



Danske Bank

INVESTERING

APRIL 2014

17

FREMTIDEN BLIVER ARBEJDSLØS

4

**DET ØKONOMISKE OPSVING
FORVENTES STYRKET**

12

**KRISEN MELLEMLAND OG VESTEN
ER EN GLOBAL RISIKOFAKTOR**

26

HVORNÅR ER EN TREND VÆRD AT INVESTERE I?

INDHOLD

Det økonomiske opsving forventes styrket	4
Positive aktieudsigter	9
Krisen mellem Rusland og Vesten er en global risikofaktor	12
Fremtiden bliver arbejdsløs	17
Hvornår er en trend værd at investere i?	26
Ny hedgefond i realkredit	30
Private Equity medvirker til at stabilisere porteføljen	33
Ny realkreditlov ændrer ikke hverdagen for boligejerne	35
Frank Øland Hansen – ny chefstrateg i Private Banking	38
Står dine sparepenge det rigtige sted?	38

INVESTERING udkommer 6 gange årligt

Som udgangspunkt skrives leder og alle artikler i magasinet af daglig chefredaktør Flemming Østergaard.

Tanken bag den redaktionelle linje er at for at investere bedst muligt, skal man forstå, hvordan verden hænger sammen og udvikler sig. Hvordan økonomiske, politiske, erhvervsmæssige, videnskabelige, teknologiske, demografiske, miljømæssige og sociale trends påvirker verden. Magasinet kan downloades gratis til iPad. Foretrækker du iPad-versionen alene, er du velkommen til at kontakte banken og afmelde den trykte version.

Udgiver · Danske Bank, Holmens Kanal 2-12, 1092 København K, Telefon +45 33 44 00 00,
SWIFT: DABADKK, www.danskebank.dk/kontakt

Chefredaktør · Flemming Østergaard

Koncept · Danske Capital, Group Investment Services · Kommentarer, spørgsmål,
ris og ros bedes sendt til flste@dankebank.dk

Redaktionspanel · Ansvarshavende Allan Soon Lorentzen · Chefredaktør Flemming Østergaard
Jesper Simonsen · Jes Linnert · Lars Skovgaard Andersen · Redaktion afsluttet 2. april 2014.

Forsidefoto · Andy Warhol

Disclaimer · Danske Bank har udarbejdet dette materiale til orientering. Du opfordres til at drøfte eventuelle dispositioner på baggrund af materialet med din investeringsrådgiver.

FRA MÅNELANDING TIL ROBOTVERDEN

"We landed somewhere with about between seven and 17 seconds of fuel remaining. That's the size of uncertainty that we had in our ability to measure fuel at that time."

Citat Gene Kranz, leder af Mission Control ved NASA, da Apollo 11 landede på månen i 1969. Computerne på Apollo 11 kunne mindre end de simple lommeregnerne, der så dagens lys et årti senere, men de var uundværlige. Det var en skelsættende markering af, at vi kunne overlade ansvaret for menneskeliv til computere – og at mennesker og computere i samarbejde kunne opnå utrolige resultater. Computeralderen var skudt i gang.

Eksponentiel vækst er kendetegnende for denne digitale tidsalder, og den teknologiske udvikling inden for nanoteknologi, bioteknologi, genteknologi, 3D printing og meget andet går så rivede hurtigt, at vi får nogle udfordringer, som vil ændre samfundet dramatisk.

Op gennem det 20. århundrede accelererede den teknologiske udvikling også, men det lykkedes hele tiden at skabe nye jobs, når teknologi og automatisering afskaffede nogle eksisterende. Den viden klynger mange sig til, også økonomer, når man i dag begynder at tale om en kronisk stigende strukturel ledighed som følge af, at computere, robotteknologi, kunstig intelligens og Big Data i løbet af de nærmeste år vil kunne erstatte menneskelig arbejdskraft på mange områder, som for år siden forekom umulige at automatisere.

Men vi ser allerede konturerne af teknologisk ledighed, og det bliver en samfundsmæssig udfordring af dimensioner at imødegå den udvikling. Teknologi kan ikke bremses. Men vi skal heller ikke arbejde *imod* den – vi skal arbejde *med* den.

TILBAGE TIL NUTIDEN

Hvert eneste år sker der et eller andet uforudset, som stjæler overskrifterne i medierne. I år er det Ruslands annektering af Krim. Historisk har begivenheder af ikke-økonomisk karakter haft overraskende lille effekt på aktiemarkederne. Det gælder begivenheder som angrebet på Pearl Harbor, Kennedy-mordet og selv 9/11. Allerede 26. oktober 2001 var markedet højere end 10. september.

Men hvorfor er det sådan? En del af forklaringen kan være, at det er fordi, det er begivenheder, som ikke kan kvantificeres entydigt. Der er masser af potentielt destabiliserende økonomiske effekter ved en eskalering af krisen i Ukraine, men ingen ved, hvordan spillet med sanktioner og modsanktioner vil udforme sig i praksis.

Hvordan skal man så gøre som investor? Ligesom hvis man skulle på ferie et sted, hvor der kunne være kvælende varmt, øsende regn, blæsende og iskoldt – måske endda sne. Så måtte kufferten pakkes med tøj, der kunne

dække lidt af hvert.

Sådan skal porteføljen også skrues sammen – faktisk altid og ikke bare fordi Putin spiller med musklerne. Porteføljen skal være bred, fordelt på mange forskellige sektorer, lande og trends, forskellige obligationstyper og alternative produkter som hedgefonde, strukturerede produkter og private equity.

Fremtiden har det med at overraske.



ERIK CARSTENSEN,
Investeringsdirektør, Danske Bank



America's
STRENGTH

*All of us
pulling
together*



INTERVIEW MED CHEFANALYTIKER
BO BEJSTRUP CHRISTENSEN

CHEFANALYTIKER: DET ØKONOMISKE OPSVING FORVENTES STYRKET

CHEFANALYTIKER BO BEJSTRUP CHRISTENSEN FORVENTER, AT ØKONOMIERNE I USA OG EUROPA FORTSÆTTER FREMGANGEN, OG KINA STABILISERES. MEN KRISEN MED RUSLAND ER EN POTENTIelt DESTABILISERENDE RISIKOFAKTOR, SOM IMIDLERTID IKKE KAN KVANTIFICERES.

RUSLAND OG VESTENS SHOWDOWN

Hvordan skal man som investor forholde sig til situationen i Ukraine?

”Udviklingen i Ukraine i dag er tragisk på nogle måder, men det er ikke første gang, at vi oplever en sådan situation. På et tidspunkt så det ud til, at Israel og USA ville gøre alt for at neutralisere Irans atomprogram, herunder bruge militær magt. Vi har konflikten mellem Nord- og Syd-Korea; vi har haft konflikter i Libyen og Syrien, Irak og Afghanistan. Der er ikke noget nyt i, at vi har geopolitiske konflikter at forholde os til. Når vi står over for sådan noget, ser vi på, hvordan det passer ind i vores verdenssyn. Ved indgangen til året, forventede vi, at global vækst ville aftage lidt, anført af svagheit i Kina og Emerging Markets generelt, og i sådan en periode vil geopolitiske konflikter fylde mere på de finansielle markeder. Hvis global vækst derimod er inde i en stigende tendens, fylder konflikterne ganske enkelt mindre. Så når disse begivenheder indtræffer, sætter vi det først og fremmest ind i den kontekst, vi mener, global økonomisk vækst befinder sig i de næste 3-6 mdr. Lige nu er Kina og USA lidt svage, så krisen får mere opmærksomhed. Var det kommet til en væbnet konflikt mellem Rusland og Ukraine, ville usikkerheden blive væsentligt større, og de realøkonomiske konsekvenser sandsynligvis mere markante, og vi ville derfor have en helt anden situation at forholde os til.

Ellers er vores udgangspunkt, at vi ser tiden an. Vi er klar til at blive lidt mere optimistiske, men venter med at trykke på knappen, til vi er sikre på, at situationen ikke løber ud af kontrol,” siger Bo Bejstrup Christensen, chefanalytiker i Danske Capital i Danske Bank.

SKUFFELSE I USA VAR MIDLERTIDIG

Vi antager, at der tages hånd om situationen, så den ikke fører til genoplivning af den kolde krig, som mange taler om. Så lad os vende blikket mod USA – stormagten der stod som sejrherre, da Sovjet brød sammen.

”I USA har væksten skuffet i årets første måneder. Ved indgangen af året mente vi og mange andre, at USA ville nå en vækst på 3 pct. i år, men jobskabelsen skuffede i de to første måneder, og erhvervstilliden faldt. Efterhånden som nøgletallene tikker ind, står det klart, at væksten i slutningen af 2013 var høj, bl.a. drevet af lageropbygning, som så er blevet korrigeret i år. Derudover har vi set en afmatning på boligmarkedet, som er drevet bl.a. af, at bankerne stadig har meget stramme kreditbetingelser over for låntagerne. Og så har vi haft en meget hård vinter. Nu går to af faktorerne væk – vinteren er overstået, og vi har set det meste af lagerkorrektionen, og vi vurderer, at vi snart kommer op på 200.000 nye jobs om måneden fra de aktuelle 130-140.000. Generelt set venter vi fortsat, at USA vokser med 3 pct. i år.”

SÅ ER SPØRGSMÅLET – HAR VI IKKE ALLEREDE FOR MEGET GÆLD!? MÅSKE – MEN SÅ HAR VI BEVÆGET OS VIRKELIG LANGT UD I EN TESE OM, AT NU ER DET ANDERLEDES...

Deltagelsesgraden på arbejdsmarkedet har ikke været så lav siden 1978.

”Det er rigtigt, og det er også kommet bag på Federal Reserve (Fed), som havde forventet, at nogle af dem, der havde meldt sig ud af arbejdsmarkedet, kom tilbage. Det ser ud til, at deltagelsen på arbejdsmarkedet er stabiliseret på dette lave niveau, men der er ikke tvivl om, at der er en del langtidsledige, som bunder i, at folk under langvarig ledighed har mistet færdigheder. Men ny forskning indikerer, at inden for det seneste 1-1,5 år er mange gået på pension – folk som havde udskudt deres pension efter, at de led hårdt økonomisk under krisen i 07-08. Med de seneste års gevinster på aktie- og boligmarkedet er det nærliggende at tænke, at flere mennesker har den formue, de gerne vil have og dermed trækker sig tilbage. Men vi kan ikke forvente, at deltagelsesgraden på arbejdsmarkedet stiger markant, fordi USA som resten af den udviklede verden står over for en aldrende befolkning. Omvendt bør de bedre økonomiske udsigter over tid hive nogle mennesker tilbage på arbejdsmarkedet. Dermed er der efter vores mening udsigt til, at deltagelsesgraden forbliver på det nuværende lave niveau. De seneste år har dog med al tydelighed illustreret, hvor svært det er at forudsige udviklingen i deltagelsesgraden. Det har givet Fed store udfordringer – og vil fortsat gøre det. Når det så er sagt, kommer vi ikke udenom, at der derudover er mange amerikanere, der står uden for arbejdsmarkedet, og uligheden stadig stiger. På den baggrund ønsker Obama at hæve minimumslønningerne, idet opsvinget de senere år primært er kommet aktieejere og boligejere til gode.”

Du har før peget på, at der er et efterslæb i efterspørgslen, som vil løfte opsvinget.

”Ja. Generelt mener vi fortsat, at der investeres for lidt i flere sektorer af økonomien. Det gælder ikke mindst på boligmarkedet, hvor der stadig bygges for lidt – i omegnen af 900.000 nye boliger p.t. Der kommer 3 mio. nye amerikanere til hvert år, og det kræver 1-1,2 mio. nye boliger. Læg dertil at der samtidig rives gamle boliger ned. En tommelfingerregel er omkring 300.000 boliger på årsbasis. Boligbyggeriet var uholdbart højt op til krisen, men har siden ligget meget lavt i en årrække. Dermed er der et efterslæb, der dog ikke realiseres fra den ene dag til den anden. Det skyldes bl.a. at bankerne fortsat er meget tilbageholdende med at yde lån til boligkøb. Det er ganske enkelt en proces, der tager lang tid.”

HAR FORBRUGERKULTUREN TOPPET?

Nogen mener, at vi måske ikke når samme efterspørgselsniveau som før – et tegn på ”the end of consumerism”. Den teknologiske udvikling sprøjter nye produkter ud hele tiden, men vi HAR købt store fladskærms TV, smartphones, super moderne køkkener og en masse andre ting. Vi kan også skaffe os utrolig meget gratis på internettet – forskellige serviceydelser, video, film, musik, spil, software osv. Som Jeremy Rifkin skrev i New York Times for nylig, så er marginalomkostningen ved at skaffe mange ting faldt til nul eller tæt på, og samtidig oplever vi, at online handel eksploderer i disse år og presser priserne yderligere.

