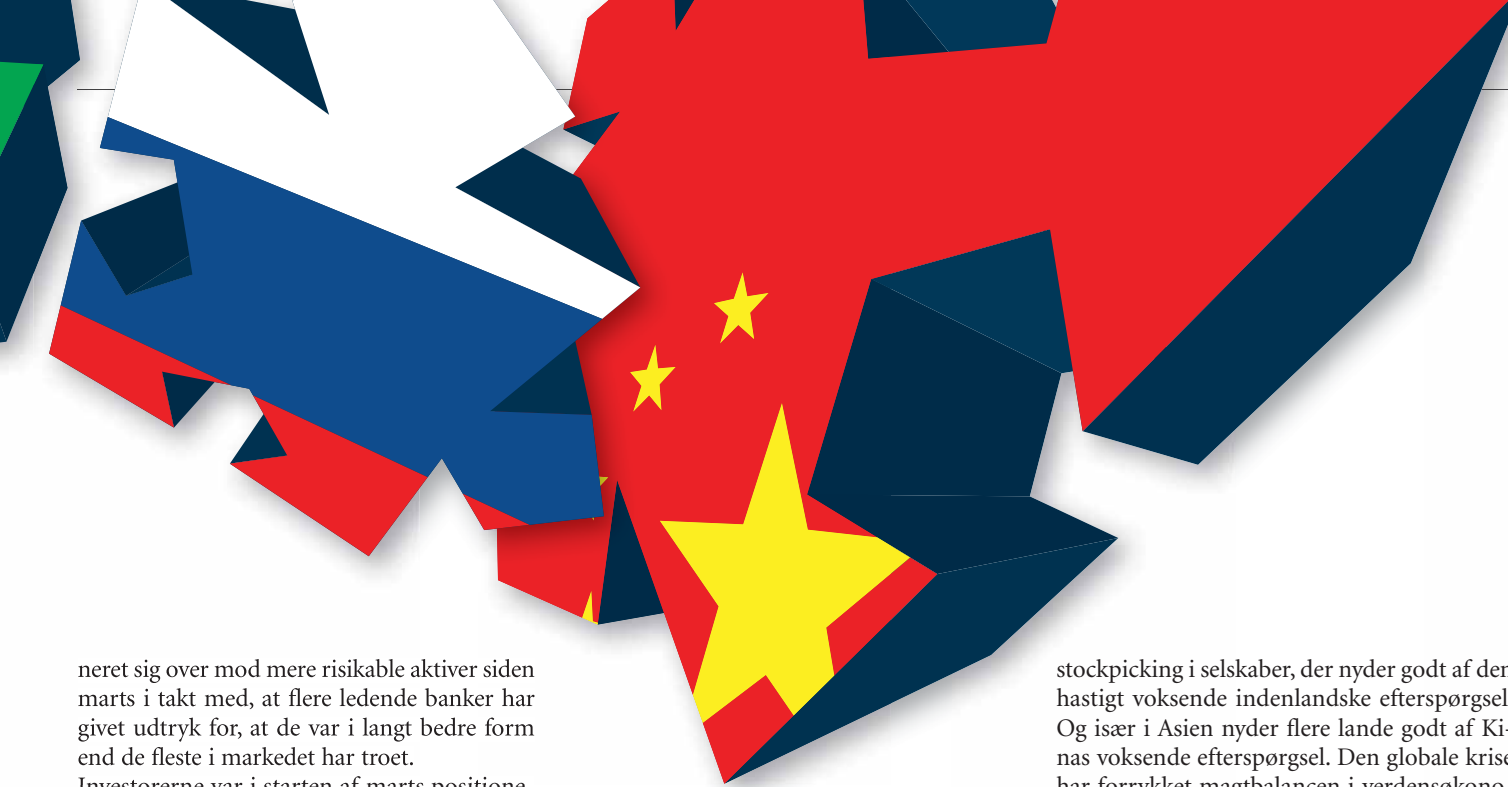
vindinger inden for Clean Technology, som meget vel kan ende med, at verdens største udleder af drivhusgasser ender med at blive førende inden for denne sektor også.

Men der er forandringer undervejs i den globale forretningsverden. En er, at virksomheder uden for USA i vid udstrækning benytter sig af globaliseringens gevinster, når de stiller mod globale førerpositioner. I teorien havde Motorola oprindeligt store fordele i forhold til Nokia, den finske mobilproducent med et meget beskedent hjemmemarked. Nokia endte imidlertid som den store vinder og sidder i dag med en global markedsandel på 35 pct. Hovedforklaringen på dette var Nokias succes med at blive mobilproducent med lave omkostninger i Asien. For blot få år siden ville det have været usandsynligt, at en global virksomhed ville kunne notere indtægter i 2008 på 7,7 mia. USD i Kina, 3,7 mia. USD i Indi-

en, 2 mia. USD i Indonesien mod kun 1,9 mia. USD i USA. Men Nokia står langt fra alene.

Selskaber fra Japan (f.eks. Nintendo) og Korea (f.eks. LG og Samsung) har indhentet og overhalet USA inden for forbrugerelektronik inden for de seneste 10-20 år. Og Kina og Indien følger samme vej. Kinesiske Haier Air Condition-systemer og den indiske Tata Nano bil er eksempler. Men også Goodaby, producent af kørestole og bleer samt Johnson Electric, producent af elektroniske motorer, er eksempler på to kinesiske selskaber, der kan ende med multinational rækkevidde.

Det er stadig amerikanske og europæiske brands, der dominerer de globale markeder, men det skal man ikke lade sig forblænde af. I mange år er globale produkter blevet skabt i billedet af, hvad de amerikanske forbrugere har ønsket eller drømt om. McDonalds forvandlede en drive-in burgerbar til et sted, som



neret sig over mod mere risikable aktiver siden marts i takt med, at flere ledende banker har givet udtryk for, at de var i langt bedre form end de fleste i markedet har troet.

Investorerne var i starten af marts positioneret til noget, der lignede et globalt finansielt kollaps, men dommedagen udeblev. Det betød, at investorerne ønskede mere eksponering i aktier, cykliske aktiver og generelt mere risikable aktiver. Ved at købe aktier i Emerging Markets kunne man reelt få det hele.

Den stærkt stigende interesse for Emerging Markets (EM) afspejler sig klart i pengestrømmen til regionerne. Siden starten af november 2008 har investeringsfonde med fokus på EM oplevet en netto kapitaltilstrømning på 10,5 mia. USD, mens fonde med udviklede landes aktier har oplevet en kapitalflugt på 46,7 mia. USD, forlyder det fra Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) – en opgørelse, der dog langt fra er fyldestgørende, men ikke desto mindre tegner et billede af tendensen.

Som udgangspunkt er det Asien og Latinamerika, der klarer sig bedst, mens krisen kradser langt dybere i Central- og Østeuropa, hvis problemer dybest set bunder i samme tendenser til absurde overdrivelser i låntagning som rollemodellerne i de vestlige udviklede lande.

Men spørgsmålet er også, hvor længe aktierne kan køre videre i det høje gear i Asien og Latinamerika. Billige er de nemlig ikke mere. Shanghai Composite Index udviser nu en P/E på 30 (baseret på de seneste 12 mdr. indtjening) mod 10 i november. Mens Brasiliens Bovespa Index er 19 mod 7 i november.

Det er imidlertid ikke ensbetydende med, at aktiefesten i de eksotiske regioner er tæt på en afslutning. Der er masser af muligheder for

stockpicking i selskaber, der nyder godt af den hastigt voksende indenlandske efterspørgsel. Og især i Asien nyder flere lande godt af Kinas voksende efterspørgsel. Den globale krise har forrykket magtbalancen i verdensøkonomien, og EM-økonomier, ikke mindst BRIK-landene med særligt tryk på I (Indien) og K (Kina) vil spille en stadigt større rolle.

