

INVESTERING

2010 // **DECEMBER**

SIDE // **36**

Det glemte klimatopmøde

SIDE // **06**

Moderat global vækst i 2011
– om alt går vel

SIDE // **12**

Jobs, Kina og internationalt
samarbejde skal løfte
aktiemarkedet i 2011

SIDE // **22**

Global valutakrig

SIDE // **28**

Blandt eksperternes krystalkugler

SIDE // **46**

Renterne har bundet

KORT NYT 4-5

Vestens dominans i verden er på vej mod enden
Man kan næsten høre trompeterne...

VERDENSØKONOMISK UDSYN 6-7

Moderat global vækst i 2011 – om alt går vel

INTERVIEW 8-11

Manden, der ikke må blive forelsket

AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV 12-13

Jobs, Kina og internationalt samarbejde
skal løfte aktiemarkedet i 2011

UDVALGTE AKTIER 14-15

Chr. Hansen, Volvo, Danone, Fiat

AKTIVALLOKERING 16-19

Opsigtsvækkende risikomodell i Danske Bank

KORT NYT 20-21

De bedste finansfolk er langfingrede
Google er blevet en magtfaktor i samfundet



FINANS & ØKONOMI 22-27

Global valutakrig

FINANS & ØKONOMI 28-35

Blandt eksperternes krystalkugler

KLIMA & CLEAN TECH 36-43

Det glemte klimatopmøde

VIDENS KAB & TEKNOLOGI 44-45

Opfinderen af The Web advarer om nettets udvikling
Den næste videnskabelige revolution er i fuld gang

RENTER & OBLIGATIONER 46-49

Ny renteprognose: Renterne har bundet
Virksomhedsobligationer
Obligationer i Emerging Markets

AKTIVALLOKERING 50-51

Hedgefonde kan medvirke til at sprede porteføljens risiko
Strukturerede produkter. Hvordan er det gået?

SKAT & PENSION 52-53

Fradrag for indbetaling til privat pension mere fleksibel
Pension - forlængelse af udbetalingsperiode
Kapitalpension betaler sig
Forskudsregistrering 2011
Restskat 2010

PROGNOSE 54

VERDENSØKONOMIEN KORT FORTALT 55



INVESTERING udkommer 6 gange årligt. Hensigten med magasinet er at give primært bankens investeringsaktive privatkunder et godt overblik over de mest aktuelle investeringsmuligheder og anbefalinger og samtidig skabe den bedst mulige indsigt i andre emner af økonomisk karakter og samfundsmæssig interesse.

Udgiver: Danske Bank · Holmens Kanal 2-12 · 1092 København K · Telefon 33 44 00 00

SWIFT: DABADKK www.danskebank.dk/kontakt · Chefredaktion: Flemming Østergaard, Allan Soon Lorentzen (ansvarshavende), Anders Nellemose · Redaktion afsluttet den 30. november 2010 · Koncept og design: Sylvester Hvid & Co A/S · Tryk: Rosendahls · Kommentarer, spørgsmål, ris og ros, bedes sendt til flste@dankebank.dk · Forsidefoto: Miljø

Arkiv over tidligere numre af INVESTERING. Du finder alle tidligere udgaver i Danske Banks Netbank. Efter log-on vælges i venstre side menupunkterne "Investering", "Nyheder og analyser" og "WEB-redaktionen". Herefter kan du se linket til arkivet over tidligere numre af INVESTERING i den nederste boks til højre på siden.

Verdenssituationen - kan vi ordne den?

Verdenssituationen. Nem at ordne over en fyraftensbajer eller i en hyggestund med vennerne. Helt anderledes vanskelig at håndtere i den politiske virkelighed. På nationalt plan er det en evig kamp for politikerne at gøre alle tilfredse og samtidig tænke langsigtet. På globalt plan det samme – en magtkamp om nationale interesser, hvor de færreste vil give sig.

Sådan har det altid været. Og hvert år har budt på store udfordringer og ekstreme begivenheder, som har forplumret det hele, så man næsten ikke synes, det kunne blive værre – også i efterkrigstiden. Op gennem 60'erne med Cuba-krisen, raceuroligheder, mordene på John F. Kennedy, Robert Kennedy, Martin Luther King, accelererende Vietnam-krig. I 70'erne Watergate, terror ved OL 1972, militærkup i Chile, Yom-Kippur krigen, oliekrisen, tårnhøj inflation, Rom-klubben, der advarede om Grænser for Vækst. I starten af 80'erne blev der spillet med musklerne i den kolde krig, mord på Indira Ghandi, Anwar Sadat, Olof Palme, Falklands-krigen, Iran-Irak krig i 8 år, massakren på den Himmelske Freds Plads. I 90'erne mord på Rajiv Ghandi, Yitzhak Rabin, Golfkrigen, Balkan-krigen. 00'erne præget af terror med 9/11 og bomber i London, Madrid, Bali, Istanbul, Golfkrig II, to store børskriser.

TING, DER GIK GODT

Men mange ting er også gået godt. USA fik en mand på månen, Vietnam-krigen blev afsluttet, den rige verden fik styr på inflationen, Muren faldt og den kolde krig sluttede, Tyskland blev genforenet, Mandela frigivet, IRA nedlagde våbnene, Saddam Hussein blev væltet, Kina åbnede mere op for kapitalismen og dermed frie markedskræfter og vestlig indflydelse.

Historisk set har mennesket i nyere tid ofte formået at finde løsninger på mange problemstillinger, der har forekommet uoverkommelige. Eksempelvis virkede det unægteligt som om, John F. Kennedy tog munden lige lovlig fuld, da han i 1961 erklærede, at USA ville have en mand på månen inden årtiets udgang. Men 300.000 mennesker var i de følgende år beskæftiget med projektet, der ud over at nå sit mål også affødte mange teknologiske samfundsnyttige innovationer – noget som NASA stadig i høj grad bidrager med.

Men den største koordinerede internationale aktion sås i det 20. århundrede, da den værste krig i historien begyndte at udspille sig, og der formede sig allierede styrker til kamp mod nazismen og japanerne i et tværnationalt omfang aldrig tidligere set.

GLOBALE UDFORDRINGER

Mens fjendebilledet og målet så ret klart ud ved krigens start, så er det en mere kompleks opgave, der ligger forude i dag. Der er mange forskellige problemstillinger at tage fat på, og det er ikke en opgave, der bliver overstået inden for en overskuelig årrække – selv med de største anstrengelser og allierede styrker, der omfatter de fleste af Jordens lande. Lad os lige remse nogle af de værste udfordringer op:

Befolkningstilvækst, kamp om svindende ressourcer - herunder fossile brændstoffer, global opvarmning, forureningsproble-

mer, vandmangel, knaphed på fødevarer og opdyrkelig land, aldrende befolkninger i det meste af Vesten, Japan og Kina, store gældsbyrder i Vesten, hungersnød og sundhedsproblemer i mange udviklingslande, global indkomstulighed, tab af biodiversitet, terror, masseudvandring fra Afrika til Europa, skiftet i magtbalancen fra Vest til Øst, euro-projekt truet af kollaps og så videre....

Aktuelt er det økonomiske problemer, der dominerer den globale dagsorden med valutakrig, vaklende euro, dybt forgældede vestlige lande, begyndende tendenser til protektionisme, og topmøder, der ikke fører til andet end kævl og bævl.

Set i historisk perspektiv virker det ikke, som om vi har lært noget. Det ser ud, som om det er den samme gamle, ridsede plade, der er sat på med national selvhævdelse og ingen lyst til at løfte i flok. Det blev demonstreret med den uforpligtende aftale ved COP 15 i 2009, og igen ved COP 16 i Mexico, der ved sin mangel på politisk og mediemæssig deltagelse blev et symbol på berøringsangsten over for de fælles globale problemer, som med stadig større tyngde vil plage de kommende generationer. Og lige nu testes de stærkeste euromedlemmers (læs: Tysklands) vilje til at forsvare de svageste euromedlemmer – og dermed også det sikkerhedspolitiske projekt, som euroen og hele EU dybest set er.

Det er forståeligt nok, at regeringer rundt om lige nu er mest optagede af, at få maskinrummet i økonomierne til at fungere igen. Men problemerne går ikke væk – tværtimod vokser de bare.

VI KAN LEVERE DE TEKNOLOGISKE LØSNINGER

Rent udviklingsmæssigt og teknologisk er der ingen tvivl om, at mennesket vil være i stand til at frembringe løsninger. Den menneskelige kreativitet lader sig ikke kue, og vi vil i de kommende år se teknologiske nyskabelser inden for mange områder – noget vi ikke kan forestille os, og noget som vi aner konturerne af.

Som fremtidsforskeren Paul Saffo for nylig påpegede over for The Economist, så er der en historisk tendens til, at teknologiske innovationer, der har 15-20 år på bagen uden succes, pludselig slår igennem. Som eksempel spår han på den baggrund en robotrevolution i de kommende år. Han nævner ikke elbilen, men det bliver efter vores vurdering et andet stort tema. Og så nævner han internettet. Og netop internettet synes på tærsklen til en ny æra – med nye, dybere links mellem de enorme mængder af information og data online, som vil give videnskaben og den teknologiske verden et kvantespring i videndeling og potentiel problemløsning. Internettet er på vej ind i en ny fase, som i endnu højere grad vil understøtte nettets demokrati og udfordre de traditionelle regeringsformer på nye fronter, som Google allerede gør.

Verden er i en teknologisk revolution samtidig med, at den globale magtbalance også er ved at forskyde sig til de største udviklingsøkonomier. Men vi mangler en revolution af de traditionelle politiske styringsmekanismer og samarbejdsformer. Vi trænger til at ryste posen med løsningsmodeller, tankemønstre og traditionelle tilgangsvinkler til globale problemer. Må 2011 blive et skridt i den retning. Godt nytår!

Vestens dominans i verden er på vej mod enden

En ny bog kommer med en forklaring på, hvorfor Vesten i dag dominerer resten af verden. Det handler om geografi.

Hvorfor har Vesten i dag en så markant førerposition på Jorden? Det er der givet en hel del forklaringer på i tidens løb. En går på, at folk i den vestlige verden er intelligensmæssigt overlegne i forhold til andre. Andre går på, at den vestlige kultur har indbygget en enestående dynamik; at kulturen har frembragt store tænkere og kunstnere som Sokrates og Leonardo da Vinci; at Vesten har bedre ledere; at førerpositionen er en tilfældighed; at førerpositionen altid har været der; eller at det er Vestens udvikling af demokrati, understøttet af de kristne værdier. Forklaringerne er mange. Herunder også, at Vestens dominans i dag udelukkende skyldes, at det var her, den industrielle revolution udsprang fra. Professor Ian Morris fra Stanford University har skrevet en bog; *Why the West Rules - For Now*; hvori han ser langt tilbage, faktisk 50.000 år, for at se om der er et klart mønster. Han afviser mere eller mindre alle de gængse forklaringer.

Folk er stort set ens over hele kloden, mener han, og ingen kan siges at have en markant biologisk eller intelligensmæssig fordel frem for andre. Og hvad angår den enestående vestlige kultur, så havde Østen i lige så høj grad store tænkere, renæssance og oplysningstid.

"Igen og igen har triumferne for vestlig kultur vist sig at være lokale versioner af bredere trends, ikke ensomme fyrtårne i generelt mørke, og hvis vi tænker på kultur i en bredere, mere antropologisk forstand, så ser Vestens historie igen ud til at være et eksempel på et større mønster snarere end en unik historie," har Ian Morris skrevet i en kommentar til bogen.

EFTER ISTIDEN SKER DER NOGET

Mennesket har i det meste af sin historie levet i mindre jæger-samler grupper. Efter istiden for knap 12.000 år siden skete der imidlertid noget, der førte til afgørende ændringer i visse regioners udviklingshastighed. Den globale opvarmning påvirkede nemlig – som den globale opvarmning i dag – nogle områder mere end andre, og det påvirkede i høj grad plante- og dyrelivet. Morris peger på, at den vestlige ende af Eurasien oplevede den største koncentration af dyr og planter egnet til domesticering, og derfor var det her, landbruget først startede. Faktisk gik der 2000 år, før systematisk dyrkning af afgrøder og husdyrhold slog igennem i andre dele af verden, hvor ressourcerne var i mindre overflod.

Vesten fik således et forspring, og de forbedrede levevilkår, som landbruget førte med sig,

gjorde, at det var Vestens beboere, der blev de første til at bygge byer, skabe stater og erobre imperier. Men omkring år 400 skete der en ændring.

De kinesiske ledere under Han-dynastiet (206 f. Kr.-220 e. Kr.) havde ikke formået ikke at gøre de varme, fugtige dale i det sydlige Kina produktive. Men massemigrationen af landmænd fra nord mod syd i det kaos, der fulgte efter dynastiets kollaps, førte til perfektion af risdyrkingen, og det blev afgørende for Kinas udvikling. Vesten havde ikke en afgrøde, der kunne hamle op med ris, og "føringen" blev sat over styr – ikke mindst fordi Romerriget, indtil da toppen af Vestens sociale udvikling, også gik i opløsning.

KINA TAGER TETEN

Romerrigets kollaps er i øvrigt ikke nogen overraskelse ifølge Morris. Han viser i bogen, at over en periode på 10.000 år har den ene civilisation efter den anden ramt et "hårdt loft" af social udvikling, før det falder sammen, ude af stand til at kontrollere de kræfter, som samfundets succes har skabt. For hver to eller tre skridt frem, var der altid mindst et skridt tilbage. I disse perioder med fremskridt havde Vesten en tendens til at trække fra Østen, men i tilbageskridtene blev forspringet indsnævret igen. Dette fortsatte i en serie af bølger, som alle nåede højere end de foregående og med Vestens forspring tilsyneladende fastlåst.

Men med Romerrigets fald og Vestens entré i den "mørke tidsalder", og den samtidige etablering af Sui-dynastiet, som forenede Kina, var banen kridtet op for kineserne. I mere end 1000 år, mindst frem til 1700, var Kina det rigeste, stærkeste og mest innovative sted på Jorden.

I denne fase kom det ene teknologiske gennembrud efter det andet. I 1300 havde Kina skibe, der kunne krydse oceanerne, de havde kompasser, der kunne fortælle dem, hvor de var på vej hen, og de havde våben, så de kunne skyde de folk, de mødte, når de ankom til nye steder... Mere end 80 år før Columbus satte foden på amerikansk jord med 90 søfolk i tre mindre skibe, udforskede den kinesiske admiral, Zheng He, Indiens og Afrikas kyster med en flåde på knap 300 langt større skibe og 27.000 mand.

EUROPA HAR USA I BAGHAVEN

Men igen kom geografin til at spille en rolle for næste fase i den globale udvikling. Europæerne fandt også ud at bygge oceangående skibe, og det

gav dem en gigantisk fordel, at det kun var Atlanterhavet og ikke Stillehavet, der skilte dem fra Amerika. Opdagelsen – og plyndringen – af Amerika førte nemlig til en voldsom stigning i Vestens velstand og ressourcer. Europæerne opbyggede en ny form for maritim markedsøkonomi, der udnyttede komparative fordele mellem kontinenterne, og det grundlagde også starten på en videnskabelig revolution. Omkring 1800 gav denne kombination af markedsøkonomi og videnskab incitamenter og muligheder for vesteuropæerne til at mekanisere produktion og udnytte den overvældende styrke af fossile brændstoffer. Den industrielle revolution var skudt i gang, og Vesten – i form af Europa – var igen i det globale førersæde.

Igen kom geografin til at spille en rolle. Fra at være et ressourceområde i baghaven af briternes imperium, voksede USA til at blive det globale centrum. Senere i det 20. århundrede var det så den USA-dominerede globale økonomi, der begyndte at trække ressourcer ind fra Asien, hvilket skabte en voldsom transformation af Japan og siden de "asiatiske tigre" Malaysia, Singapore, Sydkorea... og siden Kina og Indien fra den globale baghave – og disse er nu godt på vej til at blive nye globale magtcentre. Men i virkeligheden har denne "østlige opstandelse" været helt forudsigelig, mener Morris.

HVAD SIGER HISTORIEN OM FREMTIDEN?

Men hvad betyder de historiske mønstre så for fremtiden? Morris mener, at vi kan lave nogle forudsigelser, hvis vi ekstrapolerer fra de historiske mønstre. Fortsætter forandringsprocesserne i det 21. århundrede med samme acceleration som i det foregående, så kan vi vente Østens globale dominans allerede omkring 2050.

Men det er ikke den eneste ændring, der vil ske. Ligesom geografin formede udviklingen af samfund i fortiden, så vil udviklingen også påvirke geografiens betydning. Ifølge Morris tyder alt på, at betydningen af geografi ændrer sig hurtigt end nogensinde før.

"Geografin mister sin betydning. Verden skrumpes ind, og de største udfordringer vi står overfor – atomvåben, klimaforandringer, massemigration, epidemier, føde- og vandmangel – er alle globale problemer. Måske er den virkelige lære af historien derfor, at når vi når det tidspunkt, hvor Vesten ikke længere er den bedste, så har spørgsmålet måske ikke længere nogen større betydning," skrev Ian Morris i tidsskriftet *Prospect* i oktober.



Man kan næsten høre trompeterne...

Warren Buffet, rigmanden fra Omaha, der har forstand på aktier, har sagt det: "Be fearful, when others are greedy, and greedy when others are fearful". Og Baron de Rothschild har sagt det på en mere poetisk måde: "Buy to the sound of cannons, sell to the sound of trumpets".

Det handler altså om at købe aktierne, når det ser sort ud – og sælge når alle tror, træerne er på vej ind i himlen. Men problemet er jo lige at bestemme, hvor vi er henne. En måde er at se på *American Association of Investors Weekly Sentiment Survey*, som er baseret på, at 150.000 medlemmer hver uge kommer med deres bud på, hvor aktiemarkedet vil bevæge sig hen i det næste halve år.

Den ugentlige undersøgelse fra 10. november viste, at 58 pct. siger, de er bullish på aktier – det

højeste niveau siden tidligt i 2007. Siden undersøgelsen begyndte i 1987 har der kun været 65 ugentlige observationer med en større andel af "bullish investors", hvilket placerer novemberundersøgelsen tæt på Top 5 pct.

En sådan optimisme er ikke et godt tegn, skrev *Financial Times* for nylig. I gennemsnit har S&P 500 tabt to pct. i året efter en så høj andel. Blandt de mest bullish uger overhovedet har været dem lige før krakket i 1987 og 2000. Totalt set er markedet endt lavere 30 ud af 65 gange.

Ser man på de tilfælde, hvor andelen af bullish investors var lavest, så er der kun tre gange, hvor aktier et år senere rent faktisk var lavere – og alle de tre tilfælde kom i 2008, før eller under Bear Stearns-krisen. Dette var forløberen for langt større problemer i den amerikan-

ske finanssektor, ikke mindst Lehman Brothers og giganten inden for obligationsforsikring, AIG. Men selv når man tager højde for de enorme kursfald i perioden, så steg markedet faktisk med 15,2 pct. efter det års lavpunkt i "bullishness".

Læren er selvfølgelig, at man ikke skal gøre som flertallet af andre individuelle investorer, snarere det modsatte. Med ledende aktieindeks i USA og andre steder i verden, der nu er på det højeste niveau i to år, og en stemning, der er drevet af forventninger til især USA's ekstreme lavrentepolitik, men ikke faktisk økonomisk udvikling, så er det lige før, man kan høre trompeterne i. Lad være med at stikke fingrene i ørerne.

Moderat global vækst i 2011

– om alt går vel

Mens Vesten hænger fast i lavvækst, skal Kina passe på overophedning. I Europa er euroen en tikkende bombe.

Det økonomiske opsving, der startede i 2009, er fortsat i år, men det er sket med sværds slag og dramatik i et omfang, man ikke normalt ser i et opsving. Men dette opsving er ikke normalt, for det var den forudgående krise heller ikke, eller snarere det var gældsætningen op til finanskrisen ikke. Adskillige års overforbrug og store gældsbyrder tynger i dag den vestlige verden og vil gøre det i lang tid. Det gør de vestlige lande følsomme over for "ballade", og lige nu er det de svageste led i kæden – Irland og de sydeuropæiske lande i euroen, der tiltrækker sig mest opmærksomhed.

Det gjorde de allerede i foråret, hvor Grækenland var i fokus, men den store redningspakke fra EU og IMF skabte ro på de finansielle markeder. Så tog et nyt tema over. Henover sommeren var der stigende frygt for, at global økonomi kunne falde tilbage i ny recession – det hedder et *double dip*, når det er så tæt på den foregående. De økonomiske nøgletal pegede på, at verdensøkonomien som helhed og særligt USA var på vej ind i en ny rutsjetur. Den frygt har dog fortonet sig med en række overvejende positive signaler. Til gengæld er euro-balladen blusset op igen.

USA – SVÆR PERIODE FORUDE

Men lad os lige starte med det land, der normalt er det stærkeste led i kæden. USA er verdens største økonomi og har i mange år været primus motor for verdensøkonomien, ført an af særdeles købelystne forbrugere, udlånsvillige banker og kreative virksomheder, der sammen med et stærkt universitetsmiljø (og NASA og verdens teknologisk førende militær) har gjort USA til verdens mest innovative nation.

Kigger vi fremad, kommer vi ikke udenom, at USA står over for en vanskelig tid, og det bliver en langsommelig affære at nedbringe den høje arbejdsløshed på næsten 10 pct. Frem til starten af 2010 har opsvinget i vidt omfang været drevet af midlertidige faktorer fra massive stimuli fra penge- og finanspolitik og øget produktion i virksomhederne efter, at lagrene blev banket i bund under krisen. Normalt er det sådan, at de faktorer sparker gang i økonomien igen og genskaber tilliden til fremtiden – efterspørgselen stiger, virksomhederne begynder investere og ansætte nye folk, forbrugerne begynder at bruge penge, boligmarkedet stabiliseres, bankerne

tør igen låne penge ud – en selvforstærkende positiv spiral er i gang.

Det er bare ikke sket denne gang. Forbrugerne med deres høje gæld er ikke meget for at hive pungen frem, og det lægger pres på boligmarkedet, der også er præget af usædvanlig mange tvangsauktioner. Medvirkende til at dæmpe forbrugernes optimisme er, at virksomhederne kun i beskedent omfang ansætter nye folk og foretager investeringer – og bankerne, der fik så mange bank under finanskrisen, er ikke meget for at låne penge ud. Normalt på dette tidspunkt plejer det at være jobvækst, der overtager rollen som den drivende faktor i opsvinget, men det er ikke sket. Det er rigtig træls for samtidig er det nemlig slut med den drivkraft, der kom sig af, at lagrene skulle bygges op igen – og finanspolitikken er ved at blive strammet op, fordi der skal styr på udviklingen i den samlede statsgælds udvikling, og i øvrigt er flere stater, heriblandt Californien, nærmest bankerot på lokalt plan.