”Jeg mener, vi skal se dette i et nationaløkonomisk perspektiv. Lad os antage, vi forbruger mindre og sparer mere op. Det betyder, at den samlede opsparing i økonomien stiger, hvilket vil få renterne til at falde. Det vil tilskynde mere investering og potentielt forbrug i andre dele af økonomien. Så er spørgsmålet – har vi ikke allerede for meget gæld!? Måske – men så har vi bevæget os virkelig langt ud i en tese om, at NU er det ander-

"THIS TIME IS DIFFERENT".

ledes, "this time is different". De sidste 80-100 år har finansiell innovation været med til at øge mulighederne for forbrug på tværs af livscyklussen. Fx kan unge mennesker i dag købe deres egen bolig, fordi vi (for det meste) har et velfungerende finansielt system. Eller købe en bil. Eller små virksomheder blomstrer gennem venture kapital eller banklån. Det er svært at forestille sig at lavere renter på tværs af økonomien ikke vil tilskynde forbrug og investering i andre sektorer, ligesom det er nemt at forestille sig, at de penge, vi sparer et sted, bliver brugt et andet sted. Vigtigst for os er det dog, at et velfungerende finansielt system er afgørende for at skabe vækst. En af årsagerne til den lave vækst de senere år har været svære betingelser for låntagerne. Og historien har vist, at så snart bankerne er i stand til at låne penge ud, så kommer efterspørgselen 1-2 kvartaler senere."

EUROPAS DEFLATIONSRISIKO

Europa balancerer på kanten af deflation, er der flere, der siger. For nylig skrev Martin Wolf i Financial Times, at inflationen er faretruende lav i Europa; at ECB har fejlet med sit overordnede mål om en inflation omkring 2 pct., og at der kun skal et enkelt større chok til at sende Europa ud i decideret deflation.

"Inflationen er med 0,8 pct. årligt meget lav, og vores holdning er, at den forbliver lav længe endnu. Der er masser af ledig kapacitet, historisk høj ledighed og ikke noget lønpres. ECB burde lempe pengepolitikken noget mere, men uanset deres handlinger, mener vi ikke, der er udsigt til decideret stærk vækst de kommende kvartaler. Dermed tager det tid at få bugt med den ledige kapacitet. Vi er lidt uenige i decideret deflation, for hvad er det? Det er faldende priser, som kræver vedvarende fald i lønningerne. Debatten minder om den, vi så

i USA lige efter krisen. Der var mange også bange for deflation. Men det kom ikke – i stedet forblev inflationen bare lav. Vi mener, generel deflation kræver vedvarende fald i lønningerne, og det skal føde ind i forventningsdannelsen. Historisk har det vist sig at være et stort og sjældent skridt at sætte lønninger ned, og vi ser det ikke som realistisk. Når vi kigger fremad, forventer vi vækst på 1-1,5 pct. i Europa, banksystemet bedres, finanspolitikken bliver mindre stram, og i det billede er vedvarende fald i lønningerne ikke realistisk. Men vi kommer ikke udenom, at inflationen den kommende tid vil være endog meget lav – og risikoen for deflation derfor er noget, ECB er nødt til at forholde sig til."

KINA ER LANDET BLØDT

En anden vigtig region i verdensøkonomien er jo Kina. Hvordan går det der?

"Vores synsvinkel har længe været, at udlånsvæksten har været for høj, og det har gjort, at dele af økonomien er vokset for meget, det gælder især boligmarkedet. Derfor har vi ment, at de måtte stramme ind og gøre den økonomiske politik mere holdbar. Den økonomiske vækst har i år været lavere end forventet, og erhvervstilliden har skuffet flere måneder i træk. De kinesiske myndigheder har længe haft fokus på långivningen, og udlånsvæksten er reduceret fra 25 pct. årligt til nu omkring 15-16 pct. Vi ville gerne have haft den længere ned – 10 pct. er mere holdbart – men vi erkender også, at økonomien nu er så svag, at det er ok, at de ikke tør trykke på bremsen længere, hvilket er det, vi ser tiltag til. Vi ser også, at bilsalget er stabiliseret, og boligpriserne er holdt op med at stige. Vi har derfor ændret holdning og modsat tidligere forventer vi nu uændret til svagt højere vækst de kommende 3-6 mdr. Vi mener, der er enorm skepsis

"MEN DET VIRKSOMHEDERNE HAR GJORT ER, AT DE HAR LAGT PENGENE SOM KONTANTER PÅ BALANCEN OG IKKE INVESTERET DEM ELLER ØGET LØNVÆKSTEN".

om Kina p.t og ser derfor mulighed for en positiv overraskelse de næste 3 til 6 måneder. Kina har taget vigtige skridt i at få styr på udlånsvæksten, og myndighederne har formået at cementere deres magt langt hurtigere, end vi har set før. Man taler faktisk om, at præsidenten og premierministeren er det stærkeste lederskab i 30 år, og der er tegn på, at flere reformer føres igennem. Ikke desto mindre er mange nervøse. Det ses i diverse undersøgelser af investorernes holdninger til Kina og de Nye Markeder, samt i de officielle tal for midler under forvaltning i fonde, der investerer i de Nye Markeder. Således har detailinvestorerne allerede trukket flere penge ud af disse fonde i år, end de gjorde i hele 2013. Det er en klar afspejling af, at nervøsiteten omkring Kina og de Nye Markeder er steget markant. Vi mener dog nu, at væksten i Kina har bundet og dermed, at nervøsiteten vil aftage moderat."

JAPANSKE VIRKSOMHEDER SÆTTER PENGE I BANKEN

I Japan kigger man stadig langt efter reformerne.

"De japanske aktier er faldet markant i år, og der er stadig udbredt skepsis omkring reformerne, som markederne havde sat næsen op efter. Pengepolitikken blev lempet drastisk i 2013, også finanspolitikken i en vis grad, men i år strammes finanspolitikken via en momsforhøjelse. Da der så samtidig ikke er leveret på reformerne, forbliver vi skeptiske.

Indtjeningen i japanske virksomheder er ganske vist steget ret kraftigt de seneste år, og det hænger bl.a. sammen med den svage yen. Men det virksomhederne har gjort er, at de har lagt pengene som kontanter på balancen og ikke investeret dem eller øget lønvæksten. Det betyder, at den "sunde" cirkel ikke kommer i gang. Det signalerer usikkerhed og hjælper mildest talt ikke på lysten til at investere i Japan. Japan lider jo fortsat

under usikkerheden af en meget høj statsgæld og en hurtigt aldrende befolkning.

Statsgælden har vi – og mange andre – ikke anset for et akut problem, fordi Japans samlede opsparing som nation har været høj nok til finansiere statsgælden. Men på det seneste er betalingsbalancens løbende poster faldet markant og bevæger sig p.t i et underskud.

Det betyder, at Japan i stigende grad bliver afhængig af kapital udefra. Det er ikke et problem lige nu, men over tid gør det Japan mere og mere følsom over for stemningen på de globale finansielle markeder. Forværringen af betalingsbalancen skyldes bl.a., at de japanske virksomheder ikke har formået at øge eksporten, selv om den japanske valuta i handelsvægtede termer er faldet med 25 pct. siden 2012. Derimod har de som nævnt blot set deres indtjening stige – og ladet fortjenesten stå i banken. Til sammenligning har Spanien trods en nominelt styrket euro formået at øge eksporten – det har de bl.a. gjort via stagnerende lønninger og et mere fleksibelt arbejdsmarked, og det har gjort landet så interessant, at f.eks. bilproducenter har flyttet produktion til Spanien."



INTERVIEW MED INVESTERINGS DIREKTØR
ERIK CARSTENSEN

POSITIVE AKTIEUDSIGTER

Danske Bank har siden sidst anlagt en lidt mere positiv tilgang til aktiemarkederne med fokus på de udviklede markeder og dele af emerging markets. Investeringsdirektør Erik Carstensen understreger dog samtidig betydningen af at sprede sig på flere aktivklasser i et miljø med stigende renter.

Den tilspidsede situation i Ukraine tiltrækker sig store overskrifter, spekulationer og frygt for en ny kold krig mellem Vesten og Rusland. Hvordan skal man som investor forholde sig til det?

”Vi har et grundlæggende økonomisk scenario, som vi arbejder ud fra. Vi har naturligvis øje for, at der er en risiko i situationen med Rusland. Der er altid risikofaktorer – dette er blot en af flere. Som udgangspunkt skal vi forholde os til verdensøkonomien og dynamikken heri, og hvor vi forventer, den bærer os hen. Herefter skal vi løbende vurdere risici til vort scenarie: Rusland, Syrien, hvorledes udvikler virksomhedernes indtjening sig etc. Visse risici kan kvantificeres – andre ikke. Denne vurdering af risici kan føre til, at man anlægger en defensiv strategi. Med mindre situationen i Rusland tilspidses yderligere, har vi ikke nået dette punkt.

Carlsberg er et godt eksempel. Carlsberg har en stor del af indtjeningen i et område, som kan påvirkes negativt af udviklingen i Ukraine og Ruslands politik omkring emnet, men det er ikke noget, der påvirker valueringen i den aktuelle prisfastsættelse, som er nødt til at antage normale forudsætninger og forventninger, idet udfaldet af den politiske krise ganske enkelt ikke kan kvantificeres,” siger Erik Carstensen.

”Vi holder os til økonomiske forhold, og her forventer vi en positiv udvikling i både USA og Europa. Kina ser

også til at være der, hvor de ønsker og begynder at slække på kreditpolitikken, hvilket vil stabilisere den økonomiske vækst og undgå en hård landing. Men andre lande i Emerging Markets har det hårdt,” siger han.

EUROPA FREM FOR USA

Erik Carstensen mener, at situationen aktuelt ser lovende ud for aktiemarkederne i de udviklede lande.

”Sandsynligheden for positive overraskelser er større, end den er for negative i Europa, og tilliden til eurozonen er genetableret i forhold til 2011. I USA er aktierne noget dyrere, hvilket afspejler, at USA er længere fremme i konjunkturcyklen, men til gengæld er der mere dynamik i amerikansk økonomi, så der er stadig interessante investeringer her. Både i Europa, Norden og USA har erhvervsinvesteringer længe været på et lavt niveau, men det kan blive en positiv driver nu, hvis vi får ret i vores forventninger om højere vækst og stigende erhvervstillid. Når det er sagt, vil vi stadig holde fast i at europæiske aktier, herunder nordiske, bør overvægtes i forhold til de amerikanske.”

Hvad angår sektorerne, så klarer de sig forskelligt, alt efter hvilken fase opsvinget er i.

”Finanssektoren er en af de såkaldt tidligt cykliske sektorer. Og her er det interessant, når renten stiger i takt med opsvinget, idet det er positivt for udlåns-marginalen, mens hensættelserne samtidig falder, og forretningsomfanget stiger. Det er dog lidt anderledes denne gang, fordi vi ved, at den korte rente forbliver lav i en længere periode. Dertil kommer, at der er en del uafklarede krav på kapitalsiden – en række banker skal



betale statslige lånetilskud tilbage. Men der er en normaliseringsproces i gang i Europa, og derfor ser vi finans i Europa som ganske interessant. Der venter dog en stresstest for bankerne på den anden side af sommerferien, men vi går ud fra, at rigtig mange af de store banker er ved at have orden i bøgerne. Visse cykliske sektorer i Europa forbliver tillige interessante. I 2013 oplevede vi i Europa, at de indtjeningsmæssigt mere stabile aktier klarede sig dårligere end de cykliske, og den tendens kan fortsætte igen i år. Dette er udtryk for tillid til eurozonen og normalisering efter en periode med recession. Senere vil vi få et mere balanceret marked som i USA, hvor opsvinget er noget længere fremme – der er vi trykke ved at investere bredt i sektorerne.”

EMERGING MARKETS

For Emerging Markets (EM) er situationen mindre gunstig end i Europa og USA.

”Når vi taler EM skal man huske på, at svagheden i disse lande langt fra kun har været begrundet i en svag verdensøkonomisk vækst men derimod i mange tilfælde balanceproblemer af forskellig art, og det er meget forskelligt fra land til land. Historien viser, at man ofte bliver overrasket over, hvor lang tid en tilpasningsperiode varer. F.eks. har belåningen i årevis været meget høj blandt danske forbrugere, og det har ikke ændret sig nævneværdigt i årene efter krisen. I EM har man i en del lande haft lånefinansieret fremgang, og den tilpasning kan tage ganske lang tid. Men der er altså meget stor forskel mellem landene. Nogle lande er godt positioneret, f.eks. Mexico, mens andre, f.eks. Argentina, står skidt stillet. Men i og med, at det nu ser ud til at vækstafmatningen i USA er slut, og Kina er ved at være færdig med deres stramninger, så er der lagt op til en stærkere global vækst. Det betyder, at der vil komme mere fokus på de sundeste og bedst positionerede lande, og dem er det værd at overveje at øge sin eksponering i.”