Der er dog stadig risiko for, at risiko for, at skuffende nyheder om den globale økonomi, kan sende EM-markederne ned. F.eks. hvis det lagerdrevne opsving, vi ser spirene til i øjeblikket, ikke viser sig at være andet end en kortvarig opblomstring i en global økonomi, der i længere tid vil være tynget af enorme gældsbyrder, stigende ledighed og generelt trykket efterspørgsel. Hvis det sker, vil det formentlig udløse et salgspres i EM. Men den seneste tids nøgletal og indikatorer peger på, at OECD-regionen faktisk er på vej mod et opsving i år. En anbefalelsesværdig eksponering til EM er f.eks. *DI Nye Markeder*. ■

også er slået an blandt forbrugere lige fra Rusland til Latinamerika. Og Starbucks lavede et tilsvarende globalt brand ud af en italiensk espresso bar med komfortable møbler og blød musik.

Men den amerikanske forbrugers indflydelse er ved at blive mindre. De forgældede amerikanske forbrugere skal spænde livremmen ind og lære at spare op over de næste mange år, og samtidig vokser middelklasserne Emerging Markets (EM) med stor hast, især i Asien. Der er således tale om et markant skifte i forbrugeres købekraft over mod EM (Asien) i disse og kommende år, som ikke blot giver EM-selskabernes brands mulighed for at bryde ud af det hjemlige marked, men det påvirker også, hvordan vestlige selskaber udvikler og markedsfører globale brands.

Bilbranchen kan måske være en ledende indikator. For kort tid siden lancerede Porsche

en ny model, og det var ikke tilfældigt, at et bilshow i Shanghai blev valgt til introduktionen. Der er tale om en lang og dyr bil, som skønnes at nyde særlig efterspørgsel i Kina frem for de traditionelle vestlige markeder. Rige kinesere ynder at blive kørt af privatchauffører i store biler, og i øvrigt overhalede Kina i januar USA som verdens største bilmarked. Også Procter & Gamble, en amerikansk gigant med speciale i forskellige mærkevarer inden for forbrug, har i stigende grad fokus på Emerging Markets, som nu tegner sig for 30 pct. af salget.

Andre eksempler er den traditionelle amerikanske fast food kæde, Kentucky Fried Chicken, og det europæiske skønhedsbrand, Nivea, som begge oplever markant stigende salg til Kina og resten af Asien.

Hold øje med de vestlige mærkevarer, der formår at tilpasse sig skiftet i forbrugernes magtbalance. Og hold øje med de nye brands, der har potentiale til at nå global skala. De kan meget vel komme fra Asien. ■



Tata Nano



GOLDMAN SACHS:

KINA VISER VEJEN

Den globale krise er god for Kina, mener cheføkonom hos Goldman Sachs, Jim O'Neill.

■ KINESISK HØJVÆKST

GOLDMAN SACHS har for nylig opjusteret forventningerne til Kinas BNP-vækst for 2009 og 2010. Estimaterne går nu på hhv. 8,3 pct. og 10,9 pct. mod tidligere 6 pct. og 9 pct. Men det er ikke udsigt til stigende eksport, som optimismen begrundes med.

Frem til 2008 var eksportvækst kernen i Kinas massive økonomiske fremgang, men det var ikke en holdbar model, påpeger Jim O'Neill. I slutningen af 2007 tegnede Kinas eksport til USA alene sig for 12 pct. af landets BNP. Et udtryk for, at eksporten ville blive hårdt ramt, hvis efterspørgslen i USA svigtede. Jim O'Neill og hans kolleger var blandt de økonomer, der forudså, at kineserne på et tidspunkt ville vælge at droppe fastkurspolitikken over for den amerikanske dollar og skifte over mod en mere fleksibel og stærkere valutakurs.

Da krisen sidste år eskalerede efter kollapsedet i Lehman Brothers, ramte det den globale handel som en gigantisk forhammer, og det stod hurtigt klart, at det ville gå hårdt ud over den kinesiske vækst. Men samtidig stod det også hurtigt klart, at de kinesiske politiske beslutningstagere ville reagere hurtigt med nød-

vendige tiltag – ganske som de også gjorde i forbindelse med Asien-krisen i 1997.

Tre politiske initiativer skiller sig ud, og resultaterne begynder nu at vise sig – og det er baggrunden for GS' nylige opjustering af forventningerne til Kinas vækst.

For det første annoncerede myndighederne allerede i november en massiv finanspolitisk stimulus, rettet især mod infrastruktur. Om end der har været uklarhed om de sande tal, så var indgrebet et vigtigt signal om handlekraftige beslutningstagere, og det bed aktiemarkedet mærke i – og kurserne har været stigende stort set lige siden.

For det andet – og det er måske et initiativ, der i sidste ende kan få den største betydning for verdensøkonomien – så annoncerede regeringen planer om, at udvikle en fuldt dækkende sundhedsforsikringspolitik, som allerede i 2011 skal omfatte 90 pct. af the rural community. Set med verdensøkonomiske briller er det en vigtig beslutning. For hvor der under det mere rendyrkede kommunistiske styre var en større sikkerhed for den enkelte borger – staten sørgede for mange ting – så er der ved overgangen til det kapitalistiske system i langt højere grad overladt til den en-

kelte at sørge for sig selv – herunder også at betale sundhedsudgifter. Set i det lys er det ikke overraskende, at den hastigt voksende kinesiske middelklasse sørger for at spare op frem for at forbruge. Men når de nye sundhedsplaner føres ud i livet, vil det medvirke til at sænke den meget høje opsparingskvote og føre til et væsentligt større forbrug.

Det tredje tiltag, som også har været afgørende for GS' genfundne optimisme på dragøkonomiens vegne, er den drastiske og meget hurtige ændring af pengepolitikken. Myndighederne, med Peoples Bank of China i spidsen, var hurtige til at ændre pengepolitikken fra den gradvise stramning over de seneste to forudgående år til en massiv lempelse. Ifølge GS' Chinese Financial Conditions Index så er renteniveauet sænket med 5,2 procentpoint siden oktober.

Disse tre tiltag har skabt fundamentet for en acceleration af den indenlandske kinesiske efterspørgsel for resten 2009 og 2010 – lige den rette opskrift for Kina og afgørende for resten af verden, mener Jim O'Neill.

»Den næste fase i Kinas udvikling er startet og vil vare i årevis. Det var delvist i forventning om dette, at vi i starten af året frem-



POLIFOTO

Goldman Sachs' cheføkonom Jim O'Neill flankeret af First Deputy Prime Minister Igor Shuvalov fra Rusland til venstre og Anatoly Chubais, adm. dir. for Ruslands elektricitetsmonopol ved det 12. St. Petersburg International Economic Forum om SWOT-analyser af russisk økonomi og globale udfordringer og muligheder fremt il 2020.

hævdede køb af kinesiske A-aktier som en vores stærkeste anbefalinger for 2009. Da aktierne nu er steget med over 50 pct. siden november er indgangsniveauet i sagens natur blevet mindre attraktivt, men i takt med stadigt flere beviser for stigende efterspørgsel i Kina, vil mange investorer blive tiltrukket af de kinesiske perspektiver,« siger Jim O'Neill.

Han påpeger, at »K« i BRIK-landene (Brasilien, Rusland, Indien, Kina) altid har været den vigtigste af de fire og begivenhederne i de seneste seks måneder understøtter GS' begejstring for landet på længere sigt.

Han morer sig over, at nogle har argumenteret for, at BRIK-historien er ved at være slut.

»Vrøvl – den er stadig i sin barndom. De opdaterede langsigtede projektioner, som vi

offentliggjorde sidste sommer, peger på, at Kina overgår USA som verdens største økonomi 2027 og samme år vil BRIK-landene som helhed være lige så store som G7-landene. Der er intet, der tyder på, at de forventninger er blevet mindre realistiske.«

Han vurderer, at Kina allerede inden for de næste år vil overhale Japan og dermed indtage pladsen som verdens næststørste økonomi.

»Nogle siger, at Kina kan blive gammel før det bliver rigt, men det er i hvert fald sikkert,

»Vrøvl!«

JIM O'NEILL · CHEFØKONOM HOS GOLDMAN SACHS
OM AT BRIK-HISTORIEN ER VED AT VÆRE SLUT

at det bliver større og rigere. En eller to af dets partnere i G20 kunne måske have et ønske om, at se nærmere på den kinesiske økonomiske politik, for at se hvordan det skal gøres». ■

Hold øje med de små selskaber

■ SMALL IS BEAUTIFUL

HISTORIEN VISER mange eksempler på, at et lands økonomiske udvikling starter med en eksportdrevet fase, som derefter efterfølges af en fase, hvor det er den indenlandske efterspørgsel, der trækker læsset.