Den amerikanske centralbank understøtter med lavrentepolitikken og endnu en omgang obligationsopkøb (QE2) for at presse renterne endnu længere ned. Men som "Dr. Doom", Nouriel Roubini, har påpeget, så nytter det hele ikke meget, hvis bankerne ikke vil låne flere penge ud. Økonomerne i Danske Markets Research mener dog, at USA trods alle udfordringer kan holde skruen i vandet og levere en BNP-vækst på 2,3% i 2011- hvilket dog er et fald fra 2,6% i 2009.

UDVIKLINGSØKONOMIERNE – VERDENS NYE VÆKSTMOTOR

Ingenting er så skidt, at det ikke er godt for noget. To store kriser i den vestlige verden på 10 år har skubbet voldsomt til udviklingsøkonomiernes "catch-up"-proces. Kriseramte økonomier og virksomheder i de rige lande har i massivt omfang outsourcet produktion af varer og ydelser og i stigende omfang også viden i form af forsknings- og udviklingscentre i de billigere udviklingsøkonomier, som har nydt godt af meget stærk eksport. I dag udgør udviklingsøkonomierne halvdelen af verdensøkonomien, men som følge af, at deres økonomier vokser meget hurtigere end i de rige lande trækker de faktisk 75 pct. af verdens vækst, ført an af de to mastodonter Kina og Indien.

Men selv om det er imponerende, er det en kendsgerning, at der mangler noget global efter-

spørgsel i forhold til tiden før finanskrisen. De store gældsbyrder i Vesten har skabt et hul, som udviklingsøkonomierne ikke kan udfylde endnu, da de især har været eksportdrevne. Med tiden vil deres indenlandske efterspørgsel fylde mere og mere, men det er ikke noget, der lige sker med et snuetag. Man kan direkte se "hullet" i Vestens efterspørgsel i de seneste tal fra Asien, som viser en lavere vækst i bl.a. Taiwan, Sydkorea, Thailand, Singapore, Indonesien, Malaysia og eksportmotoren over dem alle: Kina.

Det er dog også i Kinas egen interesse, at væksten afdæmpes, for netop den kinesiske økonomi kører på fuld kapacitetsudnyttelse, og det giver risiko for en overophedning. De kinesiske myndigheder er imidlertid meget opmærksomme på problemet, og man skal ikke undervurdere betydningen af, at den kinesiske styringsmodel giver muligheder for helt andre indgreb end i demokratiske økonomier. Eksempelvis kan kineserne udover renten diktere, hvor meget de enkelte banker skal have i reserve, og hvilke projekter, de må låne penge ud til. Og de kan lave andre direkte indgreb af forskellig art – "nålestiksoperationer", som kan bremse uhensigtsmæssige udviklinger i bestemte sektorer som f.eks. boligmarkedet, hvor de netop har forhøjet gebyret markant for ejendomshandler, hvor ejer-tiden er mindre end to år.

Kina har også et inflationært pres fra de stigende råvarepriser, som kunne imødegås med en opskrivning af Yuan. Men det vil kineserne ikke. I stedet har de lovet befolkningen, at de vil tage skridt til at begrænse stigningen i fødevarerpriserne, der er afledt af de stigende råvarepriser. Kina ønsker nemlig ikke, at den fattigere del af befolkningen, hvor fødevarer udgør en betydelig del af budgettet, skal opleve deres købekraft til andre ting reduceret. Kina er nemlig lige som den vestlige verden også interesseret i, at kinesernes privatforbrug stiger.

EUROPA – MARKEDET SPILLER DOMINO

Faren for et globalt double dip er aftaget, og væksten i Europa er heller ikke så hårdt ramt som frygtet. Særligt Tyskland fortsætter med at overraske positivt med meget stærk eksportvækst til Emerging Markets. Der er også tegn på, at de tyske virksomheder tør investere igen, og at forbrugerne så småt er ved at få pengene op af lommen.



Men det altoverskyggende problem i Europa lige nu er PIGS-landene – Portugal, Irland, Grækenland og Spanien – som alle har store problemer og har stærkt brug for den devaluering, de ikke kan få som euro-medlemmer. Efter længere tids pres fra de finansielle markeder bøjede Irland sig og bad EU om finansiell støtte. Ikke til statsgælden, som ikke kræver nyudstedelser før i midten af 2011, men til bankerne, som er stærkt pressede. Men selv om Irland samtidig bebuder en hestekur af dimensioner, har det ikke været nok til at dæmpe uroen.

Vi er i en situation, der i påfaldende grad minder om tiden op til finanskrisen i 2008. Dengang, efterhånden som subprimeproblemet begyndte at dukke tydeligere frem, testede markedet styrken af finanssystemets dominobrikker. Bear Stearns bukkede under, men blev samlet op. Lehman Brothers bukkede under, men blev ikke samlet op. Og så væltede de andre brikker.

Nu spiller markedet igen domino, men på landebasis. Grækenland blev (foreløbig) reddet tidligere i år. EU's stabilitetsfond kan også sagtens løfte Irland – et lille land med 4,4 mio. indbyggere, selv om de har en stor statsgæld og en kriseramet banksektor. Men nu testes Portugal og Spanien også. Umiddelbart mest sårbar er Portugal. Den offentlige bruttogæld er på 86 pct. af BNP, men den private gæld er på 239 pct. af BNP – en af de højeste i verden. Ikke nok med det – konkurrenceevnen er 64 pct. af gennemsnittet i

Euroland, og kun 14 pct. af befolkningen mellem 25 og 64 år har en mellemlang eller videregående uddannelse, hvilket ikke har forhindret lønomkostningerne, rensat for inflation, i at stige 44 pct. siden Portugals indtræden i euroen. Da der allerede nu også er strejker i protest mod nedskæringer og fyringer, er det svært at overbevise markedet om, at Portugal kan klare skærene.

Og det er også en svær opgave, ligesom det også er for de andre PIGS. At gennemføre hestekure af så massivt et omfang og samtidig opnå en pæn vækst er umuligt, og dermed bliver det umuligt at betale gælden tilbage – betalingerne vil komme til at fylde mere og mere på budgettet.

Men Portugal er et lille land, og EU kan også medvirke til at løfte den byrde med redningspakker. Det store spørgsmål er imidlertid Spanien – en langt større økonomi med en ledighed på 20 pct. og store strukturelle problemer. Spaniens økonomi er dobbelt så stor som Portugal, Irland og Grækenland tilsammen, og det kan EU's fond næppe klare. Men endnu værre er den markedseffekt, det vil have, hvis det bliver nødvendigt med støtte. I så fald er der stor stor risiko for, at andre store dominobrikker følger efter. Italien kan blive det næste land. Italien har en offentlig gæld på 118 pct. af BNP, og dermed en af de højeste gældsbyrder i verden. Og kommer Italien for alvor under pres, kan Frankrig blive den næste brik, kan også Frankrig stå for skud. Og så er lø-

bet kørt for euroen.

Lige nu flyver det i luften med teorier og spekulationer om, hvad der kan og skal ske – og hvad der helst ikke må ske. Der tales om defaults – at EU ikke skal bære hele byrden via deres garanti, men at statsobligationsejere heller ikke skal have hele deres investering tilbage og/eller skal gå med til forlængelse af løbetiden. Men det vil gøre ondt på de europæiske banker. Eksempelvis har de franske banker ifølge BIS en beholdning af statsobligationer i PIGS svarende til 32 pct. af BNP; i Holland er det 26 procent; i Tyskland 20 pct. og i Storbritannien 17 pct.

Der tales også om indførelse af en delvis fælles finanspolitik i Euroland; fælles obligationsudstedelse (dvs. reelt i Tysklands gode navn); udtræden af euroen for de hårdest ramte lande; og i værste fald en opløsning af eurosamarbejdet.

Ingen er interesserede i, at euroen opløses, men spørgsmålet er, om presset kan blive for stort og kræve en strukturel ændring af euroen, som heller ikke nogen er interesseret i – slet ikke Tyskland, som er den afgørende dominobrik.

Euromodstanderne argumenterede i sin tid for, at euroen ikke ville overleve uden en finanspolitisk overbygning. Lige nu ser det ud til, at de fik ret. Euroen var og er en smuk drøm, men ikke desto mindre en forceret drøm, der ikke er blevet bakket op af de nødvendige økonomiske tilpasninger undervejs. Nu er det måske for sent. Men dybest set er det Tyskland, der bestemmer det.

Manden, der ikke må blive forelsket

Lars Skovgaard Andersen har en særlig stilling. Han skal spotte de kortsigtede handelsmuligheder men også identificere de langsigtede trends.

Kan du give nogle eksempler nogle af de ting, du observerer?

Jeg kommunikerer dagligt med mange mennesker i både Danmark og London om tendenser inden for ikke blot aktier, men også obligationer, valuta, derivater og økonomi. Og det giver mig indsigt i forhold, som man ikke lige fanger i de gængse mediekkanaler. Feks. var der i starten af efteråret et rygte i London om, at en del hedgefonde lå skævt i markedet, fordi de havde lagt sig short. Det var interessant, fordi det kunne forklare kursstigningerne på det tidspunkt, som ikke var understøttet af den fundamentale udvikling.

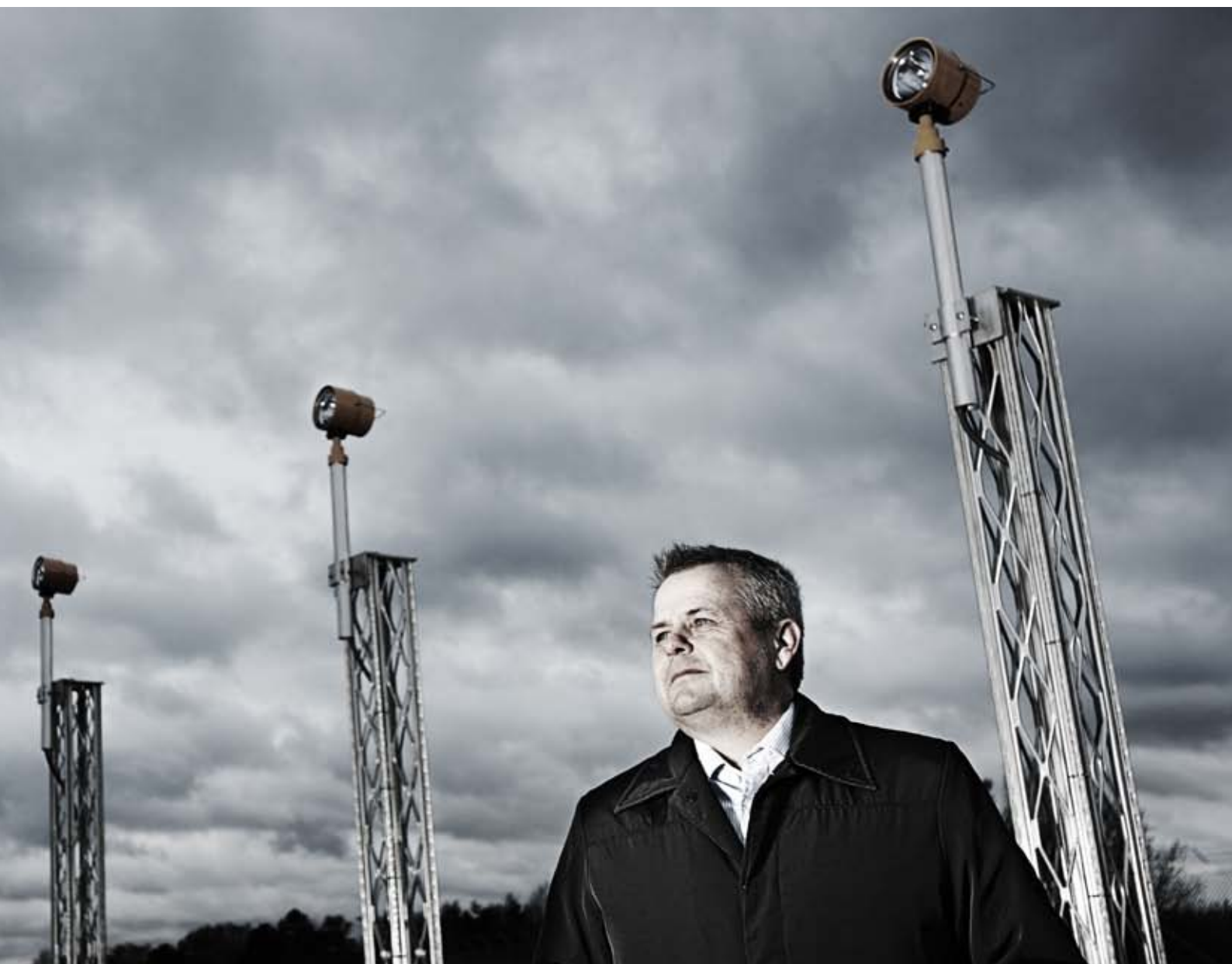
Nu står vi så her og funderer over om det virkelig bare var hedgefondes lukning af korte positioner, der fik markedet til at stige. Hvis det er tilfældet, så har der jo ikke været nye købere på banen. Det, der skal trække aktiemarkederne videre herfra er, at investorerne begynder at sælge ud af deres obligationer og køber flere aktier.

Det kan ske, når vi er mere overbeviste om, at PIGS-uro og Kina-opstramninger ikke får has på de globale vækstsignaler samt selskabernes muligheder. For at spotte vigtige signaler, skal man altid se på, hvordan andre aktivklasser opfører sig. Et punkt, som vi holder øje med, er, om renter begynder at stige, eller bare fortsætter fladt. Hvis vi ser bort fra stigende renter pga. kreditrisiko, så

er svagt stigende lange renter normalt et udtryk for vækst. Et andet punkt at se på er selvsagt kreditspænd, og endelig er vi meget opmærksomme på, om vi står over for et skifte mht. USD-udvikling, dvs. om vi skal se en styrket USD som et udtryk for øgede vækstforventninger til den amerikanske økonomi snarere end det som har været kutyme på det seneste – nemlig, at USD kører op, når vi bliver nervøse.

Men man kan vel tillade sig at gøre det meget enkelt: Enten får vi styr på PIGS-landene, og så vil aktier have det godt pga. den underliggende positive makrotrend, eller også får vi det ikke, og så har vi virkelig problemer. Mit gæt er, at "failure is not an option", og derfor vælger jeg at hæn-





ge min hat på, at alle sejl er sat for at skabe vækst, hvilket er godt for aktier. De problemer, som opstår i forbindelse med at skabe væksten, skal vi selvfølgelig forholde os til på et tidspunkt, men der kan godt gå noget tid, inden det bliver et emne, der hæmmer aktier.

Bliver du nogle gange forelsket i en trend – eller får en tendens til kun at søge information om det, du synes er mest spændende?

Nej, der kommer sjældent noget godt ud af, at lade had og kærlighed afgøre dine investeringsbeslutninger. Jeg er meget opmærksom på at træffe min beslutning så objektivt som muligt.

Når jeg ser på aktier, ser jeg ikke kun på aktier, jeg ser på hele det finansielle marked. På kreditobligationer, råvarer, valutaer, renter, volatilitet, volumen... Det hænger sammen, og når du har beskæftiget dig med det i mange år, får du en idé om, hvad der sker, når en af disse brikker i det store puslespil ændrer sig. Det er lidt, som når man starter med at spille fodbold, i starten kan man være lidt forvirret, men i takt med flere år på bagen (rutine) har du større sandsynlighed for at se, hvor bolden ryger hen, og hvad modstanderen gør, når spillet er i gang.

Oven i alt dette er det vigtigt, at kende til den menneskelige psyke. Noget som altid har optaget mig, og som jeg til stadighed forsøger at bli-

ver mere klog på via bøger/kurser. Specielt inden for økonomi er der nogle gange for mange lineære betragtninger med for meget larm og røgslør. I takt med, at medier fylder stadig mere, er det også vigtigt at kende deres påvirkning af den almindelige opfattelse af verdens vækst. Henover sommeren i et stille sommermarked var der påfaldende mange artikler omkring Double Dip. Specielt online-medier kæmper om vores "klik", og derfor bliver overskrifterne typisk meget dramatiske. Derfor kan et stigende aktiemarked - og modsat - vise sig at være selvpfyldende, da medier gengiver begivenhederne og gerne meget bombastiske. Det er vigtigt at vide, når du skal agere i markedet. ➤

Kan du pege på nogle vigtige trends og temaer?

Der er masser af temaer, som er interessante for at forstå den verden, vi lever i og kan have stor indflydelse på vores liv, men det er ikke ensbetydende med, at det er en god investeringsmulighed.

Af de tydelige langsigtede trends jeg ser, er øget befolkningstilvækst og øget velstand i EM, deres præferencer inden for forbrugsmønstre, og de interessekonflikter, der opstår i relation til råvarer og energi.

Helt grundlæggende bliver vi for mange til at dele ressourcerne på Jorden. Det betyder, at vi skal være meget dygtige til at udvikle teknologiske løsninger, og vi ser allerede flere og flere regeringer sætte fokus på det. Der vil komme stor fokus på adgangen til rent vand og ikke mindst energi. Inden for det tema ser energieffektivitet mest interessant ud "risk/reward-mæssigt", mens et logisk ønske om, at el i vores samfund skal udgøre en større del, gør, at en af jokerne er udbygningen af elnettet og i sidste ende elbilen.

En nylig tysk militærrapport om Peak Oil er meget interessant, idet den fortæller noget om, hvordan verden sandsynligvis vil udvikle sig. At i og med at verden ikke kan blive enige om noget, vil vi se landene køre deres eget løb – verden kan blive opdelt i enklaver med foruroligende konsekvenser.

Den store slagmark om ressourcer bliver Afrika med enorme ressourcer og billig arbejdskraft. Vi ser allerede bl.a. Kina og Saudiarabien købe jord i Afrika. Og f.eks. NKT og Electrolux har investeret i hhv. Sydafrika og Egypten. Afrika er meget forskellig, og man bør overveje at tage eksponering til flere emner via europæiske selskaber. Bl.a. franske CFAO (Company Française Overseas Collectivities), som er specialiseret inden for import og distribution af især pharma og komponenter til maskinindustrien, men også kommunikationsteknologi og konsumentvarer.

En anden trend er i Pharma. Vi står over for mange patentudløb for de store medicinalsselskaber i 2011-2013 – man taler ligefrem om, at de er "på vej udover en patentklippe", som vil bringe kopiproducenterne endnu mere på banen. Imidlertid er det værd at bemærke, at et enormt potentielt marked som Kina har dårlige erfaringer med kopiprodukters bivirkninger, f.eks. modermælkserstatning, og derfor ses en klar tendens til, at de søger originalprodukterne – noget, som især de store amerikanske farmaproducenter

vil nyde godt af. Selve udviklingen af nye produkter vil fortrinvist ske i biotekselskaber, som derfor i vidt omfang vil blive købt af de store farmaselskaber.

En klar trend er også inden for Smart Phones, og hvad det betyder, når vi om fem år trækker mere data over dem, end vi trækker fra vores pc'er. Her ser vi specielt på underleverandører til mobilproducenter, herunder dem, der leverer indhold. I samme tema kommer den stigende velstand i Emerging Markets ind som noget, der får indflydelse på en række af vores temaer direkte eller indirekte. Bl.a. er det interessant at se, at kinesernes køb online er kraftigt stigende. I øjeblikket er deres foretrukne køb online tøj og sko, som tegner sig for 43 pct. af salget. De absolut mest solgte navne i segmentet er Nike og Adidas, stærke mærkevarer fra Vesten.

Endelig så er vi meget opmærksomme på fænomenet *out of favour/in favour*. Specielt med baggrund i førstnævnte med fokus på sektorer og regioner, der måske med rette har været sat i skammekrogen, men hvor udviklingen så småt er ved at vende. Blandt regioner skal man overveje at starte tilkøb af Rusland. Det russiske marked er blandt verdens billigste, og tror man på en oliepris på mellem 80 og 100 USD, så er der en god bund i det russiske marked, som primært udgøres af energiselskaber. Nu er der altid en årsag til, at noget er billigt og ud over, at man skal kunne forholde sig til olieprisen, så er der en hængende politisk risiko for indgreb over for energisektoren via højere skatter før præsidentvalget i 2012 – og det er en af forklaringerne på, at man kan købe Gazprom til en P/E på 4,5. Men generelt er Rusland meget billigt, og i lyset af, at to af de andre BRIK-lande, Kina og Indien, begynder at se dyre ud, så er det værd at holde øje med regionen og evt. tage en mindre eksponering primært via investeringsforening. Vi kan stå over for en øget investorfokus på Rusland.

Inden for sektorer så er det vores indtryk, at markederne har glemt luftfart og amerikansk bilindustri. Eksempelvis er det yderst interessant for luftfart, at kinesernes vækst og velstand giver mange flere mulighed for at flyve – det forventes, at om 12 år vil en milliard kinesere bruge fly i forbindelse med erhverv eller fritid. Hvad angår amerikansk bilindustri, så er den interessant specielt set i lyset af den amerikanske regerings muligheder for at præge sektoren med krav i forbindelse med deres overtagelse af General Motors – som bl.a. går på energieffektivitet og

ikke mindst produktion af elbiler.

ELEKTRIFICERING

Generelt tror jeg på en større elektrificering af samfundet, i takt med at flere søger mod byerne. I dag bor halvdelen af Jordens befolkning i byer – i 2030 vil det være 60 pct. og i 2100 80 pct., siger prognoserne. På en kombination af stok og gulerod vil fremtidens bilkøber ligeså gerne køre i elbilen, specielt når den viser samme driftssikkerhed som almindelige biler. Stater vil være interesserede i at gøre det, da transport står for størstedelen af vores olieforbrug.

Men man har jo talt om elbiler før...

Ja, og der kan gå lang tid, før det slår igennem, men det er lidt som med WAP-telefonen i slutningen af 90'erne, hvor mobilproducenterne ville gøre det muligt at gå på internettet mobilt. Den gang var telefonerne ikke særlig vakse, sagde teleselskaberne, og omvendt så ville mobilproducenterne ikke bruge flere penge på at udvikle telefoner, fordi teleselskaberne ikke kunne levere et net med tilstrækkelig hastighed. Nu har vi fået mobilt internet, og både producenter og teleoperatører er interesserede i at udvikle produkterne. Det medfører en række følgeforretninger for en hel række leverandører, som vi ikke så dengang.

Det samme med elbilen, forsyningsselskaberne har ikke villet udvikle tankning/infrastruktur, før de ved, at bilproducenterne vil udvikle bilerne. Og bilproducenterne vil omvendt først se, at der er infrastruktur og efterspørgsel nok, før de går ind i udviklingen med fuld musik. En vigtig ting er her den politiske opbakning, som gør, at vi kan få skubbet til snebolden, og vi ser da også nu flere eksempler på, at regeringer flytter transport op i prioriteringen, når der skal deles støtte ud. Bl.a. har USA gennem de seneste par år øget tilskud til batteriforskning, og samtidig øges fokus fra USA også på gas inden for transport, hvilket er netop en af de energiformer sammen med biobrændsel, som tung transport forventes at skulle benytte i fremtiden. Vi tror, at der kan gå mange år endnu, før elbiler bliver almindeligt udbredte, men trenden er for alvor startet og stopper ikke. Elbilen er ligeglad med, hvordan energien bliver fremstillet – det kan være af en energiform, som vi endnu ikke kender.