Erik Carstensen mener ikke, at situationen i Ukraine har øget volatiliteten i EM generelt. Ruslands aktier faldt 10 pct. på en dag, men det næststørste fald var faktisk i Tyskland, som er Ruslands største samhandelspartner og meget afhængig af russisk energi.

INDDRAG ALTERNATIVER I PORTEFØLJEN

”Overordnet er vi på aktier gået fra neutral-negativ til neutral-positiv, men vi har ikke mere end lige krydset grænsen, og vi anbefaler ikke opkøb i stor stil.”

Erik Carstensen anbefaler, at porteføljen også stadig skal indeholde High Yield (HY) erhvervsobligationer.

”De amerikanske HY obligationer ligger afkastmæssigt på det historiske gennemsnit og de europæiske lidt under. Det interessante er naturligvis, hvordan virksomhederne har det, og de har ganske sunde balancer. Nu forventer vi jo at se et stærkere opsving i år og næste, og på den baggrund vil de længere renter begynde at stige, og det vil vi i en vis grad også se i erhvervsobligationerne. Men de vil stadig være interessante i forhold til statsobligationer – hellere tabe et kvart kurspoint på en obligation med en rentekupon på 4 i stedet for 2. Du tjener på, at den gennemsnitlige kreditkvalitet i et stærkere opsving forbedres,” siger Erik Carstensen, der anbefaler, at de mindre risikovillige investorer med begrænset kapital bør tilgå erhvervsobligationer via en investeringsforening.

Han påpeger også vigtigheden af at sprede sig på flere aktivklasser i et stigende rentemiljø.

”Du bør altid sprede dig, især når renterne er stigende. Vi anbefaler, at porteføljen udover aktier og obligationer også udgøres af mindre andele i de investeringsalternativer, vi tilbyder. Det gælder f.eks. Private Equity via den aftale vi har med Partners Group. Det gælder eventuelle strukturerede obligationer, som vi løbende udarbejder. Og det gælder hedgefonde i både obligationer og aktier. Man skal passe på med ikke bare at købe flere og flere aktier, selv om det går fremad i økonomierne.”

”HISTORIEN
VISER, AT MAN
OFTE BLIVER OVER-
RASKET OVER,
HVOR LANG TID
EN TILPASNINGS-
PERIODE
VARER.

ERIK CARSTENSEN

KRISEN MELLEM RUSLAND OG VESTEN ER EN GLOBAL RISIKOFAKTOR

Krisen er en uhyre vanskelig balancegang for Vestens politikere.

Putins annektering af Krim er en overtrædelse af international lov, herunder den aftale som han selv underskrev i 1994, og som gav Ukraine status som en suveræn stat, da det samtidig opgav sine atomvåben. USA og EU har været tvunget til at reagere. Foreløbig mest med ord, men der tales i stigende grad om alvorlige økonomiske sanktioner mod Rusland.

Men netop det økonomiske perspektiv er problematisk for begge parter. Rusland er verdens 8. største økonomi og EU's tredjevigtigste handelspartner som aftager af eksport primært inden for maskineri, transport, kemikalier, medicin og landbrugsprodukter. Mens EU er Ruslands suverænt vigtigste handelspartner med knap 41 pct. af al handel ifølge de seneste tal fra Eurostat.

2/3 af den russiske økonomi er baseret på eksport af olie, gas, tømmer og metaller – og energiekporten er den vigtigste. Størstedelen af Ruslands eksport til EU består af energi. Ifølge Energy Information Administration (EIA) tager de europæiske lande sig af 84 pct. af Ruslands olieeksport og 76 pct. af gasekporten. Tyskland er den største enkeltimportør af russisk olie og gas, og får 35-36 pct. af sine behov dækket herfra og har i forvejen sat sig selv under pres på energifronten med meget grønne ambitioner og udfasning af atomkraften. En stor del af russisk olie og gas med kurs mod Vesteuropa passerer gennem Ukraine, og to gange inden for det seneste årti (2006 og 2009) har Rusland lukket for gassen til Ukraine grundet uenighed om gaspriserne – og det førte til gasmangel i visse EU-lande.

RUSLANDS ENERGIKUNDER SER EFTER ALTERNATIVER

Det vil tage år at genetablere udenlandske investorers tillid til Rusland. Og på energiområdet er der endnu engang blevet sat en tyk streg under betydningen af ikke at være afhængig af energi fra politisk ustabile regioner. Derfor kigger de europæiske lande nu efter alternativer. UK har officielt opfordret EU til at bevæge sig væk fra russisk energi over de næste 25 år – bl.a. ved at øge importen fra nye kilder, herunder skifergas fra USA og naturgas fra Irak. Putin har tilsyneladende glemt, at USA er på vej til at blive en af verdens største olie- og gasproducenter i kraft af den massive udnyttelse af de enorme lagre i skiferlag i den amerikanske undergrund. I andre lande, herunder UK, vil man også opleve stigende fokus på udnyttelse af skifergas og –olie.

Generelt vil jagten på energiafhængighed blive intensiveret, og det betyder bl.a., at der vil komme mere fokus på andre energialternativer som vind, sol, biobrændsel, bølgeenergi m.v. og de selskaber, som er beskæftiget hermed. Det samme gælder el-infrastruktur, amerikanske selskaber med gasforekomster og ikke mindst selskaber, der beskæftiger sig med energieffektivitet.

UKRAINE ER MERE END RUSLANDS NABO

For at kunne forstå konflikten og potentielle nye skridt, må man prøve at sætte sig ind i den russiske tankegang. Rusland var kernen i Sovjetunionen, der blev stiftet i 1922 - en global stormagt op gennem det meste af det 20.

NOIPA





**ЕЩЕ НЕ ЧЛЕН
КООПЕРАТИВА,
— ЗАПИШИСЬ
НЕМЕДЛЕННО!**



HENRY KISSINGER, TIDLIGERE AMERIKANSK UDENRIGSMINISTER,

påpegede for nylig i Washington Post, at Ukraine emnet oftest fejlagtigt vurderes af Vesten som et spørgsmål om, hvorvidt landet slutter sig til øst eller vest. Men hvis Ukraine skal overleve og trives, så må det ikke være nogen af sidernes yderpost mod den anden – det skal fungere som en bro imellem dem, pointerer han.

århundrede. Tiden efter sammenbruddet har været en kaotisk overgang til kapitalisme – til en form, der af nogle er kaldet ”The Jurassic Park of Capitalism”.

Boris Jeltsin var en katastrofal præsident, og siden har det russiske folk sukket efter stærke ledere. Meningsmålinger har gennem årene vist at russerne i meget klart flertal foretrækker en stærk leder og en stærk økonomi frem for et stærkt demokrati. Mange ældre russer har det også skidt med at se deres land, som i deres øjne før var en stærk pendant til ærkefjenden USA, forfalde og miste stadig mere magt i det globale perspektiv. USA derimod er stadig trods Kinas frembrusen verdens supermagt nummer 1 og formår i vidt omfang at få de europæiske lande i russernes baghave til at danse efter deres pibe. Ligesom USA i adskillige tilfælde i årenes løb uden nævneværdige protester fra det internationale samfund har grebet ind militært eller på anden vis inter文neret i mange andre lande – og stadig fastholder den blokade mod Cuba, der blev oprettet i 1961.

Den slags irriterer den gamle KGB-chef Putin voldsomt. Han er klar over, at Rusland er på deroute og demografisk af FN er spået til at gå fra de aktuelle 143,7 mio. til 110 mio. russere i 2050. Han vil tilsyneladende gå langt for at etablere en sikkerhedszone i sin baghave, som sikrer, at Ruslands nærmeste naboer ikke bliver medlemmer af hverken EU eller NATO. 73 pct. af russerne tilkendegav dog i en meningsmåling en måned før den russiske invasion, at de ikke synes, at Rusland skal blande sig i Ukraines interne politiske konflikter – som jo udsprang af den daværende pro-russiske præsidents afvisning af EU's frihandelsaftale i november 2013. Hele 86 pct. af russerne mener til gengæld, at Krim retteligt tilhører Rusland – og at det var en fejl, at Krusjtjov gav Krim til Ukraine i 1954 for at markere 300-året for indlemmelsen af Ukraine i det russiske imperium.

Rundt om i tidligere sovjetrepublikker sidder i øvrigt loyale russere, der gerne vil indlemmes i det russiske rige igen. Transnistrien mellem Ukraine og Rumænien er befolket af primært loyale russere, som imidlertid

er i mindretal i Moldava, som landet løsrev sig fra ved en ulovlig afstemning i 2006. Og forleden henvendte Transnistrien sig officielt til Rusland med et ønske om, at de også gerne vil indlemmes i Rusland – en handling, der har skabt bekymring blandt internationale iagttagere om, at andre russiske mindretal rundt om i tidligere Sovjetrepublikker vil følge trop.

RUSLAND ER PRESSET

Efter Sovjets kollaps måtte Rusland acceptere, at de tidligere østeuropæiske satellitstater ville blive absorberet i de vestlige økonomiske og politiske systemer. Moskva hævder at være blevet forsikret om, at tidligere Sovjetrepublikker ville forblive neutrale buffer zoner og ikke absorberet, men at det skulle være et løfte har Washington og andre afvist, skriver George Friedman i Geopolitical Weekly hos analysebureauet Stratfor.

Uanset hvad så er det en kendsgerning, at de baltiske stater i dag er med i både NATO og EU, og som følge heraf er NATO – som i Sovjets tid var knap 1600 km fra Skt. Petersborg – nu 160 km væk. Dette har efterladt Belarus og Ukraine som buffer zoner. George Friedman advarede i sin bog *The Next 100 Years* fra 2009 om, at Rusland ville forsøge at udvide sit territorium i midten af 2010'erne. Han tror, at Ruslands næste skridt bliver flersidet – bl.a. i form af at skabe uro i de lande og regioner, hvor store grupper af russiske minoriteter lever samt at følge en økonomisk strategi, der sigter mod at forhindre Østeuropa i at smelte sammen til en enkelt enhed.

Henry Kissinger, tidligere amerikansk udenrigsminister, påpegede for nylig i Washington Post, at Ukraine emnet oftest fejlagtigt vurderes af Vesten som et spørgsmål om, hvorvidt landet slutter sig til øst eller vest. Men hvis Ukraine skal overleve og trives, så må det ikke være nogen af sidernes yderpost mod den anden – det skal fungere som en bro imellem dem, pointerer han. Rusland må acceptere, at forsøg på at tvinge Ukraine ind i en status som satellitstat og dermed en flytning af Ruslands grænser vil få Moskva til at gentage sin historie

SOM THE ECONOMIST SKRIVER:

”Vil de foretrække en (verdensorden) i hvilken stater i det store og hele respekterer internationale aftaler og grænser? Eller en i hvilken ord bliver bøjet, grænser ignoreret og aftaler brudt efter forgodtbefindende?”

af selvopfyldende cykler med gensidige konflikter med Europa og USA. Og Vesten må forstå, at at Ukraine ikke blot er et fremmed land, men at det har været en del af Rusland i århundreder og er en integreret del af Rusland og russisk historie.

Kissinger mener, at konfliktens parter vil stå sig bedst ved at vurdere det udfald, som er kompatibelt med alle parters værdier og sikkerhedsinteresser – og det er i hans øjne følgende:

Ukraine bør have ret til at frit at vælge sine økonomiske og politiske forbindelser, herunder med Europa, men landet bør ikke indlemmes i Nato. Landet bør frit kunne vælge den regering, som er den udtrykte vilje af folket. Det er uforeneligt med reglerne i den eksisterende verdensorden, at Rusland annekterer Krim, og Rusland må acceptere, at Krims autonomi genetableres ved valg, som afholdes i overværelse af internationale observatører.

Kissinger understreger, at disse principper ikke nødvendigvis er spiselige for alle parter. Men det handler ikke om absolut tilfredshed men balanceret utilfredshed.

”Hvis en løsning baseret på disse eller sammenlignelige elementer ikke opnås, så vil tendensen mod en konfrontation accelerere”, skriver Kissinger.

KRIM ER SYMPTOM PÅ EN NY VERDENS(U)ORDEN

I virkeligheden er konflikten med Rusland slet ikke så overraskende. Udenrigspolitik bevæger sig i cykler, og Sovjets kollaps førte til et årti med uimodsagt dominans af USA og aggressiv fremførelse af amerikanske værdier. Men denne ”unipolære” verden blev kvalt i støvet fra Irak, skriver The Economist.