Mange lande i Emerging Markets (EM) er stadig i betydeligt omfang afhængige af eksport til den udviklede del af verden, men de fleste er også i fuld gang med fase 2. Karakteristisk for EM-lande er, at de har en væsentlig anderledes demografi end de rige lande. Således er der en meget stor og voksende andel af unge i arbejdsstyrken, mens det er omvendt i de rige lande.

En hastigt voksende middelklasse og stadigt flere unge, der gør deres entré på arbejdsmarkedet betyder, at der er udsigt til en stærk og langvarig vækst i privatforbruget i EM-landene – ikke mindst i de meget folkerige lande som Indien og Kina. Men også udbygningen af infrastruktur og generelt udviklingen af et samfund á la den vestlige model borger for en stærk vækst i den indenlandske efterspørgsel i mange år frem.

Som investor skal man derfor se efter de mindre og mellemstore virksomheder i EM, som er orienteret mod den hjemlige efterspørgsel. Det er en jungle af virksomheder, som er uoverskuelig for de fleste almindelige private investorer. Desuden er de også i be-

grænset omfang dækket af de store finansshuses aktieanalytikere, hvis storkunder fokuserer på de større virksomheder. En anbefalelsesværdig tilgang til denne del af aktieuniverset i EM er derfor investeringsforeninger, eksempelvis Merchant Invest *Global Emerging Markets Smaller Companies*.

Der er dog stadig tale om en niche, der endnu er i sin spæde vorden. I hovedparten af 2007 og 2008 var afkastet på de mindre aktier i EM således ikke stand til at hamle op med det brede marked i EM. Men det er ved at ændre sig. I slutningen af 2008 og foreløbig i år har de mindre selskaber i EM således leveret et større afkast end de større, internationalt orienterede selskaber. ■

Ved at købe put-optioner på din eksisterende aktieportefølje, slipper du for at spekulere over markedsudviklingen, mens du holder ferie.

TEGN EN FORSIKRING MOD KURSFALD



SHUTTERSTOCK

■ FORSIKRING SOM ALTERNATIV TIL SALG

BEARMARKEDET SLUTTEDE I MARTS 2009, konkluderer Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug. Men han understreger samtidig, at der kræves mere godt nyt, hvis markedet skal stige mere. Økonomierne skal vise flere tegn på en stabilisering, som gør det realistisk, at et vedvarende opsving er i sigte inden for overskuelig fremtid.

Der er vi ikke endnu. Ganske vist er der flere lovende, positive tendenser. Ikke mindst at industriproduktionen nu er ved komme i gang igen. Men det er muligt, at det blot er en naturlig følge af, at lagerbeholdningerne er kommet så langt ned, at der nødvendigvis må produceres noget for at tilfredsstille den efterspørgsel, der stadig er der i de kriseramte økonomier. Men hvis ikke flere andre fundamentale forhold forbedres, så vil industrien ikke nå et niveau, der ligner det, vi havde før krisen, når lagrene er fyldt op igen.

Vendingen i industricyklen kombineret med bl.a. stigninger i vigtige erhvervstillidsindeks, vending i OECD's ledende indikatorer for flere lande og fornyet indenlandsk vækst i Kina har været en afgørende faktor bag de mere optimistiske og risikovillige investorer, der har fået aktiemarkedet til at stige med 40 pct. siden starten af marts.

Vigtigt har det også været, at der er tegn på, at finanskrisen er for aftagende – ikke mindst, at bankerne i bl.a. USA alligevel ikke er på vej mod bankerot over en bred kam. Ved indgangen til marts måned var det meget dystre scenarier for finanssektoren, der var priset ind i aktiekurserne. Derfor blev det startskuddet til et stormløb på aktiemarkedet, da

tal fra flere store banker i USA pegede på, at dommedagsscenariet alligevel ikke ville udspille sig. Siden har de såkaldte stresstest af de 19 største banker peget på, at 10 af disse klarer frisag, mens de ni har brug for at hente kapital for 74,6 mia. USD – resultater, der ikke har virket afskrækkende for markedet. En anden vigtig faktor for aktiemarkedet har også været regnskabssæsonen for årets første kvartal, der generelt bød på flere positive overraskelser end negative.

Stadig mange risikofaktorer

Alt i alt en ganske opmuntrende udvikling på det seneste. Men det ændrer ikke ved, at der stadig er en lang række risikofaktorer i spil. Således vil de kommende måneder stadig være præget af trange tider for bankerne, stigende ledighed, krise på boligmarkedet i mange lande. Og selv om USA formentlig rejser sig i andet halvår, så vil både Japan og Vesteuropa være i en dybere krise – og så har vi ikke engang nævnt Østeuropa. Eller at amerikanerne skal til at spare op. Og det vil kunne mærkes for resten af verden, at de amerikanske forbrugere går fra at have sparet stort set ingenting op af deres disponible indkomst de senere år til nu at spare ganske kraftigt op – 8 pct. ultimo 2010, siger Goldman Sachs.

Det er ikke alle, der i den situation vil være trygge ved at gå på sommerferie og lade skæbnen råde over aktieporteføljen.

Køb put-optioner på aktieindeks

En alternativ løsning til at realisere hele aktieporteføljen er, at købe en put-option på et

eller flere forskellige aktieindeks, så man får afdækket risikoen på sin aktuelle aktieportefølje. Med en put-option på et aktieindeks har man sikret sig retten til at sælge et aktieindeks til aftalekursen. Er aktieindekset ved udløb (eller før) lavere end aftalekursen, så tjener man penge på optionen. Eller sagt på en anden måde: Hvis aktiemarkedet falder, så har man garanteret sig mod kursfald under aftalekursen. En international portefølje kan ikke afdækkes 100 pct. via aktieindeks, men man kan komme relativt tæt på.

De opmuntrende økonomiske tendenser og stigende risikovillighed fra investorerne har bevirket, at vi efterhånden nærmer os en volatilitet på aktiemarkedet, som ikke er langt fra »normale tider« – og det har også gjort optioner billigere. Put-optionerne på de aktieindeks, der giver et nogenlunde match på din aktieportefølje henover sommeren, koster måske en præmie, som svarer til 5 pct. af aktieporteføljen værdi.

Prisen skal ses i forhold til, at du for præmien har elimineret risikoen for, at porteføljens værdi reduceres med væsentlig mere, hvis vi f.eks. oplever en generel markedsrettigelse udløst af skuffende økonomiske nøgletal ell. lign. i et sommermarked, som under alle omstændigheder historisk set er præget af væsentlig lavere afkast end vinterhalvåret.

Selv om du køber put-optionerne, vil du stadig i fuldt omfang kunne nyde godt af eventuelle nye kursstigninger på aktiemarkedet.

Er du interesseret i strategien, bør du tale med din rådgiver, der også kan forklare dig de skattemæssige regler omkring optioner. ■

Lav skat ved sommerhusudlejning

■ REGLER FOR SOMMERHUSUDLEJNING

Ønsker du at udleje dit sommerhus er skattereglerne ganske lempelige. I det følgende beskrives reglerne for sommerhusudlejning.

SKATTEREFORMEN, som netop er vedtaget af Folketinget, lempet endda i visse tilfælde skat-ten yderligere fra og med 2010.

Sommerhuse som anvendes privat

Hvis du udlejer et sommerhus, som du selv benytter privat, så er der mulighed for en lem-pelig beskatning.

Du kan nemlig vælge mellem to forskelli-ge metoder, når den skattepligtige indtægt skal opgøres: Bundfradragsmetoden eller den regn-skabsmæssige metode. Det gælder både for danske og udenlandske ejendomme.

Bundfradragsmetoden

Vælger du denne metode, opgøres indtægten ved udlejningen efter standardiserede regler, og der er ikke mulighed for fradrag for fakti-ske udgifter mv.