Trend

Investeringsmuligheder

FØDEVARER

Monsanto (USA), Bayer (Tyskland) - såsædsproducenter

VAND

Fiat (Italien), John Deere (USA) - landbrugsmaskiner

Kurita Water Industries (Japan) - vandrensningssystemer m.v.

Hyflux (Hong Kong) - vandrensningssystemer, afsaltningsanlæg m.v.

Companhia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo (Brasilien) - vand- og kloakservice

Veolia Environnement (Frankrig) - vand, energi, affald, transport

PHARMA OG BIOTEK

Danske Invest Biotek

Roche (Schweiz) - Pharma

Novo Nordisk (Danmark) – Pharma

Teva (Israel) - kopimedicin

SMART PHONES

- teleselskaber

AT&T (USA),

Vodafone (Storbritannien),

Telenor (Norge)

- infrastruktur

Qualcomm, ARM Holding, LG Display, American Tower, Cisco – alle USA,

Samsung (Korea)

- indhold

Internethjemmesider - bl.a. Google, Amazon, Ebay (alle USA)

- spil

DeNa (Japan)

CLEAN TECH

- Smart Grid

ABB (Schweiz),

Siemens (Tyskland),

Cisco (USA), IBM (USA)

- batterier

SAFT (Frankrig),

A123 (USA),

Sociedad Quimica y Minera de Chile SA - lithium (Chile)

- hybridbiler

Toyota (Japan), førende inden for hybridbiler, der kun udgør en lille del af produktionen

- elbiler

BYD (Kina),

Tesla (USA)

- gasbilteknologi

Westport Innovations (USA), Clean Energy Fuels (USA)

ASIEN/EM

DI Fjernøsten,

DI Kina,

DI Global Emerging Markets Small Cap,

Europæiske selskaber med eksponering mod EM;

FLS (Danmark),

Metso (Finland),

Siemens (Tyskland),

Telenor (Norge),

Adidas (Tyskland),

Amerikanske selskaber med eksponering mod EM; Nike, Amazon

AFRIKA

CFAO (Frankrig) – handels- og distributionsselskab

LUFTFART

Air France (Frankrig),

Ryan Air (Storbritannien),

British Airways (UK),

Amadeus (USA)

Denne oversigt viser nogle af de trends, som Lars Skovgaard Andersen følger tæt samt relevante selskaber, som ved redaktionens deadline har positive anbefalinger af Goldman Sachs. Er du interesseret i at vide mere om de forskellige emner, aktuelle anbefalinger og risikoforhold, bør du kontakte din rådgiver.



Jobs, Kina og internationalt samarbejde skal løfte aktiemarkedet i 2011

Det har været et blandet år på aktiemarkedet. Nogle markeder har klaret sig godt – f.eks. det tyske og Norden, mens det amerikanske har været en pauver affære. En afspejling af, at Tyskland og Norden generelt er økonomier i en sund forfatning, mens USA stadig halter og har store udfordringer – som i øvrigt også flere europæiske lande har, ikke blot PIGS-landene men også Frankrig eksempelvis.

Året har været præget af usikkerhed om holdbarheden af det globale opsving. Kendsgerningen er, at "helingsprocessen" af økonomierne efter nedturen tager længere tid end normalt. Skruer man tiden 3-4 år tilbage, så kørte den udviklede verden i højt gear og efterspørgsel og investeringer var på et højt niveau. I dag er staterne tyngt af gæld – og det samme gælder hushold-

ningerne, som også har måttet konstatere, at en stor del af den opsparing, som aktiemarkedet og boligmarkedet havde foretaget for dem, er forsvundet. I en sådan situation kan forbrugerne ganske enkelt ikke bruge så mange penge som før – mens virksomhederne på deres side nøler med investeringerne, fordi de er klar over, at det giver dem et problem. Sagens kerne er, at efterspørgslen i den rige del af verden i flere år frem ikke vil kunne nå samme niveau som i de glade dage. Det er normalt, at efterspørgslen halter lidt i tiden efter en krise, men det er mere udpræget denne gang - gældsbyrden i forhold til tidligere recessi-oner er ganske enkelt for stor.

DEN ENES DØD...

2008-krisen var den anden krise i den udvikle-

de verden på et årti, men "den enes død, er den andens brød". IT-boblens kollaps og den efterfølgende krise i 2000-2002 førte nemlig til en stærk acceleration af globaliseringsprocessen. I bestræbelserne på rationalisering og effektivisering kiggede de vestlige virksomheder ud i verden efter billig arbejdskraft, og det blev for alvor starten på en massiv outsourcing til udviklingsøkonomierne.

De mest udviklede lande af disse lande havde en voldsom vækst i de efterfølgende år. Så kom krise nummer to, som de gled relativt let og elegant igennem for manges vedkommende, og igen kunne udviklingsøkonomierne glæde sig over, at krisen blot forstærkede tendensen til fortsat outsourcing af ikke blot industriproduktion, men også service- og vidensbaserede ydelser – en

Store gældsbyrder tynger forbrugere og stater i Vesten, og har skabt et årelangt hul i efterspørgselen. Udviklingsøkonomierne kan hjælpe med at lukke hullet. Vil de ikke det, ser det skidt ud for aktiemarkeder og økonomi i 2011.

trend, som var i gang før krisen.

Men problemet i dag er bare, at de rige lande ikke har råd til at købe så meget som før, og det rammer også udviklingsøkonomierne, som er primært eksportdrevne.

De skal derfor rette blikket mere indad og tilstræbe en langt højere hjemlig efterspørgsel og investering i udbygningen af deres egen økonomi – og samtidig tillade deres valutaer at stige, så de vestlige lande får forbedret deres konkurrenceevne. Kort sagt: Udviklingsøkonomierne har nydt godt af den vestlige verdens overforbrug gennem de seneste 10-12 år. Nu skal de være med til at betale noget af regningen. It's payback time.

"Vi skal have en rebalancering mellem de rige lande og udviklingsøkonomierne. Mange vestlige lande, først og fremmest USA, har et stort handelsunderskud, mens de asiatiske, især Kina, har et stort overskud. Det er uholdbart. USA skal styrke konkurrenceevnen mere langsigtet, hvis de for alvor skal på fode."

Hvad kan de udviklede lande selv gøre for at sparke gang i økonomierne? Finanspolitisk er der jo lagt op til stramninger næste år, og pengepolitikken har vel fået det, den kan trække...

"Vi har behov for, at virksomhederne investerer i fremtiden – både i kapitaludstyr og jobs. De har underinvesteret i fire år, og rationalisering og effektivisering efter krisen har gjort, at medarbejderne ikke kan løbe hurtigere, så de skal også til at ansætte nogle flere. Men for at det kan ske, kræver det, at bankerne begynder at låne flere penge ud – først og fremmest til de mindre og mellemstore virksomheder," siger Morten Kongshaug, aktiestrateg i Danske Bank, og fortsætter:

"De mindre virksomheder er nøglen. De har haft meget vanskelige kreditbetingelser siden finanskrisen og svært ved at få finansieret sunde projekter. En afgørende faktor for væksten i Vesten i 2011 bliver derfor bankernes kreditgivning til de små og mellemstore virksomheder."

Kongshaug påpeger, at aktiemarkedet vil performe meget bedre på jobskabelse frem for fortsat effektivisering, som vil gøre, at ledigheden

forstener på et højt niveau.

"Der er i stigende grad fokus på, også politisk, hvor central den ikke-finansielle sektor er denne gang for at fastholde og styrke opsvinget via øgede investeringer. I den forbindelse er det værd at bemærke, at virksomhedernes gæld i forhold til egenkapital er meget lav i forhold til den gældsbyrde, som tynger forbrugere og stater. I Norden er den i gennemsnit omkring 20 pct. og kun lidt højere i Europa og USA. Mange virksomheder er faktisk også rigtig godt rustet til opkøb, og jeg tror, vi snart ser starten på en opkøbsbølge."

Men vi kommer jo ikke udenom, at der vil være et hul i efterspørgselen i den vestlige verden i forhold til årene op til krisen?

"Der mangler efterspørgsel i verden. Kina og de andre udviklingsøkonomier er blevet en vigtig drivkraft for verdensøkonomien, især nu hvor det amerikanske privatforbrug ikke længere er så stærkt. Men det er ikke nok. Der er et magtskifte i gang i verdensøkonomien over mod især Østen, men kineserne skal forstå, at i og med at de også er afhængige af, at USA og resten af den udviklede verden kommer op i gear, så må de medvirke til, at forskydningen af magtbalancen også kommer til udtryk i form af en konkret økonomisk rebalancering – dvs. handelsoverskuddene skal mindskes i udviklingsøkonomierne, og underskuddene skal mindskes i Vesten. For at sparke til den proces, kræves en stærkere Yuan; tiltag, som stimulerer den hjemlige kinesiske efterspørgsel, og de skal tillade en lettere adgang for vestlige virksomheder til Kina. Vestlige virksomheder, der vil ind i Kina og Emerging Markets, har ofte en vanskelig adgang i forhold til udviklingsøkonomierne egne virksomheder som følge af todsatser og forskellige protektionistiske tiltag – forhold, der gør det vanskeligt for de vestlige virksomheder at udnytte den høje vækst i Emerging Markets."

Hvordan ser du aktiemarkedet i dag og i 2011?

"Lige nu er vi drevet af kortsigtede investorer. Vi mangler signaler om, at de mindre virksomhe-

der får tilstrækkelig kredit, at det deflationære prispres er ved at forsvinde, og at der bliver skabt flere jobs. Så længe de signaler ikke er der, kan vi ikke forvente, at de indtjeningsforventninger, som er afspejlet i markedets prisfastsættelse lige nu, kan blive opfyldt – og derfor ser vi også, at de store institutionelle investorer ikke er gået ind med fuld musik. Og det taler for, at aktiemarkedet skal ned på kort sigt. Men i forventning om, at kreditgivningen til de mindre virksomheder bliver bedre, og vi ser stigende investeringer og jobskabelse, så tror jeg, at vi vil se et ganske pænt aktiemarked i 2011. Faktisk vil aktier se meget attraktive ud i forhold til obligationer, når jobskabelsen i USA og Vesten endelig kommer. Derfor skal langsigtede investorer langsomt begynde at overvægte aktier i de kommende måneders besværlige marked."

Hvad ser du som den største risiko?

"Mit skrækscenario er, at vi får et jobløst opsving i OECD-landene. Jobskabelsen er en vigtig humørpille for både investorer og økonomiens aktører, og hvis den udebliver, får vi ikke en vigtig indkomststigning, og der er en risiko for, at boligmarkedet glider ind i en ny nedtur. Det vil så folk til at spare mere op og mindske forbruget. Og vi vil så også kunne opleve et stigende folkeligt pres for protektionistiske tiltag, ikke mindst i USA. Alt sammen forhold, der kan skabe en ny negativ spiral."

Hvilke selskabstyper i Vesten ser du som de mest oplagte til at nyde godt af væksten i bl.a. Kina?

"Råvarerrelaterede, højteknologiske, kapitalgodeproducenter, mærkevarereproducenter – generelt virksomheder med en stor grad af knowhow og varer og ydelser, som Kina og øvrige nye markeder har brug for og ikke let kan kopiere. Den slags selskaber har også lettere ved at operere i bl.a. Kina, fordi de er vitale elementer i den vertikale forsyningskæde – i modsætning til selskaber, der sigter mod den horisontale forsyningskæde og dermed ses som rivaler af kineserne med varer og ydelser, de selv kan levere."

Aktier



Chr. Hansen



Chr. Hansen Holding er et førende dansk biotekselskab med fokus på ingredienser til føde- og drikkevarerindustrien. Selskabets kerneforretninger er delt op i divisionerne Cultures & Enzymes, Health & Nutrition og Colors & Blends. Chr. Hansen var ejet af den franske kapitalfond PAI Partners indtil børsnoteringen 3. juni 2010.

Danske Markets Equities (DME) finder denne aktie interessant, idet de forventer stærke resultater i kølvandet på børsnoteringen. Således forventer DME, at selskabet vil levere en indtjeningsvækst på mere end 38 pct. p.a. i perioden 2010-2012, hvilket er betydeligt højere end konkurrenterne Novozymes og Danisco. Endvidere forventer DME, at Chr. Hansen vil levere positive overraskelser på margin- og produktivitetsudvikling. DME's vækstforventninger beror på en stabil og skalerbar forretningsmodel med udgangspunkt i det banebrydende produktionsanlæg i Avedøre, der er verdens største af sin art.

Produktionsanlægget i Avedøre er ligeledes blandt de kurspåvirkende faktorer, da det ifølge ledelsen i Chr. Hansen har en skalerbarhed udover det sædvanlige og hurtigere end noget andet produktionsanlæg kan tilpasse ny teknologi og nye produktionsmetoder. Endelig har Chr. Hansen eksponering mod interessante vækstmarkeder som Brasilien og Indien.

Af risici kan nævnes skuffende margin- og vækstudvikling, hvilket kan opstå, såfremt skalerbarheden af forretningsmodellen viser sig overvurderet. Stigende regulering af probiotics (venlige bakterier) kan betyde et fald i indtjeningen på den korte bane.



Volvo



Volvo, der blev grundlagt for mere end 80 år siden, er blandt verdens førende leverandører af lastbiler, busser, motorer samt udstyr til industrien. Selskabet er baseret i Göteborg, og er solidt repræsenteret i Nordamerika, Sydamerika, øvrige Europa samt Asien. Nye markeder udgør ca. 50 pct. af Volvos omsætning, mens det europæiske marked fortsat er selskabets vigtigste i de udviklede lande.

Danske Markets Equities (DME) venter, at produktionen i Volvo Trucks fortsat vil overraske positivt, bl.a. på grund af et bedre end ventet ordreindtag i tredje kvartal – en øget produktion betyder forbedret kapacitetsudnyttelse, hvilket gør aktien interessant nu. Samtidig kan der anes en stigende efterspørgsel i 2011 på et af Volvos vigtige markeder – USA. Derudover handler aktien med en rabat på 40 pct. i forhold til den af DME forventede indtjening i 2011, når man sammenligner med de øvrige svenske industriselskaber.

Af konkrete begivenheder forude, som kan have en positiv effekt på kursen, kan nævnes en stærkere end ventet produktion i fjerde kvartal i forbindelse med rapportering den 4. februar 2011; en bedring i den globale økonomi, og udelukkelsen af et dobbelt dip.

Dog er der visse risikofaktorer forbundet med aktien – bl.a. faldende fragtrater, som vil afholde fragtmænd for at investere i nye lastbiler.



Danone



Danone er en fransk baseret fødevarerproducent og opererer inden for fire områder, herunder friske mejeriprodukter som udgør 60 pct. af omsætningen, samt vand, baby mad og medicinsk relaterede fødevarer. Selskabets mærker inkluderer Evian, Volvic, Danone og Actimel. Danone er verdensledende inden for friske mejeriprodukter.

Danone rapporterede salg i tredje kvartal, som repræsenterede en organisk vækst på knap 7 pct., hvilket var drevet af både volumen- og prisstigninger. Goldman Sachs (GS) venter denne tendens vil have en positiv effekt, bl.a. fordi ledelsen fastholdt forventningerne til årets indtjeningsgrad (flad sammenlignet med 2009), hvilket gør aktien interessant. Danone annoncerede samtidig tilbagekøb af egne aktier for EUR 500 mio., hvilket GS opfatter som et tegn på, at ledelsen vil returnere overskydende kontanter til aktionærerne.

Fremadrettet kan kursen drives i vejret af en fortsat vækst i salget, stabile marginer samt en øget produktivitet, som skal opveje inflationens negative påvirkning på en række markeder. Den 15. februar præsenterer Danone helårsregnskab, hvor dette vil vise sig.

Potentielle risici udgøres af flere opkøbsaktiviteter, som vil forringe afkastet; en styrkelse af euroen; svagere end forventet forbrugerefterspørgsel i Europa; en stigning i mælkepriserne samt midlertidig prisregulering på det kinesiske marked.



Fiat



Fiat er en industriel koncern, der designer og fremstiller bl.a. personbiler, lastbiler, gravkøer og traktorer, og er repræsenteret i 50 lande, mens der er kundeforhold i over 190 nationer. Fiats aktiviteter fordeles sig på fem segmenter, herunder Automobiles med mærker som Fiat og Ferrari.

Fiat splittes pr. 1. januar 2011 op i to divisioner – Fiat Auto og Fiat Industrial, hvilket Goldman Sachs (GS) forudser vil løfte sløret for de gemte værdier i selskabet. Aktien kan være et godt køb, idet Fiat Auto's femårsplan ikke er urealistisk, mener GS. F.eks. vil 35 pct. af den planmæssige stigning i volumen komme automatisk fra det økonomiske opsving. Fiat vil samtidig introducere 33 nye produkter, som GS venter vil føre til øgede markedsandele. Endelig handler aktien med en rabat i forhold til selskabets egentlige præstation over de seneste fem svære år.

Af konkrete events forude, som kan have en positiv effekt på kursen, er en succesfuld afslutning på opsplittelsen af selskabet, fortsat fremgang hos Chrysler, som det ejer en stor del af, samt en opjustering af målene for indtjeningen.

Der er dog risiko for Fiat/Chrysler ikke vil kunne realisere femårsplanen, samt at salget af biler i Brasilien og Europa udvikler sig svagere end ventet.



Graferne viser kursudviklingen for de respektive aktier. Bemærk, at tidligere års kursudvikling ikke er en pålidelig indikator for den fremtidige kursudvikling. Bemærk ligeledes, at udsving i valutakursen kan påvirke afkastet på de udenlandske aktier. Kontakt din investeringsrådgiver for at høre mere om aktierne, herunder Danske Markets Equities' og Goldman Sachs' aktuelle anbefalinger og risikovurderinger.

Opsigtsvækkende risikomodel i Danske Bank

Traditionelle portefølje- og risikomodeller er baseret på antagelser, som ikke holder i virkeligheden. Men det har et hold af specialister i Danske Capital rådet bod på med en ny model.



Da Lehman Brothers d. 15. september 2008 offentliggjorde, at banken var tvunget til at dreje nøglen om, blev det startskuddet til en periode med voldsom turbulens på de finansielle markeder. Flere aktiemarkeder oplevede kursfald på en enkelt dag på 7-9 pct. – og i Danmark blev der sat national rekord, da OMXC20 faldt med 11,1 pct.

Så ekstreme kursfald kom bag på alle – ikke blot de private investorer, men også de professionelle, lige fra banker og centralbanker til pensionskasser og investeringsforeninger. Sagen er nemlig den, at ifølge de gængse portefølje- og risikomodeller, der anvendes, så kan så ekstreme kursfald egentlig slet ikke finde sted. De traditionelle modeller og teorier antager, at de aktiver, der handles på de finansielle markeder følger en såkaldt normalfordeling. Men hvis de gjorde det, så ville vi aldrig opleve så ekstreme kursfald.

På langt sigt er et aktiemarkeds årlige volatilitet (kursudsving) typisk omkring 20 pct. – hvil-

ket betyder, at standardafvigelsen for de daglige bevægelser så er 1,24 pct. Ifølge normalfordelingen vil et kursfald på f.eks. 9 pct. – svarende til over 7 standardafvigelser – så kun finde sted med knap 20 mia. års mellemrum. Imponerende i betragtning af, at videnskaben har beregnet, at dette univers kun har 13,7 mia. år på bagen siden Big Bang.

MODEL BASERET PÅ HISTORIK – IKKE TEORI

Men finanskrisen var jo langt fra det eneste tilfælde med ekstreme kursudsving. Vi oplevede det med IT-boblen 2000-2001, Asien-krisen 1998, børskrakket i 1987 osv. Konklusion: Normalfordelingen dur ikke!

Alligevel bruges den i vid udstrækning, og det har noget at gøre med, at den er så behagelig og nem at regne med. Men den undervurderer altså de ekstreme udsving.

Det er ikke nogen hemmelighed i finansverdenen. Og derfor er der også rundt omkring finansfolk, der arbejder på alternativer. I Danske Capital har en gruppe specialister udviklet en model, som er fundamentalt anderledes. Rasmus Majborn fra gruppen siger:

”Vores model adskiller sig fra de traditionelle ved, at vi udnytter, hvordan kursudviklingen på finansielle aktiver og sammenhængen mellem afkast på forskellige aktivtyper rent faktisk har været – i stedet for at bruge den teoretiske normalfordeling, der ikke holder og korrelationer, der er meget ustabile over tid. Det betyder i praksis, at vi får et mere realistisk billede af afkast og risiko i en portefølje bestående af forskellige aktivklasser.”

I estimationen af modellen har man anvendt data for en række forskellige finansielle aktiver tilbage til 1993 – og dermed spænder man altså over de to store børskriser, IT-boblen og fi-



Social virkelighed: Demonstranter omgivet af røg fra brændende dæk blokerer en hovedvej til Buenos Aires, Argentina, torsdag 19. feb. 2004 i forbindelse med en protest mod arbejdsløshed og regeringens økonomiske politik. Folk, som mistede deres job under Argentinas økonomiske krise, blokerede vigtige veje over hele landet med krav om øget hjælp fra regeringen - en voksende udfordring for landets præsident, Nestor Kirchner.

nanskrisen, Argentinas statsbankerot i 2001, de to kriser i Asien i 1997 og 1998 og Tequila-krisen i 1994-95 – kort sagt en ret turbulent periode, hvori de traditionelle risikomodeller gang på gang er kommet til kort.

HVAD KAN INVESTOR BRUGE MODELLEN TIL?

Den nye risikomodell giver flere muligheder for investor. F.eks. kan man beregne en efficient rand, det vil sige den optimale sammensætning af porteføljen ved givne kombinationer af afkast og risiko. Denne efficiente rand vil ikke være baseret på antagelser om korrelationer og volatilitet, men alene på de realistiske empiriske fordelinger.

Man kan også udtrykke de enkelte aktiver og aktivklassers bidrag til afkast og risiko som skitseret i tabel 2. I tabellen nævnes det årlige breakeven afkast for de forskellige aktivklasser på hhv. 1 og 10 års horisont. Breakeven afkastet udtryk-

ker det afkast over den risikofrie rente, som aktivklassen som minimum skal kunne generere under hensyntagen til, at det ikke må tilføre porteføljen mere risiko end de øvrige aktivklasser. Ser vi f.eks. på aktier i Emerging Markets med blot et år som tidshorisont, så skal dette merafkast altså være på 11,1 pct., hvis den risiko, som aktivklassen tilfører porteføljen, skal kunne retfærdiggøres. Til sammenligning skal statsobligationer kun generere et merafkast på 0,5 pct.

