

INVESTERING

[DECEMBER 2009]

2010



Danske Bank

TEMA: 2010

08

Økonom: Verdensøkonomiens leder rejser sig igen

USA er i stand til at genvinde fodfæstet i den globale førerposition.

10

COP 15 – en fuser?

Klimatopmødet er i gang. Hvad kan vi forvente os? Hvad anbefaler videnskaben? Hvad er drivhuseffekten egentlig? 2 grader er et »tipping point« – kan vi holde os under det? Hvem sviner mest? Hvad skal man investere i?

18

2010 – det bliver et svært aktieår

Investeringsbetingelserne bliver langt vanskeligere end i år, og aktiestrateg Morten Kongshaug anbefaler en stærkt defensiv portefølje allerede nu.

22

Vil renterne stige i 2010?

Danske Banks renteanalytikere holder stædigt fast i prognosen om, at renterne vil stige – men hvorfor er det ikke sket?

26

Goldman Sachs: BRIK-landenes potentiale er undervurderet

Forbrug og infrastruktur er hovedtemaer i Emerging Markets.

40%

Så stor en del af den samlede CO₂ udledning tegner Kina og USA sig for.

LÆS OM KLIMAUDFORDRINGEN · SIDE 10-15

04 Kort nyt

De 15 største risici i 2010, Warren Buffet tror på USA, Jule- og januaereffekt

06 Danske Analyse: Verdensøkonomien vil vokse i 2010

Se det økonomiske verdenskort.

09 Danske Analyse tror på det globale opsving

Men der er et væld af risikofaktorer, der kan ændre billedet.

16 Aktier

Fortum, Starwood Hotels & Resorts, Reed Elsevier, Royal Caribbean Cruises

19 Året, der gik på aktiemarkedet

Sådan klarede de forskellige markeder og sektorer sig.

21 Goldman Sachs: Råvarepriser stiger i 2010

21 Fødevarekrisen er først lige begyndt

23 Obligationer: Anbefalinger og modelporteføljer ændres

28 Selvstændige erhvervsdrivendes muligheder for indbetaling på pension

28 K/S-investorer bliver ramt af skattereformen

Skattereformen har betydning både for fradragsværdien af det løbende underskud og beskatningen ved salg.

30 Historisk lav rente på FlexLån

Renterne på FlexLån bliver i 2010 faktisk så lave, at de i mange tilfælde ikke står mål med den generelle prisudvikling.

32 Aktier stadig på overvægt trods usikkerhed

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. Udgifter: Danske Bank · Holmens · Kanal 2-12 · 1092 København K · Telefon 33 44 00 00 SWIFT: DABADKK www.danskebank.dk/kontakt · Redaktion: Niels Adelmærk (ansvarshavende) og redaktør Flemming Østergaard · Redaktion afsluttet den 8. december 2009 · Grafisk design og produktion: Datagraf · Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri · Kommentarer, spørgsmål, ris og ros, bedes sendt til flste@danskebank.dk · Forside: Polfoto/Shutterstock

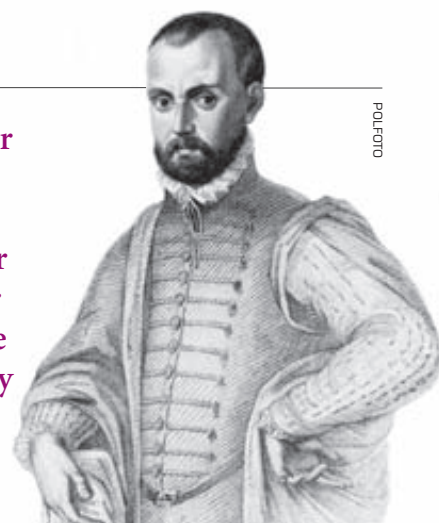
FASTE RUBRIKKER:

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

»There is nothing more difficult to take in hand, more perilous to conduct, or more uncertain in its success, than to take the lead in the introduction of a new order of things.

Because the innovator has for enemies all those who have done well under the old conditions, and lukewarm defenders in those who may do well under the new. This coolness arises partly from fear of the opponents, who have the laws on their side, and partly from the incredulity of men, who do not readily believe in new things until they have had a long experience of them.«

NICCOLO MACHIAVELLI · FYRSTEN, KAP. 6



Et nyt år truer

LEDER

Verdensøkonomien har rejst sig igen i 2009 efter den værste krise i mands minde. Faktisk menes den globale økonomi at være skrumpet med over 1 pct. i år (i købekraftsjusterede termer) – og det er i så fald første gang siden 2. verdenskrig, at den globale økonomi er blevet mindre. Nu går det fremad igen. Men hvor længe?

En enkel men vigtig drivkraft bag opsvinget har ganske enkelt været den klassiske lagercyklus – lagrene var i bund. Men i løbet af første halvår 2010 vil lagrene være fyldt op igen, og industriproduktionen vil igen gå i stå – med mindre forbrugerne finder pungen frem og skaber den fornødne efterspørgsel. Men det gør de forgældede forbrugere næppe – slet ikke så længe arbejdsløsheden er høj.

Hvad er der så af knapper at skrue på? Tja, pengepolitisk er der ikke meget krudt tilbage. De fleste centralbanker har skåret renterne så langt de kan og oversvømmet det finansielle system med penge. Så er der finanspolitikken, men her er mange lande også ved at nærme sig grænsen for, hvad de egentlig har råd til med en i forvejen stor offentlig gæld. Så med mindre det lykkes at knække ledighedskurven, kan 2010 blive en skuffelse og varsle et opsving, der bliver et langt sejt træk. Og det er vel i grunden ikke så overraskende, at tømmermændene efter mange års overforbrug ikke forsvinder på få måneder ...

Udviklingsøkonomier i fremdrift

Det er dog ikke alle steder, at væksttempoet kan blive trægt. Da Kinas eksport blev ramt af de kollapsende økonomier i USA og Europa iværksatte Kinas regering enorme finanspakker og dikterede, at bankerne skulle låne penge ud i stor stil. Og så var Kina hurtigt oppe at køre igen, ligesom Emerging Markets generelt – bortset fra Central- og Østeuropa.

Verdensøkonomien er i forandring, og Kina og Indien er på vej til at blive de mastodonter i verdensøkonomien, som de var for 200 år siden. Men også Latinamerika med Brasilien i spidsen

er godt med i udviklingsøkonomiernes catch-up proces, der er langt mere stabil end for 10-20 år siden.

Meget tyder på, at Asien næste år og på langt sigt bliver det mest oplagte mål for investorerne. Over de kommende år vil vi se en voldsom vækst i købestærke middelklasser og enorme udbygninger af infrastrukturen i de mest fremtrædende lande. Faktisk er Asien så tiltrækkende, at det forekommer næsten sikkert, at det er her, vi vil se den næste boble på de finansielle markeder. Om det bliver allerede i 2010 er dog tvivlsomt.

De globale udfordringer

Det er ikke kun spirende aktiv-bobler og verdensøkonomiens tilstand, der bør give anledning til bekymring for 2010. Befolkningstilvækst, fødevarekrise, krige, vandmangel, vaklende ØMU, ekstreme vejr-situationer, afskovning og kollapsende økosystemer er blandt de problemer, der med rette vil kunne fylde meget i nytårstaler de næste mange år.

Ligesom den globale opvarmning. I skrivende stund er klimatopmødet i fuld gang, og med de politiske udmeldinger op til mødet, så vil det nok blive svært at få armene op, når resultatet af forhandlingerne offentliggøres. Der er nemlig meget langt til de skridt, som videnskabsfolken mener er nødvendige, hvis vi skal holde den globale temperaturstigning under de 2 grader, som af FN's klimapanel påpeges som en tærskelværdi, hvis overskridelse vil have katastrofale effekter. Forskning peger på, at vi ganske enkelt ikke må bruge mere end 25 pct. af de resterende kendte olie-, gas- og kulreserver, hvis vi skal blive under de 2 grader med 75 pct. sikkerhed. Det bliver vanskeligt, da energibehovet samtidig er stærkt stigende, især som følge af den høje vækst i udviklingsøkonomierne (og befolkningstilvæksten). Kinas totale energiforbrug blev fordoblet fra 1990 til 2006, og der er udsigt til endnu en fordobling i energiforbruget frem mod 2025 ...

Det varsler både stigende energipriser og forværring af den globale opvarmning. Og det er stærke incitamenter til udvikling af alternative

energikilder og krav om, at vi af sikkerhedspolitiske, økonomiske og klimarelaterede årsager bør stille mod en transformation af samfundet over mod et mere bæredygtigt.

Bæredygtig kurs er nødvendig

For et par hundrede år siden startede også en voldsom transformation med industrialiseringen. Den proces havde også sine skeptikere i starten, men de forsvandt, da de så, at mange ting blev meget nemmere. Som Steven Chu, USA's energiminister, har beregnet, så har den moderne amerikaner, hvad der svarer til 100 tjenere takket være brugen af olie, gas og elektricitet.

Den transformation, vi står overfor denne gang, har i sandhed også sine skeptikere – især blandt dem, der har klaret sig godt under det gamle systems betingelser, og generelt folk, som »ikke tror på nye ting, før de har haft lang erfaring med dem«, som Machiavelli påpegede (se citatet øverst).

Men det har vi ikke tid til. Vi må i gang med at redde Jorden og drivhusgasser er blot en af udfordringerne. Mennesket er i dag blevet en så dominerende faktor, at vi er blevet en naturkraft i os selv. Udpining af Jordens ressourcer sker i dag med hurtighed og skadevirkninger i en grad, som gør, at vi ikke vil være i stand til at leve i fredelig sameksistens, når vi bliver over 9 mia. i 2050. Vi skal finde en bæredygtig kurs, så vi ikke bringer klimaet og økosystemerne ud af balance – undgå en situation, hvor ekstreme klimaforandringer og kamp om ressourcerne fører til eskalerende konflikter og sender millioner på flugt.

Det lyder alt sammen meget dystert, men vi er nødt til at finde en fælles vej i tide. Ser vi tilbage på menneskehedens historie, så har vi noget at have en vis optimisme i. Mennesker har en fantastisk forandringsparathed, imponerende innovationsevner og har adskillige gange i historien vist, at de er i stand til at klare de mest utrolige udfordringer, når de har et fælles mål og løfter i flok. Det vil vi gøre igen. Også selv om COP 15 ender med at blive en fuser.

Godt nytår! ■

15 STORE RISICI I 2010

– og hvordan man undgår dem!

HVAD ER DET VÆRSTE, der kan ske næste år og udløse ballade på de finansielle markeder: Deflation, hyperinflation, sammenbrud i euro'en, at Danmark ikke vinder fodbold-VM i Sydafrika? Det er naturligvis vanskeligt at kvantificere sådanne risici, men konsulenthuset Watson Wyatt har gjort forsøget – og giver samtidig nogle bud på, hvordan man afdækker de forskellige risici.

De 15 risici, som konsulenthuset har identificeret, er opdelt i tre kategorier, økonomi, finans og politik – og er rangeret efter vigtighed, et forhold mellem sandsynligheden for, at de udspringer sig i virkeligheden og deres potentielle skadevirkninger. ■



GETTY IMAGES

RISIKO	BESKRIVELSE	RISIKOAFDÆKNING:
01 Stor depression	Gæld-deflationsfælde; faldende vækst og indkomster.	Globalt diversificerede lange nominelle statsobligationer.
02 Hyperinflation	Inflationen kommer ind i en løbsk spiral.	Reale aktiver, f.eks. guld eller globalt diversificerede indeksobligationer.
03 Overdreven gearing	Gældsbyrder kan ikke dækkes af indkomster.	Guld, verdensvaluta med reservestatus.
04 Valutakrise	Ekstreme bevægelser mellem flydende valutakurser.	Guld, udenlandske aktiver.
05 Bankkrise	Balancerne kan ikke absorbere endnu et chok.	Nominelle statsobligationer af mellemlang varighed.
06 Statsbankerot	Et udviklet land bliver ude af stand til at betale af på sin gæld	Default forsikring, f.eks. via Credit Default Swaps.
07 Klimaændringer	Global opvarmning accelererer og kræver kapitalintensive tiltag.	Ingen generel afdækning.
08 Politisk krise	Ekstreme grupper får stigende magt.	Ingen oplagt risikoafdækning.
09 Forsikringskrise	Insolvens i forsikringsbranchen.	Nominelle statsobligationer (medium varighed); gå kort i forsikringsaktier.
10 Protektionisme	Bevægelsen mod fremme af fri verdenshandel vendes.	Ingen oplagt risikoafdækning.
11 Splittelse i Europa	Euro-land bryder sammen.	Køb aktiver i Tyskland.
12 Kapitalismens sammenbrud	Global bevægelse mod socialisme og lukning af markeder.	Guld.
13 Valutasammenbrud	Verdens valutasystem vender tilbage til en guld-standard.	Guld.
14 Krig	En større global konflikt	Gå lang i neutrale lande.
15 Dræber-pandemi	Smitsom sygdom med meget høj dødelighed.	Gå lang i pharma-aktier; kort i luftfartsselskabs-aktier.

Kilde: Watson Wyatt. Se rapporten her: <http://www.watsonwyatt.com/europe/investment/2009-INV-00030.pdf>

» Gold gets dug out of the ground in Africa, or someplace. Then we melt it down, dig another hole, bury it again and pay people to stand around guarding it. It has no utility. Anyone watching from Mars would be scratching their head.»

WARREN BUFFETT

Warren Buffet tror på USA

WARREN BUFFET, verdens næstrigeste mand og ubetinget den mest succesfulde aktieinvestor, hvis man ser på den absolutte værdi af hans investeringer over årene, stjal endnu engang overskrifterne, da han for nylig med købet af jernbaneselskabet Burlington Northern Santa Fe Corporation for 26,3 mia. USD indgik sin største handel nogensinde. I en kommentar til handelen bemærkede Buffet, at han kan lide amerikanske jernbaner, fordi deres forretning er relativt immun over for konkurrencemæssigt pres fra lavtløns-økonomier i udlandet, som i de senere år har trynet bilproducenter og andre industrier i USA. Og med pokerretorik betegnede han selv handelen som et »all-in« væddemål på USA's økonomiske fremtid. En fremtid, han slet ikke er i tvivl om bliver storslået. Buffet, som helst ikke investerer uden for hjemlandets grænser, har det med at lovprise amerikansk økonomi, hvilket også skete i hans 2008 nyhedsbrev til aktionærene, hvor han skrev om USA's økonomiske system: »It has unleashed potential as no other system has and will continue to do so. America's best days lie ahead.«

En vis patriotisme er utvivlsomt blandet ind i det udsagn og med USA's innovationsevner in mente og udsigt til en transformation af et samfund baseret på fossile brændstoffer til vedvarende energi og CO₂-neutrale løsninger over de næste mange år, så forekommer jernbaner ikke som den mest oplagte investering.

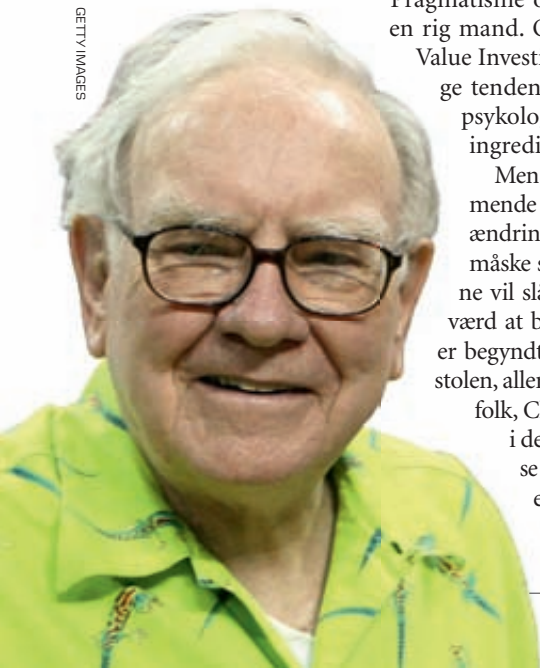
Men Buffet er kendt for ikke at ville investere i noget, han ikke kender eller noget, hvor fremtidens vindere er vanskelige at udpege. Han foretrækker det kendte og har en pragmatisk tilgang til investering.

Med købet af USA's største jernbaneoperatør indgår Buffet reelt et væddemål om, at i den æra med høje priser for brændstof, som vi er på vej ind i (allerede befinder os i), vil jernbaner klare sig bedre end lastbiler. I bredere termer er der tale om, at investeringen er et væddemål på den langsigtede styrke af amerikansk økonomi i takt med, at landet rejser sig fra en forlænget recession. I takt med handelen kommer sig, så vil også efterspørgselen efter at flytte varer rundt i landet gøre det.

Pragmatisme og sund fornuft har gjort Buffet til en rig mand. Og disse dyder i kombination med Value Investing, som udnytter den uforgængelige tendens til, at aktiemarkedet er drevet af psykologi, vil formentlig stadig være gyldne ingredienser på succesfulde aktiekøb.

Men tiderne ændrer sig, og vi vil i de kommende år opleve innovation og teknologiske ændringer i en sådan hast, at Buffets opskrift måske skal modificeres, hvis han stadig gerne vil slå markedet. I den forbindelse er det værd at bemærke, at den 79-årige Buffet, der er begyndt at se sig om efter en afløser i chefstolen, allerede sidste år lyttede til en af sine topfolk, Charles Munger, og investerede heftigt i den kinesiske elbilproducent BYD. Visse Emerging Markets og Emerging Trends er så fremtrædende, at selv Warren Buffet kan overbevises. ■

GETTY IMAGES



Jule- og januaireffekt

DET ER VELKENDT, at der er visse sæsonmæssige mønstre i aktiemarkedet, hvis man betragter aktiemarkederne over mange år. Et eksempel herpå er, at maj-september på alle klodens aktiemarkeder har en statistisk signifikant tendens til at give et noget lavere afkast end i oktober-april. Andre eksempler er december og januar, der historisk set også giver aktieinvestorerne et bedre resultat end de øvrige måneder.

Vi er i fuld gang med december og snart er vi i det nye år. Så hvad kan vi vente os denne gang? Det forsøger Goldman Sachs (GS) at give et bud på. GS har set på det europæiske aktiemarked siden 1974, og har følgende konklusioner:

- December har i gennemsnit givet et dobbelt så højt afkast som det gennemsnitlige månedsaftast (1,7 pct. vs. 0,8 pct.). I 71 pct. af de observerede måneder har december givet et positivt afkast.
- Januar har givet et endnu højere afkast på 2,3 pct. og 72 pct. af tiden har årets første måned givet positivt afkast.
- Bedste måned er april, der har givet 2,9 pct. i afkast i snit, og 83 pct. af de observerede måneder har givet et plus.
- Der har været bekymring om, at dette år kunne ende svagt som følge af, at det er gået så godt hidtil i år. Historien fortæller, at frygten er ubegrundet. I de år, hvor afkastet i januar-november har været stærkt, har december også givet et højt afkast.
- Tyskland er det af de europæiske markeder, der historisk har givet det bedste afkast i december.
- Råvare-relaterede sektorer har givet det laveste afkast, mens Finans og flere cykliske sektorer har klarer sig bedst, når der har været tale om stigninger i de forudgående 11 måneder på mere end 20 pct.

De samme mønstre gør sig gældende på det amerikanske marked. I grafen herunder, S&P 500 1970-2007, kan man se, at december er en stærk måned. Men også flere andre måneder skiller sig ud. Faktisk kan man her tydeligt se »Sell in May...« demonstreret. Der er klart et bedre afkast i vinterhalvåret i forhold til sommerhalvåret.

Som altid bør man ikke lægge for meget vægt på historiske observationer, og faren ved gennemsnitsbetragtninger er, at de ikke fortæller noget om evt. ekstreme afvigelser, der kan ligge bagved. ■

Sæsonmønstre i S&P 500 1970-2007



Forklaring: S&P 500 har siden 1970 givet et årligt afkast på knap 7,8 pct. i gennemsnit (ekskl. dividender). Her ses hvordan afkastet er sammensat henover året. Det ses bl.a., at det ikke er en god idé at være i markedet fra slut maj/start juni og til og med oktober.

Bemærk: Historiske afkast er ikke en pålidelig indikator for fremtidige afkast.
Kilde: www.seasonalcharts.com, Goldman Sachs.