I stedet gives der først et skattefrit bund-fradrag på 7.000 kr. pr. sommerhus, og 40 pct. af den reducerede lejeindtægt er også helt skat-tefri, se eksemplet.

Den effektive beskatning af lejeindtægten afhænger af, om du har positiv eller negativ nettokapitalindkomst.

Ved negativ nettokapitalindkomst udgør skat-ten ca. 33 pct. af 25.800 kr. eller ca. 8.500 kr.

Hvis du har positiv nettokapitalindkomst og du betaler topskat, så udgør skatten ca. 60 pct. af 25.800 kr. eller ca. 15.500 kr.

Fra og med indkomståret 2010 bliver som-merhusudlejning også begunstiget af den ge-nerelle nedsættelse af skatteprocenterne i skat-tereformen.

REGNSKABSMÆSSIG METODE – EKSEMPEL

Lejeindtægt inkl. betaling for forbrug		50.000 kr.
Udgifter til forbrug	7.500 kr.	
Udgifter til vedligeholdelse*	3.000 kr.	
Andel af ejendomsskat*	3.500 kr.	
Udgifter	14.000 kr.	- 14.000 kr.
Til beskatning		36.000 kr.

* BEREGNET FORHOLDSMÆSSIGT UD FRA DEN DEL AF ÅRET EJENDOMMEN HAR VÆRET UDLEJET

Ifølge skattereformen skal positiv nettokapital-indkomst på op til 40.000 kr. årligt (80.000 kr. for ægtefæller) ikke længere medregnes i top-skattegrundlaget. Den effektive beskatning for kapitalindkomst, der kan indeholdes i dette be-løb, udgør for en topskatteyder kun ca. 37 pct. – i modsætning til de ca. 60 pct. i dag.

Ved bruttolajeindtægten forstås lejeindtæg-ten inklusive særskilt betaling efter forbrug, herunder el, gas, varme, telefon og lignende. Der gives ikke nedslag i ejendomsværdiskatten for de uger, hvor sommerhuset er udlejet. Reg-lerne kan også anvendes i købs- og salgsåret.

Regnskabsmæssig metode

Vælger du denne metode, kan de faktiske ud-gifter, der har direkte forbindelse med udlej-ningen, fradrages i lejeindtægten.

Derudover kan fradrages faktiske udgifter, som er afholdt til vedligeholdelse af indbo og inventar og eventuelle skattemæssige afskriv-ninger. En forholdsmæssig andel af ejendoms-skatter kan dog kun fradrages, hvis udlejnin-gen er væsentlig. Herved forstås, at sommer-huset udlejes i mindst 6 uger om året.

Den skattepligtige indtægt medregnes i ka-pitalindkomsten, og et eventuelt underskud

kan ikke fradrages. Ejendomsværdiskatten nedsættes forholdsmæssigt for den del af året, hvor ejendommen har været udlejet.

Typisk vil bundfradragsmetoden være me-re fordelagtig end den regnskabsmæssige me-tode. Er udlejningen derimod forbundet med væsentlige større udgifter, for eksempel til af-skrivning og vedligeholdelse, eller udlejes som-merhuset hovedparten af året, kan det dog være mere fordelagtigt at anvende den regn-skabsmæssige metode

Hvis du først én gang har anvendt den regn-skabsmæssige metode, kan der ikke skiftes til bundfradragsmetoden.

Erhvervsmæssig udlejning

Anvender du ikke sommerhuset privat, og du effektivt har fraskrevet dig egen benyttelse af sommerhuset, f.eks. ved aftale med et udlej-ningsbureau, og udlejningen i øvrigt er tilret-telagt erhvervsmæssigt, så sker beskatningen efter reglerne for erhvervsvirksomhed.

Det betyder blandt andet, at et overskud skal beskattes som personlig indkomst, mens et underskud kan fradrages i f.eks. lønind-komst.

Virksomhedsordningen kan også anvendes, så der blandt andet kan opnås fradrag for ren-teudgifter med op til 63 pct. i 2009. Der vil end-videre ikke skulle betales ejendomsværdiskat.

Skal sommerhuset sælges?

Hvis du i løbet af ejerperioden har anvendt huset til fritidsformål, så kan ejendommen sælges efter den såkaldte »parcelhusregel« – det vil sige i de fleste tilfælde skattefrit.

Hvis huset ikke anvendes privat skal eventu-el avance medregnes i kapitalindkomsten. Ved salg i 2009 er skatten op til 60 pct., mens et salg i 2010 kun beskattes med op til 51,5 pct. ■

BUNDFRADRAGSMETODEN – EKSEMPEL

Årlig bruttolajeindtægt	50.000 kr.
- bundfradrag	-7.000 kr.
	43.000 kr.
- 40 pct. heraf	-17.200 kr.
Til beskatning	25.800 kr.

INDTÆGTEN MEDREGNES I KAPITALINDKOMSTEN.

SKAT OG PENSION I ET NYT LYS

■ NYE PENSIONSREGLER

Skattereformen ændrer grundlæggende ved dine muligheder for at spare op til pension. Vi vil i denne artikel introducere de nye regler for pensionsopsparing og i særdeleshed de overgangsregler, som vil ramme mange, der har oprettet en pensionsordning efter de gamle regler.

SKATTEREFORMEN er nu vedtaget, og den har stor betydning både for opsparing via ratepension og kapitalpension. De væsentligste ændringer finder du dog inden for ratepensioner, herunder ophørende livrenter.

Ratepension – indbetaling

Mulighederne for at indbetale til ratepension bliver stærkt reduceret som følge af skattereformen.

Fra og med indkomståret 2010 kan du max. indbetale 100.000 kr. pr. år til ratepensioner og ophørende livrenter.

Ved ophørende livrenter forstås livrenter med en begrænset udbetalingsperiode.

Løftet på 100.000 kr. omfatter *både* privattegnede og arbejdsgiveradministrerede ordninger.

De generelle skattelettelser får indflydelse på fradragsværdien af indskud på ratepension. I dag har du en fradragsværdi på op til ca. 59 pct., hvis du betaler topskat. Fra og med 2010 falder denne værdi til ca. 51,5 pct.

Når du i dag indbetaler til private pensionsordninger med løbende udbetalinger, er der forskellige modeller for dit fradrag på selvangivelsen

- Du kan få ubegrænset fradrag, hvis du aftaler at indbetale et fast beløb i minimum 10 år.
- Ved engangsindskud eller indbetaling af et fast beløb over en kortere periode end 10 år, bliver fradraget fordelt over 10 år (1/10-dels fradrag), dog med mulighed for at fradrage op til 46.000 kr. (2009) årligt, hvis 1/10-dels fradraget er mindre.

Fordelingsreglerne fjernes for ratepensioner og ophørende livrenter. Du kan således fra indkomståret 2010 indbetale op til 100.000 kr. årligt uden at forpligte dig til en 10-årig aftale.

Ratepension – overgangsregler for private indbetalinger

Ændres skatteregler så dramatisk som det her er sket, skaber det som ofte et behov for overgangsregler. Ændringerne til pensionsbeskatningen er ingen undtagelse. Der er tale om nogle overgangsregler, der er ganske komplekse og omfangsrige.

Vi vil fokusere på de overgangsregler, som rammer de ordninger, som vi erfaringsmæssigt opretter flest af (se skemaerne).

Har du aftalt at betale op til 100.000 kr. årligt, er der ingen problemer i forhold til de nye regler. Du kan derfor fortsætte med at fratrække beløbet på din selvangivelse.

Hvis du har oprettet andre typer af ratepensioner eller ophørende livrenter end dem, der er beskrevet her, f.eks. en aftale med en indbetalingsperiode på under 10 år, vil vi opfordre dig til at kontakte din rådgiver, så du kan få gennemgået, hvordan du berøres af reglerne i skattereformen.

Ratepension – udbetaling

Når du skal have din ratepension udbetalt, får du som udgangspunkt gavn af skattelettelserne, således at dine pensionsudbetalinger maksimalt bliver beskattet med op til ca. 51,5 pct.

I forliget mellem regeringen og Dansk Folkeparti omtales en såkaldt udligningsskat på løbende pensionsudbetalinger, der overstiger topskattegrænsen.