Den vestlige kapitalistiske forbrugsmodel med liberalisme, en alt for ureguleret finanssektor og troen på selvregulerende finansielle markeder fejlede med finanskrisen i 2008 - kulminationen på en årrække med stigende ulighed og en politisk elite, der fjernede sig mere og mere fra vælgerne. Resultatet er store gældsbyrder, høj ledighed, massemigration, eroderede velfærdssystemer og skattefinansierede redninger af den

økonomiske elite – og i EU en oplevelse af en union, der udvider de territoriale grænser, centraliserer magten og i stigende grad udviser de nationale grænser på vej mod en politisk union.

Dertil kommer, at siden årtusindsskiftet er den vestlige dominans blevet udfordret af nye stærke magter med Kina i spidsen, og statskapitalisme er blevet en alternativ samfundsmodel. En ny verdensorden med en ny magtfordeling er under dannelse, som kun delvist deler Vestens demokratiske og liberale værdier.

Senioranalytiker Trine Flockhart ved DIIS skrev for nylig i en kronik i Jyllands-Posten, at den amerikanske analytiker Charles Kupchan har beskrevet den nye internationale orden som ”No One’s World” – en international orden, der ikke ejes af nogen, og hvor der ikke kan forventes at være et enkelt sæt af samlende værdier. Vi må i Vesten vænne os til en verden, der ikke længere er drevet af vores idéer, og hvor vi ikke kan forvente, at internationale konflikter og udfordringer kan løses alene på vores betingelser – og krisen på Krim er netop et symptom på disse forandrede betingelser.

En stor udfordring i den nye verdensorden bliver at reformere institutioner og oprette et internationalt system, som både kan rumme samarbejde mellem de forskellige ordner på områder, hvor det er nødvendigt (klimaforandringer, masseødelæggelsesvåben, fattigdom) og som samtidigt kan sørge for udbydelse og opretholdelse af offentlige goder, skriver Trine Flockhart.

De nye store aktører i den nye verdensorden som Kina, Indien, Brasilien, Rusland og andre bør reflektere over, hvilken type verdensorden de ønsker at leve under. Som The Economist skriver:

”Vil de foretrække en i hvilken stater i det store og hele respekterer internationale aftaler og grænser? Eller en i hvilken ord bliver bøjet, grænser ignoreret og aftaler brudt efter forgodtbefindende?”



**FREMTIDEN BLIVER
ARBEJDSLØS**

NY TEKNOLOGI HAR HISTORISK SET ØGET PRODUKTIVITETEN, ELIMINERET MANGE JOBS OG SKABT LIGE SÅ MANGE NYE. MEN JOBSKABELSEN OG UDDANNELSES-SYSTEMERNE KAN IKKE FØLGE MED COMPUTERE OG ROBOTTEKNOLOGI LÆNGERE. DET BLIVER MEGET VÆRRE – ELLER BEDRE, ALT EFTER HVORDAN MAN SER PÅ DET.

Den 20. juli 1969 landede Apollo 11 på månen. Medvirkende til, at turen kunne lade sig gøre, var de computere, der udgjorde Apollo Guidance and Navigation System – en i kommandomodul og en i landingsmodul.

Det var nogle af de første computere, der brugte integrerede kredsløb. Målt i performance kunne de ikke mere end de mest simple lommeregner, der dukkede op i starten af 80'erne og er for længst overtrumpet af legetøj, der kan blinke og sige to ord. Der var en fast hukommelse på 74 Kb, 2 Kb RAM og computerne opererede med 1 MHz.

Nu kan man slet ikke sammenligne en smartphone med disse computere, fordi det er så vidt forskellige konstruktioner, men gør man det alligevel, så har f.eks. iPhone 5s 64Gb harddisk, 1Gb RAM og en processorhastighed på 1,3 GHz.

Ikke desto mindre var computerne uundværlige til at lave de nødvendige præcise beregninger undervejs. Det var et af de første beviser på, at computere og mennesker i tæt samarbejde kan opnå utrolige resultater – og at ansvaret for menneskeliv godt kan overlades til computere.

Men sammen med den efterfølgende eksponentielle vækst i computerteknologi og mange andre ting er det også fortællingen om den teknologiske udviklings konsekvenser, som økonomen John Maynard Keynes hav-

de bemærket før computeralderens start. Han advarede således i 1930 om at en ny "sygdom" var undervejs, som han kaldte "teknologisk arbejdsløshed" - "unemployment due to our discovery of means of economizing the use of labor outrunning the pace at which we can find new uses for labor."

Foreløbig har industrialiseringen skabt tilstrækkelige jobs til også at håndtere eksplosionen i den globale befolkning fra 2 mia. i 1930 til godt 7 mia. i dag. Men det er langt fra sikkert, at det bliver ved med at være sådan. Den anden industrielle revolution er nemlig helt anderledes end den første.

TEKNOLOGI VOKSER EKSPONENTIELT

Tager man 30 skridt på hver en meter, så når man 30 meter ud. Men fordobles skridtlængden for hvert skridt man tager (1, 2, 4 osv.), så er man efter 30 skridt nået 1.073.741.823 meter. Dette er eksponentiel vækst, og det er netop det, der adskiller den anden industrielle revolution, som computeralderen er kaldt, fra den første maskinbaserede industrielle revolution.

Computerkraften fordobles således rundt regnet hvert andet år – en observation, som Intels medstifter Gordon E. Moore bemærkede i 1965. Siden har 18 mdr. vist sig at være mere korrekt, men tendensen har under alle omstændigheder været tydelig og vedvarende, og det har omfattet både processor hastighed, hukommelses-

kapacitet, sensorer, størrelsen og mængden af pixels i digitale kameraer, mængden af digitale data, internet trafik m.v. Og selv om der er fysiske begrænsninger for hvor længe Moores Law vil gælde computerhastighed, så er eksperterne ikke i tvivl om, at man finder nye metoder med lige så stærk vækst.

Allerede i dag forskes der i biologiske computere, som måske kan erstatte de traditionelle computere på sigt. Foreløbig er det bl.a. lykkedes forskere skabe en prototype på en biologisk harddisk i laboratoriet, som rummer 739 kilobytes i 0,001 miligram DNA – en datatæthed svarende til at man kan lagre 100 mio. timers HD video i en kop DNA, skriver Science Daily.

Der forskes også i kvantecomputere, som ligeledes har enorme perspektiver. Hvor den normale computer arbejder med bits, der kan være enten 1 eller 0, så kan kvantebits være 1, 0 *eller begge dele på samme tid*, hvilket gør, at en kvantecomputer kan foretage mange beregninger på samme tid i modsætning til den traditionelle, der tager dem en ad gangen. Der forskes i kvantecomputere flere steder i verden, bl.a. hos amerikanske D-Wave. Blandt selskabets investorer er venturekapital selskabet Draper Fisher Jurvetson, som har medfinansieret bl.a. Skype og Tesla Motors; Amazons stifter Jeff Bezos samt Q-Tel, som er CIA's High Tech-afdeling. Blandt kunderne er foreløbig Lockheed Martin, Google og Nasa.

Det er uvist, hvornår disse nye teknologier kan tage over, men eksperterne er generelt ikke i tvivl om, at vi fortsat vil se en eksponentiel udvikling i digitaliseringen af verden. Men det er netop i forståelsen af den eksponentielle udvikling, at kæden hopper af for de fleste. Det kan være svært i starten af en eksponentiel udvikling at bemærke den store forskel på en lineær udvikling og en eksponentiel. Man kan skam godt mærke forskel på den PC, man købte i 1990 og den man har i dag. Der er en kolossal forskel i hastigheden og programmerne. Men de samfundsmæssige perspektiver lægger man mindre mærke til.

Det er ikke bare det, at computeren Watson (flere computere koblet sammen) kan vinde over enhver i Jeopardy, og at det er længe siden, computeren blev verdensmester i skak. Det er alle de andre ting, som computere kan – når de kombineres med sensorer, satellitter og enorme databaser kan de parkere din bil, køre den i trafikken, finde den optimale rute og undgå trafikpropper. Robotter kan scanne og identificere alle objekter i et ukendt rum, de kan cykle og hoppe på et ben og tage imod bestillinger som en tjener og udføre kompliceret

kirurgi. De kan lave mange forskellige bevægelser og lære af deres fejl. Og de kan oversætte sprog – ikke fordi de kan tale dem, men fordi de lærer mønstrene baseret på enorme mængder af hvad, der er skrevet i det pågældende sprog hidtil.

Det er netop i disse år, at vi for alvor begynder at se gennembrud som følge af adskillige år med eksponentiel vækst – det er nu, vi begynder at se eksplosionen i praktiske muligheder. Det argumenterer bl.a. to professorer på MIT for – Andrew McAfee og Erik Brynjolfsson påpeger i deres bog, *The Second Machine Age*, at det tog adskillige årtier for tidligere epokegørende teknologier som dampmaskinen og elektriciteten at slå igennem og nå det punkt af allestedsnærværende og fleksibel anvendelse, som fundamentalt ændrede den måde, som mennesker levede og virksomheder fungerede på. Informationsteknologi og digital kommunikation er nu ved at nå dette punkt – mange teknologier med afsæt i computerteknologien vil eksplodere i de kommende år og ændre samfundet på mange måder.

HVILKE JOBS ER MEST TRUEDE?

Kun de mest specialiserede, kreative og videnstunge jobs samt jobs med social omsorg går fri. Indtil videre.

Lønudviklingen for den typiske arbejder er stagneret i reale termer. I Amerika har reallønnen næsten ikke rokket sig i 40 år, og selv i UK og Tyskland, hvor beskæftigelsen i absolutte termer er ved at sætte nye rekorder, har lønningerne været flade i et årti.

Ny forskning og praktiske erfaringer tyder på, at det er fordi, det bliver stadig mere attraktivt at erstatte manuel arbejdskraft med automatisering – og som et resultat heraf har ejerne af kapitalen og produktionsapparatet opfanget endnu mere af verdens indkomst siden 1980'erne, mens andelen til arbejdskraften er faldet. Samtidig er uligheden mellem lønmodtagerne steget, idet de bedst lønnede har oplevet en stærkt stigende andel. Og i rige lande ses en tendens til lavere beskæftigelse – bl.a. i USA, hvor der er to mio. færre jobs end før krisen. Under krisen i 2001 var knap 18 mio. amerikanere på madkuponer – i dag er tallet 47 mio. Andelen af voksne amerikaneres



deltagelse i arbejdsstyrken nåede desuden det laveste niveau siden 1978 forleden, og selv om en vis del kan tilskrives aldring, så er der noget, der ikke kan.

HALVDELEN AF USA'S JOBS I FARE

Hvor maskiner ikke hidtil har kunnet hamle op med menneskets mobilitet, fingerfærdighed og kognitive kompetencer, så er computeralderen i gang med hastigt at indsnævre det forspring. To forskere ved Oxford University offentliggjorde i 2013 en undersøgelse af USA's arbejdsmarked og konklusionen lød, at 47 pct. af den samlede amerikanske beskæftigelse er i stor fare for at blive automatiseret relativt hurtigt, formentlig inden for det næste årti eller to.

De fleste arbejdere i logistik, transport, hovedparten af kontoransatte og administrative arbejdere samt arbejdere i produktionsjobs er i den største risikogrube, konkluderer forskerne. Mere overraskende er det at i servicesektoren, hvor det meste af USA's jobvækst i de seneste årtier har fundet sted, er der udsigt til, at en betydelig del af de manuelt besatte jobs må vige for computerne.

Inspireret af Oxford-undersøgelsen i 2013 igangsatte det finske forskningsinstitut ETLA en tilsvarende

undersøgelse af det finske arbejdsmarked, som konkluderede, at hver tredje job erstattes af computer-automatisering i en eller anden form inden for de næste 20 år. Tænk tanken Kraka har for Børsen overført Oxford-rapportens metodik på den danske jobfordeling, og den viser, at 37 pct. af danske jobs kan erstattes af allerede kendt teknologi i løbet af få år eller få årtier.

HVAD KAN IKKE AUTOMATISERES?

Et fællestræk for de tre undersøgelser er, at det først og fremmest er jobs med lave lønninger og lav eller ingen uddannelse, der er truede. Komplekse jobs, der kræver en kompleks tankegang, særlig fingerfærdighed, forskelligartede opgaver der ændrer sig undervejs, særlige kreative evner m.v. synes ikke truede af den teknologiske udvikling foreløbig. Det gælder f.eks. tandlæger, modedesignere, psykologer, dyrlæger og advokater.