Danske Analyse:

Verdensøkonomien

Danske Analyse har netop udsendt kvartalsrapporten »Globale scenarier« og prognoserne for verdensøkonomien er stort set uændrede. Økonomerne forventer stærk vækst på kort sigt og erhvervsundersøgelser og indikatorer

på stadig højere niveauer. Det samlede vækstsken er stadig lidt højere end konsensus – men i lidt mindre grad end for tre måneder siden.

Fra andet kvartal 2010 ventes en gradvis afdæmpning af væksten i takt

med, at støtten fra lagercyklen og politiske stimulanser forsvinder. Men som udgangspunkt ventes det globale opsving at holde fast med en vækstrate lidt over trend ind i 2011.

USA

Økonomisk vækst vil forblive stærk på kort sigt løftet af opsvinget i fremstillingssektoren, monetære og fiskale stimuli, en vending i husbyggeriet og forbedrede finansielle betingelser. I midten af næste år er der en risiko for lavere vækst, når effekterne af fremstillingssektorens lagerdrevne vending og økonomiske stimulanser forsvinder. Jobvækst er den afgørende forudsætning for, at fastholde et opsving i den private efterspørgsel. Opsvinget vil fortsætte ind i 2011, men vil formentlig blive begrænset af finanspolitiske stramninger, finansielle reguleringer og kreditmarkeder, som endnu er normaliserede.

BNP-prognose (i pct.)	2009	2010	2011
	-2,5	3,2	3,0

Latinamerika

Under tidligere globale nedture har Latinamerika typisk haltet vækstmæssigt efter verdensøkonomien med 1-2 procentpoint, men økonomierne i regionen er i dag præget af langt sundere økonomier og mere konsistente, fornuftige politiske linjer, så styrken af Latinamerikas opsving nu af IMF skønnes at være på niveau med resten af verden. Den stærkeste vækst (3,5 pct.) vil ses i de lande, som eksporterer råvarer, mens de lande, der har tendens til råvareimport vil opleve et lidt langsommere opsving. IMF påpeger i sin nyeste rapport, at de forhold, som gjorde, at regionen undgik at blive alvorligt ramt af krisen var »mindre finansiell sårbarhed, reserveaktiver og muligheden for at anvende anticykliske politikker, som forhindrede større udenlandske chok, som var tilfældet under tidligere globale recessioner.« Samtidig har landene opnået større robusthed og troværdighed hvad angår økonomisk politik og soliditeten af det finansielle system.

BNP-prognose (i pct.) *	2009	2010
	-2,6	3,0

*) IMF.

Euroland

Det økonomiske opsving fortsætter, bekræftet positive væksttal for 3. kvartal, fortsatte stigninger i tillidsindikatorer og et mærkbart opsving i ordrer og eksport. Vi forventer stærk vækst her i årets sidste kvartal samt første kvartal i 2010 efterfulgt af en lavere men mere bredt funderet vækst. Opsvinget vil være bæredygtigt, hvis indenlandsk efterspørgsel begynder at vise mærkbar fremgang tidligt i det nye år. Arbejdsmarkedet ventes snart at stabilisere sig, og privatforbruget vil udvise et opsving. Vi forventer, at ledigheden topper tidligt i 2010 omkring 10,1 pct., men den efterfølgende beskæftigelsesvækst kan blive langsom.

BNP-prognose (i pct.)	2009	2010	2011
	-3,9	2,2	2,1

vil vokse i 2010

Østeuropa

De central- og østeuropæiske økonomier (CEE) er generelt blevet stabiliserede over det seneste par måneder, støttet hovedsageligt af et opsving i fremstillingssektoren, men stigende eksport og forbedrede finansielle betingelser har også bidraget positivt. Mens vi forventer at se de fleste økonomier, inklusiv Rusland og Polen, udvise positiv vækst i 2010, så er der mange indikationer af, at det bliver et skrøbeligt opsving. De baltiske lande vil ikke udvise positiv vækst før i 2011. Overordnet set vil den private efterspørgsel være relativt svag, idet ledigheden vil stige i det meste af 2010. Desuden er der også behov for at holde de offentlige udgifter under kontrol, hvilket også vil lægge en dæmper på væksten i privatforbruget. Uden efterspørgselspres og nogenlunde stabile valutamarke-der, så er der aktuelt et meget lille inflationspres i regionen. Desuden er lønpresset også faldet markant i løbet af 2009.

BNP-prognose (i pct.)	2009	2010	2011
CEE	-7,4	0,9	3,5
Tjekkiet	-4,1	0,3	2,8
Ungarn	-6,6	-1,7	2,7
Polen	0,8	1,2	4,6
Baltikum	-16,5	-4,4	2,3
Rusland	-7,5	2,5	3,0

Asien

Opsvinget i Asien har hidtil vist sig at være exceptionelt stærkt. I de fleste asiatiske lande med Japan som den væsentligste undtagelse er den industrielle aktivitet nu tilbage på før-krise niveau, og output gap – forskellen mellem økonomiens kapacitet og den faktiske udnyttelse – er blevet lukket meget hurtigere end forventet. BNP-vækst i Asien forventes også stærk her i årets sidste kvartal. Med et output gap, der lukkes meget hurtigt, vil væksten uundgåeligt aftage næste år, idet finanspolitik og pengepolitik strammes op, og opsvinget i global handel og industriel aktivitet mister noget momentum. Bortset fra Japan er deflation ikke længere nogen større trussel i Asien.

Det stærke opsving betyder, at pengepolitikken vil strammes tidligere end i USA og Europa. Kun i Japan forventes pengepolitikken uændret i 2010. I Kina ventes centralbanken at stramme pengepolitikken i første kvartal 2010 og genoptage den gradvise opskrivning af valutaen.

BNP-prognose (i pct.)	2009	2010	2011
Asien	3,2	6,8	6,7
Japan	-5,1	2,9	2,3
Kina	8,5	9,6	9,2
Indien	6,0	7,2	8,2

Den globale magtbalance

Den globale magtbalance er under forandring, og sådan har det altid været. Men hvilket imperium har egentlig været det største? Det kommer an på, hvordan man måler det.

- Opgjort i BNP overgik Kina i 1820 med en tredjedel af verdens BNP USA, som i dag tegner sig for omkring 26-27 pct., men samme andel havde USA i 1945.
- Opgjort i areal var det britiske imperium det største (i 1922) med 33,7 mio. kvadratkilometer fordelt over hele kloden. Opgjort i et sammenhængende areal var det Mongolske imperium (1206-1368) det største med 33 mio. kvadratkilometer.
- Opgjort i befolkningsstørrelse var det britiske imperium det største med 530 mio. mennesker.
- Men dette blev overgået af det persiske imperium (ca. år 480 f. Kr.) med 44 pct. af verdens befolkning. Skulle dette gentages i dag, ville det svare til at slå USA, Kina, Europa og Indien sammen.



ØKONOMI:

Verdensøkonomiens leder rejser sig igen

Peter Possing Andersen, senioranalytiker i Danske Bank, mener, at USA både på kort og lang sigt er i stand til at genvinde fodfæstet i den globale førerposition.

■ USA FORBLIVER NR. 1

USA ER LIGESOM EUROPA UDE AF RECESSIONEN, men har så sandelig også fået adskillige håndsørkninger fra bankpakker, bilpakker, skattepakker og en uhørt ekspansiv pengepolitik.

Håbet er selvfølgelig, at verdensøkonomiens nummer 1, der tegner sig for omkring en fjerdedel af verdens BNP, er i stand til at blive selv-kørende uden opkvikkende stimulanter i løbet af 2010. Trods Kinas stormende fremgang, der vil gøre landet til verdens næststørste økonomi 2010, kommer vi ikke udenom, at USA i adskillige år stadig vil være den største, og derfor vil have afgørende betydning for alle os andre.

Goldman Sachs er noget mere pessimistiske end konsensus, mens I er mere optimistiske. Hvad er forklaringen på denne divergens?

»Det er først og fremmest estimatet på, hvor meget de amerikanske forbrugere vil spare op. Goldman Sachs tror, at opsparingskvoten er på vej mod 10-12 pct., mens vi tror, den bliver her omkring 4-5 pct.«

Men hvorfor tror I ikke, at amerikanerne har lært at overforbrug er en skidt ting – lærer vi ikke alle af at have brugt for mange penge?

»Jo, og det gør amerikanerne også. De har lavet et niveauskifte og sparer mere op nu end for et år siden, og deres lønindkomst er samtidig vokset i perioden. Det er nok til i løbet af nogle år at skaffe balance i husholdningerne igen. Vores scenario er, at tilpasningen sker over længere tid via lønstigninger. Mens Goldman Sachs tror på en kraftigere opsparing på kort sigt. Vi afviger også på et andet punkt fra Goldman Sachs. Der er aldrig blevet skåret så heftigt i den amerikanske beskæftigelse, og vi tror, at USA's arbejdsmarked vender til sommer – mens Goldman Sachs tror ledigheden fortsætter med at stige ind i 2011.«

Krisen, som især har ramt USA hårdt, er så at sige kulminationen på 20-25 års overdrevent forbrug. I mellemtiden – især i det nye årtusind – er Kina kommet på banen med en styrke, som har overrasket alle. Nu taler man om et globalt regimeskifte med Kina som en ny storspiller sammen med

andre fremtrædende udviklingsøkonomier, som ikke er tyndet af gæld og eksterne ubalancer som USA. Innovation og en bemærkelsesværdig dynamisk økonomi har altid været USA's varemærke, men nu er der andre ting, der springer i øjnene. F.eks. en bilindustri, der i den grad har læst tidens tendenser forkert og »gjort som de plejer«. Og med en nation, der som helhed er skeptisk over klimaforandringer og nødvendigheden af bæredygtige miljøteknologier af forskellig slags er det vel ikke utænkeligt, at USA i den grad kommer bagud i den teknologiske revolution, som en transformation af det oliebaserede samfund indebærer. Er USA rykket ned i 2. division?

»Jeg er ikke i tvivl om, at USA stadig har den evne til at omstille sig – »kill your darlings« – som også har været kendetegnende for landet. Og med hensyn til Clean Tech, så tror jeg også amerikanerne her vil komme med i front med teknologiske løsninger med tiden, selv om de på miljøteknologi generelt har haltet efter Europa i årevis. Aktuelt er amerikanerne i knæ på flere områder økonomisk, men med en svag USD i ryggen, mens Kina og andre asiatiske lande er ved at være tilbage på produktionsniveauet fra før krisen og i stigende grad står over for inflation og lønpres, så har amerikanerne en gunstig konkurrenceposition. Og jeg tror, vi vil se stor fleksibilitet fra amerikansk erhvervsliv i de kommende år – bl.a. i form af, at visse traditionelle importvarer fremover vil blive produceret på hjemmehavne.«

Danske Analyse tror på det globale opsving

Selv om alle er enige om, at vi er i et globalt opsving, så er der også et væld af risikofaktorer.

En af risikofaktorerne er deflationen. Men hvor realistisk er den?

»Der er en reel risiko for, at den vil forekomme. Men det er vigtigt at slå fast, at deflation mere er et symptom på dårligdomme end en egentlig årsag i sig selv. Vi har haft en del deflationsperioder gennem tiderne, og kendetegnende for dem, vi har haft siden 1. verdenskrig, er, at de typisk har været relateret til tilbagegang i økonomierne. I den aktuelle situation har vi en åbenbar risiko for deflation. Vi har masser af ledig kapacitet, stigende ledighed, balancer, der skal nedgøres yderligere – f.eks. skal husholdningerne reducere deres gæld. Forhold, der gør, at det kan udvikle sig med faldende lønninger og faldende boligpriser m.v. Men som udgangspunkt tror vi, at det går godt. Opsvinget er sat i gang af lagereffekter og økonomiske stimulanser, men det skal blive selvkørende i 2010, og boligpriserne skal stabiliseres. Det farlige er, hvis vi får et nyt stød til økonomierne igen. Så er vi i en meget værre situation end i 2008, idet vi så har brugt masser af krudt i form af lagerdynamik, automatiske stabilisatorer, penge- og finanspolitik. Så risikoen for deflation er større end for inflation. Det ved centralbankerne godt, og derfor løber de med lavrentepolitikken hellere er risiko for, at inflationen bliver måske en procent højere om 4-5 år. Men jeg tror ikke, at sandsynligheden for deflation er stor.«

Der er omvendt nogen, der frygter hyperinflation – hvordan hænger det sammen, når der er så stor ledig kapacitet i økonomierne?

»Frygten går på, at der er så meget likviditet i systemet, så hvis bankerne pludselig begyndte at låne meget mere ud, ville det kunne udløse en inflationsspiral. Det vil ikke ske, men forventningen om det, ville også kunne gøre det. Man kan forestille sig, at myndighederne kunne have et incitament til at inflatere for at udhule gælden, og hvis virksomheder og forbrugere ventede det, ville medarbejderne kræve lønstigninger og virksomhederne ville sætte priserne op for at imødegå lønstigningerne, og så ville

spiralen være i gang. Men det er efter min mening en urealistisk situation med så pressede virksomheder, masser af arbejdsløse, ledig kapacitet og masser af råvarer på lager. Desuden har vi også en anderledes decentral løndannelse i forhold til 70'erne, hvor dyrtidsreguleringerne også medvirkede stærkt til inflationsspiralen.«

Så er der spændinger i euro-samarbejdet – f.eks. har især Grækenland store økonomiske problemer uden at imødegå det med nævneværdige opstramninger og må finde sig i væsentligt højere statsrenter end kernelandene, hvilket gør det dyrt at finansiere budgetunderskuddet med nye udstedelser af statsobligationer. Kan man forestille sig, at euroen bliver sprængt?

»Det er urealistisk at forestille sig nogle lande blive smidt ud af euroen. Det mest logiske udfald, hvis nogle lande ligger til statsbankerot, er – og det er min personlige holdning – at Tyskland hjælper til. Dvs. de pressede lande kan så at sige »nasse« på tyskernes kreditværdighed og få udstedt statsobligationer til en lavere rente. Men det vil have en pris. Tyskland, som har haft en kontrolleret lønudvikling i flere år og generelt er kendetegnet af en sund økonomi, vil i så fald kræve mere magt i EU, som jo stadig er præget af et »demokratisk underskud«, idet de store lande ikke har en indflydelse, som modsvarer deres indbyggertal.«

Så er der protektionismen, som allerede startede sidste år...

»Ja, der så vi de første tiltag, og det er blevet gradvist værre. Og det kommer jo ikke nødvendigvis i form af handelshindringer. National støtte til bilbranchen er f.eks. også en slags protektionisme. Min opfattelse er, at det er ret bredt, hvem der har lavet statsstøtteordninger. Protektionistiske tiltag er en naturlig respons på kriser for at imødegå befolkningens utilfredshed, men jeg tror ikke, det vil blive noget, der ligner en global trussel. Dels er verden blevet så globaliseret, og landene er indbyrdes afhængige af hinanden på den ene eller anden måde. Dels er politikerne, belært af historien, udmærket klar over, at massiv protektionisme vil gøre krisen meget værre.«

Det, vi her har talt om, er jo blot nogle af de trusler, vi står overfor. Hvordan vurderer du chancerne for, at det globale opsving holder?

»Jeg vil gætte på 2/3 chance. Og skulle det vise sig, at det går galt, så er der ikke andet at gøre end at fortsætte med finanspolitiske og pengepolitiske stimuleringer – og dermed øges på sigt også risikoen for, at fundamentet til nye bobler lægges. Alternativet til et globalt opsving er ikke så meget en decideret ny recession, men en periode med lavvækst og høj ledighed. En ligevægt med vækst men uden jobs.« ■



SOPHIE KALCKAR

Peter Possing Andersen,
Senioranalytiker i
Danske Analyse

Når disse linjer læses, er COP15 i fuld gang. Det er altid farligt at spå, men der er ikke noget, der tyder på, at klimatopmødet ender med andet end store ord og gensidige beskyldninger om at gøre for lidt. Helt afgørende er det selvfølgelig om USA og Kina er med på noget, idet de tilsammen tegner sig for 40 pct. af den totale udledning.

COP15

– EN FUSER?

■ KLIMATOPMØDE

MEN DET ER DER IKKE NOGET, der tyder på. Obama har ikke fået en hjemlig lovgivning igennem Kongressen, og den er i øvrigt heller ikke særlig ambitiøs. Det samme kan man sige om Obamas nylige løfte om, at USA vil reducere sin CO₂-udledning med 3-4 pct. i 2020 i forhold til 1990-niveauet. Det er meget langt fra EU's mål om 20 pct. reduktion i forhold til 1990-niveauet – og 30 pct., hvis andre lande udviser lignende ambitioner.

Kinas udspil, der blev fremsat for et par uger siden, lød umiddelbart imponerende, da de bebudede 40-45 pct. reduktion. Men det var ikke reduktion i CO₂-udledning i forhold til hverken 2005- eller 1990-niveau. Konkret går målet på, at Kina vil reducere kulstofintensiteten – dvs. reducere den producerede mængde kulstof pr. BNP-enhed, og det er bestemt ikke det samme som at reducere den absolutte udledning af CO₂. Med de nuværende vækstrater vil Kinas økonomi være fordoblet i 2020, og udledningen af CO₂ vil være betydeligt højere end i dag, selv om målet nås.

I Japan har den nye regering spillet ud med et mål om reduktion på 25 procent i forhold til 1990.

Rusland har også lovet reduktion på 22-25 pct. i forhold til 1990 – betydeligt over den første udmelding på 10-15 pct.

Brasilien har bebudet reduktion af udslip med 36-39 procent i forhold til hidtidige planer, og mere vigtigt – en reduktion af afskovningen med 70 pct., hvis landet får økonomisk kompensation fra de rige lande.

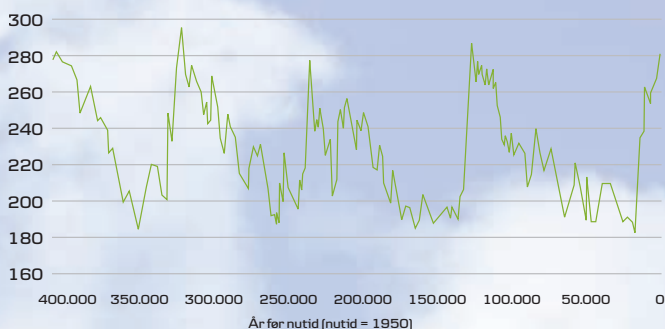


Øverst ses FN's klimachef Yvo de Boer (t.v.) og statsminister Lars Løkke Rasmussen.



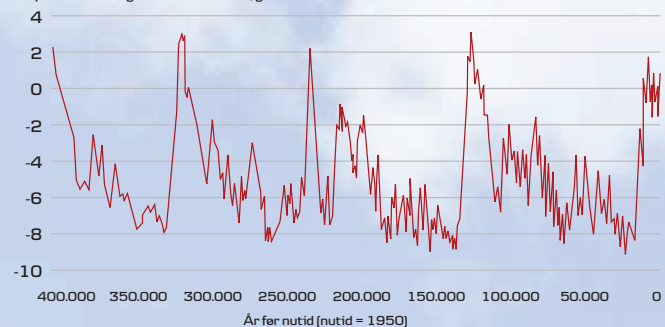
Temperaturer og CO₂-koncentration i atmosfæren over de seneste 400.000 år (fra Vostok iskernen)

CO₂-koncentration, parts per million (ppm)



Atmosfærens
CO₂-indhold er
i dag 390 ppm

Temperaturændring i forhold til nutiden, grader Celcius



Over de seneste 400.000 år synes der at være en påfaldende tæt sammenhæng mellem koncentrationen af CO₂ i atmosfæren og temperaturændringer på kloden. Det er i øvrigt vigtigt at understrege, at atmosfærens CO₂-indhold i dag er omkring 390 ppm og stiger ca. to ppm årligt. Den globale gennemsnitstemp. er steget 0,8 grader siden 1900.

Kilde: UNEP GRID-Arendal

Skadevirkninger af naturkatastrofer

1950'erne: 4 mia. USD årligt

1990'erne: 40 mia. USD årligt

2002: 55 mia. USD årligt

2003: 60 mia. USD årligt

FN's miljøorganisation UNEP estimerer, at beløbet vil være 150 mia. USD i 2010, mens Munich Re – et af verdens største forsikrings-selskaber – estimerer, at det årlige beløb vil vokse 300 mia. USD inden for de næste årtier.