De nærmere regler og beløbsgrænser er ikke fastsat. Vi vender tilbage, når der foreligger nyt om udligningsskatten.

Er du selvstændigt erhvervsdrivende?

Selvstændigt erhvervsdrivende kan i dag indbetale op til 30 pct. af et overskuddet på en ratepension, uanset beløbets størrelse. Denne mulighed bevares til og med indkomståret 2014.

Herefter er selvstændigt erhvervsdrivendes indskud på ratepension også omfattet af loftet på 100.000 kr. ved indskud på ratepensioner.

Kapitalpension – indbetaling

Som noget nyt får du mulighed for at oprette og dermed indbetale på en kapitalpension helt op til det tidspunkt, hvor du kan få pensionen udbetalt (p.t. 75 år). Tidligere skulle en kapitalpension være oprettet inden efterlønsalderen opnås (p.t. 60 år). Ændringen af aldersgrænsen gælder for ordninger, der oprettes efter 1. januar 2010.

Selvom udbetalingen af din kapitalpension er påbegyndt eller ordningen helt er hævet, bliver det fra 1. januar 2010 muligt at foretage fradragsberettigede indbetalinger på en kapitalpension.

Fradragsværdien af dit indskud på kapitalpension falder fra og med 2010, da mellem-

ENGANGSINDSKUD - OVERGANGSREGLER

Indskudt før 22. april 2009

1/10-dels fradrag vedrørende 2010 og senere kan fratrækkes uanset, at de årlige fradragsbeløb overstiger 100.000 kr.

EKSEMPEL

I december 2008 er der indskudt 2 mio. kr. Fradraget fordeles over 10 år med 200.000 kr. i perioden 2008-2017.

Der kan fratrækkes 200.000 kr. årligt i 2010-2017, uanset det nye loft på 100.000 kr.

Indskudt den 22. april 2009 eller senere

1/10-dels fradragene vedrørende 2010 og senere indkomstår bortfalder, medmindre et beløb svarende til de resterende 1/10-dels fradrag overføres til en livsvarig livrente. Dette gælder uanset om 1/10-dels fradragene er over eller under 100.000 kr.

EKSEMPEL

I efteråret 2009 indskydes 2 mio. kr. på en ratepension. Der er fradrag for 200.000 kr. i 2009. Fradrag i 2010-2018 udgør som udgangspunkt 0 kr.

Skal der opnås fradrag på 200.000 kr. årligt i 2010-2018, skal 1,8 mio. kr. overføres til en livsvarig livrente. Beløbet skal overføres senest 30. december 2009.

ENGANGS- INDSKUD

Hvis du har foretaget et engangsindskud afhænger overgangsreglerne af, hvorvidt du har foretaget indskuddet før den 22. april 2009 eller senere.

skatten på 6 pct. bortfalder, og bundskatten nedsættes med 1,5 pct. Indskud på kapitalpension har derfor fremover kun en fradragsværdi på max. 37,5 pct.

Mister du beskæftigelsesfradrag som følge af dit pensionsindskud, kan fradragsværdien være helt nede på ca. 36 pct.

Kapitalpension – udbetaling

Fristen for udbetalingen er nu blevet udskudt. Du kan fremover vente med at få din pension udbetalt til 15 år efter, at du opnår efterlønsalderen. Hvis din efterlønsalder er 60 år betyder det, at udbetalingen skal foretages senest, når du fylder 75 år.

Når du får udbetalt din kapitalpension, skal du som hidtil betale 40 pct. i afgift

Er kapitalpensionen en død sild?

Når fradragsværdien for indskud fremover er max. ca. 37,5 pct. mod, at du skal betale 40 pct. i afgift ved udbetaling, er det nærliggende at spørge sig selv, om hvorvidt kapitalpensionen stadig er en attraktiv opsparingsform.

Svaret på dette spørgsmål er ikke helt entydigt. Med en maksimal fradragsværdi der er ca. 2,5 pct. lavere end afgiften ved udbetaling, er det klart, at kapitalpensionen har mistet en del af pusten som den mest attraktive pensionsopsparing.

Samtidig er det dog vigtigt at holde sig for øje, at pensionsbeskatningsreglerne rummer en mulighed for helt frem til udbetalingstidspunktet at overføre kapitalpensionsopsparingen til en pensionsordning med løbende udbetalinger eller en ratepension.

Afhængig af dine indkomstforhold kan du herved få ordningen udbetalt løbende til bundskat svarende til ca. 37,5 pct. På denne måde svarer skatten på udbetalingstidspunktet stort set til fradragsværdien på indbetalingstidspunktet, og du kan samtidig få fordel af den lave PAL-skat på 15 pct. contra skatten ved investering for frie midler. Du skal dog være opmærksom på, at løbende udbetalinger kan blive modregnet i sociale ydelser, herunder pensionstilæg. Kapitalpensionen kan derfor stadig være en attraktiv opsparingsordning, især hvis du forventer at betale bundskat som pensionist.

Hvad gør du nu?

Med de markante ændringer, der er foretaget indenfor pensionsområdet, er det utrolig vigtigt, at du får kigget din pensionsopsparing efter i sømmene.

2009 er det sidste år, hvor har mulighed for at få en høj fradragsværdi på ca. 59 pct. af dine pensionsindbetalinger. Ønsker du at udnytte denne mulighed, skal du foretage maksimalt indskud på ratepension i år.

Eneste mulighed for at indbetale større beløb i 2009 er at indskyde på en arbejdsgiveradministreret ordning. Her skal du dog være opmærksom på, at jo tidligere på året du kommer i gang med en sådan ordning, jo mere kan du nå at få indbetalt.

Indskud på private ordninger kan, som før nævnt, blive ramt af overgangsordninger allerede i år.

Fra **2010** og fremefter er mulighederne for indbetaling til ratepension og ophørende liv-

renter begrænset til 100.000 kr. Ønsker du yderligere opsparing til pension er alternativet livsvarige livrenter, hvor du f.eks. kan foretage engangsindskud efter de helt samme skattemæssige regler, som i dag gælder for ratepensioner. Men bemærk, at livrenternes udbetalingsperiode ikke må være tidsbegrænset til f.eks. 10 år. Den skal være livsvarig for, at der er fradragsret for indbetalinger udover 100.000 kr. også fra 2010.

Livsvarige livrenter kan være et godt supplement til ratepensioner som jo typisk er færdigudbetalt efter 10 til 20 år (max. 25 år).

Du er meget velkommen til at kontakte din rådgiver, som kan hjælpe dig med at få et overblik over, om du bliver omfattet af nogle af overgangsreglerne, samt om din fremtidige pensionsopsparing bør justeres. ■

ORDNINGER MED INDBETALINGSPERIODE PÅ MINIMUM 10 ÅR

Hvis du har en ratepensionsordning, hvor indbetalingsperioden er på minimum 10 år, afhænger overgangsreglerne af, hvorvidt du har oprettet ordningen før den 22. april 2009 eller senere.

ORDNINGER MED INDBETALINGSPERIODE PÅ MINIMUM 10 ÅR - OVERGANGSREGLER

Oprettet før 22. april 2009

Du kan

- nedsætte den årlige indbetaling til max. 100.000 kr. uden at blive efterbeskattet.
- indsætte overskydende beløb over 100.000 kr. på en livsvarig livrente.
- fortsætte med at indbetale det aftalte beløb. Virkningen er, at der ikke er fradragsret for det overskydende beløb, men beløbet vil så heller ikke blive beskattet ved udbetaling.
- stoppe indbetalingerne fra 2010 uden at blive efterbeskattet.

Oprettet den 22. april 2009 eller senere

Du kan

- indsætte overskydende beløb over 100.000 kr. på en livsvarig livrente.
- fortsætte med at indbetale det aftalte beløb. Virkningen er, at der ikke er fradragsret for det overskydende beløb, men beløbet vil så heller ikke blive beskattet ved udbetaling.

Nedsætter du indbetalingerne til under 100.000 kr. i 2010 og fremover, vil du blive efterbeskattet.