Det er imidlertid langt fra sikkert, at alle videnjobs forbliver uberørte. F.eks. anses flyveledere også for at være blandt de mest sikre jobs i Oxford-undersøgelsen, men når den kunstige intelligens bliver tilstrækkeligt udviklet, vil de mest sikre flyveledere være computer- og overvågningssystemer baseret på kunstig intelligens. ■

UDDANNELSES- REFORM ER NØDVENDIG

En verden i så hastig teknologisk forandring kræver en helt anderledes uddannelsessektor.

Fremtidige jobs er enten, hvor man arbejder sammen med maskiner eller jobs, som maskinerne ikke kan udføre. Fremtidens arbejdere skal sørge for at blive enten meget dygtige til at arbejde med maskiner og computerkode eller finde nicher, hvor robotter og algoritmer ikke kan erstatte "the human touch" såsom kreativitet og social omsorg.

Uheldigvis for mange så vil det kræve en betydelig opgradering af deres kompetencer og for en stor dels vedkommende er det måske ikke muligt. Desuden ved vi heller ikke, om det er muligt at skaffe jobs nok. Sandsynligheden taler for, at mange mennesker i lav- og middelindkomsterne simpelthen bliver permanent arbejdsløse – de er ikke i stand til at påtage sig uddannelser, som gør at de kan konkurrere med robotter og computere.

Et skolesystem, som indretter undervisningen på en dybere forståelse af IT-samfundet, kan være en måde at imødegå "computeriseringen" af samfundet på. Det gør England delvist, idet eleverne allerede fra fem års alderen skal lære programmering af computere. Målet er, at de unge ikke blot skal lære at være digitale forbrugere men også digitale kreatører. Innovation, kreativitet og uafhængig tænkning er nøglelementer i den globale økonomi, men den klassiske uddannelsesmodel i det offentlige skolesystem er stadig rodfæstet i den industrielle revolution, som

fostrede den – dengang hvor arbejdspladserne værdsatte punktualitet, regelmæssighed, opmærksomhed og stilhed. I 1970 var Top 3 over krævede kompetencer fra virksomheder i Fortune 500 læsning, skrivning og regning. I 1999 var det teamwork, problemløsning og interpersonelle kompetencer, og det er dem, som skolerne skal udvikle samtidig med, at de bliver i stand til at bruge den nye teknologi helt naturligt.

Teoretikere som Johann Heinrich Pestalozzi, Jean Piaget og Maria Montessori argumenterede for, at børn skal lære ved at lege og følge deres nysgerrighed. Einstein tilbragte et år på en Pestalozzi inspireret skole i midten af 1890'erne og krediterede senere skolen for at give ham friheden til at begynde sine første tankeeksperimenter omkring relativitetsteorien. Grundlæggerne af Google Larry Page og Sergey Brin har tilsvarende hævdet, at deres gang i en Montessori inspireret skole har udrustet dem med en ånd af uafhængighed og kreativitet.

Akademiske undersøgelser har gentagne gange bekræftet, at man lærer bedst, hvis man selv styrer læringen. Peter Gray, professor på Boston College, siger til WIRED, at menneskets kognitive maskineri fundamentalt set er inkompatibelt med konventionel skolegang. Små børn lærer sig selv kolossalt meget om verden motiveret af nysgerrighed og legelyst – det er den måde, som naturlig selektion har designet os til at lære på. Men når de når skolealderen, så fortrænger vi denne medfødte drivkraft til læring med et tvungent pensum.







INGEN ER FULDKOMMEN. HELLER IKKE COMPUTERE.

Computere gør os mindre kompetente.

Google er langt fremme med deres førerløse biler. Computerstyring er allerede i dag en integreret del af flysektoren. Og autopiloten er blevet så avanceret, at piloten ofte kun styrer flyet manuelt i sammenlagt tre minutter på den typiske passagerflyvning ved start og landing – og den udvikling har gjort piloternes flyvefærdigheder og praktiske reaktionsevner rustne. Det har i mindst to tilfælde haft katastrofale konsekvenser. I 2009 styrtede et France Airbus A330 ned over Atlanten og et Continental Connections Bombardier Q400 gjorde det samme ved Buffalo, New York. I begge tilfælde satte autopiloten ud, og piloten handlede forkert ved at trække i styrepinden på et tidspunkt, hvor flyet var ved at stalle.

Men autopiloterne har sikret en større sikkerhed i flyvningen. Og den fremtid er ikke fjern, hvor hele flyvningen overtages af computere. Militære jagerfly har siden 1994 anvendt automatpiloten, når de skal lande på hangarskibe, påpeger teknologimagasinet Spectrum.

Men bagsiden af automatisering rammer naturligvis ikke kun om fly og biler. Den ligger latent i alt muligt, som vi overlader til computerne. Nicholas Carr – forfatter til bl.a. *The Shallows: What the internet is doing to our brains* – nævner i en kronik i Atlantic Magazine som eksempel, at inuitter i det nordlige Canada efter brug af GPS apparater er begyndt at miste deres fabelagtige evner til at finde vej i et område med få landmærker og konstant ændrende sneformationer. Han peger på, at når vi støtter os til automatisering, bliver vi lullet ind i en falsk følelse af sikkerhed, vi bliver uopmærksomme, uengagerede i arbejdet, og vores tillid til softwaren gør, at vi ignorerer eller lægger mindre vægt på andre informationskilder, inklusiv vores egne sanser.

Det er skidt. Psykologiske undersøgelser har siden 1970'erne dokumenteret den såkaldte genereringseffekt. Folk husker ting bedre, hvis de selv gør noget aktivt for at generere dem. Vi lærer mere og husker mere, og når vi gentager den samme opgave over en lang periode, så konstruerer vores hjerne specialiserede neurale kredsløb dedikeret til den specifikke aktivitet.

Øvelse gør mester. Men ingen øvelse gør ingen mester.

CYBERWAR OG HACKERE

Selv hvis et perfekt computersystem kunne designs, ville det stadig skulle fungere i en uperfekt verden.

I "the internet of things" bliver alt forbundet til internettet. Allerede i dag har flere af de elektroniske apparater og gadgets i den gennemsnitlige husholdning egen ip-adresse og en indbygget minicomputer, der gør det muligt at styre dem fra smartphones og tablets. I fremtiden vil vores hjem være fyldt med apparater, der har deres egen ip-adresse lige fra støvsugeren og tyverialarmen til køleskabet og varmesystemet – fra 5-8 apparater i et almindeligt hjem til op mod 100 om 10 år. Men disse apparater indebærer også en stor sikkerhedsrisiko ved at være for dårligt beskyttede mod hackere.

Virksomhederne oplever allerede en stærk stigning i antallet af cyberangreb, ikke mindst de mindre virksomheder, hvor IT-sikkerheden ofte er ringe. Men også de store virksomheder oplever stadig flere massive angreb. Facebook, Microsoft, New York Times og andre store mediehuse har alle været udsat for cyberangreb i de senere år, og det samme gælder finansielle institutioner som Bank of America, US Bancorp, HSBC, JP Morgan Chase, Mastercard, PNC, SunTrust og Wells Fargo. Alene i perioden 2009-2011 17-dobledes antallet af cyberangreb på USA, og de ramte alt fra elkraftværker, vandværker og atomkraftværker til børsen i New York, skrev Weekendavisen for kort tid siden.

TEKNOLOGIEN UDFORDRER KAPITALISMEN

Hvis arbejdsstyrken for det meste består af computere og robotter, så kræver det radikale samfundsændringer.

Nobelprisvinderen i økonomi, Paul Krugman, skrev i 1998 i The Red Herring: "The growth of the Internet will slow drastically... most people have nothing to say

to each other! By 2005 or so, it will become clear that the Internet's impact on the economy has been no greater than the fax machine's.... ten years from now, the phrase information economy will sound silly."

Han er ikke ene om at have taget fejl af den digitale tidsalders omvæltninger for samfundet. Men det ændrer ikke ved, at langt de fleste økonomer fastholder at samfundet – trods konkurrencen fra computere, robotter og kunstig intelligens – nok skal blive ved med at skabe nye jobs. Selv om det med simpel logik lyder som om, at der kunne opstå enorme problemer med at skabe nye jobs og dermed også indkomster for en stor del af befolkningen til at købe varer og serviceydelser, hvis det næsten kun er robotter, der laver det hele.

Nogle løsninger går ud på, at den rige beskæftigede elite og dem der ejer produktionsmidlerne, skal beskattes endnu hårdere for at skaffe tilstrækkeligt med penge til at holde samfundet kørende. De to forfattere til *The Second Machine Age* fra MIT foreslår en negativ indkomstskat. Og i Schweiz arbejder f.eks. organisationen Generation Basic Income for en slags permanent borgerløn uden krav om at være arbejdssøgende, der skal imødegå ulighed og potentiel kronisk ledighed men også ses som et alternativ for de lavestlønnede til at kunne afvise eksisterende rutinejobs, hvor automatiseringsteknologien allerede er til stede. Lignende tanker og idéer fremføres i andre lande.

Nogle taler også om, at den teknologiske udvikling i sig selv kan betyde "the end of consumerism". At den teknologiske udvikling i dag sørger for, at der kommer så mange nye produkter hele tiden, at vores forbrugslyst og – behov slet ikke kan følge med. Vi er i virkeligheden ved at blive mætte og har det, vi skal bruge. Et synspunkt, der heller ikke varsler et voksende jobmarked – i hvert fald ikke i traditionel form.

Jeremy Rifkin, amerikansk forfatter og social teoretiker, er en af de få i nyere tid, som har påpeget, at den teknologiske ledighed er lige om hjørnet og vil ændre samfundet radikalt. Det gjorde han i *The End of Work* i 1995, og i den netop udkomne *The Zero Marginal Cost Society* kører han linen ud.

Han påpeger, at kapitalismens succesformel – den indbyggede iværksætter dynamik i konkurrerende mar-

keder, som øger produktiviteten, bringer marginalomkostningerne ned og gør virksomhederne i stand til at sænke prisen på varer og ydelser for at vinde yderligere kunder og markedsandele – nu også bliver dens død. Der findes allerede i dag enorme mængder af gratis og værdifuld information på internettet på blogs, mails, websites, sociale netværk m.v. Musik, film, video, bøger, spil, manualer, open source software og meget andet kan hentes og deles gratis eller meget billigt på nettet.

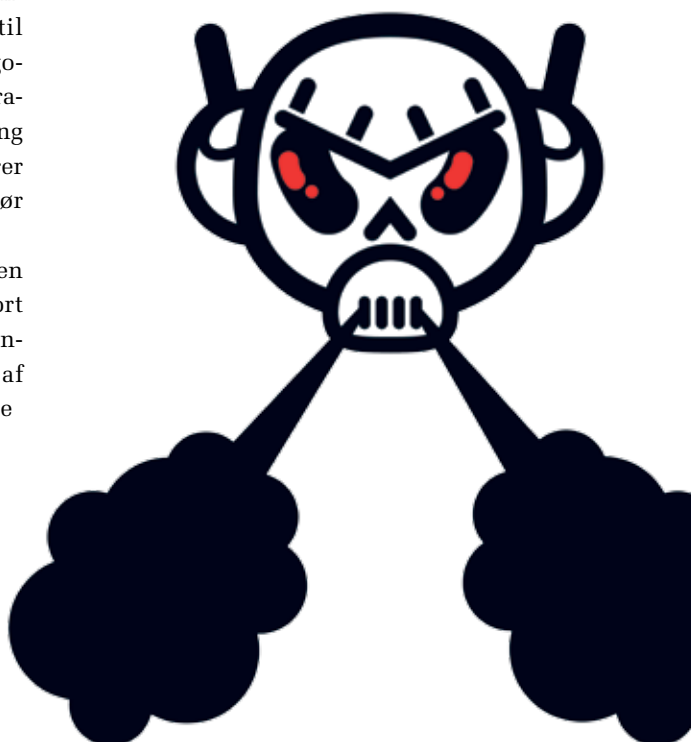
The Internet of Things har potentiale til at skubbe store dele af det økonomiske liv til marginalomkostninger tæt på nul i de kommende år. Internettet kobles sammen med et energi internet (bestående af lokalt produceret grøn energi, der ifølge Rifkin vil dominere verdens energibillede om få årtier) og et logistik internet, som skaber et nyt netværk, der forbinder alt og alle. Milliarder af sensorer vil overvåge alt fra økosystemer, naturessourcer, elforbrug og elnet til strømmen af genbrugsprodukter, trafik og CO₂-udledning – og bliver indopereret i hjem, kontorer, butikker, køretøjer og endda mennesker selv. De vil føde enorme mængder af data – Big Data – ind i et globalt neuralt netværk. Consumers bliver til *prosumers*, der kan forbinde sig til netværket og bruge Big Data, analyseredskaber og algoritmer for at øge effektiviteten og produktiviteten dramatisk og herved reducere den marginale omkostning ved at producere og dele et bredt spektrum af varer og ydelser til tæt på nul – ligesom de allerede gør med informationsgoder.