POLEPHOTO

Energisikkerhed

USA forbruger 21 mio. tønder olie hver dag – dvs. omkring en fjerdedel af det samlede globale forbrug. Men USA har under to pct. af verdens kendte oliereserver. Mellemøsten kontrollerer mere end 60 pct. De fleste eksperter er enige om, at vi har passeret »peak oil«. Dvs. vi har brugt så meget af de globale oliereserver, at produktionen fremover vil være faldende, mens energibehovet er stigende. Fatih Birol fra IEA mener, at der er en risiko for en reel oliekrise allerede i 2011.

Energiefterspørgsel

IEA forventer, at verdens energibehov vil øges med 45 pct. frem mod 2030. I IEA's hovedscenarier vil 11 pct. af klodens energibehov til den tid være dækket af alternativer til de fossile brændstoffer. Problemet er blot, at dette scenario forudsætter, at man er i stand til at finde seks nye Saudi Arabien.

De rige vs. de fattige lande

Siden 1960 er CO₂-udledningen fra verdens udviklede lande fordoblet, mens den i udviklingslandene er syvdoblet. Bag denne udvikling gemmer sig naturligvis historien om, at langt den største del af CO₂ kommer fra de rige lande. Kun Kina, der på 10 år har udviklet sig til at blive verdens industricentrum, skiller sig ud blandt udviklingslandene. Kina har inden for de seneste tre år overhalet USA og er blevet verdens største udleder af CO₂.

» ... we have a very brief window of opportunity to deal with climate change ... no longer than a decade, at the most.«

JAMES HANSEN · CHEF FOR NASA'S GODDARD INSTITUTE

Indien har som mål, at CO₂-emission pr. indbygger ikke overstiger det globale gennemsnit. I praksis betyder det, at CO₂-udledning kan stige, men det kan alligevel blive svært at nå målet, da 400 mio. indbyggere endnu ikke har adgang til elektricitet.

I Australien har premierministeren udtrykt håb om at landet kan reducere udledningen af CO₂ med 25 pct. i 2020 i forhold til 1990, men han har ikke fået opbakning i parlamentet.

Som det ser ud i dag med realistiske briller vil reduktionen i de udviklede landes emissioner af drivhusgasser formentlig i 2020 være 8-12 pct. i gennemsnit. Ganske vist er der også mange statsstøttede projekter med vedvarende energi i gang i mange lande, og behovet for fossile brændstoffer kan også reduceres markant med bedre energieffektivitet. Ikke desto mindre – der er meget langt til den reduktion på 25-40 pct. senest i 2020, som FN's klimapanel IPCC har

estimeret er nødvendig, hvis CO₂-koncentrationen skal stabiliseres under 450 ppm. Det er i den forbindelse værd at bemærke, at de anbefalinger var med i den seneste rapport for tre år siden og er reelt forældede i dag. Kendsgerningen er nemlig at udledningen af drivhusgasser har været større end ventet, samt at planeten, især oceanerne, ikke har været i stand til at absorbere drivhusgasserne i den grad, man regnede med.

Nicholas Stern, økonomen, der som den første beregnede de økonomiske effekter af at gøre noget ved global opvarmning eller lade være, sagde for nylig på Peoples University i Beijing, at verdens udfordring er, at reducere total udledning af CO₂ med 30 pct. i 2030 og 60 pct. i 2050. Til den tid vil vi være 9 mia. mennesker, og hvis verdens befolkning skulle bære byrden ligeligt, ville det kræve, at USA reducerer sin udledning med over 90 pct. ■

» So there we have it. There seems little doubt this recent rise, this steep rise in temperature is down to human activity. We ourselves have become a force of nature. We are changing the climate and what happens next really is up to us.«

DAVID ATTENBOROUGH · STATE OF THE PLANET (BBC 2000)

15

STØRSTE CO₂-UDLEDERE

LAND	PCT. AF TOTAL
01. Kina	22
02. USA	18
03. Indien	6
04. Rusland	5
05. Japan	4
06. Tyskland	2
07. Canada	2
08. Storbritannien	2
09. Syd-Korea	2
10. Iran	2
11. Italien	1
12. Mexico	1
13. Sydafrika	1
14. Saudi Arabien	1
15. Brasilien	1
55. Danmark	0,1

PR. INDBYGGER

01. Qatar
02. Kuwait
03. Forenede Arabiske Emirater
04. Bahrain
05. Trinidad & Tobago
06. Luxembourg
07. Hollandske Antiller
08. Aruba
09. USA
10. Australien
11. Falklandsøerne
12. Canada
13. Oman
14. Saudi Arabien
15. Brunei
34. Danmark

Kilde: U.S. Carbon Dioxide Information Analysis Center. Opgjort på tal fra 2006.

HVAD KAN MAN GØRE – SOM INVESTOR?

■ DET INTELLIGENTE ELNET

ENERGIEFFEKTIVITET, isolering, bølge-energi, tidevandsenergi, vandkraftværker, atomkraft, vindmøller, solenergi, bio-brændsel, jordvarme, brint, elbiler, batterier, smart grid, brændselsceller ... Listen over investeringsmuligheder er meget lang. Hvordan skal man vælge? Vi har spurgt Lars Skovgaard Andersen, Senior Aktierådgiver i Group Wealth Management i Danske Bank, som i flere år har beskæftiget med investeringsmuligheder relateret til klimaforandringer og andre globale udfordringer.

»Som investor er det vigtigt at være opmærksom på de politiske signaler på klimaområdet. Hvis vi skal ændre vores ener-

giforbrug og tage nye energiformer i anvendelse, kræver det politisk velvilje eller bare vilje. Men klimaændringerne har åbenbart endnu ikke så høj prioritet generelt. Derfor skal man som investor væbne sig med tålmodighed, og så gælder det om at sprede sine investeringer mest muligt inden for klimaområdet. Ingen kan med sikkerhed sige, hvor den politiske velvilje i fremtiden bliver størst.«



Lars Skovgaard Andersen, Senior Aktierådgiver i Group Wealth Management i Danske Bank.

Men kan du se nogle tendenser på kort sigt ud fra den senere tids politiske signaler?

»Et af de mest attraktive investeringsområder inden for klima- og energitemaet det sidste halve år har været hybrid- og elbiler. På det område har der netop været udstukket meget klare retningslinjer fra politisk hold. Især har batteriproducenterne som franske *Saft Group* og kinesiske *BYD* – som har udviklet sig til at være Kinas største elbil-producent – nydt godt af den politiske velvilje. Og skal jeg komme med et godt bud på politisk fokus i fremtiden, så er det smarte elnet oplagt. Det smarte elnet – eller som det hedder på engelsk »smart grid« – er et af de helt store klima- og energitemaer, der netop nu nyder politisk fokus. Det smarte elnet er en måde at håndtere vores energi mere effektivt på. Det giver nemlig mulighed for at koble nye energikilder på vores el-infrastruktur, så vi kan udnytte den alternative energi, vi producerer ved hjælp af blandt andet vindmøller, endnu bedre. Men samtidig gør det smarte elnet også os forbrugere i stand til at bruge energien på en mere intelligent måde. I løbet af de seneste uger er netop det smarte elnet blevet tilgodeset i både USA og Kina med betragtelige beløb.«

Kina går efter smart grid

De store afstande i Kina stiller krav til el-infrastrukturen. Og der er ingen tvivl om, at Kina er meget bevidst om, at netop ev-

En medarbejder hos forsyningsselskabet CenterPoint Energy checker et »smart meter« fredag 5. juni 2009. Forsyningsselskabet, som servicerer 2,2 mio. kunder i byområdet i Houston, forventer at bruge over 1 mia. USD på smart grid over de næste fem år.

nen til at udnytte sine energikilder mest optimalt, giver mulighed for at øge og fastholde landets høje vækst, påpeger Lars Skovgaard Andersen.

De to nationale ejere af elnet State Grid Corporation of China (SGCC) og China Southern Power Grid har planer om at investere over USD 50 mia. i et "smart elnet" til brug i 2020.

»Med Kinas investeringer i deres el-infrastruktur er der stor sandsynlighed for, at Kina ender op med et af de mest moderne elnet i verden. Helt konkret har Kina senest proklameret, at de i perioden fra 2009 til 2011 vil investere op til USD 585 mia. i et elnet. Ud over at de får opgraderet deres el-net generelt, giver det smarte elnet forsyningsselskaberne mulighed for at overvåge forbruget/produktionen og åbne op/lukke ned for energiinputs alt efter behov.

På den måde vil Kina i endnu højere grad end andre lande kunne udnytte landets energi. Ekspertur vurderer, at dette vil øge Kinas bruttonationalprodukt med 0,9 procent årligt og samtidig skabe 2,1 million nye jobs.«

En række vestlige selskaber som ABB og Siemens deltager netop i denne udrolning af et nyt smart elnet i Kina – typisk i form af joint ventures dvs. økonomiske samarbejder med lokale selskaber som f.eks. *Dongfang, Shanghai Electric* og *Harbin Power Equipment*.

»På sigt vil disse lokale selskaber kunne udnytte de nye fordele i elnettet, så de fremover bliver globale spillere inden for elnet.«

Forældede elnet

Flere steder i verden kører elnettet i øjeblikket tæt på det maksimale. Det skyldes, dels at elnettet er overbelastet af for mange nye energikilder, dels at det er tæt på forældelse. Et sted, hvor man med sikkerhed ved, at elnettet er forældet, er i USA – og det gør lettere at nå til politisk enighed om smart grid. Udover tilskud til elnettet generelt, er man også blevet enige om, at gøre elnettet mere intelligent. I slutningen af oktober annoncerede Obama-administrationen, at man vil opstille en pulje på USD 3,3 mia. som garant for udbygningen af det smarte elnet. Ordningen skulle efter sigende træde i kraft inden for 60 dage. Og i løbet af det første halvår vil vi sandsynligvis se effekten i form af kommentarer fra de selskaber, der får del i denne pulje.



»Selskaber, der drager fordel af udbygningen af det amerikanske elnet, er blandt andre Siemens, ABB, General Cable og Quanta Services. Men nu er det ikke kun elnettet, der kan byde på forbedringer. Også udnyttelse af vand, gas m.m. vil nyde godt af en bedre elektronisk overvågning. For nylig oplyste Alabama Gas, at de har indgået aftale med det amerikanske selskab Itron om levering af 500.000 gasmålere. Netop Itron er et af de førende selskaber inden for levering af specielle online-målere til gas, vand og elektricitet. En anden af de helt store amerikanske spillere inden for energiteknologien er EnerNOC, der bestemt også er værd at holde øje med.«

Det er ret store selskaber du nævner ...

»Ja, og det hænger sammen med den store usikkerhed, der hersker. Vi ved ikke, hvor politikerne fører os hen, og især de mindre selskaber er afhængige af politisk velvilje. Og de har i forvejen typisk kapitalproblemer, fordi vi altså stadig befinder os på bagsiden af den værste krise siden 30'erne. Så et godt råd til investorerne er at holde sig primært til store selskaber, hvor fokus på smart grid og evt. andre klimarelaterede ting indgår frem for at satse på mindre nicheselskaber.«

Du nævner gode argumenter for smart grid, men hvad med alle de andre ting – solenergi, vind, biobrændsel, elbiler ...

»Det er stadig sektorer med meget stort potentiale, men de er i betydelig grad afhængige af, at elnettet kan håndtere dem. Massive investeringer i det intelligente elnet i de kommende år vil så sige »slå hul i muren«. Det nye net vil gøre det muligt at tanke elektricitet/lagre den og dermed åbne op for, at vi tilslutter endnu mere vedvarende energikilder på optimal vis. Vi har brug for et fundament at bygge det bæredygtige energisamfund på, og et udbygget, intelligent elnet er en absolut hjørnesten. Og hvis vi skal pege på et lyspunkt blandt alle de dystre tendenser i klimadebatten, så er det, at netop Kina og USA har besluttet at bruge penge på det intelligente elnet. Når først det er på plads, så er der rig mulighed for at koble vedvarende energikilder på nettet uden, at man har en national lovgivning eller en internationalt forpligtende aftale om CO2-reduktion i ryggen. Og jeg tror, at en af de trends, vi vil se, er, at virksomhederne vil foretrække at være der, hvor alternative energikilder sikrer deres energiforsyning, for man skal huske på en vigtig ting: Global opvarmning eller ej – mængden af fossile brændstoffer er begrænset, mens verdens energibehov er stærkt stigende. Vi vil i de nærmeste årtier opleve, at befolkningstilvækst og øget velstand i udviklingsøkonomierne vil lægge et stærkt pres på energiefterspørgselen og øge fokus på det fremtidige energimix - hvor alle nye energikilder er velkomne.« ■

ANALYSE:

Global temperaturstigning under 2 grader kan ikke nås

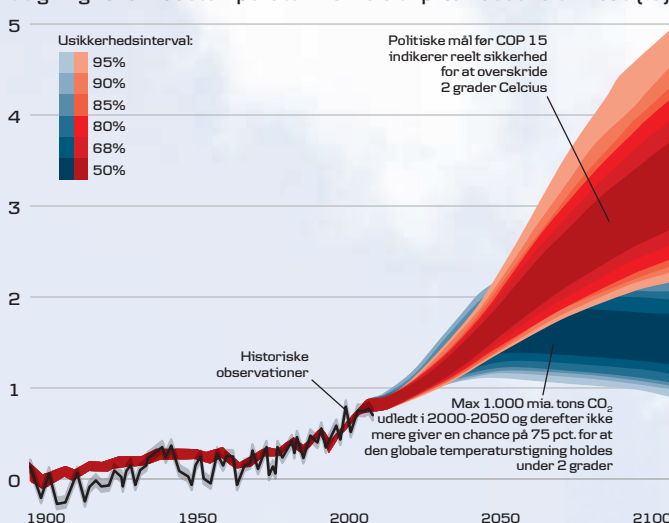
■ MISSION IMPOSSIBLE?

FN's KLIMAPANEL IPCC udsendte sin seneste klimareport i 2007, baseret på observationer fra over 2500 videnskabsfolk over hele kloden og flere hundrede videnskabelige undersøgelser og modelsimulationer. Konklusionen lød, at hvis det skal lykkes at holde global opvarmning under 2 grader, så betyder det, at de udviklede lande i 2020 skal begrænse udledningen af drivhusgasser med 25-40 pct. i forhold til 1990 og 50-80 pct. i 2050.

I juni gjorde en gruppe klimaforskere i en artikel i Nature status over, hvor langt vi kunne nå, hvis alle levede op til deres hidtidige udmeldinger om reduktion af drivhusgasser. Mere end 100 nationer havde på det tidspunkt udmeldt, at endemålet var at holde sig under en global temperaturstigning på 2 grader under det præindustrielle niveau, mens mange af de mest sårbare nationer, herunder 43 østater, agiterede for en maksimal stigning på 1,5 grader.

Med de udmeldte politiske mål, som næppe ændres nævneværdigt i København, er der lagt op til en reduktion i de industrialiserede lande på 10-16 pct. af emissionerne i 2020 i forhold til 1990. De 16 pct. er det bedst mulige scenario, hvor der tages højde for de »ekstra« reduktioner, som flere lande har lovet, hvis andre lande er med – men stadig langt under det af IPCC anbefalede 25-40 pct. Hvad angår udviklingsøkonomierne – herunder Brasilien, Indien, Kina og Sydafrika som i 2005 tegnede sig for 60 pct. af udviklingslandenes samlede udledning af drivhusgasser – er de også med i beregningerne, og der er her antaget en reduktion på 4 pct. i 2020 i forhold til

Stigning i overfladetemperatur i forhold til præindustrielt niveau (°C)



»Hvis vi ønsker at begrænse risikoen for at overskride 2 graders opvarmning til 25 pct., så skal den samlede mængde af drivhusgasser udledt i første halvdel af det 21. århundrede holdes under 1.000 mia. tons,« siger en af forfatterne til artiklen i Nature, hvorfra figuren er hentet, Malte Meinshausen, klimatolog ved Potsdam Institute for Climate Impact Research i Tyskland. De 1.000 mia. tons omfatter alle drivhusgasser, omregnet til CO₂-ækvivalens, og er altså en maksimal grænse. Hvis man ikke vil øge risikoen for temperaturstigninger over 2 grader, skal man helt holde op med at bruge fossile brændstoffer, når de 1.000 mia. tons er brugt. Og det er de med de nuværende vækstrater inden, der er gået 20 år. I praksis betyder det, at vi maksimalt kan bruge yderligere 25 pct. af verdens kendte reserver af olie, gas og kul, hvis vi vil bevare en rimelig chance for at holde os under de to grader, der af FN's klimapanel er kaldt et »irreversibelt tipping point.«

»business as usual«. Hvilket også langt fra er tilstrækkeligt. Skal temperaturstigningen holdes under 2 grader skal de industrialiserede lande reducere med 25-40 pct. og udviklingslandene med 15-30 pct. under »business as usual« i 2020. Antages en politisk linje i samme stil vil reduktionen i de industrialiserede lande i 2050 være 63-70 pct. (under 1990) og i udviklingsøkonomierne 13-15 pct. (under »business as usual«).

Samlet betyder alt dette, at den totale globale emission af drivhusgasser i hhv. 2020 og 2050 vil være steget med 42-46 pct. hhv. 80-88 pct. Konklusionen på Nature-artiklen er, at der med fastholdelse af de politiske linjer før

COP 15 reelt ingen mulighed er for at holde temperaturstigningen under 2 grader – og selv i det bedste scenario vil CO₂-koncentrationen passere 550 ppm kort efter 2050.

Forskerne bag artiklen har beregnet, at vi mellem 2000 og 2050 maksimalt må udlede 1.000 mia. tons CO₂, hvis vi skal have en realistisk chance for at holde os under 2 grader – nærmere betegnet en chance på 75 pct. Måske lyder det af meget, men allerede i 2006 havde vi udledt 234 mia. tons CO₂ siden 2000, og med de aktuelle vækstrater vil vi nå op på de 1.000 mia. tons før 2030. Beregningerne viser, at der skal handles hurtigt. ■

2° er grænsen

■ 4 GRADER ER RYKKET 40 ÅR NÆRMERE

MODELSIMULATIONER og et hav af akademiske undersøgelser indikerer, at ved en temperaturstigning på 2 grader Celsius, så vil yderligere en mia. mennesker komme til at lide af vandmangel; mindst 20-30 pct. af alle planter og dyr vil trues af udryddelse; høstudbytter nær ækvator vil falde drastisk; op mod 40 pct. af regnskoven i Amazonas vil blive ødelagt; verdens

koralrev vil blive ødelagt af havenes stigende surhedsgrad; den nedsmeltning af indlandsis, gletschere og permafrost, der allerede finder sted med hidtil uset hastighed vil ske endnu hurtigere og føre til havvandsstigninger osv.

FN's klimapanel IPCC har påpeget, at en temperaturstigning udover 2 grader er et irreversibelt »tipping point« som vil forstærke feedbackmekanismerne i klimasystemet, og gøre konsekvenserne uoverskuelige. Det vurderes, at hvis vi kan holde koncentrationen af alle drivhusgasserne (omregnet til CO₂-ækvivalens) på max 450 ppm, er der 50 pct. chance for at holde temperaturstigningen under 2 grader.

Men den globale opvarmning går hurtigere end skitseret i IPCC's værste scenario, og det har været tendensen siden 2000. IPCC's værste scenario med temperaturstigninger på op mod 4 grader eller mere ved slutningen af århundredet er rykket nærmere. På Oxford University blev i september afholdt en konference med deltagelse af verdens førende klimaforskere, hvor emnet var dette skrækscenario. Blandt ho-

vedtalerne var forskere fra Met Office, Storbritanniens meteorologiske institut – der præsenterede en stor undersøgelse af perspektiverne for den hastige globale opvarmning.

Analysen var baseret på bl.a. nye modelsimulationer, hvor der også tages højde for bl.a. kulstofcyklus – hvis eksempelvis store skovområder dør som følge af tørke forsvinder en vigtig del af naturens evne til at absorbere CO₂. I forvejen har nye observationer vist, at oceanerne og planetens økosystemer ikke kan absorbere så meget CO₂ som hidtil antaget.

Forskere på konferencen pegede på, at de 4 grader meget vel kan finde sted omkring 2060-2070 – med store regionale forskelle. I dele af Arktis vil kunne ses stigninger på 15 grader og op til 10 grader i det vestlige og sydlige Afrika. Permafrosten vil smelte og udløse enorme mængder af metangas. Regn vil reduceres med mere end 20 pct. i dele af Afrika, Centralamerika, Middelhavsregionen og kysterne i Australien. Mange øer vil blive oversvømmet som følge af havvandsstigninger. ■

Drivhuseffekten – hvad er det nu lige?