Dette udtrykker, at Emerging Markets-aktier har en betydeligt større risiko i sig end statsobligationer. Umiddelbart forekommer det måske overraskende, at risikoen er så stor i betragtning af, at Emerging Markets-aktier har givet så godt et afkast gennem de seneste 10 år, og desuden for en stor dels vedkommende klarede sig så godt igennem finanskrisen. At udviklingsøkonomiernes aktiemarkeder har klaret sig så godt hænger sammen med, at økonomierne ge-

nerelt er i en langt sundere forfatning end for 15-20 år siden, og er præget af stabile høje vækstrater. Men da risikomodellen er estimeret over data siden 1993, slår dette ikke igennem i det omfang, man kunne forvente, hvis man kun ser på de seneste 8-10 år.

Men det er netop også risikomodellens styrke, at den er baseret på en længere periode. Og selv om alt tyder på, at høj vækst vil præge udviklingsøkonomierne i mange år frem, så er det også akilleshælen for Emerging Markets – især når den udviklede verden har udsigt til årevis med lavvækst og tiltrængte økonomiske reformer, og renteniveauet samtidig er så lavt. Investererne søger afkast, og derfor flokkes de om at sætte penge i Emerging Markets-aktier – hvilket øger risikoen for bobler og efterfølgende kollaps.

Ser vi på tabellens 10 års horisont er breakeven afkastet for Emerging Markets aktier langt lavere, end hvis tidshorisonten blot er et år.

Aktivklassen skal kun generere et årligt merafkast på 1,8 pct. i gennemsnit. For statsobligationernes vedkommende er det krævede merafkast på 0,3 pct. – marginalt lavere end på et års horisont.

Disse forhold fortæller, at statsobligationer er en aktivklasse, som investorerne med kort tidshorisont med sindsro kan tage med i porteføljen. Mens man bør holde sig fra bl.a. Private Equity, råvarer, Emerging Markets-aktier og –gæld samt aktier i de udviklede lande. Har man derimod en tidshorisont på 10 år, så ser billedet helt anderledes ud, og de nævnte aktivklasser vil være attraktive for de fleste investorer.

Generelt kan man sige, at man med kort tidshorisont skal holde sig fra aktiver med højt breakeven afkast – og med lang tidshorisont skal man tage dem med, hvis breakeven afkastet ser rimeligt ud i forhold til de forventninger man har.

Man skal diskutere disse forhold med sin investeringsrådgiver og vurdere, hvad der er rimeligt og realistisk i porteføljesammensætningen i forhold til den risiko-profil man har, og de forventninger, som bankens økonomer og analytikere har til fremtiden.

MODELLENS BEGRÆNSNING

Som alle andre modeller af virkeligheden, så har også denne model sin begrænsning. Den er baseret på historiske data for en begrænset periode – der findes ganske enkelt ikke data for alle aktivklasser længere tilbage end 1993 - og historien er ikke nogen præcis guide for fremtiden. Havde det været muligt at fremskaffe data for alle aktivklasserne tilbage til f.eks. 1970, ville modellen og breakeven afkastene se anderledes ud. På den anden side kan man også argumentere for, at den økonomiske verden er foran-

dret voldsomt siden 70'erne. Eksempelvis har vi ikke længere de høje inflationsrater, som prægede 70'erne, og udviklingsøkonomierne fylder i dag langt mere i verdensøkonomien - en trend der vil fortsætte.

”Det er kun en model, men i modsætning til de traditionelle, hvor antagelserne alligevel ikke holder, så giver den et langt bedre billede af virkeligheden, netop fordi den er baseret på et repræsentativt udsnit af virkeligheden. Vi kan med denne model sige meget mere om de giftige potentielle scenarier og dermed sammensætte en portefølje, der i højere grad modsvarer til investorerens investeringsprofil. Hvis en investor f.eks. siger til os, at han ønsker 99 pct. sandsynlighed for, at hans investering er intakt inden for en given tidshorisont, så kan denne model opfylde ønsket,” siger Rasmus Majborn.

Man kan ikke stole på korrelationer

Korrelation er et statistisk udtryk, der fortæller, hvor meget noget bevæger sig i takt - f.eks. to aktier. Er korrelationen +1 følges de fuldstændigt ad; er den -1, reagerer de modsat; og er den 0 opfører de sig helt uafhængigt af hinanden. Har man historiske afkast samt korrelationskoefficienter for aktiverne i sin portefølje og standardafvigelsen (risikoen) for hvert enkelt aktiv, kan man beregne porteføljens forventede afkast og samlede risiko. Økonomen Markowitz udviklede en teori om dette, som han fik Nobelprisen i økonomi for i 1953.

Hans teori gik kort fortalt ud på, at man med disse beregningsmuligheder kan justere, hvor meget de enkelte aktiver skal fylde i porteføljen for at minimere risikoen i forhold til et givet afkastkrav. Den grundlæggende filosofi - at man skal sprede sine investeringer - er der ikke noget galt med. Men det er der med korrelationerne, har det vist sig.

Korrelationer er nemlig ikke stabile. Det betyder ikke, at man skal holde op med at sprede sig, men at de risikomål, man regner sig frem til, ikke er rigtige.

Korrelationen mellem aktieindekset S&P 500 og renten på 10-årige amerikanske statsobligationer er et godt eksempel på, at korrelationer ikke er til at stole på. Siden 1955 har korrelationen svinget fra +0,65 til -0,5. Den relativt lave korrelation betyder, at obligationer stadig skal indgå i porteføljen, men stabil er korrelationen altså ikke.

Ustabile korrelationer aktierne imellem ses også, især gennem de seneste 10 år. Mellem 2000 og 2006 var den gennemsnitlige korrelation mellem den enkelte aktie og S&P 500 på 0,27. Det er ret lavt og betyder i praksis, at den enkelte aktie bevægede sig uafhængigt af markedet, drevet primært af de fundamentale forhold i selskabet.

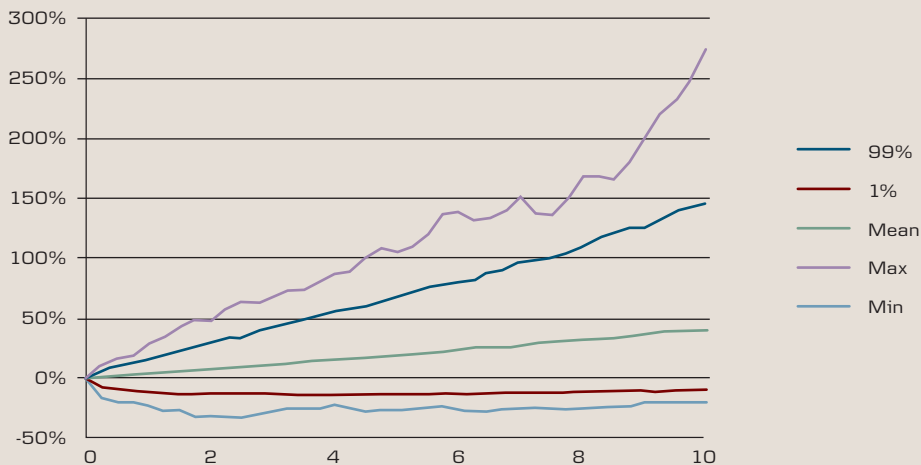
Op til Irak-krigen steg korrelationen imidlertid til tæt på 0,60 – et udtryk for, at en ekstern begivenhed var den primære drivkraft for aktiekurserne. En udvikling, der er set flere gange siden. Mellem oktober 2008 og februar 2009, hvor finanskrisen hærgede, var korrelationen således på 0,8 – et udtryk for, at mange aktier i meget høj grad bevægede sig i takt. Under bull-

markedet i 2009 faldt tallet til 0,40 – men under den store fokus på Eurolands gældskrise op til sommeren i år steg tallet igen til 0,8, viser beregninger fra Barclay's. Og faktisk forblev korrelationen høj henover sommeren til trods for ECB, IMF og EU's redningsplaner. I midten af august var tallet således på 0,74 og ved udgangen af september dog aftaget til 0,66, men stadig højt. Ikke drevet af Europas gældskrise men derimod frygten for, at verdensøkonomien eller i hvert fald USA kan havne i en ny recession. Markedet er med andre ord blevet ekstremt makrorevet – hvilket betyder, at de enkelte selskabers indtjening ikke er drivkraften bag aktiekurserne, som de ellers plejer at være.

Det ændrer sig på et tidspunkt. Og tror man på Danske Banks forventninger om, at det globale opsving holder skruen i vandet også i 2011 (og gældskrisen i Euro-land ikke accelererer), så kan dette tidspunkt være godt at købe aktier på, fordi de fundamentalt lovende aktier ikke belønnes i tilstrækkelig grad, men hæmmes af det makrofokuserede marked.

MONTE CARLO-SIMULATIONER AF 5000 SCENARIER

Simulerede afkastscenarier



I modellens beregninger laver man Monte Carlo-simulationer af 5000 scenarier. I figuren ses det gennemsnitlige scenario over afkastudviklingen 10 år frem og med de to værste scenarier i yderpunkterne. Afkastet er udtrykt som det samlede akkumulerede afkast over perioden – og som det ses, vil porteføljen efter 10 år i gennemsnitsscenarioet have givet et totalt afkast på omkring 45 pct. De enkelte aktivklassers vægtning i porteføljen ses i tabel 1.

I figuren ses også de mest ekstreme scenarier (Max og Min). Desuden grænsen for det positive afkastforløb, som med 99 pct. sandsynlighed ikke vil blive overgået – samt grænsen for det negative afkastforløb, som ikke vil kunne blive værre i mere end 1% af tilfældene.

TABEL 1:
AKTIVKLASSERNES VÆGT OG AFKAST I DET GENNEMSITLIGE SCENARIO

AKTIVKLASSE	VÆGT	FORVENTET AFKAST
Kontant	1,0%	2,0%
Statsobligationer	20,0%	2,3%
Realkredit	25,0%	2,5%
Globale Indeksobligationer	5,0%	2,8%
Investment grade kredit	10,0%	2,9%
High Yield kredit	5,0%	3,8%
Senior secured bank loans	3,0%	2,7%
Emerging markets gæld	3,0%	4,8%
Aktier udviklede markeder	20,0%	5,4%
Emerging Markets aktier	5,0%	6,3%
Hedge fonde (Fund of funds)	3,0%	3,3%

Tabellen viser aktivklassernes vægtning i porteføljen og de forventede afkast for de enkelte klasser i det gennemsnitsscenario. Vægtene stammer fra en middel risiko blandet portefølje, og de forventede afkast er beregnet ud fra en antagelse om, at risikopræmien i forhold til risikobidraget for alle aktiver er konstant. Beregningerne i artiklen er følsomme over for den risikofrie rente. Den er her sat konservativt til 2%. Hvis den øges, vil alle afkast øges tilsvarende.

TABEL 2:
ANNUALISERET BREAK-EVEN EKSTRAAFKAST PÅ FORSKELLIGE TIDSHORISONTER

AKTIVKLASSE	1 ÅR	10 ÅR
Kontant	0,0%	0,0%
Statsobligationer	0,7%	0,3%
Realkredit	1,3%	0,4%
Globale Indeksobligationer	3,8%	0,8%
Investment grade kredit	2,9%	0,7%
High Yield kredit	6,1%	1,2%
Senior secured bank loans	3,5%	0,6%
Emerging markets gæld	8,1%	1,4%
Aktier udviklede markeder	8,8%	1,6%
Emerging Markets aktier	11,0%	1,8%
Hedge fonde (Fund of funds)	4,2%	0,9%
Råvarer	8,3%	1,4%
Private Equity	17,0%	1,6%

Sådan læser du tabellen: Breakeven afkastet udtrykker det afkast over den risikofrie rente, som aktivklassen som minimum skal kunne generere under hensyntagen til, at det ikke må tilføre porteføljen mere risiko end de øvrige aktivklasser. Som det ses, bør man holde fingrene fra Private Equity, samt aktier og obligationer i Emerging Markets, hvis man har en kort tidshorison. Men det er måske også overraskende for nogen, at det samme gælder aktier i udviklede lande, som faktisk er mere risikable end obligationer i Emerging Markets og råvarer. Tabellen illustrerer, hvor vigtigt det er, at man har en lang tidshorison, hvis man ønsker at investere i de aktivklasser, der historisk set giver et højt afkast. Tallene giver et udgangspunkt for at diskutere forventningerne til en aktivklasse – hvad der er realistisk i porteføljesammensætningen i forhold til den risikoprofil man har, og de forventninger, som bankens økonomer og analytikere har til fremtiden.

De bedste finansfolk er langfingrede



Spåkoner påstår, de kan se din fremtid i hånden. Men videnskaben har faktisk i flere år påstået – og påvist med statistisk signifikans – at dine fingre kan fortælle ret meget, dog ikke om fremtiden, men om dine fysiske evner.

Det handler om forholdet mellem ringfingeren og pegefingern – dvs. længden af pegefingern divideres med længden af ringfingeren. Mange undersøgelser har nemlig i tidens løb dokumenteret, at der er en vis sammenhæng mellem dette forhold og folks evner i forskellige sportsgrene. Normalt er forholdet 1,0 – men kan variere fra 1,05 (længere pegefingern) til 0,85 (længere ringfinger).

Forskere i England og Tyskland studerede i 2005 mere end 20 studier, der omhandlede dette. For det meste viste undersøgelserne, at folk med

et forholdstal under 1 – altså længere ringfinger – har en tendens til større atletiske evner. Forholdet synes stærkest for udholdenhedsatleter og mindre for sprint- og styrke-atleter.

Tre af studierne handlede om fodboldspillere. To studier viste, at engelske professionelle spillere på højeste niveau havde lavere forholdstal end spillere i lavere divisioner samt ikke-atleter. Et andet studie pegede på, at forholdstallet sagde noget om spillerens talent.

Dr. John Coates på Britains University of Cambridge, tidligere børshandler, besluttede sammen med kolleger, at se på om dette forhold mellem ring- og pegefingern også kunne bruges til at sige noget om aktieeksperters evner. Over 20 måneder studerede forskerne 44 mandlige børshandlere i London. Alle 44 arbejdede med "high

frequency trading" – dvs. de købte og solgte værdipapirer for meget store beløb inden for få minutter eller endda sekunder.

Undersøgelsen, præsenteret i 2009, viste, at dem med lange ringfingre, dvs. forholdstal under 1, var i stand til i gennemsnit at tjene seks gange så mange penge som de andre – og de overlevede også flere år end de andre i den hårde branche.

Undersøgelser tyder på, at det er højere testosteronniveau end normalt, når fosteret ligger i moderens mave, som er årsagen til, at ringfingeren bliver længere end pegefingern. I øvrigt viser andre undersøgelser også, at folk med lang ringfinger i forhold til pegefingern er mere aggressive end gennemsnittet.

BANKSY

Banksy er en berømt pseudo-anonym-kunstner fra Storbritannien, hvis identitet stadig er ukendt. Man mener, at han er født i 1974 i Yate tæt på Bristol. Hans værker er oftest politisk-satiriske, og de budskaber, som går igen, er primært samfundskritiske.

Google er blevet en magtfaktor i samfundet

Forbrugerprisindekset er en statistisk størrelse baseret på majsommeligt indsamlede data fra nær og fjern i økonomien, og derfor er det altid et ret forsinket tal. Det råder Google nu bod på. Søgmaskinen bruger sin enorme database af web shopping data til at konstruere "The Google Price Index" (GPI) – en daglig opgørelse af inflation, som en dag kan blive et vigtigt alternativ til de traditionelle statistikker.

Googles cheføkonom Hal Varian præsenterede for nylig det nye indeks-projekt ved en konference for The National Association of Business Economists i Denver, Colorado – og han sagde samtidig, at Google endnu ikke havde besluttet, om indekset skulle offentliggøres.

Varian sagde, at GPI peger på "en meget klar deflationær trend" for varer handlet og solgt i USA siden jul. Men i Storbritannien, derimod, indikerer GPI en svagt inflationær trend – noget, som han forbinder med det svage pund.

Varian forklarede, at GPI ikke er en direkte erstatning for CPI – det traditionelle forbrugerprisindeks. Af den simple grund, at online data dækker en anden undersektion af varer og serviceydelser. Huspriserne udgør 40 pct. af USA's CPI, men kun 18 pct. af GPI. Ifølge Varian har GPI en "ret god korrelation" med CPI på varer som ure og kameraer, men tallene er noget anderledes på varer som biler, der ikke handles online så ofte.

Varian sagde, at Google arbejder på at bruge deres data til økonomiske prognoser. Bl.a. arbejder han på, at "forudsige nutiden" ved at bruge real-time søgedata til at prognosticere officielle data, som er behæftede med betydelige forsinkelser. Men ved f.eks. at følge antallet af søgnin-

ger på "unemployment insurance" kan selskabet måske blive i stand til at forudsige arbejdsløshedsprocenten.

UDVANDING AF REGERINGSMAGTEN

Googles tilgang kan vise sig at være en mindre revolution, når det handler om at tegne et præcist billede af økonomien og lave bedre økonomiske prognoser for fremtiden. Umiddelbart ikke noget den amerikanske stat eller andre kan gøre, medmindre Google lader dem gøre det.

Men Google med den bugnende pengekasse og på mange fronter idealistiske holdninger blander sig i mange andre ting i samfundets udvikling. De har på rekordtid etableret sig i branchen for Smart Phones og aktiverer 200.000 Android enheder dagligt. De køber store andele i projekter med clean tech, bl.a. solenergi og vindmøller, senest med en 3/8 andel i Atlantic Wind Corporation, hvis projekt beskrives som "a superhighway for clean energy" og indebærer nedlægning af et kabelnetværk ud for USA's østkyst, som baner vejen for at forbinde offshore vindmøller til elnettet i stor skala.

Generelt er Google meget aktive og effektive inden for løsninger til det bæredygtige samfund og har en kreativ og visionær tilgang, som den amerikanske regering ikke kan hamle op med. I bilbranchen er de også et skridt foran og er i fuld gang med at udvikle den førerløse bil, som allerede har 140.000 testmiles bag sig.

Google har også brugt sin enorme database af online oplysninger til at lave et influenzaprogram, Flu Trends. Et program, udviklet af Google.org – Googles filantropiske arm - der med sofistikerede algoritmer tracker influenza-

relaterede internet søgninger og estimerer, hvordan sygdommen spredes i befolkningen. Centers for Disease Control and Prevention (CDC) i USA henvendte sig tidligt i 2009 til Google.org og bad dem se på Mexico. Google-folkene havde ikke et flu-tracking program for Mexico, men byggede hurtigt en eksperimentel model. Resultaterne pegede på, at denne nye sygdom, som siden blev døbt svineinfluenza, var udbredt i Mexico, men ikke nær så dødelig, som CDC oprindeligt havde frygtet.

Google kan mange ting, og som Financial Times (FT) skrev for nylig, så konkurrerer de over en stadig bredere front med den amerikanske regering.

"Hvis Google er bedre til at forudsige inflation, arbejdsløshed og influenza, så er de formentlig også bedre til at forudsige kriminalitet, terrorisme og politisk uro. Hvilken regering, som hævder at være opmærksom på terrorisme, ville undlade at bruge Googles data?", skriver Christopher Caldwell i FT.

Internettet er om noget et demokratisk værktøj, en demokratisk platform, hvor alle kan være med og bidrage, og der er ingen tvivl om, at internettet har en enorm samfundsnyttig værdi med global videndeling og idéudveksling, der på mange fronter gør det lettere at løse de problemer, verden står overfor. Allerede i den forstand er der sket en udvanding af regeringers magt – en uddelegering af magten til folket. Spørgsmålet i tilfældet med Google og andre private virksomheder, der vil kunne tilbyde ekstremt nyttig samfundsmæssig viden, er selvfølgelig, hvor langt de må gå, når de dybest set kan tjene penge på det hele. Der er lagt op til debat!

Global valutakrig

USA's mangeårige overforbrug og aktuelle haltende opsving, kan delvist rettes op med en massiv opskrivning af den kinesiske Yuan. Men det vil Kina ikke være med til. Japan blev presset til det samme i 80'erne og se hvordan det gik...

"Vi er midt i en international valutakrig, en generel svækkelse af valuta. Det truer os, fordi det fjerner vores konkurrencedygtighed".

Ordene blev udtalt af den brasilianske finansminister Guido Mantega for et par måneder siden. Man kan ikke umiddelbart fortænke ham i at være lidt frustreret. Ser man på valutakursudviklingen siden slutningen af 2008 og til september i år, så er den brasilianske Real steget med 35 pct. over for den amerikanske dollar.

Faktum er imidlertid, at Brasilien blot oplever stigninger, som er helt naturlige i økonomisk sammenhæng. Med stort overskud på handels- og betalingsbalancen, lav statsgæld, generelt sund økonomi og stærk vækst, så siger teorien, at valutaen skal styrkes i forhold til de lande, hvis situation mere eller mindre er den modsatte på de nævnte forhold. Sådan er det bare. Økonomisk succes giver en stærkere valuta (og historisk set ofte i en grad, så der i perioder er tale om *overshooting*). Brasilien kan ikke benægte, at landet økonomisk står bedre end USA på en lang række punkter, og så siger økonomisk teori og sund logik, at der kompenseres for forskellen via en relativt stærkere Real.

Brasilien er ikke den eneste udviklingsøkonomi, som har oplevet stigninger over for dollaren. I samme periode har Sydafrika og Indonesien måttet konstatere, at deres valutaer er steget med 25-30 pct., mens Indien, Mexico og Sydkeas valutaer er steget med 8-10 pct.

Problemet er imidlertid, at de asiatiske udvik-

lingsøkonomier - til trods for at deres økonomiske sundhedstilstand og vækst taler kraftigt for det - ikke er fulgt med. Kina tilsigter ganske vist en løbende gradvis opskrivning af den kinesiske Yuan, men det sker slet ikke i det omfang, som den faktiske udvikling tilsiger. Og når Kina ikke vil, så vil de andre asiatiske lande heller ikke. De gør, hvad kineserne gør, for ikke at miste konkurrenceevne i forhold til den lokale gigant. Flere af de asiatiske lande forsøger derfor at holde deres valutaer nede via interventioner på valutamarkedet.

USA GIVER RESTEN AF VERDEN PROBLEMER

Det er amerikanerne mildt sagt ikke begejstrede for. USA's opsving er skrantende. Ledigheden er stadig høj, omkring 9,6 pct., der bliver ikke skabt nye jobs, og opsvinget er ved at miste det momentum, der blev sat i gang af de finanspolitiske stimulanser, bankredninger og centralbankens lavrentepolitik. Da budgetunderskuddet er tårnhøjt, og Obama-administrationens egne prognoser for statsgældens udvikling frem mod 2020 peger på en statsgæld på mindst 100 pct. af BNP, så er der næppe flere penge at vente fra den kant.