Det store fald i marginalomkostninger vil skabe en hybridøkonomi, som dels er kapitalisme, dels et stort samarbejdende fællesskab med vidtrækkende konsekvenser for samfundet. Hundreder af millioner af mennesker er allerede i fuld gang med at overføre dele af deres økonomiske liv til dette globale fællesskab, skriver Rifkin. Prosumers er logget på Internet of Things og laver og deler deres egen information, underholdning, grøn energi og 3D-printede produkter. De deler biler, hjem, tøj og andre ting via sociale netværk, udlejningsbureauer, genbrugsbutikker og fællesskaber. Sociale iværksættere springer over banksystemet og skaffer kapital via crowdsourcing.

Og millioner af studerende deltager allerede i dag på gratis universitetskurser på nettet (MOOCs).

Social kapital bliver lige så vigtig som finansiell kapital, ejerskab overtrumpes af dele-, leje- eller bytteordninger, bæredygtighed overskygger forbrugerisme, samarbejde udkonkurrerer konkurrence og handelsværdi på den kapitalistiske markedsplads vil i stigende grad blive erstattet af "delbar værdi" i det globale fællesskab.

Men vigtigst af alt: Som videnskabsmanden Peter Diamandis også redegør for i *Abundance: The Future Is Better Than You Think*, så mener Rifkin også, at teknologien vil give os overflod. Al energi vil være grøn, lokalt produceret og ikke længere være nogen økonomisk begrænsning – og det betyder i praksis i kombination med 3D printing, nanoteknologi, kunstig intelligens og andre teknologier, at vi uden miljøskader og større omkostninger vil kunne skabe overflod af det meste vi har brug for, herunder mad. Dertil kommer, at med afskaffelsen af mange rutineprægede jobs, vil mange af os få mere meningsfulde liv. Hvis vi kan håndtere vores overflod af fritid.





HVORNÅR ER EN TREND VÆRD AT INVESTERE I?

EN VIGTIG TREND, IDÉ ELLER OPFINDELSE
ER IKKE ALTID LIGE LET AT INVESTERE I.

Historisk set har det ofte været sådan, at det har taget 20-30 år fra en epokegørende opfindelse er gjort, til den er implementeret fuldt ud i samfundet. Denne tidsramme holder dog for mange idéers vedkommende ikke længere i computertidsalderen, hvor mange ting vokser med eksponentiel hastighed, og mulighederne for praktisk anvendelse langt hurtigere er til stede. Men der er i nogle tilfælde stadig noget om det.

”Ofte går der år fra opfindelsen af et nyt produkt, til det er investeringsmæssigt interessant. Som private investorer er vi derudover ofte afskåret fra de første skridt til at tjene penge, da den første og ofte ganske pæne værditilvækst sker i unoterede selskaber, som får tilført deres kapital venture investorer, private equity- og kapitalfonde. Først når selskabet er bragt på børsen, kan vi som private investorer stige på”, siger senioranalytiker i Group Investment Services (GIS) i Danske Bank, Lars Skovgaard Andersen.

Private investorer i Danske Bank har dog muligheden for at stige på før via investering i Partners Group Private Equities, der har en særlig aftale med Danske Bank. For minimum indskud på 10.000 EUR kan private investorer herved få nogle af de samme fordele, som ellers er forbeholdt kapitalfonde og venturekapitalister.

”Når man skal vurdere en ny idé, der kan få massiv kommerciel indflydelse, så skal man se hele vejen rundt – ikke kun på det selskab, som står for idéen, men også på de selskaber, der bliver udfordret. Helt overordnet så er

det vigtigt at forstå, at alt nyt ikke er lige godt for alle. Det er det måske for forbrugerne, men ikke for de selskaber som bliver udfordret – slet ikke hvis vi som forbrugere ser store fordele i at ændre adfærd – og det kan vi have ret let ved, hvis vi ikke bliver besværet i vores nye valg.” Lars Skovgaard Andersen fremhæver to sektorer, som begge bliver udfordret af ny teknologi, og som i hans optik skal ses forskelligt – nemlig bilsektoren og detailsektoren.

”Lad os tage bilsektoren først. Kan Tesla ændre bilsektoren markant og ændre forretningsmodellen for de øvrige producenter? Muligvis, men ikke endnu. Tesla er dog om nogen indbegrebet af elbil succes. Med afsæt i en ”hip” stat, som har fokus på energibesparelse, alternativ energi og miljøteknologi, har selskabet fået et vigtigt marked af en vis størrelse. Californiens økonomiske muskler har været under pres, men statens økonomi er ikke desto mindre verdens 8. største, hvis man sammenligner med nationer. Presset på energi har man satset på et grønt image, og det har haft ”spillover” effekt på high-end segmentet. I mikset af kendte film-, pop og IT-stjerner og en stor gruppe meget velhavende indbyggere, har Tesla med sit high-end brand formået at få et solidt fodfæste. Herfra skal Tesla nu udbygge ikke kun sine biler og batterier men også infrastruktur med ladestationer til andre dele af USA – allerede nu kan man køre fra kyst til kyst i USA i en Tesla elbil via Teslas ladestationer.”

I DEN TRADITIONELLE
DETAILHANDEL VIL VI BRUGE
TIDEN PÅ SPECIALVARERNE, MEN
OGSÅ HER RYKKES GRÆNSEN,
DA VI FINDER UD AF, AT
KVALITETSSPEGEØLSEN KØBT
ONLINE ER LIGE SÅ GOD SOM
DEN HENTET HOS SLAGTEREN.
UDVIKLINGEN HAR FOR NOGLE
PRODUKTKATEGORIERS
VEDKOMMENDE ALLEREDE
KRÆVET, AT MAN HAR EN STÆRK
E-PLATFORM. MENS FØDEVARE
E-HANDEL ER BEGYNDT AT BIDE
SUPERMARKEDERNE I HASERNE I
ENGLAND, SÅ HAR VI LIDT MERE AT
GIVE AF HER I NORDEN.

Et åbent spørgsmål er dog stadig, hvornår elbilen for alvor kommer ud af den varme og solrige stat, som er gunstig for elbilens rækkevidde og funktion – ligesom det også er uklart, hvornår forbrugerne vil begynde at købe elbiler i større stil.

”Som forbrugere vælger vi nemlig en bil ud fra mange ting, men hvis vi ikke er millionærer, så er det en noget anden kalkule vi bruger end værdien af at være ”cool” og signalere miljøbevidsthed med en elbil. Vi normale forbrugere har et budget inden for hvilket, vi skal finde penge til den bil, vi vil have. Vi ved, at vælger vi en bil, der kører langt på literen, så har vi et større råderum. Samtidig vil vi oftest blive belønnet for at vælge en sådan bil ved en lavere afgift - alt sammen noget, der giver mere plads til at købe bil for. Men i vores kalkule er også en vis margin til eventuelle uforudsete udgifter og bilens pålidelighed spiller derfor en rolle. En elbil har ikke historie nok med sig hvad angår batterier, rækkevidde og infrastruktur og kombineret med prisen er den stadigvæk for dyr til os. Det kræver derfor flere år med udvikling og erfaringer og mere kendskab til holdbarheden, før vi foretager skiftet. Indtil da kan vi glæde os over, at Tesla har givet bilsektoren et los. Godt nok er det i high-end segmentet, at de øvrige bilproducenter udfordres først, men det gør, at de må øge deres fokus på mere effektive motorer, hvis de ikke vil se opkomlingen i rene el-biler øge markedsandelen yderligere,” siger Lars Skovgaard Andersen og fortsætter: ”Investeringsmæssigt er Tesla spændende, men succesen udtrykt ved de hidtidige kursstigninger er ingen garanti. Tesla udfordrer imidlertid bilindustrien, og i den forbindelse er det værd at huske på, at bilbranchen i USA også er historien om en sektor, der i lang tid benyttede teknologisk fremgang til at gøre biler større, tungere og hurtigere men ikke mere energieffektive. De effektive japanske bilproducenters indtog på vestlige markeder og den stigende fokus på global opvarmning, høje energipriser og behovet for brændstofeffektivitet, satte de mest træge og ineffektive af de amerikanske bilproducenter under pres. Og det kulminerede med finanskrisen, hvor GM og Ford måtte reddes af statsstøtte, som imidlertid blev givet på

betingelse af, at deres biler blev mere energieffektive. Tesla medvirker til at tvinge andre bilproducenter til brændstofeffektivitet og får forbrugerne til i større grad at udskifte benzinslugere med mindre og mere effektive biler. På den baggrund er vores anbefaling i øjeblikket at fokusere på gamle kendte i ny forklædning. Aktuelt *Daimler, BMW, Peugeot, GM, Toyota, Honda og Ford*. Tesla og elbilerne må vente lidt endnu med at erobre verdensherredømmet. Desuden skal man heller ikke glemme, at der er udvikling af gasbiler i gang – en trend, der kun bliver forstærket af Krim-krisen og fokus på alternativer til russisk energi, herunder ikke mindst skifergas, som især USA er rig på.”

DETAILSEKTORENS OMVÆLTNING

Inden for e-handel er omsætningen steget markant i takt med opfyldelsen af forbrugernes krav om, at det skal være nemt, bekvemt og pålideligt. Vi værner os stadig mere til at købe bøger, elektronik, tøj og sko på nettet og næste skridt er de mere trivielle varer fra sokker og underbukser til dagligvarer som mælk, mad og toiletpapir.

”I den traditionelle detailhandel vil vi bruge tiden på specialvarerne, men også her rykkes grænsen, da vi finder ud af, at kvalitetsspegepølsen købt online er lige så god som den hentet hos slagteren. Udviklingen har for nogle produktkategoriers vedkommende allerede krævet, at man har en stærk e-plattform. Mens fødevarer e-handel er begyndt at bide supermarkederne i haserne i England, så har vi lidt mere at give af her i Norden. Men trenden er klar, og har du ikke en god e-handels platform, vil det være noget, der trækker ned i analytikernes anbefalinger. Vi er i en fase, hvor detailhandelen udfordres, og hvor nye aktører gør, at man som investor skal være over sine investeringer for at se, om de detailselskaber man har også har et svar på udfordringerne. Vores anbefaling er p.t. at fokusere på detailselskaber med en stærk e-handels platform på toppen af en god fundamental historie. Det er selskaber som Sports Direct, Adidas og Michael Kors,” slutter Lars Skovgaard Andersen.



NY HEDGEFOND I REALKREDIT

HEDGEFONDE ER ATTRAKTIVE ALTERNATIVER TIL DE TRADITIONELLE INVESTERINGSMULIGHEDER.

Investeringsforeningen Danske Invest tilbyder hedgefonde inden for obligationer og aktier. Hedgefonde har flere strenge at spille på end traditionelle investeringsforeninger, idet de også må indtage korte positioner og bruge forskellige derivater og gearing.

Disse forhold giver helt andre strategiske muligheder, potentielt højere afkast end markederne – men dog også en højere risiko. Erfaringen viser imidlertid, at både porteføljens afkast og risiko kan forbedres, når der inkluderes mindre andele af hedgefonde, hvilket bl.a. hænger sammen med, at der er en lav korrelation med de finansielle markeder og andre hedgefonde.

Inden for obligationer har **Danske Invest Hedge Obligationer (DIHO)** markeret sig gennem årene. Fonden, der investerer i obligations- og rentemarkederne i primært Skandinavien, men også Euroland, UK og USA, blev lanceret for private investorer i november 2006 og har siden 2009 hvert år vundet forskellige priser – for investeringsåret 2013 med den fornemste af dem alle, nemlig prisen fra Eurohedge for bedste hedge fond i Europa i kategorien Fixed Income.

Nu introduceres en ny fond med speciale i danske realkreditobligationer – **Danske Invest Hedge Mortgage Arbitrage (DIHMA)**. Faktisk ikke en ny fond, idet den blev introduceret i 2004. Men den er ny for private investorer, dog kun indtil 22. juli 2014, hvorefter den lukkes, i hvert fald midlertidigt, af regulatoriske årsager. Kapaciteten i denne fond er i øvrigt kun på 1,5 mia. DKK ellers bliver den for stor til at udnytte de små forskelle, der er fra tid til anden på realkreditobligationer.

DIHMA's fokus er udelukkende AAA-ratede danske realkreditobligationer, hvilket omfatter ganske mange papirer. DIHMA arbejder med mange forskellige strate-

gier i forsøget på at udnytte skævheder i markedets prisfastsættelse og forventninger og forholdene mellem de forskellige obligationstyper m.v. DIHMA har siden 2009 formået at slå danske statsobligationer, et dansk realkreditindeks og europæiske obligationsindeks ganske markant og har inden for de seneste to år kun haft to måneder med negative afkast. Fonden havde det svært før finanskrisen, hvilket førte til et managerskifte på fonden i 2007 – og finanskrisen i sig selv var også en hård tid. Det årlige afkastmål for DIHMA er den risikofrie rente +4-5 pct., men har givet væsentligt mere det seneste par år.