Høst kursgevinster på stigende renter

Som privatinvestor må man ikke overse lånesiden. En gevinst på aktivsiden kan nemlig let blive »spist op« af et tilsvarende kurstab på lånesiden.

■ STYR PÅ BÅDE PASSIVER OG AKTIVER

EN HISTORISK NEDTUR kræver historisk handling. Med den devise in mente har verdens centralbanker sænket de ledende renter til noget nær nulniveauer. Der er således kun én vej for renterne på længere sigt, og det er opad. For opsparende eller privatinvestorer med obligationer i porteføljen er der således udsigt til at indkassere et potentielt *kurstab* mod, at man til gengæld kan reinvestere sine rentebetalinger til en højere rente.

Men hvad med lånesiden? Her sker der præcis det modsatte: Låntagere får nemlig mulighed for at høste en potentiel *kursgevinst* ved at tilbagekøbe deres fastforrentede obligationslån til en kurs noget lavere, end da lånet blev optaget – mod til gengæld at betale en højere rente (ikke nødvendigvis, hvis det nye lån er et FlexLån®) på det nye fastforrentede lån, indtil en nedkonvertering igen bliver aktuel.

Hvis man med vælger de rigtige lån, kan man hente store kursgevinster, mens andre lån koster dyrt. Har man eksempelvis et 30-årigt

5 procentslån, kan man høste 72.000 kroner i kursværdi af en restgæld på 1 million, hvis renten stiger med 1 procentpoint – et afkast, der vel og mærke er skattefrit.

Ingen kursgevinster til FlexLån®

Har man derimod et rentetilpasningslån med årlig tilpasning, kan stigende renter blive dyrt. Man vil nemlig få en højere månedlig ydelse og ingen kursgevinst i tilfælde af rentestigninger. Mange af de nye låntagere, der har optaget FlexLån® som følge af den aktuelt lave rente, vil således komme til at betale dyrt, hvis renterne begynder at stige igen.

Helt generelt gælder det, at lån med en længere rentebindingsperiode vil give en større gevinst, når renten stiger (se figur). Har man eksempelvis et 15-årigt fastforrentet lån, vil kursværdien af en restgæld på 1 mio. kroner aktuelt falde med 56.000 kroner, mens gevinsten på et 5-årigt rentetilpasningslån er 43.000 kroner. Til gengæld vil renterne på lån med kort rentebindingsperiode ofte være mere følsomme over for Nationalbankens rentebevægelser. Derfor er det vanskeligt på forhånd at forudsige, hvilke lån, der er den bedste forretning, hvis Nationalbanken begynder at hæve de ledende renter igen.

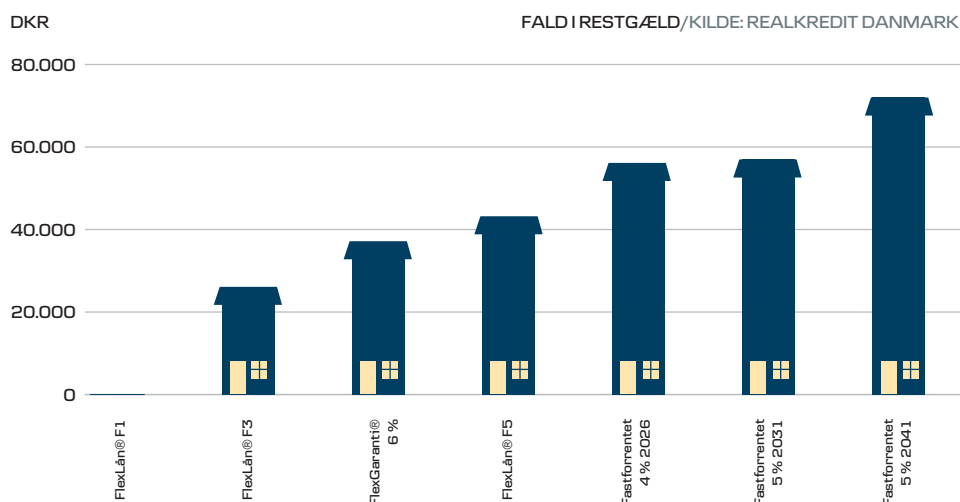
Reducér usikkerhed på lånesiden

Når man som privatinvestor kigger på hvilke lån, der er optimale, er det vigtigt at tage aktivsiden med i betragtning. Hvis usikkerheden øges på aktivsiden, som er tilfældet under den verserende krise, kan det være fornuftigt at reducere risikoen på lånesiden.

Oftest komplicerer det billedet, at privatinvestorer har en pærevælling af ikke-indkomstgenererende aktiver, såsom hus, bil, etc. Og hvordan måler man så risikoen på aktivsiden? Det kan være vanskeligt at gøre præcist.

En oplagt mulighed for at reducere risikoen på lånesiden er at omlægge til et lån, der er afdragsfrit eller et lån med længere rentebinding. Som før nævnt vil et afdragsfrit lån samt lån med længere rentebinding nemlig som hovedregel svinge mere i kurs, når renterne enten stiger eller falder – og det vil de gøre modsatrettet af, hvad der sker på investeringssiden. Man kan således justere den samlede risiko ved at pille ved enten lånesiden eller investeringssiden. Hvis obligationerne i omfang og varianter er ens på låne- og investeringssiden, står man således risikofrit. Det er selvfølgelig kun i sjældne tilfælde i virkeligheden, men i princippet kan man være risikoneutral over for renteændringer. ■

FALD I RESTGÆLD PÅ 1 MIO. KR. VED STIGNING I RENTEN PÅ 1 PROCENTPOINT



ANM.: BEREGNINGERNE ER FORETAGET PÅ BAGGRUND AF LÅN MED AFDRAG. SØJLERNE ANGIVER ÆNDRINGEN I KURSVÆRDIEN AF RESTGÆLDEN VED EN ÆNDRING I DE RESPEKTIVE EFFEKTIVE RENTER PÅ 1 PROCENTPOINT PR. 29. MAJ 2009.

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

PERSONBESKATTEDE MED TIDSHORISONT 0-3 ÅR							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt. 2)		DB	Hpr. 59% skat 4)	
			Skat 39%	Skat 60%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
15	DK0009271124	2 D.10DS10	1.59%	1.17%	0.57	1.41%	1.66%
60	DK0009271207	2 D.10DS11	1.87%	1.45%	1.54	1.88%	1.63%
25	DK0004130549	2SKIBEJAN	2.60%	2.17%	3.31	2.83%	3.27%
100			5) 2.01%	1.58%	1.82	2.04%	2.04%

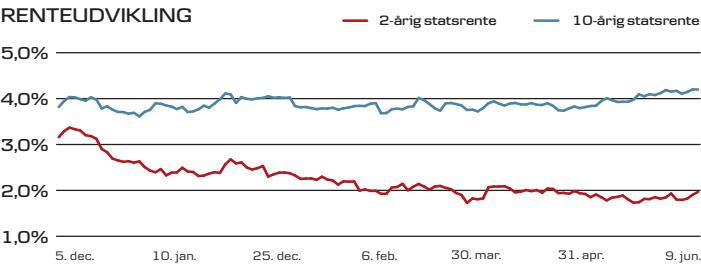
PENSIONSBSKATTEDE MED TIDSHORISONT 0-3 ÅR						
			DB eff. rt.		Hpr. ved 0% skat	
% andel	Fondskode	Papir	Skat 0%	DB Var.	DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
40	DK0009279531	RD 6.0 A 10/01/2041	6.06%	2.72	5.46%	5.18%
20	DK0009276198	RD 4.0 01/01/2010	2.39%	0.58	2.15%	2.40%
20	DK0009276271	RD 4.0 01/01/2011	2.89%	1.58	3.17%	2.94%
20	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	3.65%	3.43	4.14%	4.56%
100				2.20	4.07%	4.05%

PERSONBESKATTEDE MED TIDSHORISONT 3-7 ÅR							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 59% skat	
			Skat 39%	Skat 60%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
40	DK0009271207	RD 2.0 01/01/2011	1.87%	1.45%	1.54	1.88%	1.63%
30	DK0004130549	SKIB 2.0 01/01/2013	2.60%	2.17%	3.31	2.83%	3.27%
30	DK0009276867	RD 4.0 01/01/2016	2.70%	1.85%	5.80	2.23%	2.56%
100			2.34%	1.78%	3.35	2.26%	2.39%