Den energi, som Jorden modtager fra solen hvert år, svarer til over 10.000 gange menneskehedens energiforbrug. Af den indstrålede energi reflekteres 30 pct. umiddelbart fra atmosfæren, skyerne og landjorden tilbage til rummet. De resterende 70 pct. absorberes og genudsendes først efterfølgende som varmestråling. Hvis Jorden ikke på en eller anden måde kom af med disse 70 pct., ville den hurtigt begynde at koge. Når man helt simpelt forsøger at udregne, hvilken temperatur Jorden skulle have for at varmestrålingen netop opvejer solens indstråling, kommer man frem til en gennemsnitstemperatur for Jordens overflade på -19 grader Celcius. Men i virkeligheden er gennemsnitstemperaturen +14 grader Celcius.

Og denne behagelige forskel skyldes drivhuseffekten. Visse luftarter i atmosfæren absorberer den langbølgede varmestråling, som ellers ville være passeret direkte ud i rummet. Det betyder, at Jordens overflade bliver varmere end den ellers ville have været, og at de fleste af Jordens udstråling sker fra de øvre dele af atmosfæren.

Jordens atmosfære består af 78 pct. kvælstof, 21 pct. ilt, 0,9 pct. argon og en række forskellige luftarter, der udgør de sidste 0,1 pct. Hertil kommer varierende mængder af vanddamp. Hverken kvælstof, ilt eller argon absorberer varmestråling i synderlig grad. Det gør derimod vanddamp. Langt størstedelen af drivhuseffekten skyldes den naturligt forekommende vanddamp i atmosfæren, men der er også en række af de luftarter, der gemmer sig i de 0,1 pct., som bidrager til drivhuseffekten. En af dem er kuldioxid (CO₂).

Før den industrielle revolution var mængden af CO₂ i atmosfæren omkring 280 ppm, dvs. parts per million eller millionte dele, svarende til 0,028 pct. I dag er koncentrationen omkring 390 ppm, og den stiger med ca. to ppm årligt. Der er udbredt enighed blandt klimaforskerne om, at 350 ppm er grænsen for, hvor høj koncentrationen af CO₂ i atmosfæren må være, hvis vi vil bevare et klima, der minder om det vi har i dag.

Selv om vanddamp er en langt vigtigere drivhusgas, er det den menneskeskabte udledning af CO₂, der er den vigtigste drivfaktor for klimaforandringer. Det skyldes, at mængden af vanddamp i atmosfæren stort set er upåvirket af menneskelig aktivitet. Derimod er mængden af CO₂ og andre drivhusgasser som metan og lategas (begge skyldes især landbrugsaktiviteter) i atmosfæren i høj grad styret af menneskeskabte udledninger.

Hovedkilde: Alt er relativt af Jørn Madsen og Anders Smith

KLIMA CITATER

»The answer is simple. If we lose the world's forests, we lose the fight against climate change. Rainforests are our Earth's greatest utility – our planet's lungs, thermostat and air-conditioning system.«

Michael Somare, premierminister i Papua Ny Guinea, 2007

»... the costs of doing nothing, of a policy of wait and see, would be much higher than those of taking preventive action now to stop the damage getting worse. And the damage will be counted not only in dollars, but in human misery as well. Spending on the environment is like spending on defence – if you do not do it in time, it may be too late.«

Margaret Thatcher, 1990

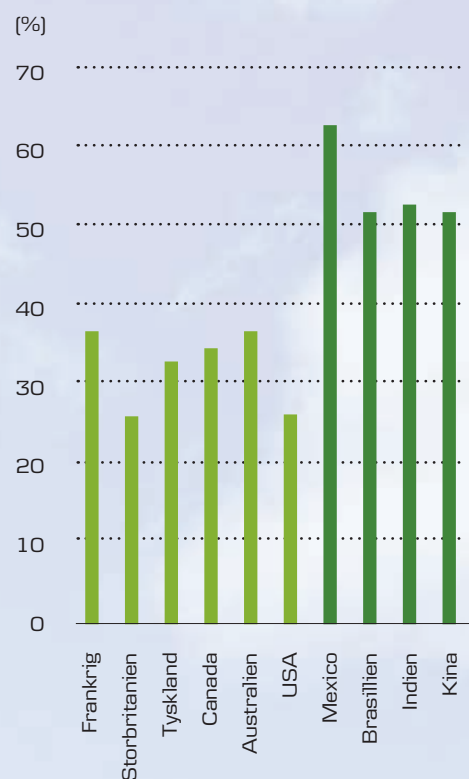
»[Countries should] establish norms exceeding toughest regulatory hurdles or product standards. Tough regulatory standards are not a hindrance but an opportunity to move early to upgrade products and processes. Firms like governments are often prone to see the short-term cost of dealing with tough standards and not their long term benefits in terms of innovation.«

Professor Michael Porter: The Competitive Advantage of Nations

This is our challenge to the West. You do the best you can, and we'll match it. If the West thinks that India will subscribe to any long-term solution that is not based on per capita emissions then it is very misguided.«

Pradipto Ghosh, tidligere indisk miljøminister

Figuren viser hvor enige de adspurgte befolkninger er i spørgsmålet: »Klimaændringer og hvordan vi reagerer på dem er blandt de største kilder til bekymring i dag.«



Kilde: 2008 Climate Change Confidence Monitor undersøgelse blandt 12.000 mennesker i 12 økonomier.

Udviklingslande bekymrer sig mest om klima- problemet

Nok har verden et klimaproblem, men politikerne har forståeligt nok også mange andre emner på deres dagsorden. Og det gælder også de forskellige befolkningsgrupper i verden, hvilket kommer frem, når man spørger dem om vigtigheden af klimaændringerne. Ovenstående figur viser resultatet af en undersøgelse fra den britiske storbank HSBC blandt 12.000 mennesker i 12 lande. Heraf fremgår det, at de vestlige lande – som har skabt problemet – bekymrer sig noget mindre om klimaændringerne end befolkningerne i Kina, Indien, Brasilien og Mexico. Det har sandsynligvis den logiske forklaring, at bekymringen er høj i de lande, hvor de får klimaændringerne helt ind på livet, når tyfoner raser, eller tornadoer går amok. I de vestlige lande udgør klimaændringerne ikke den samme bekymring. Andre forhold som f.eks. arbejdsløshed fylder derimod også meget i bevidstheden hos vesterlændingene, og det har ikke overraskende betydning for politikernes fokus.



Fortum er et af de førende nordiske energiselskaber med hovedaktiviteter inden for elektricitetsgeneration, salg og markedsføring af el og elservices samt distribution og salg af elektricitet og varme i Norden samt baltiske lande og Nordvest-Rusland.

På trods af at de seneste makronøgletal peger i retning af en langsommere økonomisk fremgang end tidligere tillidsindikatorer viste, vurderer Danske Banks økonomer, at der er et opsving på vej. Dette kombineret med meget lave lagerniveauer betyder, at industriproduktionen må ventes at stige, og det vil medføre øget elforbrug. I forhold til Fortum er det især den nordiske industriproduktion og vintervejret i nordiske lande, som bør få en positiv afsmittende effekt på elpriserne, da mange huse opvarmes med elektricitet.

Det vurderes videre, at Fortums succesmulighed i Rusland øges i takt med høje oliepriser, hvilket især hænger sammen med energipriser og Fortums tilkøbte selskab TGC 10's produktion i Ural regionen. I Ural regionen ligger en stor del af den russiske olie- og gasproduktion, og i takt med stigende olieafregningspriser stiger interessen for at øge produktionen også, hvilket så igen øger efterspørgslen efter elektricitet til glæde for TGC 10 og dermed Fortum.

Risici for aktien er forbundet med yderligere økonomisk tilbageslagseffekt på elpriserne, hårdere regulering og beskatning af forsyningsvirksomheder, mislykket ekspansion i Rusland og svag eller ingen aftale om CO2-reduktion ved COP 15 i København.



FOTOS: FORTUM.COM



STARWOOD

HOTELS & RESORTS WORLDWIDE, INC.



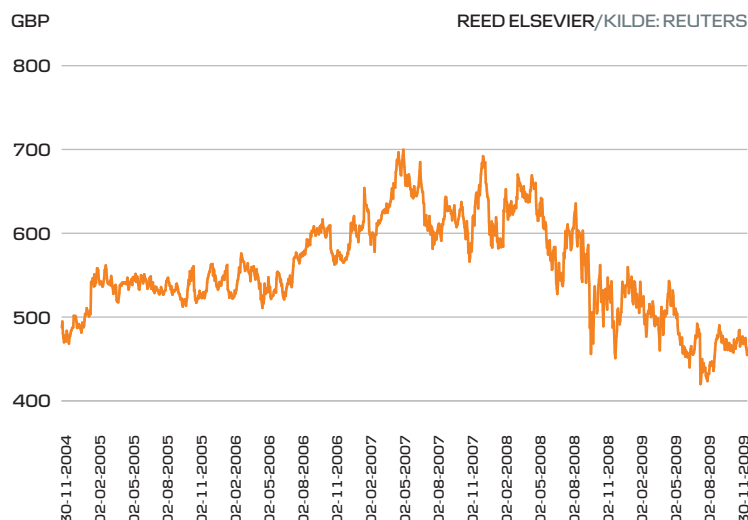
Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc. er et hotel- og ferieselskab, som blandt andet tæller luksus hotelkæderne Regis, Le Meridien og Sheraton. Selskabet er organiseret i de to forretningsområder hotel- og ferieejerskab samt boligmæssige aktiviteter. I november 2008 kunne Aloft, en del af gruppen, annoncere åbningen af hotellet Haidian i Beijing.

Goldman Sachs (GS) forventer, at indlogeringspriserne er på vej mod et højere niveau, da udviklingen i omsætning pr. værelse er steget, og antallet af værelser under opførelse er faldet med 27 pct. år til dato. Besparelser i sektoren har desuden været så markante, at blot en mindre bedring i omsætningen vil betyde forbedret indtjening. Derudover handles selskabet med stor rabat i forhold til konkurrenten Marriott, når man tager forholdet mellem aktiens pris og forventningerne til selskabets indtjening i 2010 i betragtning. Vigtig er også selskabets forretningsmodel, der betyder, at det er på vej væk fra ejerskab til fordel for franchise - og dermed bærer Starwood ikke længere selv risikoen for ejendomme. Yderligere frasalgs kan derfor i sig selv være en trigger. Af andre triggere forude kan nævnes kvartalsrapporteringen den 25. januar, hvor GS venter resultaterne vil fortsætte den sidste tids positive trend. Risici forbundet med aktien er blandt andet en langsommere end ventet bedring af markedet for de forretningsrejsende, samt en generel nedgang i det private forbrug i USA.

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. Kontakt din investeringsrådgiver for at høre mere om aktierne, herunder Danske Markets Equities' og Goldman Sachs' aktuelle anbefalinger.



Reed Elsevier



Reed Elsevier er et forlag og informationsleverandør, med primære operationer i Nordamerika og Europa. Selskabet har tre primære divisioner, der hver bidrager med en tredjedel af omsætningen; Elsevier, LexisNexis og Reed Exhibitions.

Goldman Sachs (GS) hævdede i maj estimater for indtjeningen for selskaber i mediesektoren, hvor Reed Elsevier opererer, med 23 pct. For nylig hævdede GS estimaterne yderligere 6 pct., grundet bankens makroøkonomers mere positive syn, samt bedre udsigter for sektoren. De traditionelle medieselskaber burde se en stærk marginudvikling, hvilket især er gældende for forlag. Reed Elsevier har underperformet markedet med 50 pct. siden marts, og GS mener, at selskabet vil hente noget af det tabte tilbage, grundet tegn på forbedringer i markederne hvor selskabet opererer.

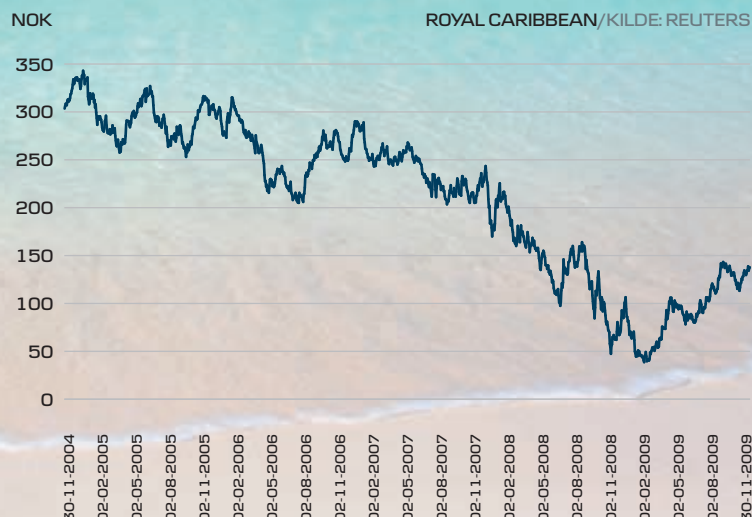
Aktien vil især nyde godt af, at reklamemarkedet er begyndt at blive forbedret, dog fra et lavt udgangspunkt. Det juridiske marked begynder at vise tegn på en bund, mens det akademiske område stadig kan skuffe. Aktien handler med betydelig rabat på multipler i forhold til dets historiske gennemsnit, og GS mener, at selskabet er en af de bedste kvalitetsaktier i sektoren.

Risikoen ved aktien er tab i markedsandele, samt at flere af markederne, hvor selskabet opererer, er sencykliske.

Royal Caribbean Cruises er verdens næststørste operatør af cruise-skibe med 41 skibe i brug og 4 nye undervejs.

Forbrug i form af rejser og ferier er blandt de første ofre i en forbrugskrise, men også blandt de ting som hurtigt vender tilbage igen, når økonomierne vender. Nye makroøkonomiske nøgletal fra USA og Tyskland tyder på, at økonomier er på vej til at stabilisere sig efter at have været i frit fald. For Royal Caribbean er en bedring af de økonomiske forhold i særligt USA og Vesteuropa yderst vigtige, da hovedparten af kunderne kommer fra disse regioner. Særligt arbejdsmarkedets udvikling er vigtig for selskaber som Royal Caribbean, og derfor var sidste uges bedre end ventede arbejdsmarkedsrapport i USA interessant.

Selskabet har netop modtaget levering af verdens største cruise-skib, og der er tre skibe mere af samme kaliber på vej, hvilket ventes at hjælpe selskabet til øget rentabilitet grundet mere effektiv kapacitetsudnyttelse. Når alle disse økonomisk effektive skibe er taget i brug, vil de stå for mere end 50 pct. af selskabets kapacitet og dermed øge selskabets samlede indtjeningsmarginal væsentligt. Selskabet har endvidere foretaget en række omkostningsbesparende tiltag – blandt andet ved at udskifte gamle motorer med nye og mere brændstofeffektive dieselmotorer, som ligeledes styrker aktiens potentiale. Risici ved aktien er et svagere end ventet opsving, sygdomme og terror – en ny aggressiv influenzaudvikling ell. lign. kan svække efterspørgslen; svækkelse af kreditmarkederne og stigende priser på brændstof og fødevarer.



2010

Det bliver et svært aktieår

■ ET ÅR MED FORHINDRINGER FORUDE

VERDEN HAR BEVÆGET sig ud af recessionen, siger økonomerne. Det betyder på nudansk, at økonomierne igen vokser – landenes bruttonationalprodukter vokser. Den slags er godt for aktiemarkedet. Stigende økonomisk aktivitet og efterspørgsel betyder, at der kan sælges flere varer og ydelser, og dermed kan der tjenes flere penge i virksomhederne. Men det er over et halvt år siden, at deltagerne på aktiemarkedet forudså, at det ville gå sådan, og det fik aktierne til at stige voldsomt, længe før de økonomiske nøgletal kunne bekræfte, at det igen gik fremad.

I den seneste tid er aktiemarkedet gået i stå. Og det hænger sammen med en vis tvivl om, at fremgangen til næste år kan holde kaden uden stimulanser fra finans- og pengepolitik. Tidligere på året og henover sommeren var det økonomiske lyspunkt i horisonten og en øget risikovillighed, der løftede aktiemarkedet. I efteråret var det stigende indtjening i virksomhederne og bekræftende økonomiske nøgletal, der var drivkraften.

Forventning vs. virkelighed

Men indtjeningsfremgangen har primært været drevet af virksomhedernes omstruktureringer, fyringer og andre besparelser og effektiviserende tiltag. Efterspørgselen og dermed den øgede omsætning har manglet.

»Markedet har generelt været drevet af forventninger. Det er muligt, at vi stadig kan få et kvartal eller to med indtjeningsfremgang drevet af besparelser, men det vil ikke være nok til at drive aktiemarkedet. Nu står vi over for en realitetsfase, hvor fremgang i beskæfti-

gelsen og investeringer skal tage over. Som udgangspunkt tror vi på, at det lykkes. Nøgletal for ikke mindst Tyskland peger på, at Europas opsving er ved at få godt fat. Det ser lidt mere tvivlsomt ud for USA, verdens største økonomi. Og det globale opsving holder ikke, hvis USA ikke kommer med,« siger Morten Kongshaug, aktiestrateg i Danske Bank.

»Markedsforventningerne til amerikanske virksomheders indtjening i 2010 er allerede, at indtjeningen skal op med 26 pct. fra 2009. Typisk har du, at dette kræver 4-5 pct. realvækst og en inflation mellem 2 og 3 pct. Der er således to kilder til en eventuel indtjeningskuffelse. På den ene side har vi inflationen, der kan fortsætte med at være usædvanlig lav, hvilket allerede indikeres, når vi ser på virksomhedernes salgspriser på varige forbrugs- og investeringsgoder, lønudviklingen og huspriser. På den anden side har vi realvæksten, der kan skuffe pga. forbrugernes opsparringsadfærd, virksomhedernes usikkerhed om fremtiden og/eller fortsat dårlige kreditmuligheder. Vi maner til forsigtighed, da vi ikke synes at aktiemarkedet p.t. har indarbejdet nok risiko for et usikkert 2010, hvor vi er stærkt afhængige af, at de sunde ikke-gældsatte dele af verdensøkonomien trækker et stort læs. Den ikke-finansielle del af virksomhedssektoren er ikke særligt gældsatt, så de gode nyheder skal især komme fra virksomhedernes investeringer i arbejdspladser, kapitalapparat og virksomhedsopkøb. Virksomheder oplever en stærkt forøget konkurrenceintensitet bl.a. grundet usædvanlig rigelig produktionskapacitet, hvilket kan afholde dem fra nyansættelser og investeringer. Alt dette betyder, at vi meget vel kan ende med et jobløst opsving.«

Der er ligefrem nogen, der taler om, at verdensøkonomien kan ende med en ny recession allerede i 2010?

»For aktiemarkedet er det ikke nødvendigt, at vi ender i et »double-dip«. Det, der er centralt, er om sandsynligheden for en ny recession eller alternativt en længere lavvækstperiode er sat tilstrækkeligt højt. Forventningerne til virksomhedernes profitter afspejler en meget lille indregnet sandsynlighed for en ny vækstkrise. Vores vurdering er således, at kre-

ditkrisen har efterladt markedet med en række spørgsmål, der alle kan styrke markedets frygt for et »double-dip«, hvorfor vi forventer, at investorernes risikovillighed vægter negativt for aktiemarkedet for 2010. Det er med andre ord ikke særligt interessant, her ved starten til 2010, om vi faktisk ender med et økonomisk skuffende år. Det, der er interessant, er om den unikke natur, som kreditkrisen allerede har haft, fortsætter og hermed sandsynliggør, at der er gennemført et økonomisk regimeskifte med langsigtede negative følger for verdensøkonomien, eller om kreditkrisen blot var en massiv tillidskrise.«

Kreditkrisen, som ramte især Europa og USA, men ikke Asien har altså medvirket til at forstærke Asiens position i den globale økonomi. Goldman Sachs mener faktisk, at finanskrisens epicenter – USA – vil rejse sig langsomt mere end bl.a. Europa pga. boligchokkets størrelse, eksplosionen i ledigheden og flere strukturelle problemer. Så ikke nok med, at verdensøkonomien er i en transformationsfase, et regimeskifte, som følge af Emerging Markets', især Asiens (Kinas) hastigt stigende rolle, men er det også muligt, at USA, den hidtidige globale økonomiske leder, vil halte efter Europa?