Det er problematisk. For en ekspansiv amerikansk finanspolitik og dermed yderligere stigning i statsgælden ville først og fremmest være USA's eget problem. I stedet vælger de nu at fortsætte med en løsning, som også bliver et problem for resten af verden. Centralbanken, Federal Re-

serve (Fed), der har en historisk velbegrundet frygt for at synke ned i en deflationslignende tilstand som japanerne, har nemlig valgt at fortsætte med en ny runde af kvantitative lempelser af pengepolitikken (Quantitative Easing), populært kaldet QE2. Som består i at opkøbe flere stats- og realkreditobligationer - hvilket reelt svarer til at trykke flere penge. Centralbankens ledende korte rente er allerede omkring nul og med QE2 håber man også at kunne presse de lange renter lidt ned.

Det er godt for forbrugerne, erhvervslivet og dermed opsvinget, at det er billigt at låne penge, og at Fed gerne vil gøre det endnu billigere. Men det har nogle uønskede bivirkninger. Resten af verdens centralbanker vil også have tendens til at holde renterne nede på niveauer, de ellers ikke ville, fordi de ikke ønsker yderligere valutastyrkelse mod dollaren.

Hvis nogen skulle have glemt det, så skete det samme i 00'ernes første halvdel, hvor daværende Fed-chef, Alan Greenspan, førte en ekstrem ekspansiv pengepolitik i årevis, og det gjorde resten af verden så også. Resultatet blev en finansiel overophedning i den vestlige verden, som kollapsede i en finanskrisen af et omfang, der aldrig er set tidligere.

SKÆNDERIET MELLEM KINA OG USA

Kina har allerede brokket sig over amerikanernes fremgangsmåde. Når USA siger, kineserne skal opskrive deres valuta, så siger kineserne,

at amerikanerne skal droppe deres ekspansive pengepolitik. Det øger nemlig presset på kineserne (og resten af Asien). Historisk lave statsobligationsrenter og billige lånerenter, får investorerne i USA og andre rige lande til at se på regioner, hvor de har udsigt til større afkast. Og her springer de asiatiske aktiemarkeder og vækstøkonomier i øjnene.

Den ekspansive amerikanske pengepolitik betyder med andre ord, at der strømmer flere penge fra især USA til Asien (hvilket forresten øger risikoen for en boble i regionens finansielle markeder) og andre Emerging Markets med høj vækst og gode potentielle afkast. Både i form af direkte investeringer, men også porteføljeinvesteringer på værdipapirmarkederne. Og når der købes aktier og obligationer i sådanne lande kræver det en omveksling fra dollars til lokal valuta, som presser valutakurserne op.

Et andet opadgående pres på især de asiatiske valutakurser kommer fra de globale ubalancer. Nogle lande, især de asiatiske, men også Tyskland og Japan, har store overskud på betalingsbalancen. Mens andre, bl.a. Storbritannien, men igen - især amerikanerne har store underskud.

USA har i dag et kronisk stort underskud på betalingsbalancen og handelsbalancen. Mens Kina har verdens største overskud. Det er en afspejling af mange års overforbrug i USA, hvor importen langt har overgået eksporten. Faktisk udgjorde amerikanernes privatforbrug i 2007 21 pct. af verdens BNP. Nu mener amerikanerne så,

at kineserne og andre asiater skal til at bruge flere penge og spare mindre op. Desuden har amerikanerne fremsat forslag om, at man skal sætte internationale mål om betalingsbalancer.

Ønsker, der forekommer urimelige for udenforstående. Man kan ikke tvinge folk til at bruge flere penge, end de har lyst til – ej heller forvente, at nogle lande vil indføre incitamenter for at få deres statsborgere til at åbne pungen mere. Og dermed kan man heller ikke sætte mål for betalingsbalancerne.

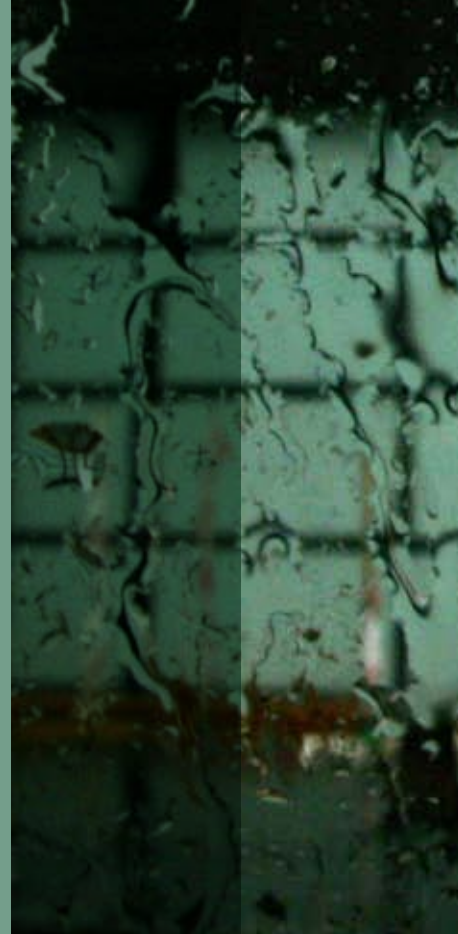
Tyskland, som har verdens næststørste overskud på betalingsbalancen og det største målt som procent af BNP, har allerede afvist amerikanernes forslag. Og de har i øvrigt tidligere været udsat for europæiske forslag, bl.a. fra den franske finansminister, om at de skal til at bruge nogle flere penge og spare mindre op, ellers destabiliserer de euroen. Tyskerne har forståeligt nok ignoreret henvendelsen, som kom sig af balladen med euroens problembørn i foråret.

Tilbage til valutakurserne. Hvis der var frit flydende valutakurser, ville de asiatiske valutakurser helt naturligt stige – og ret markant endda, ligesom Brasiliens eller mere. Men det tør kineserne ganske enkelt ikke binde an med. De er skræmte ved at se på nabolandet Japans erfaringer med Plaza-aftalen i 1985. Derfor intervenserer de og andre lande, som også oplever opadgående pres på deres valutaer, på valutamarkedet – dvs. de køber fremmed valuta for deres egen og dermed vokser valutareserven. I 2002 var udvik-

lingsøkonomiernes samlede valutareserver på omkring 1.000 mia. USD (heraf Kina omkring 300 mia. USD). I oktober viste tal, at Kinas reserver alene er vokset til 2.600 mia. USD. IMF ventet tallet overgår 3.000 mia. USD ved udgangen af 2011 og, at de samlede reserver i udviklingsøkonomierne vil beløbe sig til knap 6.800 mia. USD – over 50 pct. højere end før finanskrisen.

Situationen er problematisk. USA må ikke ende i en ny recession. Det er skidt for både Kina og verdensøkonomien. På den anden side kan man heller ikke forvente, at Kina går med til flydende valutakurser eller en opskrivning på 40-50 pct. Kineserne er bange for at gentage Plaza-aftalen, og foretrækker en gradvis opskrivning af Yuan, måske noget større end nu, men stadig gradvis.

For et land som Brasilien og Sydkorea, der begge har flydende valutakurser og ingen kapitalrestriktioner, er det en rigtig trøls situation. De må finde sig i at være underlagt markedskræfterne, som styrker deres valutaer, mens Kina og flere mindre asiatiske lande slipper af sted med restriktioner. Eskalerer situationen er det ikke utænkeligt, at lande som Brasilien og Sydkorea vil lave visse restriktioner, og det kan i teorien accelerere til en global handelskrig som efter depressionen i 30'erne. Men i en globaliseret verden, hvor vi i dag er så tæt forbundne og afhængige af hinanden, vil der ikke være nogen vindere i sådan en krig. Der må findes et globalt kompromis. ➤



Plaza-aftalen i 1985

Kina vil ikke bøje sig for amerikanernes krav om en kraftig opskrivning af Yuan. I midten af firserne udøvede USA nemlig et tilsvarende pres på Japan og til dels Vesttyskland – et pres, der mandede ud i en aftale, der fik katastrofale konsekvenser for Japan.

Inflationen var i 1985 lav efter Federal Reserve-chef Paul Volckers chokterapi med meget høje renter nogle få år tidligere – og lavinflationismodellen var blevet kopieret af de øvrige store lande, som også med gru tænkte tilbage på 70'ernes høje inflationsrater. Lav inflation banede vejen for lave renter i 1985, men der var lurende protektionisme i krogen. USA oplevede et stort og voksende handelsunderskud, delvist forårsaget af dollaren, som var steget markant de foregående år – faktisk med 80 pct. over for USA's største handelspartnere siden starten af 80'erne. Især den japanske mirakeløkonomi mentes at have en stor del af skylden.

En lavere dollar ville hjælpe med at stabilisere verdensøkonomien og skabe balance mellem eksport- og importkapacitet for alle lande, var en udbredt opfattelse. En devaluering af dollaren ville gøre USA-varer og tjenesteydelser billigere og få andre lande til at købe mere af dem.

På Plaza Hotel i New York mødtes centralbankchefer og finansministre fra USA, Vesttyskland, Japan, Storbritannien og Frankrig i september 1985 for at forhandle om en aftale. Det lykkedes for USA at overtale de andre at forpligte sig til at deltage i en koordineret intervention på valutamarkedet i op til to år for at svække dollaren. Hvert land lovede samtidig også at lave visse

ændringer i deres økonomiske politik. USA lovede at nedbringe budgetunderskuddet (det skete ikke) og sætte renten ned. Japan lovede reformer i den finansielle sektor, mens Vesttyskland indvilligede i at sætte skatten ned. Frankrig, Storbritannien, Vesttyskland og Japan enedes om at hæve renterne. Hvad angik svækkelsen af dollar var målet 20 pct. mod Yen og 15 pct. mod D-Mark og den franske Franc inden for to år.

I den efterfølgende tid gik det som ønsket. Dollaren blev svækket og gradvist blev USA's økonomi mere gearret mod eksport, mens Vesttyskland og Japan øgede deres import. Denne udvikling mindskede gabet mellem betalingsbalanceoverskud og –underskud og reducerede omfanget af protektionistiske tiltag på verdensplan.

Men i starten af 1987 stod det klart, at dollarsvækkelsen var blevet større end ønsket, og der var behov for en ny aftale – Louvre-aftalen skulle bremse dollarens fald. USA lovede at stramme finanspolitikken, og Japan lovede en ekspansiv pengepolitik – to forhold, der ville styrke/stabilisere dollar mod yen. Desuden enedes man om fælles koordinationer, hvis de store valutaer bevægede sig uden for givne intervaller.

Det lykkedes – men man måtte ved udgangen af 1987 konstatere, at det var svært at ramme præcist med intervention i valutamarkedet. Dollaren var faldet med 54 pct. over for både D-Mark og Yen siden Plaza-aftalen.

Men man havde også lært noget andet. At indgriben i de frie markeds kræfter kan være problematisk. Det var det i hvert fald for japanerne. Deres eksportsektor havde fået det svært med den

kraftige styrkelse over for dollaren. Den stærke Yen fik de trængte eksportselskaber til at lægge produktionen i stigende grad udenlands, hvilket gik ud over de hjemlige investeringer og beskæftigelsen. Myndighederne forsøgte at beskytte økonomien med penge- og finanspolitiske lempelser, og diskontorenten blev halveret til 2,5 pct. i 1987. Men det fik ikke gang i det indenlandske forbrug. Japanerne var via regeringspolitikker siden 2. verdenskrig blevet indprentet, at de skulle spare op, og derfor var forbrugskvoten relativt lav også i 80'erne. Til gengæld fik det gang i noget andet.

Nikkei-indekset steg fra 12.500 ved Plaza-aftalens indgåelse til knap 40.000 i 1989, og priserne på jord og ejendomme eksploderede. I 1989 besluttede myndighederne at stramme pengepolitikken for at begrænse boblernes udvikling, men da var det for sent. Stramningen fik boblerne til at briste, og Japans nedtur startede.

Nogle mener, at Japan selv var skyld i, at det gik som det gik (tyskerne havde eksempelvis oplevet tilsvarende valutastyrkelse, men endte ikke i samme suppedas). At de skulle have stimuleret forbrugerne til at bruge flere penge noget tidligere; hævet renterne tidligere for at bremse boblerne og håndteret bankernes omfattende problemer med dårlige lån.

Men den opfattelse deles ikke af japanerne. Og heller ikke af kineserne, som mener, at Plaza-aftalen var årsagen til Japans kollaps. Den fejl ønsker de ikke at gentage.



Aktieinvestering og valutarisiko

De fleste virksomheder har reelt en valutakursrisiko. Virksomheder, der kun opererer i et enkelt land, har nemlig også en risiko, hvis de varer eller ydelser virksomheden leverer, også tilbydes af udenlandske konkurrenter, som kan få en konkurrencefordel, hvis deres valuta svækkes. Og selv virksomheder, der ikke har konkurrenter i hjemlandet har også en risiko, hvis en væsentlig del af produktionen indebærer køb af udenlandske varer eller ydelser. For virksomheder, der også opererer på udenlandske markeder, er valutarisikoen endnu mere synlig og håndgribelig, når indtjeningen skal gøres op.

For investorer, der køber udenlandske aktier, er valutarisikoen også en væsentlig faktor. Når aktien sælges med en tilsyneladende kursgevinst, kan opgørelsen i investors nationale valuta ende med at vise et noget ringere billede, hvis aktiens noteringsvaluta er faldet i værdi siden købet. Og virksomhedens indtjening er også eksponeret for valutarisiko. Muligvis kan virksomheden med held begrænse en ugunstig valutakursudvikling med løbende risikoafdækning, men det kan også gå den anden vej.

Overvejer I valutarisiko, når I vælger aktier til jeres globale aktieportefølje?

”Ja og nej. Vi vælger ikke aktier på baggrund af valutaforventninger, men vi overvejer valutarisikoen i den endelige sammensætning af aktieporteføljen. I de overvejelser kan man ikke nøjes med blot at se på, om aktierne er europæiske, amerikanske eller asiatiske, men også på hvor de

afsætter deres varer og services. Vi har f.eks. en overvægt af europæiske aktier (i forhold til Verdensindekset, red.) lige nu, men vi har udelukkende investeret i eksportører. De henter en stor del af deres indtjening uden for Europa og får derfor stor gavn af en svækket Euro. På den måde har vi trods europæisk aktieovervægt ikke en tilsvarende overvægt af eksponering mod euroen.

Nogle gange ser vi, at investorer, der f.eks. tror på, at dollaren skal stige, køber amerikanske aktier med den begrundelse. Men det er ikke altid et godt købsargument, fordi de store selskaber ofte henter op mod halvdelen af deres indtjening i udlandet. Hvis investor får ret med hensyn til dollarstigningen, så får han gevinst på dollaren, men tab på aktien, fordi indtjeningen falder. Hvis man som investor har en stærk forventning om en bestemt valutakursudvikling og vil udnytte den, så bør man nok glemme aktierne og i stedet handle direkte på valutamarkedet i form af f.eks. optioner, terminsforretninger, futures eller ETF'er”, siger John William Olsen, chefforteføljemanager i Danske Capital og rådgiver for Danske Invest StockPicking.

Skal man som privat investor forsøge at hedge sin valutarisiko på aktieinvesteringer?

”Nej, det vil være alt for besværlig og dyrt. Det er uhyre vanskeligt at forudsige valutakursers bevægelser, og måske endnu sværere at gennemskue, hvordan virksomhederne selv hedger valutarisiko, og dermed hvordan den egentlige valutarisiko ser ud. Så mit bedste råd er, at man som

aktieinvestor skal sprede sine investeringer på forskellige typer af selskaber i forskellige valutaer. På den måde nedbringes risikoen på investorens samlede aktiebeholdning også – fordi en portefølje af internationale aktier på trods af valutarisiko har en væsentligt lavere tabsrisiko end en ensidig investering i f.eks. det danske aktiemarked.”



Japan er rollemodellen for Asien. På godt og ondt

"Miraklerne i Japan kom ikke ud af ingenting: Det kom fra et nøje udtænkt program af subsidierte investeringer i "strategiske industrier" – stål, maskiner, elektronik, kemikalier, biler, skibsbyggeri og fly. De japanske ledere fokuserede på eksporten som økonomiens drivkraft, og undertrykte det hjemlige forbrug med skatter og begrænset forbrugerkredit, mens der var incitamenter til høje opsparings- og investeringsrater. Japanerne etablerede verdensklasse fabrikker og lagde stor vægt på japansk-udviklet teknologi, mens udenlandske selskaber blev tvunget til

at opgive deres egen, hvis de ville have adgang til det japanske marked. Også brede industrielle fagforeninger blev forhindret, Yen blev holdt nede mod dollaren, mens de hjemlige industrier blev beskyttet via tariffier og handelsbarrierer."

Det skriver tidligere rådgiver for Reagens handelssekretariat, Clyde V. Prestowitz, i tidsskriftet *Foreign Affair*. Han peger på, at japaners økonomiske mirakel blev skabelonen for de asiatiske tigre: Sydkorea, Malaysia, Singapore, Taiwan, Thailand og nu – den største af dem alle – Kina.

"Ligesom 80'ernes Japan, så forfølger Kina i

dag en eksportdrevet vækststrategi, undertrykker indenlandsk forbrug, opmuntrer til opsparing, og leder investeringer ind i strategiske industrier. Det har en vrimmel af handelsbarrierer, svage fagforeninger og en undervurderet valuta. USA's handelsunderskud med Kina er nu omkring USD 250 mia. – fire gange det med Japan. Trods landets tidlige velkomst af udenlandske investorer, så er Beijing intenst fokuseret på, at udvikle egen teknologi. Mere vigtigt, amerikanske high-tech industrier – solenergi, computer chips og fiberoptik – etableres i stigende grad i





Kina. Og kinesiske forpligtelser til stærkt at beskytte intellektuel ejendom brydes oftere end de opfyldes. Som en kinesisk ven sagde til mig sidste år: Nu da vi har alle de udenlandske hunde i kennelen, så skal vi til at banke al fyldet ud af dem.”

Clyde V. Prestowitz påpeger, at kineserne er fuldt overbeviste om, at Plaza-aftalen førte til Japans kollaps og har svoret, at de vil undgå samme skæbne. Derfor mener han, at USA må finde en anden strategi. Og så må amerikanerne komme ud af den vildfarelse, at de vandt handelskri-

gen mod Japan.

”Selv om Reagans aggressive politikker stoppede blødningen, så var de ikke nok til at gøre amerikansk økonomi virkelig konkurrencedygtig igen. De fleste amerikanske producenter indhentede aldrig det, de tabte i 80’erne. Faktisk har spørgsmålet om hvem, der slog hvem, i den sidste store handelskrig, ikke noget let svar. Tænk over dette: Japansk BNP-vækst fra 1990-2000 – det såkaldte tabte årti – var kun 0,2 pct. mindre end USA’s, når du tager højde for væksten i USA’s befolkning. Og Japan kommer ud som vinder i en

opgørelse pr. indbygger. Selv med de bank den fik, så løb væksten i Japans produktivitet fra de amerikanske arbejderes i 90’erne. Hvad angår handelsunderskuddet på USD 55 mia., som Reagan var så bekymret for i 1986? I 2006 var det på USD 90 mia. I dag har USA totalt et globalt handelsunderskud på USD 600 mia. Tallene lyver ikke: Det er på tide at indse, at USA aldrig rigtigt slog Japan – og at det er usandsynligt at vinde over Kina uden en ny strategi.”





Blandt eksperternes krystalkugler

På den årlige CFA-konference, der i år blev afholdt i København, var der adskillige berømteder på talerstolen. I det følgende ses resuméer af budskaberne fra de mest fremtrædende talere.

James Montier – Rasmus Modsæt

Det er ikke højtidelighed og formaliteter, der præger James Montier. Manden, der er berømt for sit mod og sin kompetence til at være kontrær på de rigtige tidspunkter, træder fuld af selvtillid op på podiet, selvfølgelig uden slips, iført solide vandresko og blå cowboybukser, og kigger ud over den forventningsfulde forsamling, der ser frem til et underholdende og tankevækkende indslag fra strategen fra GMO.

”In Defense of the Old Always” er overskriften på James Montiers foredrag, og hans indgangsvinkel til det er seks navne: Samuel Taylor, Coleridge, Ernest Hemingway, Steve Jobs, Rudyard Kipling, Mark Twain og pave John Paul II. Hvad har de seks tilfælles udover berømmelsen?

Alle har de kunnet høre og læse om deres egen død, mens de var i live og fuldt vigør. Montiers pointe er, at det også er alt for tidligt at lægge begrebet ”mean reversion” i graven, selv om det netop er, hvad mange har gjort i dag, hvor der tales om Den Nye Normal. Mean reversion er et statistisk begreb, der ikke er så nørdet, som det lyder – men basalt set bare handler om, at f.eks. aktier trods store udsving altid vender tilbage til et gennemsnit.

Fortalere for Den Nye Normal mener, at vi i dag befinder os i en verden, hvor vi vil opleve flere store kursudsving og færre mindre kursudsving end før. Hvor man før havde en mere klokkeformet statistisk fordeling, høj på midten og med tynde haler – så vil den fremover være lavere på midten og med tykkere haler.

Montier er helt uenig. Han har undersøgt 34 markeder for valuta, aktier og råvarer og konkluderer, at hver eneste ekstraordinær op-tur for et givent marked er endt med et tilbagefald på mindst 100 pct. eller mere. Alle bobler brister. Selv store historiske begivenheder eller opfindelser – som afslutningen på det briti-

ske Imperium, 2. verdenskrig, Cuba-krisen eller introduktionen af PC'en har kunnet ændre den langsigtede prisfastsættelse af markederne. Mean reversion har overlevet det hele.

Montier mener, at Ny Normal-forsvarerne forveksler fordelingen af økonomiske udfald for økonomierne og prognoserne af disse udfald med fordelingen af afkast på aktivmarkederne. Selv om fordelingen af økonomiske vækstrater i dag meget vel kan være bredere, end den hidtil har været, så er enhver, der forsøger at investere på baggrund af økonomiske prognoser, sindsygt, mener Montier.

”Økonomer får astrologer til at virke respektable. De kan ikke engang forudsige en recession, selv når vi lige har været i den.”

Om end ordvalget er anderledes, så har Montier fat i noget, som også er dokumenteret i andre undersøgelser. Dels undersøgelser, som viser, at høj økonomisk vækst ikke er korreleret med høje afkast på aktivmarkederne. Dels en berømt IMF-undersøgelse, som så på 60 forskellige nationale recessioner, der ramte verden omkring 90'erne. I 97 pct. af tilfældene formåede økonomerne ikke at forudse krisen et år senere – ofte ikke engang recessioner, der indtraf blot to måneder senere.

”I have called economic forecasting intellectual masturbation – it's fun, but not very useful”, sagde James Montier.