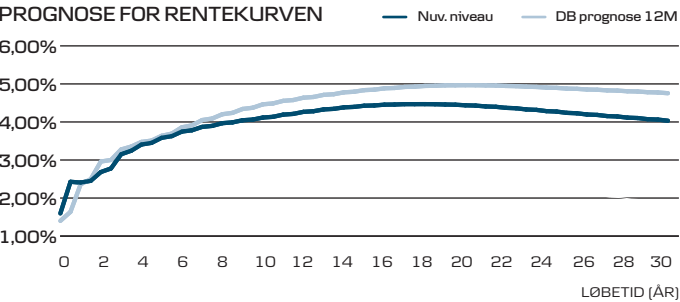
PENSIONSBSKATTEDE MED TIDSHORISONT 3-7 ÅR						
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.	DB	Hpr. ved 0% skat	
			Skat 0%		DB Var.	DB pr. 12 md.
50	DK0009279531	RD 6.0 A 10/01/2041	6.06%	2.72	5.46%	5.18%
25	DK0009276438	RD 4.0 01/01/2013	3.65%	3.43	4.14%	4.56%
15	DK0009276784	RD 4.0 01/01/2015	4.12%	5.06	4.62%	4.82%
10	DK0009921439	DGB 4.000 11/15/2015	3.58%	5.93	3.96%	4.26%
100				3.57	4.85%	4.87%

PERSONBESKATTEDE MED TIDSHORISONT OVER 7 ÅR							
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 59% skat	
			Skat 39%	Skat 60%		DB pr. 12 md.	Uænd. 12 md.
15	DK0009271207	2 D.10DS11	1.87%	1.45%	1.54	1.88%	1.63%
30	DK0004130549	2SKIBEJAN	2.60%	2.17%	3.31	2.83%	3.27%
15	DK0009275117	2RD10D 16	3.16%	2.71%	5.49	3.11%	3.46%
40	DK0009276867	RD 4.0 01/01/2016	2.70%	1.85%	5.80	2.23%	2.56%
100			2.61%	2.00%	4.36	2.48%	2.75%

PENSIONSBSKATTEDE MED TIDSHORISONT OVER 7 ÅR						
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.	DB	Hpr. ved 0% skat	
			Skat		DB pr.	Uænd.
			0%		Var.	12 md.
20	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5.52%	6.46	4.08%	6.35%
30	DK0009279531	RD 6.0 A 10/01/2041	6.06%	2.72	5.46%	5.18%
40	DK0009276784	RD 4.0 01/01/2015	4.12%	5.06	4.62%	4.82%
10	DK0009921439	DGB 4.000 11/15/2015	3.58%	5.93	3.96%	4.26%
100				4.71	4.70%	5.16%



KILDE: REUTERS



KILDE: REUTERS

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

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



Euroland – positiv vækst i sigte

Den europæiske økonomi tog et alvorligt dyk i 1. kvartal. Eurolands BNP faldt med hidtil usete 2,5 pct. kv./kv., og Tysklands BNP faldt med hele 3,8 pct. kv./kv. – trukket ned af kraftige fald i eksport og investeringer. Mere end en femtedel af Eurolands industriproduktion er udslettet på et år. Men det er fortid. Vi ser nu klare tegn på, at tingene er ved at ændres til det bedre. PMI, ZEW, IFO og forbrugertilliden stiger hurtigt – og især forventningsindikatorerne sender meget positive signaler. Samtidig er lagrene blevet nedbragt kraftigt for at forbedre virksomhedernes likviditetssituation, og denne proces vil snart være afsluttet. Vi forventer, at kunne se positiv vækst allerede i 3. kvartal 2009. Alligevel ventes væksten kun at blive på -3,9 pct. i 2009 på grund af den forfærdelige start på året. Arbejdsløsheden vil stige til over 10 pct. allerede i år og vil først begynde at falde igen i midten af 2010. Efter et par kvartaler med kraftig genopretning vil væksten dæmpes noget. Vi forventer, at BNP vil vokse med 2,0 pct. i 2010. ■

USA: På vej mod positiv vækst

Det ser lysere ud for amerikansk økonomi. De ledende industriindikatorer er begyndt at stige fra de meget lavere niveauer, aktiviteten på boligmarkedet har stabiliseret sig, og på arbejdsmarkedet er vi forbi det værste fald i beskæftigelsen. Detailsalget har været skuffende i marts og april, men efterhånden som skattelettelserne slår igennem i de kommende måneder, og Federal Reserves indgreb får mere bid, venter vi, at privatforbruget kommer tilbage i positivt territorium. Endelig har virksomhederne nu kørt lagrene meget langt i bund, og produktionen skal igen op på niveau med efterspørgslen. Alt dette understøtter vores forventning om en langt mindre tilbagegang i aktiviteten i andet kvartal og en tilbagevenden til positiv vækst i andet halvår. Trods dette er der udsigt til at nul-rentepolitikken fastholdes i lang tid fremover som følge af en høj ledighed samt lav og aftagende inflation. Dog venter vi, at diskussionen om exit strategier – dvs. hvordan Fed får rullet de kvantitative lempelser tilbage – tager til i løbet af året. ■

Asien: Det lysner i Østen

Flere steder i Asien er der tegn på, at chokeffekten fra krisen er ved at aftage. Mange af de meget åbne økonomier, som er blevet hårdt ramt af kollapset i verdenshandelen, har oplevet fremgang i både eksporten og industriproduktionen i de seneste måneder. Det skyldes dels at efterspørgslen fra de vestlige lande har stabiliseret sig, dels at virksomhederne nu har kørt deres lagre helt i bund, og derfor nu må øge produktionen for at tilfredsstille den ellers fortsat svage efterspørgsel. Herudover her den kinesiske økonomi været et stort plus for Asien. De store finans- og pengepolitiske lempelser begynder at virke, og den kinesiske økonomi bundede formentlig i 1. kvartal. Det er positivt nyt for verdensøkonomien, at de politiske tiltag i Kina får hurtig effekt, da det er med til at forhindre en endnu dybere krise i Asien. Det ser nu ud til, at Asien bliver den verdensdel, som kommer hurtigst ud af den globale finanskrisen. I hvilket omfang, Asien vil være i stand til at redde den øvrige del af verdensøkonomien, er fortsat et åbent spørgsmål. ■

CEE – store »event risici«

Der er spæde forårstegn i verdensøkonomien, som også er synlige i Central – og Østeuropa (CEØ). Men der er fortsatte store »event risici« i regionen, og det kan fortsat komme til at veje på de finansielle markeder i den kommende tid. Det er især markedets frygt for en lettisk devaluering, som tynger markedsstemningen og er med til at trykke CEØ-valutaerne. Situationen er kritisk i Baltikum, særligt i Letland. Det spørgsmål, investorer nu stiller, er, om Letland vil blive presset ud i devaluering, eller om IMF vil tillade større end planlagte budgetunderskud. Dette vil vi lære meget mere om i de kommende uger, og indtil da kan vi vente høj volatilitet på markederne i CEØ.