»Hvis USA vil halte efter Europa som beskrevet af Goldman Sachs, så får det to konsekvenser: 1) Aktieafkastene bliver lavere. 2) USD svækkes over for EUR og nordiske valutaer, hvilket betyder, at vi måske får lavere afkast i Europa end i USA til trods for bedre indenlandsk økonomi. Husk bl.a., at Tyskland er storeksporthør i verden og mere afhængig af global konkurrenceevne i Nordamerika og Asien end af tysk privatforbrug.«

Netop privatforbruget i de rige lande, især USA, er jo normalt et vigtigt omdrejningspunkt i den globale økonomi. Indebærer det globale regimeskifte eller måske snarere tømmermændene efter kreditkrisen også, at netop disse forbrugere har ændret karakter?

»Danone påpegede for nylig, at forbrugere er i en transformationsfase over mod større prisbevidsthed, og det er jeg enig i. Det er ikke nogen ny tendens, men noget, der har været under udvikling i flere år – krisen har

Sektorbetragtninger

SEKTORER

Overvægt	Telecom. Services, Health Care, IT, Forsyning
Neutral	Energi
Undervægt	Finans, Materialer, Forbrugsgoder, Forbrugsvarer, Industri

Investeringsbetingelserne i 2010 bliver langt vanskeligere end i år, og det skal man indrette porteføljen efter allerede nu.

blot forstærket processen. Ser man tilbage på hvilke selskaber, der har klaret sig bedst over de seneste 10 år, så er det netop de »discount-agtige« som IKEA, Hennes & Mauritz, Walmart etc. Og ser vi fremad, så vil det være en tendens, som de forbrugerorienterede selskaber skal tage højde for i forretningskonceptet.»

Med så mange usikkerhedsmomenter, hvad skal man så sætte sine penge i på aktiemarkedet?

»Vi er kommet tættere på vores »fair value« mål for de globale markeder, og forventer mere modvind end medvind, når det handler om muligheden for yderligere opture i 2010. Vi anbefaler, at investorerne udnytter et »year-

end rally« i år og derefter forbereder sig på en gyngetur i 2010. Det betyder, at porteføljen bør bestå af kvalitetsaktier og aktier med høj dividende, mens man bør reducere positioner i Industri og Finans og aktier med høj beta – dvs. aktier, som har større kursudsving (volatilitet) end det generelle marked. Generelt anbefaler vi, at man overvægtet defensive sektorer og undervægtet de cykliske. Man bør kun øge sin aktieandel lige nu, hvis man er undervægtet i aktier og/eller har en langsigtet tidshorisont. Ellers er vores holdning, at yderligere eksponering til globale eller lokale aktiemarkeder vil kunne ske på bedre tidspunkter, når man ser på forholdet mellem risiko og forventet gevinst.« ■



Morten Kongshaug

SOPHIE KALCKAR

Året, der gik

■ BEARMARKEDET VENDTE I 2009

Aktiemarkederne indhentede noget af det tabte fra sidste år, men langt fra det hele i de udviklede lande. Emerging Markets udviste de største stigninger, og på sektorbasis skilte Finans sig ikke overraskende ud som vinderen efter katastrofeåret 2008.

I MARTS I ÅR SLUTTEDE et af de værste bear-markeder i aktiernes historie. Siden da er Verdensindekset (MSCI World) steget med næsten 70 pct. og de udviklede landes hovedindeks er typisk steget med 50-70 pct. Men netop fordi markedet først vendte i marts, er årets resultat (ultimo nov.) noget lavere. F.eks. er Verdensindeksets stigning så begrænset til 27 pct., og store lande som USA, Tyskland og Storbritannien kan notere fremgang på 20-23 pct.

Der er dog trods alt stadig tale om pæne stigninger, men det er langt fra tilstrækkeligt til at hente tabet fra katastrofeåret 2008. F.eks. er det danske OMXC20-indeks steget med 29

pct. i år, men sidste år var faldet på 43 pct. Og nu er det jo sådan med procentregning, at selv om stigningen i år skulle nå at blive 43 pct., så er det heller ikke nok. Hvis OMXC20 skal slutte på det samme niveau, som 2008 blev indledt med, så kræves der en stigning i skrive-stund på yderligere 42 pct.

Tilsvarende kræves der en stigning i S&P 500 på 33 pct.; i DAX på 43 pct. og i Verdensindekset på 38 pct.

De største regionale stigninger i år er set i Emerging Markets. I fleste tilfælde er der også tale om en noget mindre forskel i år-til-dato afkastet og afkastet siden marts. Bag det ligger historien om, at Emerging Markets som helhed oplevede større kursfald end de udviklede markeder sidste år – op mod 60-70 pct. En ikke overraskende umiddelbar reaktion blandt investorerne, at de som en refleksreaktion – baseret på historiske erfaringer – solgte heftigt ud af de mere eller mindre eksotiske randområder, da Lehman Brothers kollapsede og finanskrisen var på sit højeste.

Men de efterfølgende måneder var der ik-

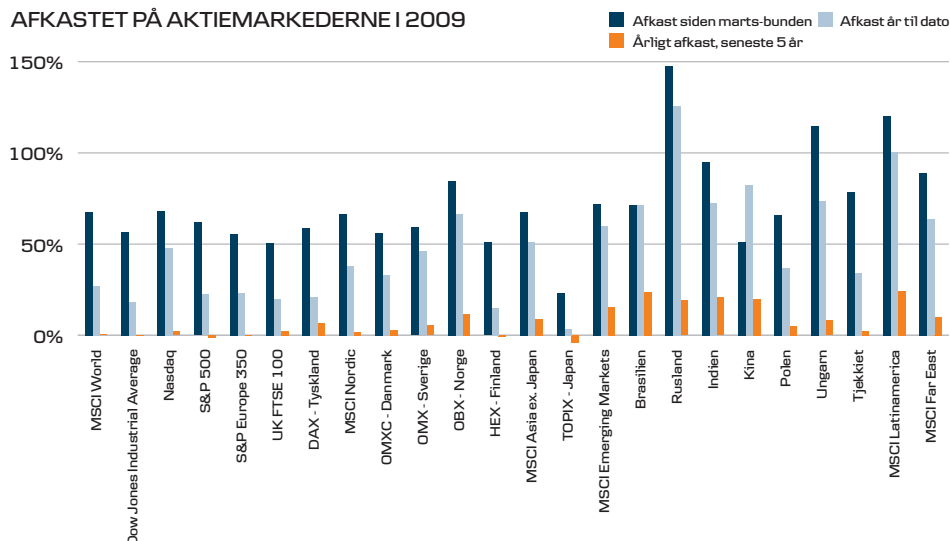
ke store salgspres på regionerne, som man ville have oplevet i en lignende situation for blot 10 år siden. Ganske vist kunne økonomierne i Emerging Markets ikke sige sig fri for at blive ramt hårdt af nedgangen i den globale samhandel og efterspørgsel, men økonomierne viste sig også i flere tilfælde modstandsdygtige over for den økonomiske krise, der ramte verden. Forklaringen var dels, at disse lande og deres bankssystemer ikke var fedtet ind i finanskrise, punkterede boligbobler og forgældede forbrugere som de rige lande, dels at de kunne opretholde en ganske pæn indenlandsk vækst og desuden havde overskudsøkonomier, så de uden problemer kunne tilføre nødvendige finanspolitiske indsprøjtninger. Særlig godt klarede Kina sig i perioden, hvis vækstrate kun kortvarigt dykkede under de 10-11 pct., der har været gældende i en del år. Og det er bemærkelsesværdigt, at år-til-dato afkastet på det kinesiske aktiemarked er højere end afkastet siden marts – hvilket skyldes at bunden på det kinesiske marked blev nået allerede sidste år.



70%

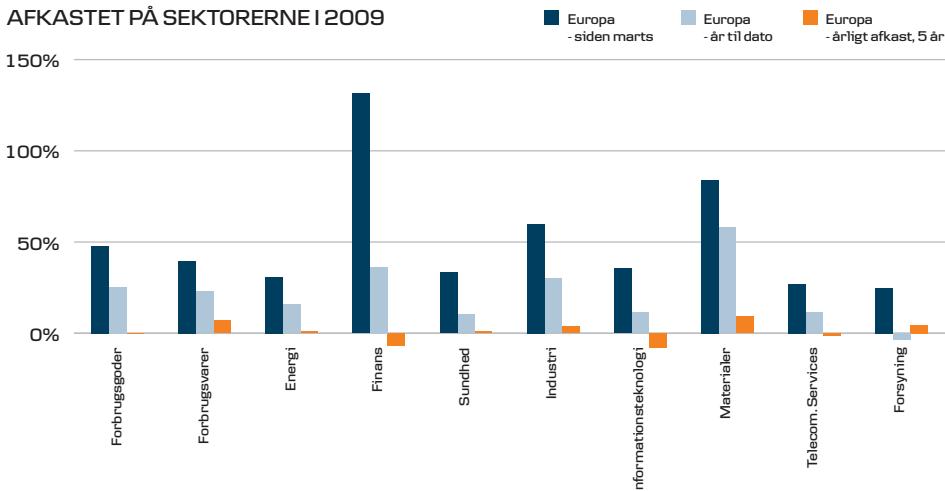
Så meget er Verdensindekset (MSCI World) steget siden børsmarkedet sluttede i marts 2009.

AFKASTET PÅ AKTIEMARKEDERNE I 2009



KILDE: DANSKE MARKETS EQUITIES, BLOOMBERG. OPDATERET 26. NOVEMBER 2009

AFKASTET PÅ SEKTORERNE I 2009



KILDE: DANSKE MARKETS EQUITIES, BLOOMBERG. OPDATERET 26. NOVEMBER 2009

På sektorsiden skiller finans sig markant ud med årets største afkast – hvilket ikke er overraskende efter sidste års kollaps og nær-døds oplevelser for mange banker. Overraskende er det heller ikke, at opsvinget i år har givet medvind til de cykliske sektorer – Forbrugsgoder, Industri og Materialer – samt Informations-teknologi, der også er en konjunkturfølsom sektor.

»2010 bliver meget udfordrende, og det vil ikke overraske, hvis aktieafkastene kommer tæt på nul i foråret« siger Morten Kongshaug, aktiestrateg i Danske Bank og fortsætter:

»Emerging Markets-økonomierne ser fortsat ud til at komme bedst igennem kreditkrisen, men værdiansættelsen af disse økonomiers aktiemarkeder vil klart dæmpe investorinteressen i forhold til 2009. Vi anbefaler kunder at holde en bred eksponering mod Emerging Markets med tyngden lagt på Asien og Latinamerika. Overordnet anbefaler vi kun neutralvægtning af Emerging Markets. De mange strukturelle problemer i USA (Sundhed, Bolig- og bygemarkedet, Banksektoren, Energiafhængighed, Gældsætning) betyder efter vores opfattelse, at der vil være stærkt negativ fokus på amerikanske exit-strategier fra pengepolitik over finanspolitik til krigsførelsen i Afghanistan og Irak. Samtidigt er de forventninger, som aktiemarkedet har til virksomhedernes indtjeningsudvikling (+26% fra 2009/2010 og igen 25% fra 2010/2011), ganske udfordrende. I Europa er udfordringen fra privat gældsætning mindre end for USA. Europa er fortsat bagefter USA, når vi taler oplevet indtjeningsfremgang. Alligevel er det vores opfattelse, at europæiske aktier skal overvægtes pga. en mere attraktiv værdiansættelse end både nordiske og globale aktiemarkeder. De nordiske aktiemarkeder er generelt steget mere end Europa i 2009. Det er vores anbefaling at holde en pæn vægt i de nordiske markeder i 2010 pga. regionens koncentration af kvalitetsselskaber med lav gældsætning.« ■

GOLDMAN SACHS:

Stigende råvarepriser i 2010

■ STÆRK RÅVARETREND 1-2 ÅR FREM

INVESTERINGSBANKEN forventer, at vigtige råvarer lige fra olie, gas og kobber til majs, hvede samt okse- og svinekød vil stige markant i 2010. Selv om råvarepriserne stadig vil være volatile, så vil stigende efterspørgsel og lave lagerbeholdninger generelt sende niveauerne opad. Og Goldman Sachs (GS) tror, at med de seneste prisstigninger på råvarer blot er starten på en stærk trend over de kommende 12-24 måneder. GS tror, at råvareindekset S&P GSCI Enhanced Total Returns Index vil stige med 17,5 pct. i det næste års tid.

Den foreløbige stigning i råvarepriserne hænger sammen med den løbende bekræftelse af opsvinget i OECD-landene og en væsentlig højere vækst i Emerging Markets. Faktisk er efterspørgselen i Emerging Markets i adskillige tilfælde allerede væsentlig over niveauet fra før den økonomiske krise – og med udsigt til en fortsat stærk efterspørgsel og en antagelse om et vedholdende opsving i OECD er der lagt op til stigende råvarepriser i 2010.

Under normale omstændigheder er der i den næste fase af aktiemarkedets cyklus – vækstfasen – ikke udsigt til de store stigninger i råvarerelaterede selskaber. Historisk set plejer »glæderne« at være taget på forskud. Men denne fase kan meget vel være anderledes, mener Goldman Sachs, idet netop styrken i Emerging Markets spiller en større rolle end nogensinde før. ■



Fødevarekrisen er først lige begyndt

I 1974 blev verdens første fødevarekonference afholdt i Rom, og Henry Kissinger udtalte til forsamlingen, at ingen børn ville gå sultne i seng, når 10 år var gået. Lidt over 35 år senere – i november 2009 – blev endnu en global fødevarekonference afholdt i Rom, og kendsgerningen er desværre, at 1 mia. mennesker går sultne i seng hver dag.

Og der er intet, der tyder på, at problemet bliver løst foreløbig, tværtimod. Ingen af de underliggende landbrugsmaessige problemer, som skabte en fødevarekrise vi også kunne mærke i de rige lande i 2007-08, er gået væk. Fra nu af og frem mod 2050 vil verdens befolkning stige fra 6,9 til 9,2 mia. – en tredjedel – men efterspørgselen efter langbrugsprodukter vil stige med 70 pct. og efterspørgselen efter kød vil blive fordoblet.

På en måde er der tale om gode nyheder, idet de afspejler en stigende velstand i fattige og mellemindkomst-lande. Men problemet er, at fødevaremængden skal øges uden at store skovområder og andet skal ryddes til landbrugsjord og uden at landbruget skal bruge mere vand, for mange steder i verden er der allerede store problemer med tilstrækkelig vandforsyning til de

lokale befolkninger. Og situationen bliver overordnet set kun værre af klimaforandringerne. Afskovning tegner sig i dag for 15 pct. af den globale opvarmning. Og 700 mio. mennesker lider i dag under vandknaphed – et tal, der ifølge The Millennium Project kan vokse til 3 mia. mennesker i 2025 som følge af befolkningstilvækst, klimaforandringer og øget vandbehov pr. indbygger.

Fødevarepriserne er i dag lavere end i midten af 2008, men de er fortsat på historisk høje niveauer. Priserne stiger nu igen, og er 80 pct. højere end det seneste lavpunkt i midten af 2002. Standard Chartered Bank mener, at dette markerer genoptagelsen af en langsigtet trend med stigende priser, drevet af stigende omkostninger forbundet med landbrugsproduktion for at imødegå det stigende fødevarebehov.

Stor udfordring

Standard Chartered Bank offentliggjorde i oktober resultaterne af en omfattende analyse af fødevareperspektiverne, hvor analytikerne så på de elementer, der driver den langsigtede vækst i efterspørgselen og begrænsninger i udbudsvæksten – herunder mangel på landområder, faldende udbytte

i afgrøderne, konkurrence fra biobrændsel, vandknaphed, og sidst men ikke mindst – klimaforandringer, der som minimum vil gøre vejrbetingelserne endnu mindre forudsigelige end i dag.

Standard Chartered Bank drager følgende konklusioner i rapporten:

- 1) At »føde verden« er opnåeligt på et globalt niveau, men til en omkostning, som uundgåeligt betyder højere fødevarepriser.
- 2) Regionale forskelle i fødetilgængelighed vil udvides og føre til øget tværnational investering i landbrugssektoren; risiko for protektionistiske politikker og for øget bekymring om fødevaresikkerhed for nettoimportører af fødevarer.
- 3) På det lokale niveau vil fødetilgængelighed blive vigtigt fokusområde for finans- og handelspolitik i udviklingslandene. Mens højere priser har positive implikationer for landmændenes indkomster og investeringsincitamenter, så vil de være en hindring for sikring af de fattiges fødevaresikkerhed.

Vi ser nærmere på fødevareproblemet i det nye år. ■

Vil renterne stige i 2010?

Danske Banks renteanalytikere holder stædigt fast i prognosen om, at renterne vil stige – men hvorfor er det ikke sket?

■ FOR LIDT, FOR MEGET ELLER LIGE TILPAS

HOVEDTRÆKKENE I BANKENS aktuelle renteprognose er som følger:

USA: Den ledende rente er tæt på nul, og Federal Reserve vil ikke påbegynde renteforhøjelser før sent i 2010. Fortsat fremgang i økonomien, et massivt udbud af statsobligationer, centralbankens stop for opkøb af statsobligationer (er sket) og realkreditobligationer (sker 31. marts 2010) samt øget appetit på risiko ventes at føre til betydeligt højere renter, også lange, henover 2010. På den korte bane vil rentestigningerne dog være begrænsede.

Euroland: ECB ventes at sætte renten op til næste sommer, når det økonomiske opsving har godt fat, og arbejdsmarkedet tydeligt er vendt. Der ventes stigende europæiske renter, også lange, over det kommende år i takt med, at de økonomiske udsigter bedres, og renteforhøjelserne rykker nærmere. Der er også et stort udstedelsespres af statsobligationer i Euroland.

Selv om I ikke har regnet med stramninger i pengepolitikken, så har I i flere måneder argumenteret for stigende obligationsrenter. Men vi har tværtimod haft en faldende tendens. Hvad er forklaringen?

»Ser man på den økonomiske fremgang, den øgede risikoappetit og det store udbud af statsobligationer, så skulle man forvente, at renterne stiger. Men centralbankerne har pumpet så mange penge ud i systemet, og de bliver investeret i bl.a. statsobligationer. Medvirkende årsager til at holde obligationsrenterne nede har også været, at Asien køber statsobligationer i stort omfang i USA og Europa for at holde deres valutaer fra styrkelse, mens virksomhederne i de to regioner også har købt en del statsobligationer for opsparet kapital, som de endnu ikke har haft mod på at bruge til investeringer i stedet. En medvirkende faktor til at holde renterne nede i USA har også været, at udbudet af realkreditobligationer har været relativt lille. Det er egentlig ikke overraskende, at disse ting er sket, men det overraskende har været, at effekten er så stor. I den aktuelle situation er det positivt, at renterne holdes nede, idet det gør det billigere for de pressede lande i den udviklede verden at finansiere deres store budgetunderskud og giver maksimal benzin til opsvin-

get. Jo kraftigere kick start vi får desto større er sandsynligheden nemlig for, at det omsættes i jobs, og at vendingen dermed bliver holdbar,« siger Allan von Mehren, chef for International Macro and Strategy.

Så disse forhold har altså overskygget den økonomiske fremgang, der normalt giver næring til inflationsforventninger og dermed rentestigninger. Hvad skal der ske, før I ændrer jeres prognose?

»Det skal netop være, hvis det viser sig, at det globale opsving går i stå, når de økonomiske stimulanter gradvist fortager sig og jobvæksten udebliver. I så fald vil rentestigningerne udeblive og vi vil formentlig se yderligere fald i de lange renter.«

Federal Reserve har en ledende rente på nul; ECB's er på 1 pct. Ikke desto mindre forventer I, at ECB hæver renten noget før amerikanerne. Hvad er det ECB er så bange for? En hyperinflation, som tyskerne oplevede for mange, mange år siden er vel ikke realistisk at tale om, når der er så meget ledig kapacitet i økonomien?