Montier har flere gode råd til investorerne. Først og fremmest, at de skal have en lang tids-horisont. En opgørelse for den gennemsnitlige ejertid af aktier på New York Stock Exchange viser, at når euforien over en ”ny tid” som følge af bl.a. revolutionerende teknologiskift griber et marked, falder ejertiden. I 20'erne var der stor begejstring over industrialiseringen og ejertiden nåede under et år. Så kom krakket og i det efterfølgende årti steg ejertiden op mod 8-10 år. I

50'erne var tallet 6-8 år, og Kennedy-æraen startede en ny optimisme, og investorernes lyst til at holde en aktie i længere tid faldt støt helt frem til vores tid – i slutningen af 2005 var ejertiden på samme niveau som lige før krakket i 1929.

Montier mener også, at man skal se på den absolutte værdi af en aktie – ikke den relative. Dvs. man skal se på P/E, cyklisk justeret P/E og dividenden i forhold til kursen.

Han nævner syv regler for investering, der vil holde i fremtiden, som de har gjort hidtil:

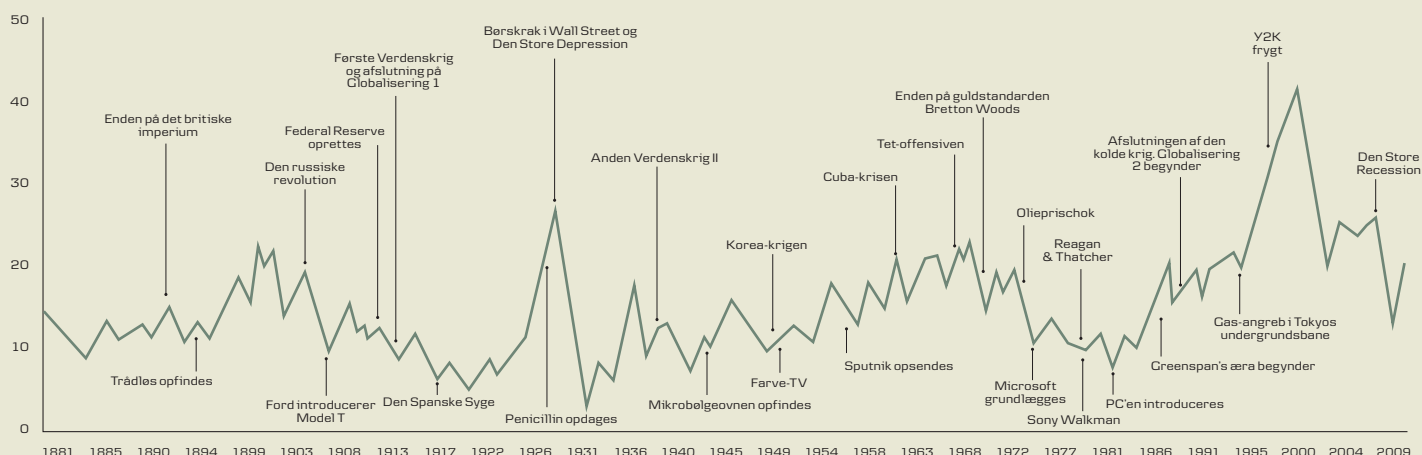
- Insister altid på en vis sikkerhedsmargin
- This time is never different
- Vær tålmodig og vent på ”the fat pitch” (mean reversion)
- Vær kontrær
- Risiko er det permanente tab af kapital – aldrig et tal
- Vær forsigtig med gearing
- Investér aldrig i noget, du ikke forstår

Konkret i forhold til det aktuelle marked påpeger Montier, at ikke mange aktiver har nogen sikkerhedsmargin. Statsobligationer har ikke noget afkastpotentiale tilbage. På aktier ser Emerging Markets dyre ud; det samme gør Europa, mens USA skiller sig ud som klart dyrest, påpeger Montier over for INVESTERING.

I en verden hvor både aktier og obligationer kan være for dyre, så er kontanter en meget mere effektiv ”investering”, selv om de ikke giver noget afkast, mener Montier. Ikke blot er kontanter en bedre hedge mod inflation – varigheden er jo nul, og i modsætning til en obligation med en positiv varighed, så vil kontanter altså være uberørte af stigende inflationsforventninger, mens obligationerne vil reagere med kursfald – men kontanter er også et godt aktiv i perioder med deflation.



THE G&D PE FOR THE S&P500



Source: GMO, Shiller

Nouriel Roubini – Dr. Doom

Politikere, centralbankchefer og andre myndighedspersoner med stor indflydelse på økonomiens udvikling har for vane at forsvare sig med, at ingen så finanskrisen komme – og dermed fralægger de sig behændigt ansvaret for, at det kom så vidt. Men det er ikke rigtigt. Faktisk var der en hel del advarsler – oven i købet fra nogle af de mest kendte og respekterede personer i den økonomiske verden.

Warren Buffet advarede allerede i 2003 om, at derivater er ”finansielle masseødelæggelsesvåben” – i en kommentar til markedet for derivater, som da havde påbegyndt en voldsom udvikling i omfang og kompleksitet. Professor Robert Shiller, manden der forudsagde IT-boblens kollaps, var den næste på banen med en forudsigelse af, at den næste boble var i boligmarkedet, og den var under fuld udvikling. I 2005 fortalte professor Raghuram Rajan en forsamling af højt profilerede økonomer og politiske beslutningstagere i Jackson Hole, Wyoming, at måden, som bankfolk og børshandlere blev aflønnet på, opfordrede dem til at påtage sig for stor risiko og gearing, hvilket gjorde det globale finansielle system sårbart over for en alvorlig krise.

Andre respekterede økonomer kom med lignende advarsler. James Grant, en legende i Wall Street, advarede i 2005 om, at Federal Reserve havde hjulpet til med at skabe ”en af de største af alle kreditbobler” i finansverdenens historie. William White, cheføkonom hos BIS, advarede om de systemiske risici ved aktiv- og kreditbobler. Finansanalytiker Nassim Nicholas Taleb advarede om, at finansielle markeder var sørgeligt uforberedte til at håndtere ”fat tail events” – dvs. kursændringer på finansielle aktiver, som lå langt uden for den normale risikofordeling. Økonomerne Maurice Obstfeld og Kenneth Rogoff advarede om det uholdbare i USA's betalingsbalanceunderskud. Og Stephen Roach fra Morgan Stanley og David Rosenberg fra Merrill Lynch havde allerede for længe siden udtrykt bekymring for, at forbrugerne i USA levede langt over evne. Og så var der Nouriel Roubini, professor på New York University.

Den 7. september 2006 holdt han et indlæg for en skeptisk forsamling hos IMF i Washington og kom med advarsler, der blev modtaget med hovedrysten. USA's økonomi ville snart opleve et ”once-in-a-lifetime” krak i boligmarkedet, et brutalt oliechok, et drastisk fald i forbrugertiliden og en uundgåelig dyb recession. Som om det ikke var nok, tilføjede Roubini et endnu værre scenario:

I takt med at boligejerne måtte opgive at betale deres realkreditlån, ville hele det globale finansielle system gå i stå, når ”Mortgage-Backed

Securities” (MBS) – dvs. værdipapirer med sikkerhed i realkreditobligationer – begyndte at falde sammen. Dette boligkrak kunne føre til systemiske problemer for det finansielle system og udløse en krise, som ville lemlæste eller endda dødsdømme hedgefonde og investeringsbanker, såvel som regeringsstøttede finansielle mastodonter som USA's to største realkreditinstitutter Fannie Mae og Freddie Mac.

Hans påstande blev modtaget med stor skepsis, men han fik ret. Også i hans efterfølgende løbende prognoser om krisens udvikling. Siden har han fået navnet Dr. Doom. Ikke blot fordi han forudså ragnarok, men fordi han også siden – med rette – har været meget skeptisk med hensyn til bl.a. USA og andre udviklede landes muligheder for at rejse sig stærkt igen.

STADIG PESSIMIST

Og det er han stadig. Fra talerstolen på CFA-konferencen vurderer han risikoen for en ny recession i USA, Eurozonen og Japan inden for det næste år til 25-30 pct. Og udviklingen er meget følsom over for eksterne chok til økonomierne. En af de største risikofaktorer er eurozonen. Ender Spanien, Portugal og Irland i en situation som Grækenland, vil det kunne udløse en negativ lavine – risikoaversionen og volatiliteten vil stige, renterne vil stige (det ser vi allerede), kreditspænd udvides, aktierne vil falde, forbruget vil falde osv.

”Vi er allerede tilbage på kreditspænd fra før sommerferien, og det er alvorligt,” siger Roubini. Han henviser til, at eurozonen bortset fra Tyskland, har et generelt konkurrenceevneproblem. Ikke blot skete der allerede for 10 år siden en massiv outsourcing til langt billigere Asien, men siden er lønningerne steget markant, euroen steg i 2002-2008, den private gæld er vokset voldsomt, og betalingsbalanceunderskud er gået i vejret.

”For eurozonen er det en Mission Impossible. Grækenland er effektivt insolvent, men andre lande som Irland, Spanien og Portugal kan også få brug for hjælp fra EU og IMF.”

Han mener ikke, det er et spørgsmål om Grækenland default, men hvornår. Og selv om Grækenland bedre ville kunne leve med en omstruktureret, beskåret gæld, så løser det ikke konkurrenceevneproblemet. EUR/USD ville uden Tyskland ligge under 1, men faktum er, at den ligger i 1,32 ultimo november.

IKKE RECESSION

Som udgangspunkt tror Roubini, at de udviklede lande vil levere en positiv vækst i de kommende år, men den bliver lav – under trend – i

både Europa og USA. Især USA er Roubini bekymret for. Konsensusforventningen er, at USA vil vokse over 2 pct. næste år, men Roubini vurderer, at væksten kan falde helt ned til 1,0 pct. i de kommende kvartaler – og maksimalt vil kunne nå 1,5 pct. for 2011 som helhed.

For Japan tegner situationen heller ikke lys i Roubinis optik. Han skønner, at vækstbilledet for Japan i årets sidste kvartal tyder på en ny recession.

Professoren mener, at USA gør ret i, at fastholde en lempelig pengepolitik og stimulere yderligere med QE2 – en ny omgang af opkøb af stats- og realkreditobligationer, som svarer til at trykke flere penge. Risikoen for inflation er ekstremt lav med så stort et slack i arbejds- og varemarkedet. Men hjælper det på væksten?

”QE2 er på 600 mia. USD, men selv hvis den var på 1.000 mia. USD ville realeffekten være meget lille – omkring 0,3 procentpoint i ekstra vækst. Pengemængden øges, men samtidig falder pengenes omsætningshastighed. Hvilket udtrykker, at bankerne ikke er meget for at låne penge ud til forgældede amerikanske husholdninger og virksomheder. Så længe det er tilfældet, vil effekten af, at øge likviditeten være meget begrænset i USA. Bankerne sidder på 1.000 mia. USD af reserver de ikke låner ud, så 1.000 mia. mere vil ikke hjælpe.”

Et dollarfald vil kunne forbedre konkurrenceevnen, men det vil ikke være nok, fordi alle andre lande vil stritte imod.

”Vi har et multispil opsving, og alle vil have en svagere valuta, men valuta og handelsbalancer er nulsumsspil.”

Roubini peger på, at en sideeffekt af QE2 er, at pengene går til Emerging Markets. Det øger risikoen for bobler, og det øger det opadgående pres på disse landes valutaer. Kina og de øvrige asiatiske lande holder bevidst deres valutaer nede, men for lande med flydende valutakurser som Brasilien, Sydafrika og Korea har resultatet været markant stigninger i valutakursen, og derfor protesterer de mod USA's pengepolitik – verbalt, men også med interventioner og planer om kapitalrestriktioner.

”Steriliseret intervention virker ikke, og kapitalrestriktioner kan kun begrænse ”hot money” på kort sigt, ikke det overordnede langsigtede inflow.”

Roubini tror ikke på en global, koordineret aftale mellem USA, Kina/Asien og EU/Tyskland, som kan løse de globale ubalancer hvad angår valuta og handelsbalancer. Interesserne er for modstridende. På valutafronten vil Kina ikke være med til en hurtig opskrivning af deres valuta, og allerede nu tilsigter ECB og Tyskland

en "sparekurs", som skal bringe statsfinanserne under kontrol i EU. Mens USA på sin side håber på en markant opskrivning af den kinesiske Yuan, og at både kineserne og tyskerne begynder at bruge flere penge. Kineserne er dog tvunget til at overveje deres situation.

"Den kinesiske vækstmodel, hvis fundament er eksport og et stærkt privatforbrug i USA, er reelt brudt sammen. Kineserne er tvunget til at sigte mod en større hjemlig efterspørgsel," siger Roubini, som tror, at Indien inden for en overskuelig årrække meget vel kan overhale Kina.

Generelt tror Roubini på et stærkere opsving i udviklingsøkonomierne end i de udviklede lan-

de. For det første er deres potentielle vækstrate på 5-8 pct. mod 2-3 pct. i de udviklede lande. For det andet, så er de fleste udviklingsøkonomier langt mindre forgældede og har lært af deres egne tidligere finanskriser. Deres finanspolitik har været langt bedre, og de fleste har store overskud på betalingsbalancen og store valuta-reserver.

HVAD VIL DER SKE PÅ MARKEDERNE?

Men usikkerheden om mange forhold – økonomien, politik, gældskrisen i euroen, QE's effekt m.v. - er meget stor, og det fører til stor volatilitet på finansmarkederne. Udviklingen og forvent-

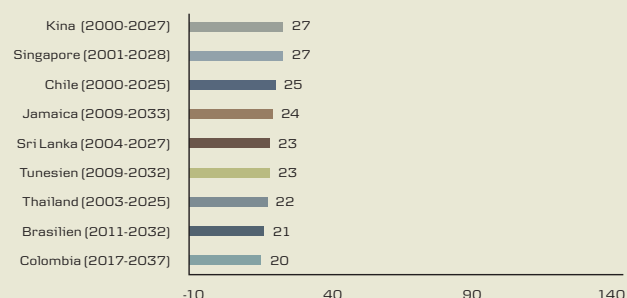
ningerne kan hurtigt ændre sig, så en periode, hvor investorerne har været ivrige efter at påtage sig risiko, kan blive afløst af en periode med risikoaversion.

Adspurg om hvad han ville gøre med 10 mio. dollars til investering, svarer Roubini:

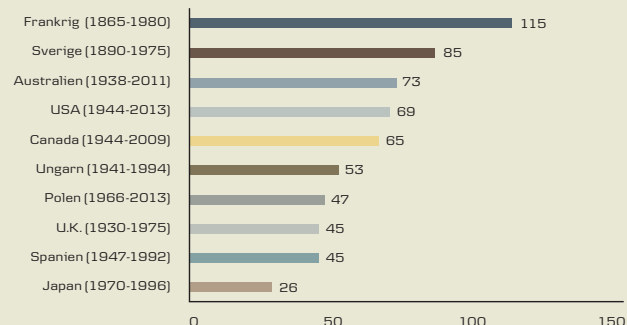
"Det afhænger af tidshorisonten. Får jeg ret i min forventning om svag vækst, så vil aktierne måske klare sig godt de næste måneder, derefter er der stor risiko for kursfald. Markedet vil blive skuffet over væksten, aktier i EU, USA og Japan vil falde, og det kan blive starten på en nedtur. Obligationsrenterne vil falde yderligere i lande med lav kreditrisiko," siger Roubini.



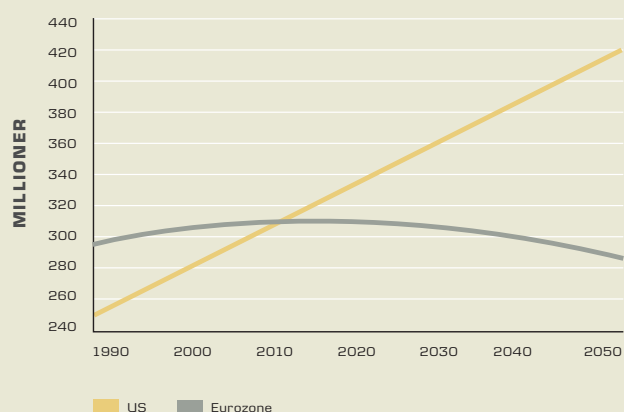
ANTALLET AF ÅR DET TOG FOR BEFOLKNINGSANDELEN OVER 65 ÅR AT STIGE FRA 7 TIL 14 PCT.



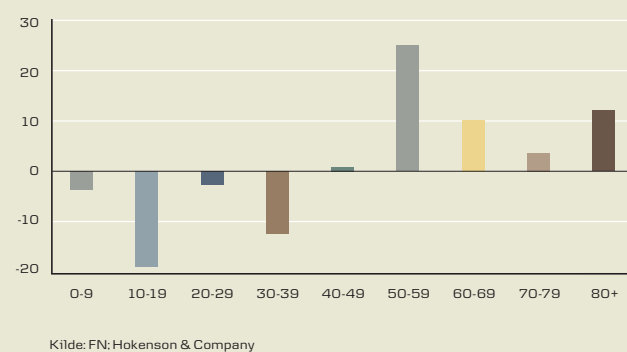
ANTALLET AF ÅR DET TOG FOR BEFOLKNINGSANDELEN OVER 65 ÅR AT STIGE FRA 7 TIL 14 PCT.



TOTAL BEFOLKNING: USA VERSUS EUROZONEN



DEN UDVIKLEDE VERDEN - BEFOLKNINGSÆNDRING I ALDERSGRUPPER (I MIO.): 2000-2010



Richard Hokenson - Æraen med lave renter er først lige begyndt

At verdens befolkning mange steder er ved at blive gammel er ikke nogen nyhed (selv om det er de færreste lande, der har indført langsigtede reformer, der skal tage højde for det). Men det er til gengæld en nyhed, hvis værdi ikke er blevet ringere med tiden. Tværtimod vil det få meget stor betydning for verdens udvikling i dette århundrede.

Richard Hokenson fra Hokenson & Company har specialiseret sig i at indarbejde demografi i økonomiske og finansielle prognoser. Og han lægger hårdt ud:

”Du investerer i en verden, der er demografisk fundamentalt anderledes; hvor halvdelen af Jordens befolkning ikke har fødselsrater, der kan følge med dødsraterne. Verden befinder sig i et kapløb mod nul renter,” indleder han sit foredrag med.

Det er kvindernes skyld. Deres entré på arbejdsmarkedet og deltagelse i uddannelse har ført til de faldende fødselsrater – i kombination med den økonomiske udvikling og velstand.

”I dag mangler vi folk i tyverne, det er dem, der driver forbruget. I de kommende år vil vi se en enorm rotation fra varekøb til køb af oplevelser – de ældre generationer har nok.”

Japan er allerede nu det hårdest ramte af de rige lande. Hvor det tog 115 år for Frankrig at øge andelen af folk over 65 år fra 7 til 14 pct. af befolkningen (1865-1980), så tog det kun 26 år for Japan (1970-1996). Japans befolkning under 15 år er i dag på kun 13,6 pct. (mod 48 pct. i Kenya og 22 pct. i USA) – på verdensplan kun overgået af Italien. Frem til 1955 udgjorde denne gruppe godt en tredjedel af befolkningen i Japan. Gennemsnitsalderen i Japan er i dag omkring 40 år, og 22 pct. af befolkningen er over 65 år. I 2050 ventes denne andel vokset til 34 pct.

Knap så voldsomt, men ikke desto mindre et lignende billede, tegner sig for de fleste andre rige lande. Ser man på andelen af ældre (65+) i forhold til folk i den arbejdsdygtige alder (15-64), så er dette tal i dag omkring 26 pct. for EU inklusive medlemskandidater (ekskl. Tyrkiet). I 2050 vil denne andel være vokset til 52 pct.

USA skiller sig ud blandt de rige lande, og det skyldes en fødselsrate lidt højere end i EU og Japan (hhv. 0,6 og 0,7 højere) samt en (legal) indvandring. Resultatet er ikke opmuntrende for europæerne, hvis de havde forestillet sig, at befolkningsudviklingen var endnu en faktor, der pegede mod USA's fald som supermagt. I dag bor der rundt regnet lige mange mennesker i eurozonen og i USA, men i 2050 vil der være 420 mio. amerikanere, mens eurozonen kun vil huse 285 mio.

UDVIKLINGSLANDENE HAR OGSÅ PROBLEMER

Men det er ikke kun de rige lande, som har en demografisk udfordring. Også adskillige udviklingslande får i de kommende årtier et problem. Ser man på BRIK-landene – Brasilien, Rusland, Indien, Kina – er det **Rusland**, der har de mest dystre udsigter.

Hokenson siger, at ”befolkningen i Rusland kollapse”. Det er først og fremmest mændenes skyld. Den forventede levealder for kvinder er i dag 74,5 år mod 73 år i starten af 60'erne, og dermed har de fulgt den tendens til gradvist højere levealder, vi har set i Vesten, om end i beskedent omfang. Mændenes forventede levealder var i starten af 60'ernes 64-65 år, den var i 2004 godt 58 år, og er i dag omkring 62 år. Mændene drikker sig ihjel, og selvmordsraten er usædvanlig høj.

I dag er befolkningstallet omkring 140 mio., men medmindre russerne får vendt udviklingen, også ved at føde flere børn, så siger prognoserne, at kun 110 mio. mennesker vil bo i Rusland i 2050. Hokenson påpeger, at det er en udvikling, som uvægerligt gør det sværere at forsvare sig over for ubudne gæster. Og det er et problem for Rusland, som ikke har nogen lette grænser at forsvare og er paranoide over for Vesten.

Kina har også et problem, som ikke kan være en overraskelse som følge af et-barns politikken. Og man siger i dag, at ”China will get old, before it gets rich”. Og hvor russernes udvikling giver et underskud af mænd, har et-barns politikken givet den modsatte effekt i Kina. Hvis man ikke får en dreng, bliver familienavnet ikke ført videre, og det har før i tiden fået en del til at dræbe deres førstefødte, hvis det var en pige – en bestialsk metode, der siden blev afløst af kønsbestemte aborter. Kendsgerningen er ifølge Hokenson, at der i dag er ”Six Brides for Seven Brothers”.

Kina er ikke gammel endnu, men har i dag den næsthurtigst aldrende befolkning på kloden, og den vil accelerere. Ledelsen er udmærket klar over problemet, og derfor spares der op til pension, hvor der kan. Kina har en klar interesse i at akkumulere aktiver, fastholde overskud på betalingsbalancen, bevare høje valutaeserver, købe virksomheder og jord op – sidstnævnte bl.a. i Afrika.

INDIEN ER ANDERLEDES

”Indien kan blive *historien* i det 21. århundrede,” understreger Hokenson.

Han henviser til, at Indien har en meget stor andel af befolkningen i den arbejdsdygtige alder nu og i de kommende årtier, som giver det store land en helt enestående konkurrencefor-

del i de kommende årtier. Hvis de formår at frigøre potentialet. Det kræver, at man er i stand til at modernisere landbruget, reformere de lokale bureaukratiske styreformer, udbedre infrastrukturen bl.a. i form af vejnettet og elektricitetsforsyning og tilstræbe større lighed – ikke mindst mellem kønnene, som i dag ikke deltager i tilstrækkelig grad på hverken arbejdsmarkedet eller uddannelsessystemet. I dag går mange piger ifølge Hokenson ikke i skole af den simple grund, at der ikke er toiletter – hvilket er en bevidst beslutning for at holde pigerne væk. Men formår Indien at tage disse udfordringer op, så er vejen banet for at overhale Kina.