Et andet område, der kan komme i fokus indover sommeren i CEØ, kan blive de russiske bankers eksponering mod det stigende antal dårlige lån, som de ligger inde med. Der er i de kommende kvartaler store afdrag på lån i udenlandsk valuta, og de russiske banker ser skrøbelige ud. Så selvom økonomierne ser ud til at lægge det værste bag sig i de kommende måneder, så er risiciene fortsat høje. ■

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
ENERGI			
Olie- og gastjenester			
Acergy	NO	A	64.7
Aker Solutions	NO	H	53.5
BW Offshore	NO	K	8.1
Fortum	FI	A	17.3
Fred. Olsen Energy	NO	H	222.8
Petroleum Geo-Services	NO	A	40.5
Prosafe SE	NO	K	33.0
Prosafe Production	NO	K	14.7
Seadrill	NO	R	92.1
Sevan Marine	NO	A	9.5
Subsea 7	NO	A	70.0
TGS Nopec	NO	K	65.4
Olie og gas			
Neste oil	FI	A	10.8
StatoilHydro	NO	H	131.0

MATERIALER			
Kemikalier			
Auriga Industries	DK	H	100.0
Exel Composites	FI	R	5.9
Kemira	FI	H	7.5
Novozymes	DK	A	411.5
Emballage			
Brodrøne Hartmann	DK	H	82.0
Huhtamäki	FI	H	7.2
Metaller & Minedrift			
Norsk Hydro	NO	R	34.9
Outokumpu	FI	A	13.7
Outotec	FI	K	18.0
Rautaruukki	FI	H	15.8
Talvivaara Mining Co PLC	FI	K	4.1
Papir & Skov			
M-real	FI	S	0.6
Stora Enso	FI	A	4.3
UPM-Kymmene	FI	A	6.9

INDUSTRI			
Fly & forsvær			
SAAB	SE	A	63.0
Byggeprodukter			
Assa Abloy	SE	H	100.5
Flügger	DK	H	225.0
H+H International	DK	H	354.5
Rockwool International	DK	S	431.5
Uponor	FI	H	9.0
Anlæg og Maskinteknik			
NCC	SE	S	74.0
Peab	SE	H	35.6
Per Aarsleff	DK	K	588.0
Pöyry	FI	S	10.1
Skanska	SE	A	83.8
Trelleborg	SE	H	27.6
YIT	FI	R	7.6

Elektrisk udstyr			
Schouw & Co	DK	H	100.0
Vestas Wind Systems	DK	A	374.0
Maskinindustri			
Alfa Laval	SE	A	74.3
Atlas Copco	SE	R	78.3
Cargotec Corp	FI	A	12.4
FLSmidth & Co	DK	A	201.3
Haldex	SE	R	50.5
Kone	FI	A	21.7
Konecranes	FI	H	17.0
Metso	FI	K	13.7
Morphic Technologies	SE	R	1.5
Nibe	SE	R	72.5
NKT Holding	DK	H	197.5
Opcon	SE	A	46.2
Sandvik	SE	R	65.3
Scania	SE	A	77.5
Seco Tools	SE	A	69.0
SKF	SE	A	93.8
VBG	SE	K	71.3
Volvo	SE	R	49.1
Wärtsilä	FI	K	25.3

Handel og distribution			
Brdr A & O Johansen	DK	R	525.0
Cramo	FI	S	7.5
DLH	DK	S	21.1
Ramirent	FI	R	4.6
Solar	DK	K	240.0
Sanistaal	DK	S	108.0

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
INDUSTRI, FORTSAT			
Erhvervsservice & -produkter			
Gunnebo	SE	S	28.1
Lassila & Tikanoja	FI	A	12.3
Loomis	SE	A	79.3
Niscayah	SE	H	11.8
Securitas	SE	K	64.5
Tomra Systems	NO	H	24.7
Luftfart			
Finnair	FI	H	4.7
SAS Group	SE	H	4.1
Shipping			
A. P. Møller - Maersk	DK	H	32900.0
DFDS	DK	R	319.0
Mols-Linien	DK	R	70.0
Norden	DK	S	206.0
Torii	DK	S	58.0
Transport			
DSV	DK	K	66.0

FORBRUGSVARER			
Reservedelev			
Autoliv	SE	H	28.2
Mekonomen	SE	R	117.0
Nokian Tyres	FI	A	13.1
Varige forbrugsvarer			
Bang & Olufsen	DK	AS	43.4
BoConcept	DK	H	85.5
Ekornes	NO	H	86.5
Electrolux	SE	A	96.8
Husqvarna	SE	K	41.5
Fritidsudstyr			
Amer Sports	FI	R	7.7
Tekstiler & Beklædning			
Björn Borg	SE	K	61.0
IC Companys	DK	S	111.0
New Wave Group	SE	R	12.4
Hoteller & Cruise Lines			
Royal Caribbean Cruises	NO	S	94.4
Hoteller, Restauranter & Underholdning			
Betsson	SE	R	86.5
Parken Sport & Entertainment	DK	R	520.0
Skistar	SE	H	99.0
Unibet	SE	K	179.0
Medier			
Alma Media	FI	A	5.2
Cision AB	SE	A	6.6
Sanoma	FI	K	11.6
Storremagasiner			
Stockmann	FI	H	15.3
Detailhandel			
Clas Ohlson	SE	K	89.3
Hennes & Mauritz	SE	K	363.5
Nobis	SE	K	31.3

NÆRING & NYDELSE			
Supermarkeder			
Axfood	SE	R	174.0
Hakon Invest	SE	R	74.3
Kesko	FI	A	19.4
Drikkevarer			
Carlsberg	DK	K	323.5
Harboe	DK	K	130.0
Royal Unibrew	DK	H	79.5
Fedevarer			
AAK	SE	A	106.3
Atria	FI	H	10.0
Cermaq	NO	H	43.5
Danisco	DK	R	191.0
EAC	DK	S	176.0
HKScan	FI	K	7.9
Leroy Seafood Group	NO	H	90.0
Marine Harvest	NO	R	3.8
Orkla	NO	H	50.9
Tobak			
Swedish Match	SE	K	123.0

SUNDHED			
Medicinalinstrumenter & -udstyr			
Coloplast	DK	R	366.0
Elekta	SE	H	104.8
Geringe	SE	A	99.8
William Demant Holding	DK	R	280.0
Bioteknologi			
ALK-Abello	DK	H	416.5
Bavarian Nordic	DK	R	208.0

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
SUNDHED, FORTSAT			
Genmab	DK	K	209.3
Exiqon	DK	K	15.7
Karo Bio	SE	H	7.9
LifeCycle Pharma	DK	K	11.1
Neurosearch	DK	K	103.0
Q-Med	SE	H	40.6
TopoTarget	DK	H	4.0
Farmaci			
Astrazeneca	UK	K	2495.0
Lundbeck	DK	H	121.3
Meda	SE	K	54.5
Novo Nordisk	DK	H	279.0
Orion	FI	S	11.4

FINANS			
Banker			
Amagerbanken	DK	R	70.0
Danske Bank	DK	IA	92.8
DNB Nor	NO	A	53.0
Jyske Bank	DK	S	150.5
Nordea	SE	S	58.0
Ringkjøbing Landbobank	DK	K	480.0
SEB	SE	H	30.0
Spar Nord	DK	S	53.0
Svenska Handelsbanken	SE	A	137.0
Swedbank	SE	R	38.0
Sydbank	DK	H	114.3
Vestjysk Bank	DK	K	86.0
Forsikring			
Alm. Brand	DK	A	109.0
Sampo	FI	R	13.3
TopDK	DK	K	654.0
TrygVesta	DK	R	313.0
Boligudvikling			
JM	SE	R	52.8

INFORMATIONSTEKNOLOGI			
E-Services			
Tradedoubler	SE	A	64.5
IT-konsulenter			
Columbus IT Partner	DK	H	2.9
EDB Business Partner	NO	S	15.5
HiQ International	SE	R	27.1
Semcon	SE	K	20.5
Tieto	FI	H	10.2
Software			
Atea	NO	K	22.0
Netop Solutions	DK	H	26.8
IBS	SE	H	7.1
Maconomy	DK	H	6.5
Opera Software	NO	A	25.6
Orc Software	SE	A	128.5
Simcorp	DK	K	863.0
Kommunikationsudstyr			
Eltek	NO	S	2.3
Ericsson	SE	A	70.2
GN Store Nord	DK	A	22.3
Nokia	FI	R	10.9
RTX Telecom	DK	R	8.0
Tandberg	NO	A	107.5
Thrane & Thrane	DK	A	169.0

TELEKOMMUNIKATION			
Telekommunikationsydelse			
Elisa	FI	R	10.5
Tele2	SE	A	73.3
Telenor	NO	A	52.7
TeliaSonera	SE	H	38.7

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

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

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

Disclosure

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

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

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

aktiviteter, men analytikerne modtager ikke bonusbetalinger eller andet vederlag med direkte tilknytning til specifikke corporate finance- eller kredittransaktioner.

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

Danske Bank er market maker og kan i sin egen skab 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.