»Der kan være flere hensyn, men en af grundene kan være, at selv om den ekspansive pengepolitik måske ikke fører til højere inflation på 1-2 års sigt, så kan det måske lægge grunden til en inflationsstigning, som kommer om 3-4 år. En anden grund kan være, at ECB er bange for, at med ubegrænset likviditet til bankerne og så mange penge i systemet risikerer man at lægge grunden til nye aktivbobler, f.eks. i kreditobligationer eller aktier i Asien. Og hvis de så kollapser på et tidspunkt, hvor inflationen stadig er lav, så er der en stor risiko for, at vi går ind i et scenario med deflation. Så paradoksalt nok kan man risikere at en ekspansiv pengepolitik, der opretholdes for længe, fører til deflation – ikke inflation. Disse tanker er mindre fremherskende i Fed. Her fokuserer man primært på, at man ikke må stramme for tidligt op. Man har primært to skræmmebilleder i baghovedet: Det første er fra 1938, hvor amerikansk økonomi røg i recession igen efter man var kommet ud af Den Store Depression i 1933, og ifølge Fed skyldtes det for kraftige opstramninger. Det andet skræmmebillede er Japan i 1990'erne, hvor for tidlige opstramninger flere gange fik en genopretning til at køre af sporet.« ■

Allan
von Mehren



Anbefalinger og modelporteføljer ændres

Prognosen om rentestigninger fastholdes stadig, men det er besluttet at ændre modelporteføljerne idet markedets forventninger til renteforhøjelser er udskudt, og der er derfor af flere årsager fornuft i at gå lidt længere ud på rentekurven.

RENTEKURVEN ER RELATIVT STEJL – dvs. de korte renter er noget lavere end de lange. Og det er på sin vis lidt usædvanligt, når vi nu har et opsving. Men situationen her på bagsiden af den værste krise siden 30'erne er jo heller ikke ligefrem normal. Og centralbankerne ønsker ikke at løbe nogen risiko for, at opsvinget løber ud i sandet, og derfor er de fast besluttede på at holde renten lav og likviditeten rigelig i en rum tid endnu. Opsvinget skal i hvert fald ikke gå tør for brændstof som følge af pengemangel, er filosofien. Dette er markedet naturligvis klar over. Og med så megen ledig kapacitet i økonomien, så mange arbejdsløse og så lav en inflation, så er rentestigninger fra centralbankerne ikke lige om hjørnet.

Det kan udnyttes af investorerne. Bankerne i f.eks. Danmark kan udnytte situationen ved at låne penge af Nationalbanken til 1,25 pct. og købe eksempelvis Flex-obligationer 2-11 med en rente på 1,73 pct. uden at løbe nogen nævneværdig risiko.

Almindelige investorer kan jo ikke låne penge til så lav en rente, men situationen er dog alligevel attraktiv for denne investorgruppe også.

Vi justerer i alle tre personbeskattede modelporteføljer med generelle omlægninger af kortere 2 %-flex'er til lidt længere 2 %-flex'er.

- I porteføljen 0 – 3 år omlægger vi alle 2% Flex 2011 til 2% Flex 2013. 2% Flex 2011 handler nu over kurs 100, hvilket gør dem mindre interessante efter skat.
- I porteføljen 3 – 7 år omlægger vi alle 2% Flex 2012 til 2% Flex 2015. 2% Flex 2012 handler i underkanten af kurs 100. I porteføljen 7 – år omlægger vi en del af 2% Flex 2013 til fordel for længere 2% Flex 2015.
- I de brutto- og pensionsbeskattede modelporteføljer justerer vi alene porteføljen 0-3 år. Her vælger vi at omlægge en andel af 2 % Flex 2013 til 2 % Flex 2015.

Kreditobligationer og indeksobligationer

En del kunder har med stor succes investeret i kreditobligationer via investeringsforeninger tidligere på året – både High Yield og Investment Grade. Det har været en god forretning, idet obligationers rentespænd i forhold til statsobligationer var relativt høje i kølvandet på finanskrisen, men udviklingen i år har hidtil gjort markedets frygt til skamme. Vi har ikke set konkurser i det omfang, som prissætningen af obligationerne tidligere på året lagde op til.

Renterne på High Yield obligationerne er indsnævret væsentligt i forhold til statsobligationer, men de er stadig så høje, at de kan tåle høje defaulttrater. Investment Grade obligationer anses også stadig for attraktive med samme begrundelse.

Indeksobligationer kan være en interessant risikoafdækning for pensionsmidler. Lige nu er det ikke inflationsfrygt, der præger markedet. Men meget ekspansiv pengepolitik kombineret med udsigt til (som udgangspunkt) fortsat økonomisk fremgang, stigende råvare- og fødevarepriser og en vending i arbejdsmarkedet til foråret, så kan det bestemt ikke udelukkes, at inflation igen kommer på markedets agenda. I så fald vil det være for sent at købe indeksobligationer til en gunstig kurs. Beslutningen skal tages i nær fremtid. ■

Afkast for modelporteføljer 2009 (januar-november)

	Personbeskattet *)	Brutto/Pension **)
Portefølje 1-3 år (neutral varighed 2)	45% skat: 3,58%	6,25%
Portefølje 3-7 år (neutral varighed 4,5)	45% skat: 3,69%	6,48%
Portefølje 1-3 år (neutral varighed 6)	45% skat: 3,46%	6,44%
	59% skat: 3,31%	
	59% skat: 3,08%	

*) EFTER SKAT OG OMKOSTNINGER

**) FØR SKAT OG OMKOSTNINGER

BEMÆRK: HISTORISKE AFKAST ER IKKE EN PÅLIDELIG INDIKATOR FOR FREMTIDIGE AFKAST.

Markedet har sjældent ret – MEN DET HAR



■ MASSEPSYKOLOGI

HVIS MAN FORSTÅR, hvorfor flokadfærden næsten med sikkerhed fører til fejl, så er det nemmere at forstå, hvorfor masserne ofte har ret, skriver den franske bank Société Générale i en ny analyse. Analysens forfatter, Dylan Grice, lægger ud med at slå fast, at enhver mening indeholder to fundamentale dele: Korrekt information og fejl.

For at få en gruppes forventning lægger vi alle de individuelle meninger sammen. Der-

ved lægger vi alle de individuelle stykker af korrekt information sammen med alle de individuelle fejl. Men hvis disse fejl er tilfældige og uforbundne med hinanden, så vil sammenlægningen af dem ganske enkelt udligne hinanden (statistisk set forventes tilfældige fejl at være nul). I dette tilfælde vil massernes bedste gæt så bestå udelukkende af korrekt information.

James Surowiecki beskriver i sin bog – *Wisdom of Crowds: Why the many are smarter than the few* – dette til at forklare den vikto-

rianske matematiker Francis Galtons overraskelse, da han observerede at det gennemsnitlige gæt af en okse vægt foretaget af folkemængden på et dyrskue var bedre end et hvilket som helst individuelt gæt. Faktisk slog det endda de bedste gæt fra uafhængige kvægeksperter. Oksens faktiske vægt var i det konkrete tilfælde 1.198 pund og gennemsnittet af folkemængdens gæt var 1.197 pund.

Så masserne kan altså have meget ret. Men for at illustrere hvorfor flokadfærd derimod næsten altid fører til forkerte bedømmelser, så

MASSERNE

Forvirret? Så er du nødt til at læse denne artikel ...

lad os antage, at en enkelt person i folkemængden tror noget fuldstændig tåbeligt – som f.eks. at alle okser vejer 2.000 pund. Med 787 mennesker i den mængde, som Galton observerede, så ville dette ene afvigende gæt kun påvirke gennemsnittet ubetydeligt. Men hvad nu hvis alle havde dette gæt? Antag at nogen havde meget overbevisende argumenter for teorien om, at alle okser vejer 2.000 pund og formåede at overbevise alle de tilstedeværende om det. Idet de kommer fra samme kilde, ville fejlene nu alle være korrelerede med hinanden – og med folkemængden, der flokkes omkring en forkert tro, vil det gennemsnitlige gæt på oksens vægt være meget forkert.

Det er denne tendens til at flokkes om populære vrangforestillinger som fascinerede Charles Mackay – forfatteren til *Extraordinary Popular Delusions and The Madness of Crowds* om økonomiske bobler, spådomskunster, alkymi osv. Gruppelagsskaben som lå bag korstogene, heksejagterne eller Tulipmania for blot at nævne nogle få. Og det er derfor, det kan betale sig at investere ud fra en kontrær filosofi på aktiemarkedet. Det kan f.eks.

Vi lærer af vores fejl – og dog ...

Vi lærer ved at lave »forudsigelser« og sammenligne resultatet med disse forudsigelser. Når vi forudsiger noget, som vi får ret

i, så aktiveres et belønningssystem i hjernen og dopamin frigives af *nucleus accumbens* – og det føles yderst behageligt. Men når vores forudsigelser er forkerte, så vil et signal om forudsigelsesfejl deaktivere denne *pleasure zone* i hjernen. Denne proces med belønning og straf er jo ganske smart og sørger for at styre os mod den gradvise akkumulering af viden.

Men en undersøgelse foretaget af hjerneforskere tidligere på året (se boks) viste, at når vi oplever vores holdninger afviger fra den brede mængde, så udløses det samme signal om forudsigelsesfejl i hjernen. Altså, vi får det samme fejlsignal i hjernen, når vores holdninger afviger fra normen, som når vi simpelthen gætter forkert på noget.

Overført på de finansielle markeder er det åbenlyst, hvad det betyder. Det betyder, at hvis vi f.eks. har en velbegrundet holdning om, at aktiemarkedet er i fuld gang med at bygge en »boble« op, da de bagvedliggende forventninger om indtjening ganske enkelt ikke vil kunne opfyldes, så vil vores hjerne give os løbende signaler om, at vi tager fejl, hvis aktiekurserne fortsætter med at stige. Så vi slutter os til mængden, tror på fortsat stigende aktiekurser og se! – så længe boblens opbygning fortsætter, bliver vi både rigere og belønnet med dopamin. Det er med andre ord ikke let at gå imod strømmen. ■

HJERNEFORSKNING:

Vi løber i flok, men vi kan ikke gøre for det

I januar i år kunne man i det akademiske tidsskrift *Neuron* læse artiklen *Reinforcement Learning Signal Predicts Social Conformity*. Artiklen opsummerede en undersøgelse af et hold hollandske forskere i neurologi, anført af Dr. Vasily Klucharev, som gik på at afdække, hvorfor mennesker har en tendens til at gøre som alle andre.

Undersøgelsens konklusion var, at de neurale mekanismer, som får os til at lære, er de samme som dem, der får os til at følge flokken. Vi lærer af vores fejl, og det er et fremtrædende karaktertræk for mennesker generelt, at hvis vores synspunkter er i konflikt med normen, så opfatter vi også det som en fejl. De neurologiske forskere bag undersøgelsen mener, at hjernen »genuddanner« sig selv, hvis dens synspunkter er i konflikt med normen.

Denne proces kan forklare, hvorfor vi anser det at være for forskellige som værende en af de mest fundamentale sociale fejl. Den kan også forklare, hvorfor folk følger modetrends, finansielle bobler eller tilslutter sig religiøse grupper – og også fremkomsten af ekstreme politiske bevægelser som nazismen eller den sovjetiske kommunisme.

»Vi ændrer ofte vores beslutninger og vurderinger til at være konforme med normativ gruppeadfærd. Men de neurale mekanismer af social konformitet er stadig uklare,« siger Dr. Vasily Klucharev, som mener, at social konformitet kan være resultatet af konflikt med gruppemening, som udløser et signal om »forudsigelsesfejl« i hjernen, der opstår ud fra en forskel mellem forventede og faktiske resultater.

Forskerne foretog hjernescanninger (fMRI) for at iagttage hjerneaktiviteten hos frivillige, som blev bedt om at vurdere, hvor attraktive en række ansigter var. Men de blev samtidig udsat for bevidste forsøg på at påvirke deres umiddelbare holdninger ved at bruge gruppens meninger.

Undersøgelsen konkluderede, at konflikter med gruppens meninger fik testdeltagerne til at justere deres egne bedømmelser på en konform-agtig måde. Hjernescanningen viste, at når en persons mening var i konflikt med gruppens mening, så blev der udløst et fejlsignal i hjernen. Og de personer, der var mest konforme, havde de stærkeste konfliktrelaterede signaler. Med andre ord: Personer, som lægger meget vægt på omverdenens holdninger, havde de stærkeste signaler.

»Undersøgelsen forklarer, hvorfor vi ofte automatisk justerer vores holdninger, så de er på linje med den brede opinion,« sagde Dr. Klucharev.

GOLDMAN SACHS:

BRIK-landenes potentiale er undervurderet

Den økonomiske nedtur gennem de seneste 24 måneder har accelereret omstillingen af verdensøkonomien. Mens væksten er aftaget i alle større regioner, er den kommet kraftigst tilbage i udviklingsøkonomierne og har gjort forskellen mellem væksten i Emerging Markets og de udviklede markeder endnu større.

■ SPIRENDE SUPERMAGTER

GOLDMAN SACHS har siden 2001 fokuseret på BRIK-landenes (Brasilien, Rusland, Indien, Kina) stigende betydning i den globale økonomi, og fremhæver i en ny analyse, at de holder kursen på en udviklingstrend, der vil give dem et samlet BNP på 50 pct. af G7-landenes i 2020. Og mellem 2030 og 2050 vil de fire lande nå samme niveau som de syv (USA, Canada, Storbritannien, Tyskland, Frankrig, Italien, Japan), mens BRIK vil tegne sig for halvdelen af verdens BNP i 2050. Dermed vil de have en placering i den globale økonomi, der minder om den, de havde omkring 1800 – med Kina og Indien i hovedrollerne, hvilket også ventes at blive tilfældet i den nye verdensorden.

BRIK haler ind på de rige

Siden 2005 har BRIK faktisk været den primære vækstkilde i verdensøkonomien efter at have bidraget på lige fod med USA og Euroland i første halvdel af år-tiet.

Goldman Sachs (GS) mener, at markedet undervurderer potentialet i BRIK-økonomierne. GS forventer eksempelvis, at BRIK vil vokse med 9 pct. i 2010, hvilket er 1,6 procentpoint over kon-

sensus. Særligt Kina har GS store forventninger til, og her ligger vækstskønnet på 11,9 pct. for 2010 hele 2,4 procentpoint over konsensus, mens estimatet på Indien ligger 0,3 procentpoint over. Det er i øvrigt værd at bemærke, at GS for verdensøkonomien som helhed ligger 0,4 procentpoint over konsensus med et vækstskøn på 4,1 pct. Euroland ligger 0,1 procentpoint over, mens til gengæld synet på Japan og USA ligger hhv. 0,1 procentpoint og 0,6 procentpoint under konsensus.

GS fremhæver, at den hastige fremgang i udviklingsøkonomierne, især Kina og Indien, allerede er afspejlet i handelsdata. Eksempelvis viser de seneste tal for Tyskland, at eksporten til disse to lande er steget markant og er tæt på eller over før-krise niveauet fra 2007. En tilsvarende eksportvækst til BRIK fra USA, Euroland og Japan er også tydelig.

Den globale rebalancering i forbrug er også tydelig i de kinesiske handelsdata. Mens Kinas eksport har været meget dæmpet, så vokser importen fra et meget lavt udgangspunkt. Og det, der er særligt slående, er, det ikke blot er råvarer, der tegner sig for den stigende import, men også fremstillede varer og forbrugsgoder. ■

Voldsom vækst i forbruget venter forude

FORBRUGET ER ET centralt emne, når snakken falder på BRIK. I takt med, at landenes velstandsniveau stiger hastigt, skabes der stadigt større, købestærke middelklasser, som kan afløse de amerikanske forbrugere, der i 2006 tegnede sig for 21 pct. af global BNP. Kritikere har længe hævdet, at selv om forbruget i BRIK er stigende, er det langt fra nok til at afløse amerikanerne.

Men virkeligheden fortæller noget andet. Faktum er, at alene stigningen i Kinas detailsalg (i dollartermer) allerede har mere end udlignet faldet i USA's detailsalg siden starten af 2007 – til trods for kinesernes høje opsparing (se INVESTERING nov. 2009).

Goldman Sachs (GS) understreger, at der ikke blot er tale om en kortsigtet tendens, men et stærkt, langsigtet tema. Væksten i middelklasserne i udviklingsøkonomier (defineret som folk med indkomster mellem 6.000 USD og 30.000 USD i købekraftsjusterede termer) vil fortsætte og muligvis accelerere over de næste to årtier – og bliver formentlig kritisk mht., hvordan verden ændrer sig. GS forventer, at middelklassernes ekspansion vil fortsætte, indtil et højdepunkt nås om et årti. GS forventer, at tendensen er så stærk, at to mia. flere mennesker vil indgå i den globale middelklasse omkring 2030.

I sig selv varslers det en enorm vækst i forbrug, og i den forbindelse er det værd at bemærke, at folk i udviklingsøkonomierne stadig sparer en meget stor del af deres indkomst op. Det betyder, at folk bruger relativt mange penge på mad samt uddannelse og sundhed. Men det vil ændre sig efterhånden som uddannelse og sundhed bliver en del af samfundets statsligt støttede goder – og indkomsten samtidig stiger.

Mønstret er det samme i alle økonomier, konkluderer GS efter at have sammenlignet 100 større lande. I meget fattige lande udgør forbruget en meget stor andel af BNP, idet industri- og hussektoren er nærmest ikke-eksisterende. Efterhånden som et land kommer igennem industrialiseringen, og BNP pr. capita stiger til 1.000-3.000 USD, så vil opsparinger og investeringer stige, og forbrug som andel af BNP vil falde.

Men når indkomsten stiger over dette niveau, så vil forbruget igen stige som andel af BNP, idet folk nu har råd til både at spare op og købe andre og mere varige forbrugsgoder end blot de mest essentielle forbrugsvarer. Indenlandsk efterspørgsel bliver en vigtigere vækstmotor.

Kina og Indien er tæt på lavpunktet i den bane inden for indkomstintervallet 1.000-3.000 USD – hvilket varslers et enormt forbrugspotentiale forude. Brasilien og Rusland har allerede højere BNP pr. indbygger, højere forbrug og lavere opsparing, men har også et meget stort potentiale i sig. ■



Tæt trafik
i Shanghai

Goldman Sachs har på baggrund af BRIK-temaet udvalgt en lang række attraktive aktier i form af dels selskaber i Emerging Markets, dels selskaber i udviklede markeder med stærk eksponering til BRIK. Her ses nogle eksempler:

Sektor	EM Nifty 50 BRIC		DM Nifty 50 BRIC	
	Selskab	Land	Selskab	Land
Biler & reservedele			Suzuki Motor	Japan
Banker	China Construction Bank	Kina	Standard Chartered	Europa
Basale ressourcer	Sterlite Industries India	Indien	BHP Billiton	Europa
	Vale	Brasilien		
Kemikalier	Avery Dennison Corp.	USA		
Byg. og materialer	China Nat.Building Mat.	Kina	FLSmidth & Co.	Danmark
Føde-/drikkevarer	China Mengniu Dairy	Kina	Carlsberg	Danmark
Sundhed	Mindray Medical Int.	Kina	Pfizer	USA
Ind. goder og ydelser			ABB	Europa
Olie og gas	Gazprom	Rusland	Schlumberger Ltd.	USA
	Petrobras	Brasilien		
Forb.varer og -goder	Belle International	Kina	Nike	USA
Detail	China Dongxiang	Kina		
Ejendomme			ProLogis	USA
Teknologi	Baidu.com	Kina	Samsung Electronics	Sydkorea
Forsyning	China Resources Power	Kina	Aes Corp.	USA
	CPFL Energia S.A.	Brasilien		

Massiv udbygning af infrastrukturen er essentiel

ET STORT TEMA, der vil dominere BRIK-økonomierne i de næste mange år, er udbygningen af infrastrukturen. En massiv udbygning af infrastrukturen er nødvendig for at opretholde den høje vækst og understøtte den vækst i forbruget, der venter forude.

Indiens efterspørgsel efter stål er nu højere end Japans, og Goldman Sachs'økonomer estimerer, at Indien har brug for investeringer på 1.700 mia. USD over det næste årti for at kunne bygge den nødvendige infrastruktur. Dette omfatter ikke blot kraftværker, veje og telenet, men alle elementer i infrastruktur - havne, lufthavne, vandingsystemer, jernbaner, vandforsyning og kloaksystemer.

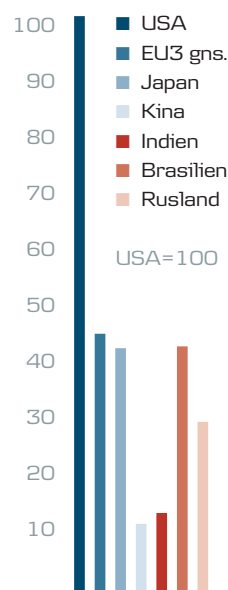
Men også Kina har brug for lignende enorme investeringer i infrastrukturen, og disse to lande vil dominere efterspørgselen efter infrastruktur i de næste 10 år. Brasilien investerer også heftigt i energitransmission, rørledninger, vandkraft og telenet for at reducere flaskehalse i infrastrukturen og udnytte det fulde potentiale.