Så er der **Brasilien**. I Brasilien er der ikke udsigt til nogen pludselig ændring i demografien, men en glidende aldring. Landet har i dag en mere klassisk alderspyramide, typisk for en økonomi, der stadig har lang vej til velfærdssamfundet – ”bredest” op til 20 år og derefter gradvist smallere. Med andre ord et stærkt udgangspunkt hvad angår arbejdskraft, når vi taler om Brasiliens potentiale i de kommende årtier.

MEN HVAD BETYDER ALT DETTE FOR DEN ØKONOMISKE UDVIKLING?

Verden er ved at blive gammel i mange lande, og for første gang i historien vil vi kunne opleve en generel tendens til – hvis pensionsalderen ikke rykkes mere opad i forhold til den stadig stigende levealder – at nye pensionister vil kunne nyde deres otium sammen med deres forældre. Men hvad betyder denne tendens?

Wal-Mart – verdens største supermarkeds kæde og verdens største børsnoterede selskab – oplevede for ikke længe siden for første gang nogensinde et fald i omsætningen. Det var ikke udtryk for, at folk køber mindre, men de betaler mindre. Priserne falder. Og denne disinflationære tendens mener Hokenson vil tiltage – ældre mennesker vil ikke købe varer i samme grad som de yngre, og det vil påvirke priserne.

”I fremtiden vil kun virksomheder, der vokser hurtigere end andre, klare sig godt.”

For virksomhederne betyder udviklingen, at det bliver stadig sværere at overvælde omkostninger i priserne – og Hokenson tror, det vil stimulere en effektiviseringsproces, som gør, at teknologi i højere grad vil erstatte arbejdskraft og øge produktiviteten.

Hokenson mener, at de disinflationære kræfter vil holde inflationen på et rekordlavt niveau – omkring 0-1 pct. – og dermed er de lave renter som vi har oplevet de seneste 10 år ikke blot et forbigående fænomen.

”Æraen med lave renter er først lige begyndt,” siger han.



Matt King – hvor meget gæld er for meget?

Matt King, chef for Credit Products Strategy i Citigroup mener, at vi går en lavere vækst i møde i USA, UK og Eurozonen end "normalt", men ikke noget, der er katastrofalt – der er ingen "recessionsindikatorer, der blinker". Der tales stadig om risikoen for en "double dip", og ser man obligationsmarkedets ekstremt lave renter, så taler de for en økonomisk nedtur. Mens aktiemarkedet derimod fortæller om en optur.

Men hvordan man end vender og drejer det, så er kendsgerningen, at økonomiens acceleratormekanismer ikke virker – motoren hoster og sprutter. Og umiddelbart kan det måske forekomme mærkeligt. Virksomhedernes gearing (ekskl. finanssektoren) – dvs. nettogælden i forhold til indtjeningen før skat, renter og afskrivninger – er allerede faldet pænt, og det er et vigtigt skridt.

"I en normal cyklus, ville virksomhederne på dette tidspunkt være tæt på at geare op igen," siger Matt King og henviser til, at centralbankernes rentenedsættelser og obligationsopkøb (QE2) netop har til opgave at bryde de negative feedback loops mellem priser og efterspørgsel ved at stimulere investering og forbrug.

Men denne cyklus er måske ikke normal. For de amerikanske virksomheder har stadig en meget høj nettogæld, og den ønsker de muligvis at nedbringe markant herfra. I hvert fald er det svært at forestille sig, de gerne vil øge gælden, selv om renten er meget lav. Ser man på de japanske erfaringer efter krakket i 90, så var billedet netop, at virksomhederne ønskede at nedbringe gælden frem for at øge den, selv om lånerenten var historisk lav. Det nytter ikke at øge tilgængeligheden af kredit, hvis efterspørgselen ikke er til stede, pointerer Matt King.

Det er ikke blot de amerikanske virksomheder, der stadig er historisk højt forgældede, kun marginalt under rekorden for to år siden – det gælder også regeringen, de lokale regioner og ikke mindst forbrugerne.

"Folk er forvirrede, de har ingen tillid til fremtiden. Det er pga. mængden af gæld derude – den øger følsomheden over for nye chok. Aktiemarkedet og husmarkedet sparede op for folk, da det gik godt, men gælden er øget massivt, derfor er deres nettoformue volatil, og det gør også deres opsparing og forbrug til volatile størrelser. Finanssektoren har nedbragt gearingen. Systemet har ikke. Der er for meget gæld i USA uden for finanssektoren, og det er resultatet af den serie af kreditbobler, vi har haft over de seneste 30 år," siger Matt King.

HVOR SKAL VÆKSTEN KOMME FRA?

I globalt perspektiv er det svært at se, hvor væk-

sten skal komme fra. Hele eurozonen har planer om at stramme op på statsfinanserne næste år, og den vækst i nettoeksport, som plejer at drive traditionelle opsving, kommer ikke fordi så mange lange samtidig er trængt i knæ.

Nogle er som bekendt presset så meget, at man diskuterer heftigt, om de kan betale gælden tilbage. For 10-20 år siden ville det typisk være udviklingsøkonomier, man snakkede om. Men de klarer sig generelt godt med lav gæld og høj vækst. Til gengæld halter det gevaldigt med flere lande i eurozonen. Matt King har svært ved at se, hvordan de skal klare den.

"Spanske forbrugere vil blive ved med at spare op, fordi de er bekymrede over boligmarkedet, realkreditlånet og arbejdsmarkedet. Irland, Grækenland og Spanien skal alle spare heftigt og kan simpelthen ikke vokse sig ud af krisen, fordi de samtidig er med i euroen."

Han henviser til, at man i Japan oplevede, at alle sektorer i økonomien sparede op på samme tid – det førte til, at statsgælden eksploderede fra 50 pct. af BNP i 1990 ved indgangen til krisen, til i dag knap 200 pct. Japan havde imidlertid en fordel. De havde enorme overskud på betalings- og handelsbalancen og havde ingen problemer med at låne penge. Desuden var det indenlandske investorer, der stod i kø for at købe statsobligationerne. Og sådan er det den dag i dag, hvor under 10 pct. af den japanske statsgæld er på udenlandske hænder. Mens Irland, Grækenland, Spanien og Portugal alle lever på udlændets nåde, og samtidig har underskud på betalingsbalancen.

"Skal disse lande låne penge, må de nødvendigvis gennemføre massive spareplaner, og det vil sende dem i recession – ligesom det skete for Argentina," siger Matt King, der tilføjer, han hellere vil købe tyske eller amerikanske BB-ratede virksomhedsobligationer end spanske A-ratede forsyningsselskaber.

"Se ikke på virksomheders balanceopgørelser lige nu, se på landet," lyder hans bombastiske råd.

ALLE PIGS SKAL HAVE STØTTE

Matt King mener, at PIGS-landene – dvs. Portugal, Irland, Grækenland og Spanien – alle skal bruge EU's stabilitetsfond næste år. Alternativt skal deres økonomier kunne vokse 5-6 pct. årligt, og det er en umulighed, når de samtidig må leve med en stærk valuta og skrappe hestekure. Også Storbritannien er godt i gang med en skrap spareplan, men landet klarer sig, og det skyldes udelukkende den voldsomme saltvandsindsprøjtning en svækkelse af det britiske pund på 30 pct. har givet.

Adspurg om de demografiske forhold svarer Matt King:

"Jeg har med vilje udeladt demografi i denne præsentation for ikke at gøre jer alt for deprimerede. Tager vi Storbritannien, vil det det kræve et primært overskud på statsbudgettet (dvs. ekskl. renter på statsgælden, red.) på 4-5 pct. årligt i 2015-2030 for at nå ned på 60 pct. statsgæld. Det vil sige, at landet skulle gentage de bedste overskud siden 1950 15 år i træk."

Uden devaluering har eurolandene tilsyneladende ikke en jordisk chance for at klare sig og dermed betale gælden tilbage. Men hvad er så løsningen?

"Jeg besøgte Berlin for et halvt år siden og sagde til de tyske politikere, at de ender med at skulle give PIGS mange penge. Enten direkte eller indirekte. Bryder euroen sammen, vil det koste de tyske banker mange penge i form af de store beholdninger af statsobligationer fra de pågældende lande, og den konkurrenceevne, de opnår. Det er det samme med USA og Kina. Kreditorerne må være med til at løse problemet, selv om det ikke er moralsk korrekt, at man skal være med til at betale for et andet lands overforbrug."

Willis Sparks – pas på de geopolitiske risici

Som investor er man nødt til at holde øje med de såkaldte geopolitiske risici. Verdensøkonomiens aktører er i dag så tæt integrerede og indbyrdes afhængige, at selv en aktieinvestor som udelukkende vil investere i sit hjemlands virksomheder også må tage højde for dem.

Willis Sparks fra Eurasia Group er Political Risk Analyst og fremhævede i sit indlæg de geopolitiske risici, som investorerne skal holde øje med i de nærmeste år.

”Udviklingsøkonomierne er lande, hvor politik betyder lige så meget for markedresultater som fundamentale forhold. Men dette omfatter nu også USA og Europa. De næste fem år kræver tættere fokus på politik – både national og lokal politik kommer til at betyde meget. Meget vækst vil komme fra udviklingsøkonomierne, og der vil komme stadig større fokus på alternativer til fossile flydende brændstoffer, men transitionen bliver langsom,” lyder hans umiddelbare syn på verdenssituationen.

Kina: Den folkerige republik med den statslige kapitalisme vil spille en stadig større rolle. Kinas ledelse har åbent erkendt, at de må skabe 10-12 mio. jobs årligt for at sikre den politiske stabilitet. Sparks påpeger, at der er en ændring i gang vedrørende holdningen til investeringer fra udlandet. Ledelsen har indset nødvendigheden af højteknologi, professionel virksomhedsledelse, marketing osv., men der er en stadig tydeligere tendens til, at man ser udenlandske virksomheder som rivaler snarere end partnere som hidtil. Dette er en betydelig risiko, siger Sparks, og tilføjer, at Kina selv vil udbygge det centrale og vestlige Kina. For Kinas egen skyld er det også vigtigt, at man udbygger den indenlandske økonomi og efterspørgsel og bliver mindre eksportdrevet.

Rusland: Rusland er også domineret af en form for statskapitalisme, om end lidt anderledes og mere personaliseret og populistisk form. Et grelt eksempel sås i 2009, hvor verdens største stålproducent ArcelorMittal modtog et telegram fra guvernøren af Kemerovo provinsen. ArcelorMittal havde tre kulminer i regionen, som ikke gik godt, og der var lagt op til store fyringsrunder blandt de 6.000 ansatte og kraftig reduktion af produktionen. I telegrammet forlangte guvernøren Tulejev, at selskabet fortsatte med at drive minerne, selv om de tabte penge – eller de kunne overlade minerne til de lokale myndigheder uden kompensation.

Historien er bestemt ikke enestående. Den bekræfter tværtimod en voksende trussel for udenlandske investorer i Rusland; frygt blandt russiske embedsmænd for stigende arbejdsløshed har nået et niveau, hvor de føler sig presset til ekstraordinære indgreb for at forhindre det. Presset

kommer fra Moskva. Premierminister Putin og præsident Medvedev har forlangt, at guvernørerne håndterer stigende ledighed og ubetalt løn på egen hånd uden at bede de føderale myndigheder om hjælp. De har ikke råd til flere episoder som den, der fandt sted i Pikalyovo – en by, hvor et enkelt selskab beskæftiger praktisk talt hele arbejdsstyrken. Putin ankom i egen person for at irrettesætte ejerne af lukkede lokale fabrikker, og lavede et show ud af at kæmpe for arbejderne og forlange genåbning af fabrikkerne. Det skete, og siden fik ejerne en stor check. Den slags har Ruslands regering naturligvis ikke råd til at praktisere i stor stil.

Risikoen for udenlandske investorer er ikke, at de ligefrem risikerer overtagelse af virksomheder uden kompensation, som truslen lød i det famøse telegram fra Kemerovo-guvernøren – det ville gøre for meget skade for Rusland som potentielt mål for udenlandske investeringer. Men i nogle områder – især inden for arbejdskraftintensive sektorer som metal, minedrift, fremstilling og bilindustrien – er det stadig mere påtrængende at bevare social stabilitet, og derfor kan de blive presset til at drive fabrikker eller virksomheder med tab under trusler om opkøb fra de lokale myndigheder. Tilsvarende risici kunne også opstå for regionale detail- og forbrugerorienterede sektorer.

USA: Sparks tror, der i amerikansk politik vil blive lagt større vægt på handel i de næste to år. Klimaændringer vil derimod ikke blive et tema før efter præsidentvalget i 2012, nu hvor Republikanerne har fået flertallet i Repræsentanternes Hus.

Sparks vurderer, at Obama bliver genvalgt. Selv om ”the Tea Party” synes at tippe til republikanernes fordel, så er der tale om en meget forskellig sammensat gruppe. De er normalt republikanere, men de er ikke tilfredse med kursen, og mange erklærer sig uafhængige. Faktisk er der i dag flere uafhængige i USA, end folk der holder fast i et parti.

Obama er også favorit i 2012, fordi 29 mio. af hans vælgere fra 2008 ikke stemte ved midtvejsvalget. For dem er Obama et kulturfænomen, og derfor vender de tilbage i 2012.

Man skal ikke være bekymret for, at Sarah Palin ender som republikansk præsident. Republikanerne vil selv slagte hende, hvis hun går efter præsidentposten. Selv i Alaska, hvor Palin var Senator, er Obama mere populær end Palin, understreger Sparks.

Iran: Iran vil ikke blive bombet af Israel. Omkostningerne vil simpelthen være for store i forhold til gevinsten.

Korea: Der spekuleres i muligheden for en genforening. Omkostningerne ved en genforening

ville blive enorme, meget større end Tysklands. Nordkorea vil kollapse. Om det bliver til noget, afhænger af lederskiftet i Nordkorea, hærens støtte og i høj grad Kinas holdning.

Brasilien: Sparks og hans kolleger er meget positive over for den nye præsident og tror, at Lulas efterfølger vil følge samme spor – med positive holdninger til liberale markeder og udenlandske investeringer.

Euroland: Sparks understreger, at Europa ikke er hans speciale, men han er ikke bleg for at komme med et bud: Grækenland vil ikke defaulte – landet vil blive beskyttet. Spanien giver anledning til mere bekymring, hvad angår muligheden for at gennemføre en hestekur – et valg nærmer sig nemlig. Overordnet set tror Sparks, at euroen vil overleve – der er for mange lande, der har investeret i dens succes.

Afrika: Investeringer i Afrika forudsætter, at man accepterer og forstår regionens styrker og svagheder. Råvarer er en meget stor styrke – Kina og Indien har brug for dem. En generel svaghed i mange lande er, at opretholdelse af og tilskyndelse til voldelige konflikter ofte er et mål for lokalpolitikere, fordi det gør det lettere for dem at fastholde deres magtposition.

I Nigeria, som er USA's femtestørste olieleverandør, forventes den nuværende præsident Goodluck Jonathan genvalgt.

Mexico: Sparks erklærer sig mere ”bullish” på Mexico end andre – han påpeger, at landet er karakteriseret af meget mere modne institutioner end resten af Latinamerika. Man skal være opmærksom på landets store afhængighed af USA's økonomi. Hvad angår volden, så er den kun koncentreret i få provinser – Mexico er mere stabil end mange tror.

Indien: Politik i Indien er meget decentraliseret. Og udfordringerne i Kina og Indien er meget forskellige. Indien er i stand til at absorbere flere chok, men er også kendetegnet ved en langsommere udvikling end Kina. Sparks råder alle investorer til at se på Indien, Kina og Indonesien som potentielle investeringsområder.

Valutakrig: USA, Brasilien, Indien og andre lande ønsker en stærkere Yuan, men USA har ikke formået at etablere en egentlig blok og dermed et større forhandlingsmandat. Yuan vil stige over tid i takt med mindre eksportafhængighed, så Kina i næste finanskrise ikke er afhængig af udviklingen i andre regioner. Dette er et langsigtet projekt for kineserne – vær sikker på det, understreger Sparks. Kina vil ikke gå med til en større opskrivning af Yuan på én gang, men vil bruge samme taktik som hidtil med at tillade små stigninger op til internationale politiske møder.

Greenpeace-aktivister protesterer under klimatopmødet COP15 i København i december 2009 med et skilt, som på spansk siger: "Politikere fejlede. Løs din klimakatastrofe!", mens de står i søen Chapultepec i Mexico City, søndag 20. dec. 2009.
Mexico City afholder FN's aktuelle klimatopmøde COP16 fra 29. nov. til 10. dec. 2010.





Det glemte klimatopmøde

Det globale klimatopmøde i Mexico ignoreres af medier og politikere over hele verden. Men man kan ikke tie den globale opvarmning ihjel. Eller de kommende årtiers energimangel.

Hvis du som 50-årig fik at vide, du havde en dødelig sygdom, som gjorde, at hvis ikke du lagde din livsstil radikalt om, så ville du med sikkerhed ville dø som 90-årig – ville du så følge rådet? Næppe. Men hvad nu hvis dødsdommen kun lå 5 år ude i fremtiden? 2 år? Så ville du sikkert gøre noget ved sagen.

Nu skal denne artikel ikke handle om medicin, genteknologi og mulighederne for at diagnosticere en patients fremtid. Men det handler om en sygdom, som er dødelig for en hel del af de levende væsener på kloden, og vil ændre livsbetingelserne for mange mennesker radikalt. Sygdommen kan netop behandles ved, at man lægger livsstilen radikalt om. Sygdommens navn: Global opvarmning.

Alle kender til truslen fra global opvarmning, hvis den ikke imødegås, men fordi det er en gradvis proces, og de stadigt værre konsekvenser ligger en del år ude i fremtiden, er det ikke nok til at fremkalde politisk handlingskraft.

Når disse linjer læses, er klimatopmødet i

Cancun, Mexico i fuld gang. Op til og under topmødet i København var der en kolossal global mediebevågenhed om det, der blev kaldt det største globale topmøde nogensinde om en menneskeheds største udfordring. Som bekendt blev topmødet under dansk ledelse en dundrende fiasko, og det er nok en af forklaringerne på, at ingen anser det umagen værd at bruge tid på COP 16, når selv en så massiv fokus sidste år ikke førte til noget. Og nok også en erkendelse af, at en fælles aftale med så mange forskellige interesser er håbløs.

Langt de fleste medier beskæftiger sig stort ikke med emnet længere. Selv BBC, tv-kanalen, der – præsenteret af David Attenborough – har givet os fantastiske dokumentarfilm om naturens forunderlige verden gennem de seneste 50 år. The Guardian kunne i oktober berette om et internt memo, hvori redaktøren for BBC World News fortæller, at der på et møde var enighed om kun at sende en enkelt korrespondent til klimatopmødet. Årsagen var, at man havde overskredet

budgettet ved at sende 26 mand til at dække de chilenske minearbejderes opstandelse fra hullet.

This afternoon, in discussion with the programmes and the newsroom, we agreed: Cancun Climate summit would not be a live "event" – one single correspondent

The Guardian beskrev dette interne memo fra BBC, afsendt af redaktør for BBC World News, Jon Williams. Årsagen til nedprioriteringen var overskridelse af budgettet, da 26 mand blev sendt over for at dække redningen af de chilenske minearbejdere.

Men problemet – den globale opvarmning – består. Og hvis du er træt af at høre om det, eller ikke tror på videnskaben, så anlæg en mere pragmatisk synsvinkel. Verden vil løbe tør for fossile brændstoffer i de kommende årtier, energipriserne vil tordne i vejret, og det vil føre til sikkerhedspolitiske spændinger i stor skala. Med andre ord: Der skal udvikles og investeres



i alternative energikilder.

Og hvordan går det så med det?

INVESTERINGERNE STIGER

Selv om den politiske enighed ikke er til stede, så giver investeringerne i alternativ energi heldigvis anledning til en vis optimisme og vidner om, at et globalt grønt energikapløb er i fuld gang. En rapport fra FN's miljøprogram RENE21-netværk viser, at investeringer i vedvarende energikilder i 2009 udgjorde over halvdelen af investeringerne i ny energikapacitet i USA og 60 pct. i EU. I absolutte tal var EU's investeringer på 43,7 mia. dollars, mens USA investerede 18,6 mia. dollars. Som region indtog Asien imidlertid andenpladsen, ført an af Kina med investeringer på 34,6 mia. dollars.

Investeringerne er først og fremmest rettet mod biobrændsel, vind og sol. Disse tre energikilder vil være i fokus det næste årti og ventes at skabe mange grønne jobs. I 2009 beskæftige-

de den globale vindindustri 563.000 mennesker mens 267.000 arbejdede med solenergi. I 2019 ventes 1,2 mio. mennesker i vindenergi, og 2,2 mio. mennesker i solenergi.

Lovende tendenser, men ikke mange mennesker ud af til den tid 7,6 mia. Og set i det samlede energiregnskab fylder de vedvarende energikilder heller ikke meget. Ganske vist leverede vedvarende energikilder i 2008 18 pct. af den globale produktion af elektricitet, men heraf var de 15 pct. leveret af vandkraft, som af naturlige årsager kun kan ske i visse områder i visse lande. Mens kun 3 pct. blev leveret af vind, sol, biobrændsel og andre alternativer. De fossile brændstoffer tegnede sig for 69 pct. og atomkraft for 13 pct.

Selv om der forventes stadigt stærkt stigende investeringer i de nye alternative energikilder, så skal man huske på, at det globale energibehov også er stærkt stigende som følge af udviklingsøkonomiernes hastige vækst. Olieindustriens tænketank IEA skønner, at den globale energiforbrug i 2030 er 45 pct. højere end i dag.

Skal man gøre sig forhåbninger om, at nedbringe CO₂-udledningen og afhængigheden af fossile brændstoffer kræver det ikke blot langt større investeringer i alternative energikilder, men også teknologiske gennembrud i en helt anden skala, end vi ser i dag.

Men det nytter heller ikke, at man fokuserer udelukkende på de nye energikilder. De skal også kunne tilsluttes elektricitetsnettet og udnyttes effektivt. En altafgørende første skridt er derfor, at de enkelte lande får moderniseret deres elektricitetsnet – de skal gøres mere intelligente. Der skal i massivt omfang etableres Smart Grid – det intelligente elnet.

Smart Grid skal gøre det muligt for forbrugerne at sigte mod det billigste energiforbrug og muligt for forsyningselskaberne at sammensætte det optimale miks af energikilder, da sol og vind jo er ustabile. Pike Research Group har estimeret, at der globalt vil blive investeret 200 mia. USD i Smart Grid i perioden 2008-2015, heraf knap 53 mia. USD i USA.