Hvorfor er det interessant at investere i DIHMA frem for at "nøjes" med f.eks. DIHO?

"Først og fremmest fordi man skal huske at sprede sine investeringer – og det er specielt vigtigt ved alternative investeringer. Og med denne fond er det i den forbindelse interessant, at den historisk har haft noget lavere volatilitet end DIHO. Derudover har vi et godt team, der forvalter fonden med stor kompetence og erfaring inden for danske realkreditobligationer," siger Michael Petry, der er chef for Hedge Funds i Danske Capital.

HEDGEFONDE MED FOKUS PÅ AKTIER

Danske Invest har to fonde med hedgestrategi, der fokuserer på aktier. **Danske Invest Europe Long Short Dynamic (DIELSD)** blev lanceret i 2013 og må både "gå lang" – dvs. købe aktier – og "gå short" – dvs. indtage positioner, så man "skylder" aktier til en modpart. Fondens mål er et årligt afkast på den risikofrie rente +4-8 pct.

AFKAST OG RISIKOMÅL FOR HEDGEFONDE I DANSKE INVEST

Navn	Start	Afkast siden start	Standard afvigelse	Annualiseret afkast siden start	Korrelation med MSCI World	Korrelation med Barclays World Bond Index
DIHMA	Jan-04	52%	6,87%	4,6%	-0,02	-0,06
DIHO	Jan-05	234%	9,51%	16,2%	0,17	-0,10
DIHEA	Dec-07	56%	11,16%	7,4%	0,22	0,00
DIELSD	Dec-12	3,5%	-	3,5%	0,16	-0,20

Bemærkninger: Standardafvigelsen er annualiseret. Der er ikke beregnet standardafvigelser på DIELSD, da den kun har eksisteret et år. Korrelationerne er baseret på ugentlige data siden fondenes start. Korrelationer svinger mellem -1 og +1. Jo tættere korrelationen er på nul, desto mindre er samvariationen mellem de to størrelser. Således er Danske Investes hedgefonde meget lavt korreleret med aktier og obligationer. Desuden er den indbyrdes korrelation mellem hedgefondene også lav. Historiske afkast er ikke garanti for fremtidige afkast.

Strategien i DIELSD er fundamentalt baseret. Hvor nogle fonde praktiserer en såkaldt top-down vinkel med stor fokus på overordnede makroforhold m.v., så har DIELSD en bottom-up synsvinkel, hvilket betyder, at de fokuserer på den enkelte virksomhed. Fondens mål er et afkast på den risikofrie rente +4-8 pct. årligt. Fondens analytikere bruger meget tid på virksomhedsbesøg og prøver at forstå den enkelte virksomhed og ledelsen til bunds. I den forbindelse lægges vægt på forandringsprocesser, idet måden man tjener penge på i aktiemarkedet oftest er i forbindelse med store forandringer.

Fondens mål udover afkastet er også at sikre, at porteføljen ikke er eksponeret mod markedets overordnede bevægelser, men har det man kalder en beta-værdi omkring nul. Det er her fondens mulighed for at indgå korte positioner kommer til sin ret. DIELSD kan købe en spændende virksomhed, selv om den har visse svaghedspunkter, idet den med korte positioner i andre selskaber kan fjerne de elementer, som analytikerne ikke kan lide ved aktien. Fx investerede fonden på et tidspunkt i en cementvirksomhed i en interessant forandringsfase med ny ledelse, men det daværende miljø var ikke befordrende for cement som sådan. Derfor gik fonden kort i nogle andre selskaber, så den eksponering mere eller mindre blev fjernet. På samme måde kan fonden gå lang i en aktie i et bestemt land, men samtidig afdække landerisikoen, hvis den vurderes som høj via korte positioner i udvalgte aktier i landet.



Tilgangen gælder også den anden vej rundt – hvis fonden vil shorte en aktie, der ser overvurderet ud, så afdækkes risikoen for, at aktien stiger ved at købe udvalgte aktier inden for samme sektor. Fondens mandat til at gå både lang og kort giver med andre ord mulighed for at skræddersy positioner til det, som fondsforvalterne godt kan lide ved en aktie.

Danske Invest Hedge Europæiske Aktier (DIHEA), lanceret i 2007, investerer i europæiske aktier – og indtager både lange og korte positioner. Målet er at give et afkast 6-8 pct. over den risikofrie rente. Filosofien i DIHEA er at spotte vigtige temaer og strukturelle ændringer af betydning. Der arbejdes med 5-10 investeringstemaer ad gangen - udvalgt så de er forskellige og uafhængige af hinanden - og denne tematiske tilgang bruges til at finde de rigtige selskaber. DIHEA søger at udnytte disse temaer uafhængigt af, om markederne stiger eller falder. Som udgangspunkt til-

stræbes det ved brug af korte og lange positioner at eliminere markedsrisikoen - værdien skal skabes af den relative udvikling mellem de enkelte aktiver. Men der er også mulighed for at vægte porteføljen i den retning, markedet aktuelt går.

Alle nævnte hedgefonde er af Finanstilsynet klassificeret i kategorien høj risiko og retter sig mod investorer, der har kendskab til/erfaring med komplekse investeringsprodukter og dermed forstår de underliggende risici ved hedgefonde, derivathandel eller lignende.

PRIVATE EQUITY MEDVIRKER TIL AT STABILISERE PORTEFØLJEN

Kunder i Danske Bank har mulighed for at investere i Private Equity, som normalt ikke er tilgængelige for private investorer med begrænsede midler.

Pprivate Equity (PE) er en aktivklasse, som består af aktieandele i unoterede virksomheder. Et PE-firma starter investeringsprocessen med at indhente tilsagn om kapital og en længere bindingsperiode fra store institutionelle investorer, selskaber, banker osv. Derefter kan PE-firmaet begynde at købe kontrollerende indflydelse i virksomheder, som PE-firmaet anser for undervurderede i forhold til potentialet.

Det gælder både unoterede og børsnoterede selskaber. Hvis der er tale om sidstnævnte, så afnoteres de efter opkøbet, hvilket betyder, at man slipper for den ledelsesstil og strategi i virksomheden, som oftest er for kortsigtet og rettet mod at tilfredsstille aktionærene ved næste kvartalsregnskab. Man slipper ved en afnotering for de samme rapporteringskrav som børsnoterede virksomheder, og med den mindre åbenhed om virksomhedens drift kan konkurrenterne ikke følge med i, hvad der foregår.

Det langsigtede perspektiv er essensen i PE-investeringer. Det handler om at opkøbe virksomheder som efterfølgende effektiviseres og udvikles over nogle år for derefter igen at sælge virksomhederne med gevinst til investorerne. Normalt er PE-investeringer kun tilgængelige for meget velstående private investorer, idet der typisk er tale om indskud på min. EUR 5 mio. og en bindingsperiode på 7-10 år. Men siden 2008 har Danske Bank haft en aftale med PE-firmaet Partners Group, som gør det muligt at købe andele i Partners Group Global Value for min. EUR 10.000 og gå ind og ud af fonden uden den lange bindingsperiode.

PARTNERS GROUP

Partners Group Global Value (PGGV) er ikke en typisk PE-fond. PGGV laver en del direkte investeringer

i virksomheder på egen hånd, men det meste af tiden foregår den største

del af investeringerne i andre PE-fonde. Dette sikrer en meget stor diversifikation, men et afgørende kriterium for succes er, at man er dygtig til at vælge de rigtige fonde, da der er meget stor spredning i de afkast, som de mange PE-fonde over hele kloden kaster af sig. PGGV har adgang til over 200 PE-fonde rundt om på kloden. For 2014 har PGGV et mål om en strategisk allokering, som er 35 pct. i nye fonde (primære investeringer); 25 pct. i eksisterende fonde (sekundære investeringer); 30 pct. i direkte investeringer og 10 pct. i børsnoterede PE-fonde. Der er løbende tale om store udsving i disse fordelinger, da konjunkturcyklen spiller en afgørende rolle for, hvad der betaler sig bedst. Således var tallene for 2012 hhv. 31, 32 og 37 mens de var hhv. 16, 31 og 53 i 2013.

HAR PGGV KLARET SIG GODT?

Svaret er ja, og der er flere forhold, man skal lægge mærke til her. I forhold til aktiemarkedet er udsving i afkast meget mindre fra år til år, og volatiliteten – et risikomål – er 5,6 pct. for PGGV mod 14,2 pct. for MSCI World TR siden PGGV's start i 2007.

Det afspejler sig også i tallene, at Private Equity fonde har mulighed for at time både opkøb af virksomheder og genintroduktioner på børsmarkederne. Således har PGGV faktisk et positivt afkast i katastrofeåret 2008, hvor børserne styrteddykkede.

Endvidere fremgår det, at PGGV's afkast ikke kunne følge med verdensindekset i 2012 og 2013. Det er ganske normalt, og det hænger sammen med, at i et bullmarked så indarbejdes der forventninger til en stærkere ind-



tjening ude i fremtiden. Især det amerikanske marked udtrykt ved S&P 500 har det seneste par år været forventningsdrevet. Således er stigningen i indekset i jan. 2012-jan. 2014 for 76 procents vedkommende drevet af multipel ekspansion, dvs. forventninger, mens kun 24 pct. kan tilskrives indtjeningsfremgang. Tilsvarende forventninger og stemninger er ikke afspejlet i de løbende opgørelser af den indre værdi i PE-investeringer, som er konservative estimater på virksomhedernes værdi og den håndgribelige operationelle udvikling.

Fordelen ved at indlemme en PE-fond som PGGV i porteføljen er altså, at man får del i en aktivklasse, hvis korrelation med aktiemarkedet svinger mellem høj og lav; som har en lavere risiko; som medvirker til at stabilisere den samlede portefølje, og som giver mulighed for at være med i bl.a. spændende børsintroduktioner, opkøb, fusioner m.v. Således havde PGGV f.eks. ejerandele i Twitter og Instagram forud for hhv. børsintroduktion og salg til Facebook.

Sidst men ikke mindst er der naturligvis afkastet. Det langsigtede mål for PGGV er et afkast, der er 4-6 procentpoint højere end det globale aktiemarked. Med et akkumuleret afkast på 39,7 pct. siden starten i 2007 mod 16,5 pct. på MSCI World TR i samme periode er målet nogenlunde nået.

Hvis man som investor skal få det fulde udbytte af investering i PGGV, kræver det dog, at man ikke ofte går ind og ud men har tålmodighed. Dels fordi det tager tid at effektivisere og udvikle en opkøbt virksomhed, dels konjunkturcyklen og sundhedstilstanden på de finansielle markeder spiller en afgørende rolle for, hvad der betaler sig bedst både hvad angår opkøb af virksomheder og introduktion på børserne. En fuld cyklus er min. 4-5 år, og PGGV er således ikke for den kortsigtede investor.

PE DE NÆRMESTE ÅR?

I den forbindelse er det relevant at stille spørgsmålet om, hvordan PGGV vurderer markedet lige nu. I en ny-

lig rapport påpeger PGGV's analytikere, at aktiemarkedene vil flade ud og fokusere mere på fundamentale forhold, hvor indtjeningen de senere år ikke har fulgt med forventningerne i det meste af den udviklede verden. PGGV fastholder en forventning om, at de økonomiske vækstrater forbliver under det trendniveau, vi er vant til. Hvad angår mulighederne for opkøb af virksomheder, så vurderes det, at de mellemstore virksomheder er de mest interessante med de mest forskelligartede muligheder.

ER PE VÆRDISKABENDE FOR SAMFUNDET?

PE-fonde må lægge øre til meget kritik – f.eks. at det er grådige kapitalfonde, der opkøber sunde virksomheder, ribber dem for værdier og fyrer mange medarbejdere – og at det kun er investorerne i PE-fonde, der scorer gevinsten.

Men virkeligheden er en anden. Det typiske dårlige ry for PE skyldes ofte nedskæringer i den første fase af et PE ejerskab, hvor virksomheden rationaliseres og effektiviseres. Men set over en længere periode skaber PE merværdi på flere punkter via det aktive ejerskab. Dette fører bl.a. til generelle produktivitetstigninger, vækst i medarbejderantallet og en grundlæggende mere sund virksomhed, der er bedre rustet til fremtiden, hvilket også er til gavn for virksomhedens ansatte.