Stigende investeringer i infrastruktur er understøttet af fortsat hastig vækst i urbaniseringen i udviklingsøkonomierne. FN har estimeret, at i 2020 vil der være over 1 mia. nye byboere rundt om i verden, og under 10 pct. af disse vil være at finde i de udviklede økonomier i USA, Europa og Japan.

Udviklingen vil betyde fortsat stærk efterspørgsel efter ressourcer og infrastruktur udstyr – og det vil selskaber fra de udviklede lande med basis i basale ressourcer og produktion af kapitalgoder nyde godt af. Men også lokale selskaber er hurtigt på vej frem i mange industrielle sektorer. En kombination af fremskridt i teknologi blandt selskaber i BRIK; styrken af de forhold som mange virksomheder har med regeringer; samt deres voksende størrelse og evne til at konkurrere om større projekter betyder, at mange hjemlige spillere inden for industri og infrastruktur vil opstå, og dermed fortrænge multinationale selskaber eller give dem kamp til stregen. ■

VEJE

(Antal km pr. indbygger)



Kilde: Goldman Sachs

Selvstændige erhvervsdrivendes muligheder for indbetaling på pension

■ SELVSTÆNDIGES PENSIONSOPSPARING

Det er tid for de selvstændige til at indbetale på pensionsordningen for 2009, og dermed opnå direkte skattefradrag for op til 30 pct. af overskuddet.

I 2004 blev der indført adgang til, at personligt erhvervsdrivende med direkte fradrag kan indskyde et beløb svarende til 30 pct. af overskuddet ved selvstændig erhvervsvirksomhed på en ratepension eller en livrente, hvis de 30 pct. var større end det såkaldte opfyldnings-

fradrag. Denne adgang blev skabt, fordi mulighederne for indskud på private ordninger uden binding af et fremtidigt indbetalingsforløb jo alene var det normale opfyldningsfradrag på 46.000 (2009).

Dvs. de selvstændige havde ikke samme mulighed for at sikre deres alderdom, som de personer, der drev virksomhed fra selskab, og der ved kunne oprette pension som arbejdsgiverordning med direkte fradrag uden begrænsning. Ville den personligt erhvervsdrivende indsætte mere end 46.000 kr. i gode år, krævede det en indbetalingsaftale, der var fast på

mindst 10 år – og som kunne være problematisk i mindre gode år og derfor give skattemæssige konsekvenser.

Det er tid for de selvstændige til at indbetale på pension for 2009, og dermed opnå direkte skattefradrag for op til 30 pct. af overskuddet. Overskuddet reguleres for renteindtægter og udgifter, samt kursgevinster og tab på fordringer og gæld, samt henlæggelser til konjunkturudligning, og for visse afståelser f.eks. af fast ejendom, der er omfattet af ejendomsavancebeskatningsloven, goodwill og lign. Ved et reguleret overskud på for eksem-

K/S-investorer bliver ramt af

■ FRADRAGSVÆRDIEN NEDSÆTTES

Ejer du K/S-anparter i f.eks. ejendomme, eller overvejer du at købe nogle, skal du være opmærksom på, at skattereformen både har betydning for fradragsværdien af det løbende underskud, samt for beskattningen ved salg.

FRADRAGSVÆRDIEN af dit underskud på K/S-investeringer påvirkes fra og med 2010 af flere forhold. For det første sættes marginals-katten på personlig indkomst ned til 52,5 pct. inkl. kirkeskat, og for det andet nedsættes skatten på positiv kapitalindkomst under 40.000 kr. (80.000 kr. ægtefæller).

Marginals-katten falder

Marginals-katten på personlig indkomst sættes ned til 52,5 pct. inkl. kirkeskat. Det medfører en nedsættelse af fradragsværdien på 7,5 procentpoint – din udgift efter skat forøges således med 7,5 procentpoint.

Skattereformen betyder, at positiv kapitalindkomst under 40.000 kr. (80.000 kr. for ægtefæller) maksimalt beskattes med 37,5 pct., uanset om du betaler topskat af din personlige indkomst eller ej.

Underskud i virksomhedsordningen

Indgår dit underskud i virksomhedsordningen, fratrækkes det i følgende rækkefølge:

1. Opsparet overskud i virksomheden.
2. Positiv kapitalindkomst.
3. Personlig indkomst.

Rækkefølgen har hidtil ikke haft nogen praktisk betydning, da positiv kapitalindkomst og personlig indkomst til og med 2009 typisk beskattes med de samme skatteprocenter.

Som oftest har du som K/S-investor ikke opsparet overskud. Har du positiv kapitalindkomst, og underskud i virksomhedsordningen, skal du især være opmærksom. Skatteværdien af underskuddet fra og med 2010 bliver nemlig i denne situation en del lavere. Er underskud-

EKSEMPEL	2009	2010
Underskud af K/S-investering	120.000 kr.	120.000 kr.
Modregnes i personlig indkomst	60 pct.	52,5 pct.
Sparet skat	72.000 kr.	63.000 kr.
Underskud efter skat	48.000 kr.	57.000 kr.



pel 500.000 kr., kan man med fuldt fradrag i 2009 indsætte 150.000 kr. på en ratepension eller livrente uden at forpligte sig til mere. Indbetaling på pensionsordningen skal dog ske inden udgangen af indkomståret.

Skattereformens konsekvenser

Skattereformen indfører fra og med indkomståret 2010 et loft over skattemæssige fradrag for ratepension og ophørende livrenter på 100.000 kr. Det vil på sigt også berøre 30 pct. ordningen for selvstændige. Men frem til og med indkomståret 2014 kan ratepension dog

benyttes til 30 pct.-ordninger – også selv om de 30 pct. af overskuddet er større end 100.000 kr. Ved et overskud på 500.000 i 2010, kan der således forsat indsættes 150.000 kr. på en ratepension som følge af overgangsreglen.

Reglerne er dog ændret lidt. Hvis der tidligere blev indbetalt mere end 30 pct. af overskuddet – hvilket kan ske, som følge af, at der skal indbetales inden indkomstårets slutning – skete der blot det, at den overskydende del overførtes til fradrag næste år. Efter skattereformen kan fradrag på ratepension ikke mere fremføres til næste år – men i stedet er der

indført en regel om, at beløbet, der overstiger de 30 pct., kan udbetales. Og den regel forventes i øvrigt udvidet til også at gælde for evt. for store indbetalinger for i 2009.

Efter indkomståret 2014

Fra og med indkomståret 2015 gælder loftet for ratepension og ophørende livrenter på de 100.000 kr. også for 30 pct. ordninger. Dette betyder, at beløb som overstiger 100.000 kr., men som der ønskes skattefradrag for, skal indbetales på livsvarige livrenter, som ikke er omfattet af loftet på de 100.000 kr. ■

skattereformen

det budgetteret med en fradragsværdi på 60 pct., kan den lavere skatteværdi efter skattereformen betyde en merudgift for dig.

I eksemplet er forudsat en kapitalindkomst på 0 kr. Har du og din ægtefælle tilsammen f.eks. en positiv kapitalindkomst på 45.000 kr., vil skattebesparelsen i 2010 falde til 56.250 kr.

Investering i K/S-anparter i udenlandske ejendomme har hidtil ikke medført betaling af arbejds-markedsbidrag, men fra og med indkomståret 2011 skal du også betale arbejdsmarkedsbidrag på 8 pct. af eventuelt overskud af udenlandske ejendomme.

Beskatningen ved salg

Skattereformen påvirker også skatten ved salg:

- Genvundne afskrivninger har til og med 2009 kun skullet medregnes med 90 pct. for personer. Fra og med indkomståret 2010 medregnes genvundne afskrivninger med 100 pct.
- Som konsekvens af de generelle skattenedsættelser bliver skatten på eventuel ejendomsavance også nedsat. Ejendomsavance bliver som hovedregel beskattet som kapitalindkomst, hvor marginals-katten falder fra ca. 60 pct. til ca. 52,5 pct. Positiv kapitalindkomst under 40.000 kr. (80.000 kr. for ægtefæller) beskattes dog maksimalt med 37,5 pct. Medregnes avancen i virksomhedsordningen falder marginals-katten derimod fra ca. 63 pct. til ca. 56 pct.

Vores anbefaling

Har du allerede investeret i K/S-anparter, bør du regne budgettet igennem på ny ud fra de nye forudsætninger, således at du har et opdateret overblik over, hvordan investeringen fremover påvirker din likviditet og økonomi.

Går du med overvejelser om at investere i K/S-anparter, skal du sikre dig, at du vurderer projektet ud fra et budget, som er tilpasset skattereformen og dine forhold, herunder dine kapitalindkomstforhold. ■

DET ER **NU**
DU SKAL HUSKE, AT



■ ændre din forskudsregistrering, hvis du f.eks. har flexlån. Se artiklen om dette i **INVESTERING** fra november.

■ få set på, om du bør lave en frivillig indbetaling af skat inden årets udgang. Du kan læse mere om de nye regler på dette område i **INVESTERING** fra november.

■ hvis du ejer investeringsbeviser, bør du se på om fordelingen mellem akkumulerende og udloddende er den rigtige set i forhold til at beskatingen af kapitalindkomst lempes væsentligt med skattereformen. Du kan læse mere om dette i **INVESTERING** i oktober.

■ at tænke over, om der er noget, du kan gøre for at optimere din kapitalindkomst ved overgangen til de nye skatteregler i 2010. Du kan læse mere om dette i **INVESTERING** for september.

■ hvis du sælger aktier med tab i 2009, kan du sikre dig skattefrihed af fremtidige udbytter og gevinster i en kortere eller længere årrække afhængig af tabets størrelse. Hvordan personers aktieindkomst bliver beskattet kan du se mere om i **INVESTERING** fra juli.

■ at det er ved at være sidste udkald for indbetaling til arbejdsgiveradministreret pensionsordning. Yderligere information om dette finder du i **INVESTERING** fra juni og juli.

Du er velkommen til at kontakte din rådgiver for at høre mere om de nævnte muligheder.

Historisk lav rente på FlexLån®

Renterne på FlexLån® for 2010 er fastsat til rekordlave niveauer. Renterne i 2010 bliver faktisk så lave, at de i mange tilfælde ikke står mål med den generelle prisudvikling. Resultatet er, at låntagere med FlexLån® i det kommende år har udsigt til at »tjene penge« på deres lån.

Renterne på FlexLån® er endelig landet og fastsat for det kommende år. De er landet efter et års, turbulent, finansiell flyvetur, hvor F1-renten var over fem procent, og mange danskeres boligøkonomi var på spil. De værste forventninger blev gjort til skamme, og selv optimisterne blev positivt overrasket. Renten hos Realkredit Danmark (RD) landede på kun 1,78 procent for FlexLån® med årlig rentetil-

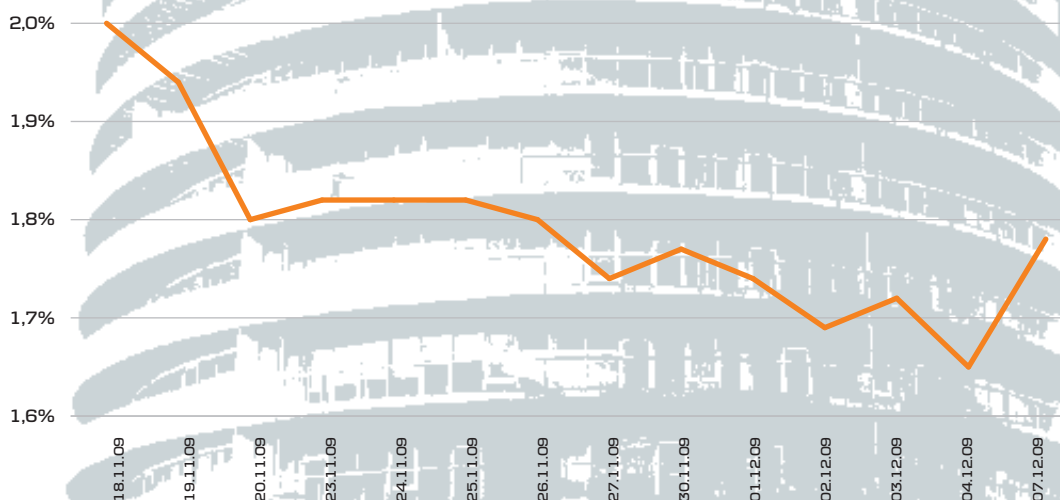
pasning samt afdrag, svarende til en rente på 1,2 procent efter skat. For et tilsvarende lån i euro landede renten på blot 1,37 procent, svarende til en rente på 0,9 procent efter skat. Da RD og Danske Bank forventer, at forbrugerpriserne vil stige med 2,3 procent frem til næste rentetilpasning, giver det en negativ realrente. Der er med andre ord udsigt til, at man i det kommende år vil »tjene« på at fi-

nansiere boligen med et FlexLån®. Den reale rente efter skat samt fratrasket bidrag er således -0,7 pct. for FlexLån® med afdrag samt årlig rentetilpasning; mens den reale rente efter skat for et tilsvarende eurolån er -1,0 pct. De negative renter er et resultat af en ekstremt lempelig pengepolitik. Bankerne, der typisk køber obligationerne bag FlexLån®, kan nemlig med en beskedent sikkerhedsstillelse låne

NYE RENTER PÅ FLEXLÅN®

Danske kroner	Nuværende kontant-lånsrente for lån, som skal rentetilpasses pr. 1/1 2010	Ny kontantlånsrente i 2010	Månedlig ydelse 2009, kr.	Månedlig ydelse 2010	Fald i ydelsen: 2009 til 2010
F1 med afdrag	5,20 %	1,79 %	4.430 kr.	3.500 kr.	930 kr.
F1 uden afdrag	5,17 %	1,77 %	3.180 kr.	1.300 kr.	1.880 kr.
F2 med afdrag	4,75 %	2,37 %	4.370 kr.	3.730 kr.	640 kr.
F2 uden afdrag	4,72 %	2,36 %	2.930 kr.	1.620 kr.	1.310 kr.
F3 med afdrag	4,03 %	2,81 %	4.250 kr.	3.940 kr.	310 kr.
F3 uden afdrag	4,00 %	2,80 %	2.530 kr.	1.870 kr.	660 kr.
F4 med afdrag	3,16 %	3,06 %	4.130 kr.	4.110 kr.	20 kr.
F4 uden afdrag	3,14 %	3,05 %	2.060 kr.	2.010 kr.	50 kr.
F5 med afdrag	3,13 %	3,35 %	4.240 kr.	4.310 kr.	- 70 kr.
F5 uden afdrag	3,07 %	3,35 %	2.020 kr.	2.170 kr.	- 150 kr.

KONTANTLÅNSRENTE – FLEXLÅN® F1 MED AFDRAG



penge i Nationalbanken til 1 procent og investere pengene i obligationer. Hvis man tager udgangspunkt i den endelige investorrente for FlexLån® med årlig rentetilpasning på 1,77 procent, tjener bankerne/investorerne med andre ord 0,77 procent på denne aktivitet. Da bankerne løber en begrænset risiko ved at købe realkreditobligationer, har der været stor interesse for at investere i obligationerne bag FlexLån®. Dermed er renterne blevet presset i bund.

Obligationerne bliver solgt på emissioner, populært kaldet auktioner, hvor investorerne byder ind, og højeste byder løber af med obligationer. Auktionerne forløber over 15 dage, hvor renten på FlexLån® med årlig rentetilpasning bliver fastsat som et gennemsnit af auktionsresultaterne. Ved dette års auktioner faldt renten på obligationerne bag FlexLån® med årlig rentetilpasning markant i auktionsperioden fra 2 procent til 1,78 procent jf. fi-

guren. Andre realkreditinstitutter såsom BRF-kredit og Nordea fastsætter deres rentesatser på lignende vis. De har imidlertid påbegyndt auktionerne senere end RD, hvilket de gennemsnitlige rentesatser afspejler. Til gengæld kræver investorerne en risikopræmie for at investere i BRF realkreditobligationer, hvilket giver en beskedent merrente til låntagere med rentetilpasningslån i BRF-kredit og dermed en højere boligydelse.

Låntagere har store ydelsesbesparelser i sigte. Har man eksempelvis FlexLån® med afdrag og årlig rentetilpasning, vil den månedlige ydelse falde med 930 kr. til 3.500 kr. pr. lånt million kr. For et tilsvarende lån uden afdrag falder den månedlige ydelse med 1.880 kr. til blot 1.300 kr. Tager man udgangspunkt i alle låntagere med rentetilpasningslån, svarer de månedlige ydelsesbesparelser til en stor sum penge. I hele træskolængder beløber ydelsesbesparelserne sig til over 4 mia. kroner i 2010. Hvis

omtrent halvdelen af ydelsesbesparelser bliver forbrugt, vil dansk økonomi dermed blive stimuleret med 2 mia. kr. i 2010. Den potentielle forbrugsmulighed som følge af lavere renter skal ses i sammenhæng med skattelettelserne, der forventes at udløse i omegnen af 14 mia. kr. i 2010. Dertil kommer, at afdragene på FlexLån® stiger, når renterne falder, således at låntagerne øger deres opsparing. De samlede afdragsbetalinger forventes at stige med over 11 mia. kr. i 2010. Hvis man inddrager virksomhederne i disse beregninger, er der tale om en meget større stigning i afdragsbetalingerne samt et større ydelsesfald som følge af faldende ejendomsydelse. Mere specifik forventes omfanget af faldende ydelser for både husholdninger og virksomheder at blive 14 mia. kr. i 2010. Samtidig forventes rentetilpasningslåns samlete afdragsbetalinger for både husholdninger og virksomheder at beløbe sig til omkring 22 mia. kr. ■

Aktier stadig på overvægt trods usikkerhed

Langsigtede investorer risikerer at svigte deres mål, hvis de forsøger at time de kortsigtede tendenser i markedet.

■ KORT OG LANGT SIGT

DANSKE BANKS aktiestrateg Morten Kongshaug har nu i over en måned påpeget, at vi er på vej ind i en fase, hvor det er realiteter frem for forventninger, der skal drive aktiemarkedet. Og netop de økonomiske realiteter for 2010 er omgærdet af betydelig usikkerhed. Vi mangler ganske enkelt at se en stigende efterspørgsel, som øger virksomhedernes indtjening – besparelser er ikke nok, hvis markedet skal stige yderligere. Derfor tilråder han en mere defensiv portefølje (se mere s. 18).

Men investering handler ikke kun om aktier. Af hensyn til risikospredning bør investor altid sørge for også at have obligationer i porteføljen. Og her ændrede Danske Bank for flere måneder siden den generelle anbefaling af aktier kontra obligationer for langsigtede investorer til moderat overvægt – hvor stor en andel afhænger af den enkelte investors investeringsprofil.

Langsigtet fokus

Umiddelbart kunne man fristes til at tro, at når aktiestrategen melder ud, at aktieopturen er i slutfasen i denne omgang, så kan aktieovervægten ikke fastholdes. Men sådan forholder det sig ikke. Vi har talt med Anders Nellemose i Group Wealth Management, der har det overordnede ansvar for bankens aktivallokering til private investorer.

»Helt grundlæggende leverer Morten Kongshaug kortsigtede aktieanbefalinger med en tidshorisont op til et år – og den primære målgruppe er institutionelle investorer og investorer, som agerer kortsigtet i markedet. Det primære input fra Morten er på sektorer- og selskabsegenskaber. Formålet er at udnytte tendenser i markedet til at skabe et merafkast.«

Men hvorfor skulle selv den langsigtede investor ikke forsøge at time de kortsigtede tendenser i markedet – lige som de institutionelle investorer, der vel i høj grad må siges at være langsigtede?

»Det har du ret i men sådan er naturen i den langsigtede betragtning ikke. Timing af kortsigtede tendenser er meget vanskeligt, og man kan ende med at svigte sit langsigtede mål, hvis man har for mange fejlskud på kortsigtede handler. Hvis aktivallokeringen skal bringe dig i mål med en solid formue, når du går på pension, så er du nødt til at holde dig til en langsigtet investeringsstrategi uden for mange svinkeærinder. Men naturligvis betyder det ikke, at vi ikke tager Morten Kongshaugs strategiske vurderinger med i betragtning. De er et vigtigt udgangspunkt for os, og vi forsøger selvfølgelig at matche vores anbefalinger med evt. markedsvendinger.«

Hvad skal der til for, at I ændrer den aktuelle aktieovervægt til f.eks. neutral?

»Jeg kan ikke svare entydigt på det. Det er en kombination af stemning og nøgletal. Vi har ikke ligefrem haft bragende gode nøgletal på det seneste, men stemningen har holdt hånden under markedet. Men det kan lige pludselig vende uden, at et enkelt nøgletal udløser det. Og sker det, at markedet synes at gå ind i en længere korrektionsfase, så vil vi naturligvis ændre vores anbefalinger. Men, som sagt, timing er uhyre vanskeligt, og er man langsigtet investor, skal man passe med ikke at lade sig forstyrre af for mange kortsigtede tendenser, men fokusere på solide kvalitetsaktier og langsigtede trends og temaer.«

Hvis man helst selv vil slippe for at investere på egen hånd, men gerne overlader ansvaret til Flexinvest Fri kan man så regne med, at forvalterne her forsøger at få de kortsigtede tendenser med i deres porteføljestyrelse eller ligger de urokeligt fast ud fra en langsigtet betragtning?

»Frekvensen af justeringer i porteføljen er lidt højere end i KerneSatellit, men strategien er overordnet langsigtet. Men forvalterne i Flexinvest Fri har frihedsgrader til at lave taktiske kald og forfølge f.eks. højaktuelle temaer.«



Anders Nellemose

SOPHIE KALDKAR

Balancen

Det er altid en vanskelig balancegang, hvornår man skal ændre de overordnede anbefalinger – ligesom det er, når den enkelte investor i sidste ende selv skal tage beslutningen om, hvordan porteføljen skal se ud. Man har det jo med at blive skuffet, hvis man af risikohensyn trækker følehornene til sig, og derefter oplever, at markedet fortsætter stigningen. Den slags skuffelser kan føre til forkerte beslutninger – f.eks. at man vælger at følge flokken (læs mere s. 24-25). Så pas på din egen psykologi! ■

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)		3)	Hpr. 59% skat 4)		
			Skat	Skat	DB	DB pr.	Uænd.	
1)			39%	60%	Var.	12 md.	12 md.	
35	DK0009281438	2RD SDRØ 12	1,52%	1,22%	2,03	0,79%	1,75%	
65	DK0009281511	2RD SDRØ 13	2,01%	1,70%	2,94	0,75%	2,52%	
100			5)	1,84%	1,53%	2,61	0,77%	2,25%

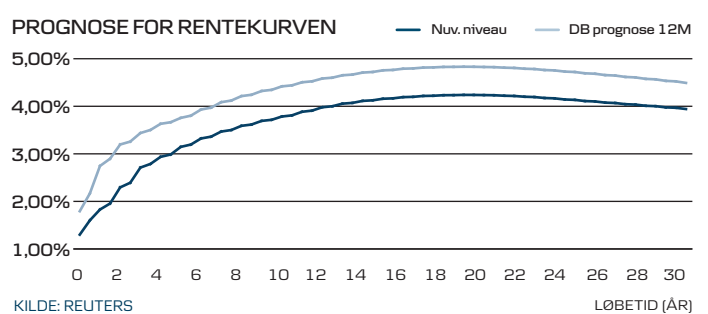
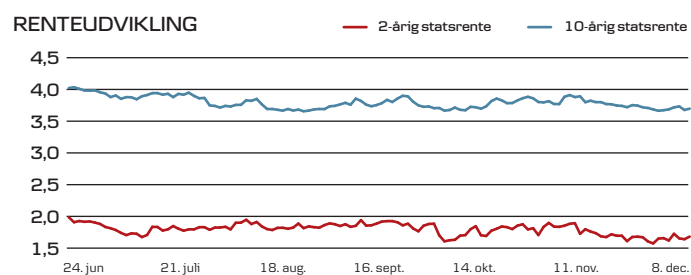
PERSONBESKATTEDE MED TIDSHORISONT 3-7 ÅR								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.			Hpr. ved 59% skat		
			Skat	Skat	DB	DB pr.	Uænd.	
			39%	60%	Var.	12 md.	12 md.	
40	DK0009281511	RD 2.0 01/01/2013	2,01%	1,70%	2,94	0,75%	2,52%	
20	DK0009281784	RD 2.0 01/01/2014	2,23%	1,92%	3,79	0,50%	2,57%	
40	DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015	2,50%	2,19%	4,57	0,38%	2,97%	
100				2,25%	1,94%	3,75	0,55%	2,71%

PERSONBESKATTEDE MED TIDSHORISONT OVER 7 ÅR								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.			Hpr. ved 59% skat		
			Skat	Skat	DB	DB pr.	Uænd.	
			39%	60%	Var.	12 md.	12 md.	
10	DK0009281511	2RD SDRØ 13	2,01%	1,70%	2,94	0,75%	2,52%	
25	DK0009281784	2RD SDRØ 14	2,23%	1,92%	3,79	0,50%	2,57%	
65	DK0009281867	2RD SDRØ 15	2,50%	2,19%	4,57	0,38%	2,97%	
100				2,38%	2,07%	4,20	0,45%	2,83%

PENSIONSBEKATTEDE MED TIDSHORISONT 0-3 ÅR								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.			Hpr. ved 0% skat		
			Skat	DB	DB pr.	Uænd.		
			0%	Var.	12 md.	12 md.		
30	DK0009279531	RD 6.0 A 10/01/2041	5,80%	-1,07	2,97%	2,12%		
10	DK0009774978	NYKRE FRN 10/01/2011	-0,30%	0,07	1,80%	1,63%		
20	DK0009281511	RD 2.0 01/01/2013	2,77%	2,94	1,82%	3,57%		
40	DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015	3,28%	4,57	1,49%	4,06%		
100				2,01	2,05%	3,11%		

PENSIONSBEKATTEDE MED TIDSHORISONT 3-7 ÅR								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.			Hpr. ved 0% skat		
			Skat	DB	DB pr.	Uænd.		
			0%	Var.	12 md.	12 md.		
20	DK0009279531	RD 6.0 A 10/01/2041	5,80%	-1,07	2,97%	2,12%		
10	DK0009279457	RD 5.0 A 10/01/2031	4,84%	3,16	2,91%	4,99%		
30	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,14%	5,03	2,39%	5,77%		
40	DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015	3,28%	4,57	1,49%	4,06%		
100				3,38	2,22%	4,26%		

PENSIONSBEKATTEDE MED TIDSHORISONT OVER 7 ÅR								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.			Hpr. ved 0% skat		
			Skat	DB	DB pr.	Uænd.		
			0%	Var.	12 md.	12 md.		
10	DK0009279531	RD 6.0 A 10/01/2041	5,80%	-1,07	2,97%	2,12%		
10	DK0009279457	RD 5.0 A 10/01/2031	4,84%	3,16	2,91%	4,99%		
50	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,14%	5,03	2,39%	5,77%		
30	DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015	3,28%	4,57	1,49%	4,06%		
100				4,07	2,24%	4,81%		



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 procentvis 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

Asien er fortsat i førertrøjen

Væksten i Asien har været overraskende stærk i kølvandet på den internationale finansielle krise, og i de fleste lande – bortset fra Japan – er aktivitetsniveauet nu ved at være tilbage på niveauet fra før den finansielle krise. I lighed med USA og Europa er der over det meste af Asien gennemført store finans- og pengepolitiske lempelser, ikke mindst i Kina. Det ser ud til at have virket, endda bedre end i USA og Europa.

Opsvinget i Asien ser ud til at fortsætte, men det kommer til at forgå i et noget lavere tempo til næste år. Det er simpelthen nødvendigt, hvis inflationen ikke igen skal blive et problem i Asien. Vi kommer derfor formentlig også til at se de asiatiske centralbanker – med den japanske centralbank igen som den vigtigste undtagelse – hæve renten før og mere end i USA og Europa til næste år. En implikation af dette ville normalt også være en styrkelse af de asiatiske valutaer. Det er dog stadig et åbent spørgsmål, hvorvidt de asiatiske centralbanker vil dæmme op for en styrkelse af deres valutaer ved fortsat at intervenere på valutamarkedet. Hvorvidt Kina fortsætter bindingen af sin valuta til USD bliver her helt centralt. ■

USA: Opsvinget bider sig fast, men mister lidt fart i løbet af 2010

USA er ude af recessionen med vækst lidt over trend i 3. kvartal. I det indeværende kvartal og tidligt næste år venter vi, at væksten vil tage yderligere fart. Dels som følge af de kraftige stimulanser fra penge- og finanspolitikken og dels som følge af, at virksomheder skal have bragt produktionen tilbage i niveau med efterspørgslen.

Henover 2010 venter ventes opsvinget gradvist at blive selvkørende, efterhånden som opsvinget får fat på arbejdsmarkedet. Væksttempoet kan dog falde en smule i takt med, at stimulanserne udfases. Den høje ledighed vil medføre et fortsat fald i kerneinflationen, og dermed skal vi ikke vente renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank før sidst på året 2010. ■

Central- og Østeuropa: Det svage led i Emerging Markets

De seneste industriindikatorer peger fortsat mod en generel bedring i industrien i Central og Østeuropa, dog er den private efterspørgsel på varer og investeringer dog stadig svag.

Arbejdsløsheden vil formentlig fortsætte med at stige frem mod næste års udgang i de fleste lande. Samtidig er der behov for en stram styring af de offentlige finanser, hvilket betyder, at udsigterne for 2010 peger mod skrøbelig vækst i regionen.

Generelt er udsigterne for Emerging Markets løftet pænt, særligt for Asien og dele af Latinamerika, men Central og Østeuropa er altså stadig det svage led blandt de nye markeder. ■



ISTOCKPHOTOS

Euroland: Arbejdsmarkedet afgør opsvingets holdbarhed

Euro-området kom endelig ud af recessionen i tredje kvartal med en BNP-vækst på 0,4 pct. k/k. Tyskland. Italien førte an med imponerende vækstrater på henholdsvis 0,7 pct. og 0,6 pct., mens Frankrig skuffede med en jævn vækst på 0,3 pct. til trods for gode tillidsindikatorer. Spanien forblev i recession og krympede yderligere 0,3 pct., da det spanske boligmarked fortsat trækker økonomien nedad.

Væksten i Euroland var drevet af lagerændringer og nettoeksport. Den indenlandske efterspørgsel har endnu ikke vist mange livstegn – med undtagelse af et stigende offentligt forbrug og statsstøttet bilsalg. Detailsalget er fortsat i frit fald. Arbejdsløsheden i Euro-området steg til 9,8 pct. i oktober, men stigningstakten er dog aftagende.

I fjerde kvartal har vi indtil videre set yderligere stigninger i tillidsindikatorerne, og vi forventer fortsat vækst over trend både i indeværende og næste kvartal. Det skyldes, at lagercyklen i øjeblikket bidrager kraftigt til væksten. Desuden fortsætter eksporten med at vise pæn fremgang, særligt drevet af efterspørgslen i Asien.

Det er afgørende, at vi ser tegn på et holdbart opsving, når den første positive effekt fra lagercyklen og den finans- og pengepolitiske stimulans aftager. Vi regner med, at opsvinget vil vise sig at være holdbart, og at vi får vækst i euroområdet på lidt over to procent både næste år og i 2011. Nøglen til at få skabt et holdbart opsving er en vending på arbejdsmarkedet, der kan genstarte privatforbruget. ■

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
ENERGI			
Olie og Gas Udstyr & Tjenester			
Acergy	NO	A	87,5
Aker Solutions	NO	H	72,8
BW Offshore	NO	K	9,0
Fortum	FI	A	17,3
Fred. Olsen Energy	NO	H	208,7
Petroleum Geo-Services	NO	S	67,0
Prosafe SE	NO	K	32,5
Prosafe Production	NO	K	12,1
Seadrill	NO	H	142,1
Sevan Marine	NO	H	8,7
Subsea 7	NO	R	95,3
TGS-Nopec	NO	K	97,4
Olie og gas			
Neste oil	FI	A	11,8
Statoil	NO	A	143,4

MATERIALER			
Kemi			
Auriga Industries	DK	H	94,0
Kemira	FI	R	10,6
Novozymes	DK	A	506,0
Emballage			
Brodrne Hartmann	DK	H	81,5
Huhtamäki	FI	H	8,7
Metaller & Minedrift			
Norsk Hydro	NO	K	43,3
Outokumpu	FI	A	11,6
Outotec	FI	K	23,0
Rautaruukki	FI	A	13,9
Talvivaara Mining Co PLC	FI	K	4,5
Papir & Skov			
M-real	FI	S	1,2
Stora Enso	FI	H	5,4
UPM-Kymmene	FI	H	8,6

INDUSTRI			
Fly & forsvar			
Saab	SE	A	108,3
Byggematerialer			
Assa Abloy	SE	K	137,4
Flügger	DK	R	385,0
H+H International	DK	R	79,0
Lindab	SE	H	76,0
Rockwool International	DK	S	531,0
Uponor	FI	A	14,2
Anlæg og Maskinteknik			
Højgaard Holding	DK	K	183,0
Monberg & Thorsen	DK	K	255,0
NCC	SE	S	116,0
Peab	SE	R	45,3
Per Aarsleff	DK	K	593,0
Pöyry	FI	A	11,1
Skanska	SE	A	121,7
Trelleborg	SE	H	54,5
VIT	FI	A	14,1
Elektrisk udstyr			
ABB	SE	A	129,8
Vestas Wind Systems	DK	K	353,5
Maskinindustri			
Alfa Laval	SE	A	98,4
Atlas Copco	SE	H	102,5
Beijer Alma	SE	A	90,0
Cardo	SE	R	222,0
Cargotec Corp	FI	K	18,5
FLSmidth & Co	DK	K	338,0
Haldex	SE	A	46,9
Hexagon	SE	R	105,0
Kone	FI	K	28,0
Konecranes	FI	H	19,8
Metso	FI	K	23,0
Morphic Technologies	SE	R	0,6
Nibe	SE	R	71,8
NKT Holding	DK	H	288,0
Opcon	SE	A	51,0
Sandvik	SE	R	80,5
Scania	SE	A	91,2
Seco Tools	SE	R	91,8
SKF	SE	A	114,9
VBG	SE	K	82,0
Volvo	SE	K	68,8
Wärtsilä	FI	K	24,8
Handel og distribution			
Cramo	FI	R	11,2
Ramirent	FI	S	7,2
Solar	DK	K	291,5
Erhvervsservice & -produkter			
G4S	UK	K	20,9
Gunnebo	SE	R	28,5

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
INDUSTRI, FORTSAT			
Lassila & Tikanoja	FI	H	16,0
Loomis	SE	A	81,8
Niscayah	SE	R	16,8
Securitas	SE	K	68,2
Tomra Systems	NO	H	28,9
Luftfart			
Finnair	FI	H	3,8
SAS Group	SE	S	4,6
Shipping			
A. P. Møller - Maersk	DK	H	36.800,0
DFDS	DK	H	345,0
Mols-Linien	DK	S	50,0
Norden	DK	S	220,5
Torm	DK	S	54,5
Transport			
DSV	DK	K	89,4

FORBRUGSVARER			
Reserve dele			
Autoliv	SE	K	41,2
Mekonomen	SE	R	159,5
Nokian Tyres	FI	H	17,1
Varige forbrugsgoder			
Bang & Olufsen	DK	H	82,5
BoConcept	DK	A	143,0
Ekomes	NO	A	122,0
Electrolux	SE	R	173,0
Husqvarna	SE	K	50,0
Fritidsudstyr			
Amer Sports	FI	H	6,0
Tekstiler & beklædninger			
Björn Borg	SE	K	67,5
IC Companys	DK	K	172,0
New Wave Group	SE	R	25,0
Hoteller & Cruise Lines			
Royal Caribbean Cruises	NO	K	143,3
Hoteller, Restauranter & Underholdning			
Betsson	SE	K	115,8
Skistar	SE	H	146,0
Unibet	SE	K	187,5
Medier			
Alma Media	FI	A	7,4
Cision	SE	A	6,8
Sanoma	FI	H	14,5
Schibsted	NO	A	123,0
Stormagasiner			
Stockmann	FI	A	18,9
Beklædning			
Clas Ohlson	SE	K	146,0
Hennes & Mauritz	SE	K	409,0
Nobis	SE	K	48,2

NÆRING & NYDELSE			
Supermarkeder			
Axfood	SE	R	212,0
Hakon Invest	SE	R	118,0
Kesko	FI	A	23,3
Drikkevarer			
Carlsberg	DK	K	391,0
Harboe	DK	K	113,5
Royal Unibrew	DK	AS	136,5
Fødevarer			
AAK	SE	A	158,0
Atria	FI	A	12,6
Cermaq	NO	A	57,8
Danisco	DK	H	319,0
EAC	DK	S	191,5
HKScan	FI	AS	7,5
Leroy Seafood Group	NO	A	109,5
Marine Harvest	NO	H	4,5
Orkla	NO	R	53,3
Tobak			
Swedish Match	SE	K	155,8
Personlige Produkter			
Oriflame	SE	K	430,0

SUNDHED			
Medicinalinstrumenter & -udstyr			
Coloplast	DK	A	458,0
Elektro	SE	S	162,0
Getinge	SE	H	140,5
William Demant Holding	DK	S	376,0
Bioteknologi			
ALK-Abello	DK	R	430,0
Bavarian Nordic	DK	R	164,5
Biogal	SE	K	82,3
Exiqon	DK	A	9,0
Genmab	DK	K	80,5
Karo Bio	SE	H	6,0

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
SUNDHED, FORTSAT			
LifeCycle Pharma	DK	K	5,6
Neurosearch	DK	AS	72,5
Q-Med	SE	S	45,9
TopoTarget	DK	K	2,7
Farmaci			
Astrazeneca	UK	H	2.843,0
Lundbeck	DK	H	92,0
Meda	SE	K	66,5
Novo Nordisk	DK	K	337,3
Orion	FI	H	14,1

FINANS			
Banker			
Amagerbanken	DK	R	51,5
Danske Bank	DK	IA	118,8
DNB Nor	NO	A	64,4
Jyske Bank	DK	K	179,0
Nordea	SE	S	75,7
Pohjola Bank	FI	A	7,3
Ringkjøbing Landbobank	DK	K	605,0
SEB	SE	H	48,9
Spar Nord	DK	A	57,5
Svenska Handelsbanken	SE	A	208,7
Swedbank	SE	H	73,1
Sydbank	DK	K	125,0
Vestjysk Bank	DK	K	90,5
Forsikring			
Alm. Brand	DK	R	105,5
Sampo	FI	H	16,5
TopDanmark	DK	H	725,0
TrygVesta	DK	H	341,0
Ejendomsstyring & udvikling			
Citycon	FI	K	2,9
JM	SE	R	125,0
Sponda	FI	K	2,6

INFORMATIONSTEKNOLOGI			
E-Services			
Net Entertainment	SE	K	63,0
Tradedoubler	SE	A	57,0
IT-konsulenter			
Columbus IT Partner	DK	H	2,3
EDB Business Partner	NO	A	24,0
HiQ International	SE	R	29,0
Semcon	SE	K	34,3
Tieto	FI	H	15,0
Software			
Atena	NO	K	45,1
Netop Solutions	DK	H	8,8
IBS	SE	H	6,7
Maconomy	DK	H	7,1
Opera Software	NO	K	18,0
Orc Software	SE	A	137,8
Simcorp	DK	A	990,0
Kommunikationsudstyr			
Eltek	NO	H	2,9
Ericsson	SE	R	67,3
GN Store Nord	DK	K	29,0
Nokia	FI	A	8,5
RTX Telecom	DK	R	7,0
Tandberg	NO	H	163,1
Thrane & Thrane	DK	H	135,0

TELEKOMMUNIKATION			
Telekommunikationsydelse			
Elisa	FI	A	14,6
Tele2	SE	A	111,8
Telenor	NO	A	82,2
TeliaSonera	SE	A	51,8

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	Tidshorisont
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 compromittere analysens objektivitet og uafhængighed, skal overgives til analyseledelsen og til bankens Compliance-afdeling. Danske Banks analyseafdelinger er organiseret uafhængigt af og rapporterer ikke til Danske Banks øvrige forretningsområder.

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

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

Danske Banks aktie- og kreditanalytikere 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.