I en rapport af Ernst & Young konkluderes det, at en lang række europæiske virksomheder under PE ejerskab har oplevet en stærk vækst og performance forbedring. Fra tidspunktet fra opkøbet til PE-fonden sælger virksomheden igen har virksomhederne i gennemsnit fået 5 pct. flere ansatte, produktiviteten er steget 9 pct. og profiteten er steget med 15 pct. Det er således ikke kun investorerne i PE-fonde, der nyder godt af opkøb og senere salg af virksomhederne – det brede samfund nyder også godt af processen på flere punkter. ■

AFKAST I PCT.

ÅR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PGGV	-7.6	6.9	-8.4	19.9	11.6	5.2	8.3	1.4
MSCI WORLD	-8.6	-38.0	26.6	19.8	-2.6	13.7	21.2	1.0

Kilde: Partners Group.

Note: Opgjort pr. 28. feb. 2014.

Historiske afkast er ikke garanti for fremtidige afkast.



NY REALKREDITLOV ÆNDRER IKKE HVERDAGEN FOR BOLIGEJERNE

LOVEN SKAL MINDSKE RISIKOEN VED REFINANSIERING AF REALKREDITLÅN OG KORTVARIGT TAGE TOPPEN AF EKSTREME RENTESTIGNINGER TIL LÅNTAGERNE PÅ HELT KORTE OBLIGATIONER. LOVEN, DER ER TRÅDT I KRAFT PR. 1. APRIL 2014, INDEBÆRER FØLGENDE:



"FEJLET AUKTION"

Fremover har danske realkreditinstitutter fælles retningslinjer for, hvad der skal ske, hvis en auktion fejler ved rentetilpasning. Med loven indføres nemlig et krav om, at obligationerne bag FlexLån®, FlexKort®, RD Cibor6®, RD Euribor3®, samt FlexGaranti® med 10 års renteloft skal forlænges et år ad gangen, hvis obligationerne ikke kan refinansieres på markedsvilkår ved deres udløb.

Hvis en auktion fejler, og obligationerne derfor bliver forlænget, låses renten fast i et år på et niveau, der er 5 %-point højere end markedsrenten et år tidligere. For F1-lån og for F3-10-lån vil udgangspunktet være F1-renten året før tillagt 5 %-point, mens F2-lån vil tage udgangspunkt i F2-renten året før tillagt 5 %-point. For FlexKort® vil udgangspunktet være seneste rentefastsættelse – altså renten 6 måneder før refinansiering tillagt 5 %-point.

"RENTE-TRIGGER"

For FlexLån® F1 og F2 indføres en såkaldt "rente-trigger". Den betyder, at obligationerne skal forlænges med et år, hvis renten ved en refinansiering er steget mere end 5 %-point i forhold til F1/F2-renten et år tidligere. I denne situation får man som låntager lagt 5 %-point oveni renten fra året før.

MARKEDET FASTSÆTTER PRIS FOR "FEJLET AUKTION" OG "RENTE-TRIGGER"

Investorerne vil alt andet lige kræve en merpris for at holde obligationer omfattet af "fejlet auktion" og "rente-trigger". Denne merpris fastsættes af markedet. Der er stor usikkerhed om effekten og den vil kunne variere over tid afhængig af renteniveauet og udsvingene i renten. Nationalbanken vurderer umiddelbart, at effekten kan være i omegnen af en rentestigning på 0,1 procentpoint på F1-lån.

Den såkaldte rentetrigger vil kun gælde for F1-lån og F2-lån, mens elementet om "fejlet auktion" er gældende



for alle låntyper, hvor der finder refinansiering sted. F1-lån er omfattet pr. 1. april 2014, mens alle andre låntyper omfattes pr. 1. januar 2015.

Hvad skal boligejerne synes om den nye lov?

”Først og fremmest kan de glæde sig over, at lovforslaget vil bidrage til at sikre, at der også i fremtiden vil være stor tillid omkring de danske realkreditobligationer med attraktive renter til følge. Ellers bør lovforslaget med vores øjne faktisk ikke spille afgørende ind på låntagerens valg af realkreditlån. Således er risikoen for en fejlet auktion fortsat ekstremt lille, og realkreditinstitutterne vil gøre alt for at sikre sig, at lovforslagets kriseberedskab i sådanne situationer aldrig vil blive sat i søen. Dette punkt henvender sig altså mere til forholdet mellem investorerne, realkreditsektoren og myndighederne,” siger Christian Hilligsøe Heinig, cheføkonom i Realkredit Danmark (RD).

Han tilføjer, at rentetriggeren ikke må forveksles med et generelt renteloft.

”Rentetriggeren på de helt korte FlexLån® ændrer ikke nævneværdigt ved den høje rentefølsomhed for låntager på disse produkter. Det er altså ikke et renteloft, men skal mere ses som en midlertidig forsikring mod rentestigninger på mere end 5 %-point – altså en forsikring, der tager toppen af en ekstrem renteudvikling i et enkelt år. Der udløses under alle omstændigheder en regning i form af en rentestigning på 5 %-point, og bliver renten oppe, kommer ekstraregningen året efter, da renten så at sige gives fri forudsat, at auktionen kan gennemføres på markedsvilkår,” siger cheføkonomen og illustrerer det med et eksempel.

Tager vi udgangspunkt i rentetilpasningen ultimo 2013, der endte med en F1-rente på tæt ved 0,5 %, og renten stiger over det næste år med cirka 7 %-point, så vil renten til låntager næste gang ende i omegnen af 5,5 % mod ellers 7,5 %.

Stiger renten i det hypotetiske tilfælde til 13 % i år 2, vil renten til låntager ende på 13 %, da rentetrigger ”kun” beskytter det første år. Herefter vil lånet igen få indbygget en rentetrigger, der sikrer, at renten i år 3 maksimalt kan ende på 18 %.

”Rentetriggeren beskytter heller ikke mod glidende rentestigninger over en flerårig periode. Renten kan altså sagtens stige med eksempelvis 4 %-point det første år, og 4 % det næste år, og hermed en rente til låntager på omtrent 4,5 % ved næste refinansiering og 8,5 % i år 2.”

Ser man på de historiske erfaringer, kan det konstateres, at det er sjældent, at låntagerne ville have nydt gavn af rentetrigger. Tager der f.eks. udgangspunkt i en 6-måneders Cibor-rente, der kan ses som en tilnærmelse til F1-renten, har vi kun tilbage i 1992/1993 oplevet en periode med rentestigninger på over 5 %-point på blot et år.

”Samlet set ændrer lovforslaget dermed heller ikke vores grundlæggende rådgivningsbudskaber. Udgangspunktet i lånevalget er det samme – det er låntagerens økonomi, risikovillighed og tidshorisont i boligen, der bør være afgørende. Med de ekstremt lave renter anbefaler vi som udgangspunkt, at låntagerne overvejer at binde renten for en længere periode – enten via F3/F4/F5-lån eller et fastforrentet lån. Der er ingen garanti for, at det i sidste ende kommer til at kunne betale sig i kroner og øre for låntager – men man får en billig forsikring mod rentestigninger, der giver en nytteværdi i hverdagen. Denne nytteværdi er svær at gøre op i kroner og øre,” siger Christian Hilligsøe Heinig, der også fortsat ser FlexKort® som et stærkt alternativ til F1-lån for de låntagere, der ikke ønsker at binde deres rente for en længere periode.

FRANK ØLAND HANSEN NY CHEFSTRATEG I PRIVATE BANKING

Som ny chefstrateg i Private Banking skal Frank Øland Hansen være Danske Banks overordnede specialist og ansigt udadtil på investeringsområdet. Frank Øland Hansen kommer fra Danske Markets, hvor han de seneste fem år har haft ansvaret for blandt andet analyser af den økonomiske udvikling i euroområdet. Frank Øland Hansen er 41 år og uddannet cand. scient.-oecon fra Aarhus Universitet. Han har tidligere været ansat i Danmarks Nationalbank og i en treårig periode været udstationeret til Europa-Kommissionen. Her i magasinet vil Frank Øland Hansen beskæftige sig med de makroøkonomiske og de investeringsmæssige stofområder. —



STÅR DINE SPAREPENGE DET RIGTIGE STED?

Overvej alternativer for dine sparepenge på en bankkonto, hvor renten oftest er så lav, at inflationen gør dem mindre værd over tid.

Hver fjerde dansker har over 75.000 kr. stående på en bankkonto. En enkel måde at spare op på, men ikke nødvendigvis nogen god forretning. Faktisk kan det være, at man "sparer ned", fordi renten på kontoen ikke er nok til at holde trit med inflationen. ECB (og Nationalbanken) stiler mod at have en inflation under men tæt på 2 pct. over mellemlangt sigt. Men fordi krisen stadig kradser med ledig kapacitet, høj arbejdsløshed og behersket efterspørgsel, så er inflationen usædvanligt lav for tiden. Ifølge tal for februar 2014 er årsstigningstakten i EU 0,8 pct. og i Danmark 0,3 pct. Det ændrer dog ikke ved, at man skal holde øje med inflationen i forhold til den rente man får på en bankkonto – hvor man også skal tage højde for, at man betaler godt en tredjedel i skat af renten (36,7 pct. i gennemsnitskommunen ekskl. kirkeskat). Så selv om inflationen i Danmark kun er på historisk lave 0,3 pct., så betyder det faktisk alligevel, at en rente på 0,125 pct., som er ganske udbredt, ikke er nok til at bevare sparepengenes værdi over tid.

Det betyder selvfølgelig ikke, at en bankkonto altid er en dårlig idé. Bankkontoen er det rigtige valg, hvis det er penge, der skal bruges inden for kort tid – f.eks. til køb af en bil, udbetalingen på et hus eller blot som en reserve til uforudsete udgifter. Erfaringen viser imidlertid, at mange faktisk har ret store beløb stående på bankkontoen år efter år.

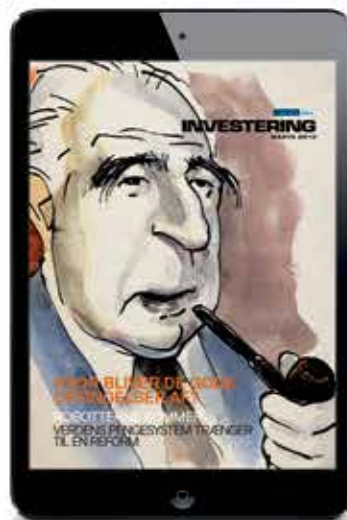
Er du en af dem, kan du overveje, om en del af pengene kunne placeres bedre. Det kunne være ved at nedbringe gæld eller ved at investere i værdipapirer. Måske er det en god ide at indskyde penge på en pensionsordning, inden de investeres i værdipapirer. Hvis du ikke selv ønsker at bruge tid på at investere dine penge, kan du lade banken gøre det i form af Puljeinvest på pensionsordninger eller via Flexinvest Fri for fri midler. Derudover kan Danske Porteføljepleje anvendes til såvel pensionsopsparing som almindelig opsparing. Disse ordninger har eksisteret i en årrække og sikrer professionel overvågning og investering i aktier og obligationer. —

DOWNLOAD

MAGASINET INVESTERING I APP STORE

Sådan gør du: Gå i App Store på din iPad og søg på Danske Bank. Download app'en og åbn denne når overførelsen er gennemført. Magasinet vil fremover findes i Bladkiosken, og du vil automatisk få en meddelelse når et nyt magasin udkommer, såfremt du har accepteret push meddelelser.

INVESTERING har samme indhold som i den trykte publikation, men er suppleret med relevante videoindslag, præsentationer og interviews.



MØD VORES MAND I BOSTON



For nogle år siden overvejede Edward Bousa at investere i et stort amerikansk selskab, der er langt fremme inden for udvikling og brug af LED-teknologi.

Midt i finanskrisen var selskabet i stand til både at effektivisere sin forretning og udvide sit marked. Det er nogle af de egenskaber, porteføljeforvalter Edward Bousa kigger efter, når han sammen med resten

af teamet fra Boston udvælger selskaber for Danske Invest.

Når du investerer gennem Danske Invest, trækker du på lokal viden fra investerings eksperter over hele verden. Edward Bousa er en af dem.

gange og besøgte desuden forskellige udviklingsafdelinger i selskabet. Vi vurderede, at selskabet havde potentiale til mere og besluttede at investere", forklarer Edward Bousa.

"For at få et dybere indblik i virksomhedens planer og potentiale mødtes vi med ledelsen flere

Selskabet kom styrket ud af krisen, og aktien udviklede sig positivt. I 2012 solgte Edward Bousa selskabet med et godt afkast.

"Jeg er overbevist om, at vi ved at være i tæt kontakt med virksomhederne kan finde frem til dem, som formår at tilpasse sig markedssituationen og få det bedste ud af deres forretning".

Få mere at vide

Mød Edward Bousa og læs mere om dine investeringsmuligheder på danskeinvest.dk

Knowledge at work

Danske Invest