IEA: Transformationen af energisystemet skal accelereres, før det er for sent

Olieindustriens tænketank, IEA, præsenterede for nylig sin World Energy Outlook 2010, og det var ikke opmuntrende læsning.

”Vi må agere nu for at sikre, at klimaforpligtelserne bliver fortolket på den stærkest tænkelige måde, og at der stilles nye, skrappe krav fra 2020, hvis ikke før. Ellers vil 2-graders målet endegyldigt være uden for rækkevidde,” sagde IEA's topchef Nobuo Tanaka under præsentationen i London.

IEA har i deres analyser lavet et scenario kaldet New Policies Scenario, hvori de antager, at de løfter og forpligtelser, som verdens lande har taget på sig bliver opfyldt. I det scenario vil verdens energibehov stige med 36 pct. fra 2008 til 2035, svarende 1,2 pct. årligt, hvilket skal ses i forhold til, at stigningen var 2 pct. årligt de foregående 27 år. Lande uden for OECD vil tegne sig for 93 pct. af stigningen. I Kina vil energiforbruget stige med 75 pct. i perioden, og dermed tegner sig alene sig for 36 pct. af stigningen i det globale energiforbrug. Derfor vil Kinas energipolitik – både i forhold til energisikkerhed og klima – have vidtrækkende konsekvenser for resten af verden, sagde IEA's chef, Nobuo Tanaka ved præsentationen af rapporten.

I New Policies Scenario er fossile brændstoffer, stadig dominerende i prognoseperioden, selv om andelen falder til fordel for vedvarende energi og atomkraft. Olie og kul vil være de primære energikilder, men gas vil vokse så stærkt at det vil være tæt på samme andel som kul.

Olieprisen vil stige fra lidt over 60 USD/tønde

til 113 USD i 2035 (i 2009-USD). I dag er det daglige olieforbrug omkring 84 mio. tønder og IEA tror det stiger jævnt op til 99 mio. tønder i 2035 – altså har vi ifølge IEA ikke nået Peak Oil endnu.

IKKE NOK

IEA vurderer, at vedvarende energikilders andel af det primære energiforbrug i New Policies Scenario vil stige fra 7 pct. til 14 pct. i 2035. Men det er slet ikke nok. Der er jo samtidig en kraftig stigning i efter fossile brændstoffer, og med de aftaler, forpligtelser og udmeldinger frem mod 2020 fra verdens regeringer, er det umuligt at nå 2-graders målet, da de krævede reduktioner i emissioner efter 2020 vil være helt urealistisk høje. De trends, der ligger i New Policies Scenario peger på stabilisering af CO₂-ækvivalenter omkring 650 ppm – og dermed en stigning i den globale temperatur på langt sigt på 3,5 grader.

IEA har udarbejdet et andet scenario – 450 Scenario – som indregner, hvad der skal til for at stabilisere mængden af CO₂-ækvivalenter på 450 ppm og dermed undgå temperaturstigninger over 2 grader. Der antages her implementering af tiltag, som realiserer den mere ambitiøse ende af de målintervaller, der blev opstillet i Copenhagen Accord'en og hurtigere implementering af fjernelsen af subsidier til fossile brændstoffer som vedtaget af G20, end det, der er antaget i New Policies Scenario. Dette medfører en langt hurtigere transformation af det globale energisystem og en tilsvarende hurtigere reduktion af CO₂-udledninger. Bl.a. vil olieefterspørg-

selen toppe lige før 2020 på 88 mio. tønder dagligt – kun 4 mio. over det nuværende niveau – og også kul vil toppe før 2020, mens gas vil toppe før udgangen af 20'erne. I dette scenario vil vedvarende energi og atomkraft stå for 38 pct. af energiforsyningen i 2035.

Men topchefen Tanaka har selv svært ved at tro på det scenario og udtrykker stor skuffelse over manglen på ambitioner i Copenhagen Accord'en. Fordi en mere vidtrækkende aftale nu er skubbet flere år ud i fremtiden, så bliver det langt sværere og dyrere at nå målet om max. 2 grader. IEA har beregnet, at prisen for at nå målet nu er steget med 1.000 mia. USD.

Skal målet nås kræver det en fænomenal politisk kursændring af verdens regeringer. Vi har i dag teknologien, der muliggør den nødvendige ændring af det globale energisystem, men den hastighed som ville være påkrævet i den teknologiske transformation ville være højere end set nogensinde før, påpeges det i rapporten.

I rapporten lægges meget vægt på, at fossile brændstoffer modtager så store statslige forbrugssubsidier rundt omkring – i 2009 var tallet på 312 mia. USD, mens støtten til vedvarende energi kun var på 57 mia. USD. Faktisk er IEA så fokuseret på dette, at udfasning af subsidier til fossile brændstoffer anses for den mest effektive måde at reducere energiforbruget på – mens vedvarende energi bør støttes yderligere.

»Vedvarende energi kan spille en central rolle i at reducere CO₂ udslippene, men kun hvis der er kraftig og vedholdende støtte,« sagde Tanaka.

Tidslinie

2008



Havisen i Arktis når efter rekordåret 2007 det næstlaveste niveau. Enorme stykker af is brækker af Grønlands Petermann Gletscher. Noget tilsvarende sker i Antarktis.

2009



USA's Environment Protection Agency definerer CO₂ og andre drivhusgasser som forureningskilder under The Clean Air Act. COP 15 ender med en i praksis ubrugelig aftale. En isbro forbundet med Wilkins Ice Street of Antarctica brækker i stykker. Observationer viser, at mange af verdens større floder indeholder betydeligt lavere vandmængder end tidligere med en fortsat faldende tendens.

2010



The British Meteorological Office forudsiger, at 2010 bliver det varmeste år siden temperaturmålinger begyndte i 1880. 2010 og årene op til er præget af ekstremt vejr, der med betydelig sandsynlighed kan forbindes med de højere temperaturer. Olieeksperter mener, at den globale olieproduktion topper i disse år, hvilket på sigt varsler stigende energipriser, global recession, fødevarerangel og tiltagende konflikter mellem smeltede gletschere

2050



Verdens otte største industrilande har lovet at udledningen af drivhusgasser vil være dette år i forhold til i dag. Mindre alpine gletsjere vil højst sandsynligt forsvinde helt, og store gletschere vil være skrumpet ind med 30-70 pct. Den højere surhedsgrad i oceanerne vil kunne gøre det af med de fleste kystnære koralrev. Mindst 400 fuglearter kan blive udryddet som følge af afskovning og klimaforandringer. I Australien vil der sandsynligvis være 3.200-5.200 flere varme-relaterede dødsfald årligt, primært folk over 65 år. I New York vil stigningen være på 500-1.000. I Storbritannien vil det modsatte ske – kulderelaterede dødsfald vil overstige varmerelaterede. Befolkning 9,4 mia. Høst af afgrøder vil kunne stige med op til 20 pct. i Øst/Sydøst Asien, og falde med op til 30 pct. i Central/Syd Asien. Tilsvarende skift vil kunne ske på andre kontinenter. Biodiversitet "hotspots" er mere truede; en fjerdedel af af Jordens planter og hvirveldyr vil kunne stå over for udryddelse.

2070



I takt med at gletschere forsvinder og områder påvirkes af stigende tørke, vil elektricitetsproduktionen af verdens vandkraftstationer falde; 6 pct. i Europa og op til 50 pct. omkring Middelhavet. Varmere, mere tørre betingelser vil føre til hyppigere og længerevarende tørkeperioder, især omkring Middelhavet.

2080



Mens nogle dele af verden tørrer ud, vil andre blive oversvømmet. Op mod 20 pct. af verdens befolkning, som lever i flodsengsområder, vil blive udsat for hyppigere og voldsomme oversvømmelser. Op mod 100 mio. mennesker i kystområder kan blive ramt af oversvømmelser hvert år. Mest udsatte er tæt befolkede, lavtliggende områder, som er mindre i stand til at tilpasse sig stigende havniveauer samt områder, der allerede står over for andre udfordringer som hyppigere tropiske orkaner. Mellem 1,1 og 3,2 mia. mennesker vil opleve vandmangel og op til 600 mio. mennesker vil blive ramt af sult. Havniveauer kan stige omkring New York mere end en meter, og dermed potentielt oversvømme The Rockaways, Coney Island, det meste af Brooklyn og Queens, dele af Long Island City, Astoria, Flushing Meadows, Corona Park, Lower Manhattan og det østlige Staten Island.

2012



Første fase af Kyotoprotokollen udløber, formentlig uden en afløsende traktat

2020



Hurtige, voldsomme flodbølger vil med stor sandsynlighed stige i alle dele af Europa. Mindre regnvandsmængder kan reducere høstede afgrøder med op til 50 pct. i nogle dele af verden. Befolkningstallet når 7,6 mia. (7 mia. i dag).

2030



Diarré-relaterede sygdomme vil stige op mod 5 pct. i udviklingsøkonomier. Op til 18 pct. af verdens koralrev vil sandsynligvis gå tabt som resultat af klimaforandringer og andre miljømæssige påvirkninger. Langs asiatiske kyster kan tabet blive op til 30 pct. Befolkning 8,3 mia. mennesker. Varmere temperaturer vil få gletschere på ækvatoriale bjerge til at forsvinde. I udviklingslande vil befolkningen i byerne nå en fordobling i forhold til i dag til 4 mia. I udviklede lande ventes stigningen at nå 20 pct. Havet i Arktis kan blive isfrit om sommeren.

2085



Risikoen for denguefeber som følge af klimaforandringer estimeres til at omfatte 3,5 mia. mennesker.

2100



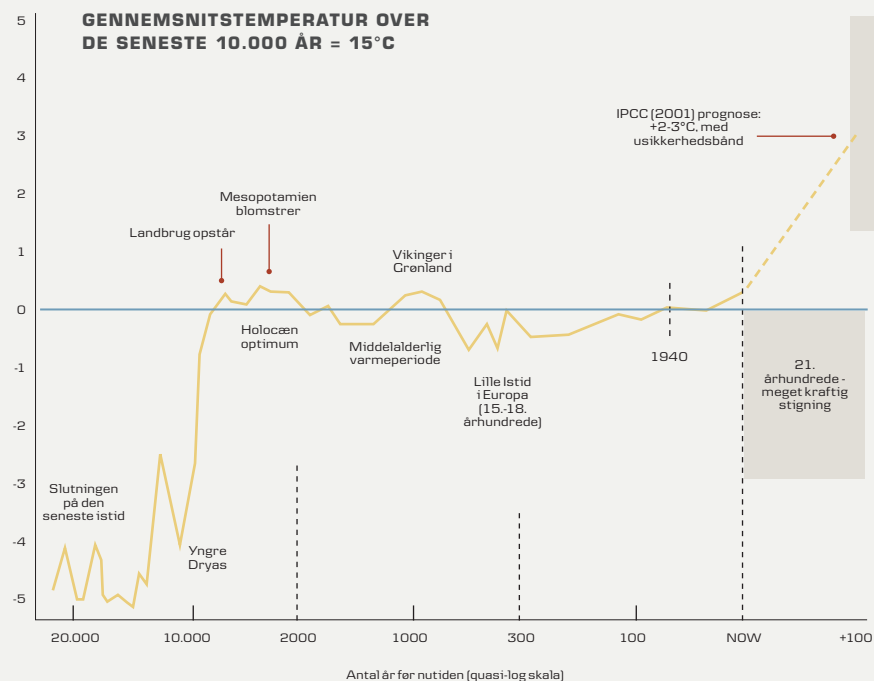
En kombination af global opvarmning og andre faktorer vil presse mange økosystemer til grænsen, og presse dem til at overskride deres naturlige evne til at tilpasse sig klimaforandringer. Atmosfærens indhold af CO₂ vil være meget højere end noget andet niveau de seneste 650.000 år. Oceanernes pH-niveauer vil højst sandsynligt falde med op til 0,5 pH-enheder – det laveste niveau i 20 mio. år. Evnen for marineorganismer som koraller, krabber og østers til at danne skaller eller ydre skeletter vil være kraftigt forringet. Smeltende permafrost og andre faktorer vil gøre Jordens landmasser til en nettokilde af carbon emissioner, hvilket betyder, at de vil ulede mere CO₂ end de kan absorbere. 20-30 pct. af Jordens plante- og dyrearter kan være udryddet, hvis den globale gennemsnitstemperatur er 2-3 grader over det præindustrielle niveau. Nye klimazoner vil tegne sig på op til 39 pct. af Jor-

dens landoverflade, og ændre planeten radikalt. En fjerdedel af alle plante- og dyrearter – over en million – kan være udryddet. IPCC-rapporten advarer om, at nuværende konservations praksis generelt er dårligt forberedt til klimaændringer og en effektiv tilpasningsrespons vil sandsynligvis være dyr at implementere. Stigende tørker kan signifikant reducere fugtindholdet i sydvest USA, nordlige Mexico sandsynligvis dele af Europa, Afrika og Mellemøsten og genskabe "Dust Bowl"-miljøer, kendt fra 30'ernes USA. En temperaturstigning på 2 grader på dette tidspunkt, vil have udryddet 20-40 pct. af Amazonas. 3 grader 75 pct. og 4 Grader vil dræbe 85 pct.

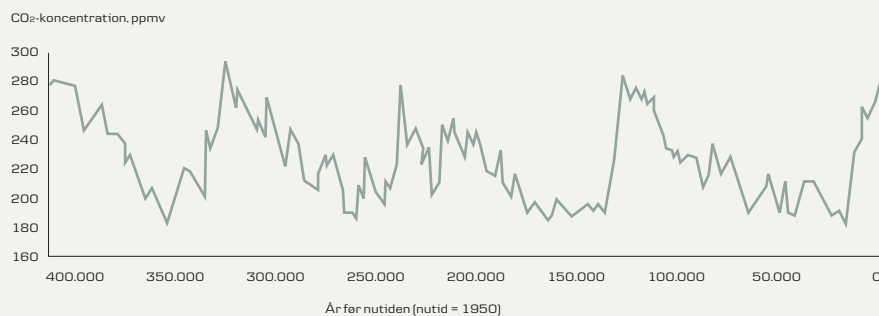
Kilde: IPCC, US Census Bureau, LifeScience.com, Journal of Climate, Geophysical Research Letters m.fl



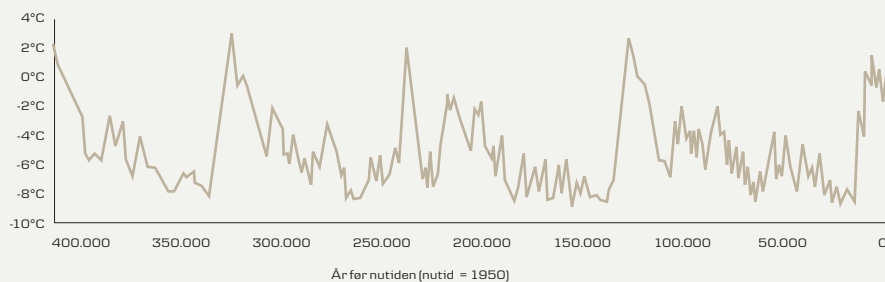
Variationer i Jordens gennemsnitlige overfladetemperatur over seneste 20.000 år



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

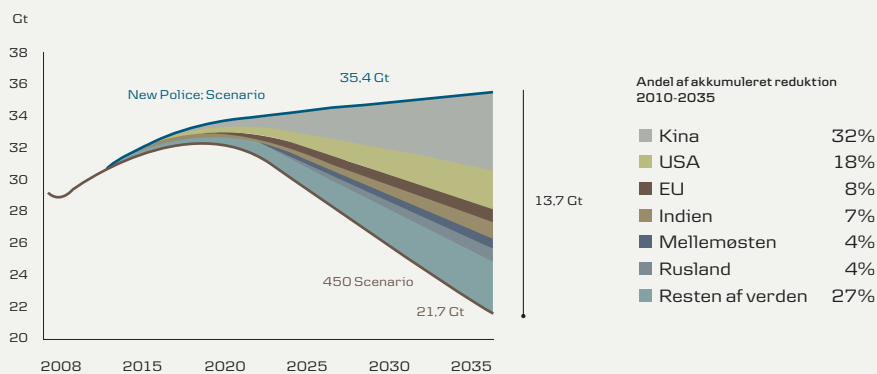


Temperaturændringer i forhold til nutiden, °C



Verdens energirelaterede reduktioner i CO₂-emissioner opgjort på landebasis i IEA's 450 scenario

I 450-scenariet skal Kina og USA tegne sig for 50 pct. af den krævede reduktion i de samlede udledninger i 2010-2035



Dystre konsekvenser

Global opvarmning, forårsaget af primært udledte drivhusgasser som følge af menneskelig aktivitet, er bredt accepteret som en realitet af videnskabsfolk, regeringer og industrielle ledere. Men bestræbelserne på at begrænse udledningen og implementere statsstøttet forskning og incitamenter til udvikling af alternative energikilder og CO₂-begrænsende løsninger er begrænsede i den tid, hvor regeringerne kæmper med store statsgældsbyrder og haltende opsving. Men kendsgerningen er, at jo længere tid, der går, før der for alvor gribes ind, desto værre bliver klimaforandringerne og de afledte effekter – og desto værre bliver de naturmæssige, menneskelige og dermed også de økonomiske omkostninger.

De senere års forskningsresultater såvel som den store rapport af klimapanelet IPCC i 2007 peger på nogle af de sandsynlige og skræmmende effekter af fortsat uhammet udledning af drivhusgasser; stigende globale temperaturer, stigende vandstand i havene, smeltende havis på Arktis,

forsvindende gletschere, hyppigere ekstreme flodbølger i nogle områder, ekstrem tørke i andre, ændringer i regnvandsmønstre, mere ekstremt vejr, ændringer i fugles trækmønstre, ændringer i planters vækstsæson og udbredelse, dyrs yngleperioder og udbredelse – forhold, der kan føre til ødelæggende kaskadeeffekter i fødekæderne.

De mange effekter intensiveres i kombination med andre former for forurening og verdens stigende befolkning. Mennesker vil opleve udbredt vandmangel; sult og sygdomme vil blive mere udbredt. Jordens landskaber vil forandres radikalt, og i dette århundrede vil op mod en fjerdedel af Jordens planter og dyr være truet af udryddelse. Ligesom det er forbundet med betydelig usikkerhed at forudsige klimaforandringerne præcist, så er det også svært at lave præcise forudsigelser af, hvornår effekterne slår igennem, men tidslinjen angivet på disse sider forsøger at give et overblik over estimaterne fra de senere års forskning og observationer.

Kritikere har påpeget, at det har været meget varmere på Jorden end i dag, og det er rigtigt. Problemet er imidlertid, at opvarmningen sker meget hurtigt denne gang – så hurtigt, at det samlede biologiske samspil mellem de forskellige dyre- og plantearter risikerer at blive ændret meget kraftigt på kort tid med katastrofale konsekvenser for nogle arter. Økosystemernes balancer kan blive forrykket drastisk ved hurtige temperaturændringer og afledte miljøændringer.

Tidslinjen på de foregående sider er ikke baseret på IPCC's værste scenarier, og desuden peger iagttagelser de senere år på, at IPCC's prognoser er for optimistiske. Bl.a. NASA peger på, at isen i Grønland, Antarktis og gletschere rundt omkring smelter så hurtigt, at det kan have givet en stigning i oceanerne på 2,5 meter omkring 2100. British Antarctic Survey advarede allerede i 2006 om, at den Vest-Antarktiske iskappe er ustabil og kan begynde at desintegrere, hvilket kunne føre til havvandstigninger på 3,3-4,8 meter.

Smertetærsklen

Klimapanelet IPCC har beregnet, at en global temperaturstigning ud over 2 grader fra det præindustrielle niveau er et irreversibelt "tipping point" – en smertegrænse, som ved overskridelse vil forstærke feedbackmekanismerne i klimasystemet og gøre konsekvenserne uoverskuelige. Det menes, at koncentrationen af CO₂ i atmosfæren i hele menneskets historie har ligget omkring 275 parts per million (ppm) – dvs. ud en mio. luftmolekyler har de 275 været CO₂-molekyler, svarende til 0,0275 pct.

Siden industrialiseringens begyndelse er CO₂-koncentrationen vokset drastisk og udgør i dag omkring 390 og vokser 2 ppm årligt. Det vurderes, at smertetærsklen på 2 grader svarer til 350 ppm – vi er altså allerede langt over grænsen. Det skal nævnes, at der også er andre drivhusgasser, hvoraf nogle er langt kraftigere end CO₂ – derfor har man et samlet mål for drivhusgasserne kaldet CO₂-ækvivalenter. Det tal er i dag på 455 ppm. Kan vi stabilisere os på et niveau omkring 450 ppm, har vi en chance på 50

pct. for at holde temperaturstigningen under 2 grader.

Det tal bliver svært at nå, og er helt umuligt med de aktuelle energipolitikker. Den globale opvarmning går hurtigere end skitseret i IPCC's værste scenario, som taler om en temperaturstigning på 4 grader eller mere ved udgangen af dette århundrede. Forskere pegede sidste år på, at 4 grader kan nås allerede omkring 2060-2070.

Optimistiske Risø-forskere

I en ny rapport fra Risø DTU, Nationallaboratoriet for Bæredygtig Energi, giver forskerne udtryk for optimistiske vurderinger af fremtiden på baggrund af en gennemgang af eksisterende teknologier og forventet udvikling.

"Samlet set vil energikilder med lav eller ingen CO₂-udledning mere end rigeligt kunne dække den globale energiforsyning i 2050," lyder konklusionen.

Udfordringen for et bæredygtigt globalt energisystem inden 2050 er imidlertid at skabe rammerne for at udnytte potentialet i energisystemet

på en økonomisk attraktiv måde. Desuden kan man ikke reducere det primære energiforbrug gennem en evolutionær udvikling af de nuværende systemer. Der er behov for paradigmeskift som f.eks. automatisk tilpasning af forbruget i forhold til den mængde energi, der til enhver tid er til rådighed fra fluktuerende, bæredygtige energikilder.

"Der eksisterer allerede en lang række energiteknologier på markedet med lav eller ingen udledning af drivhusgasser, og flere vil blive kommercielt tilgængelige i de næste årtier. Et

fremtidigt intelligent energisystem kræver således investeringer nu, da usikkerhed om investeringer allerede nu står i vejen for en udvikling mod et energisystem baseret på bæredygtige energikilder. Hvis vi ikke foretager disse investeringer, vil fremtidige generationer med vantro kunne se tilbage på denne periode, hvor vi så længe stillede os tilfreds med et forældet energisystem uden at benytte os af de forbedringer, som vi allerede havde kendskab til."

Kilde: Risø Energy Report 9: Non-fossil energy technologies in 2050 and beyond.

Kopi af fotosyntesen: Den ultimative løsning?

De potentielle løsninger på global opvarmning og energiforsyning er mange. Atomkraft, bølgeenergi, tidevandsenergi, biobrændsel baseret på alger, geotermisk energi, fusionsenergi, isolering, energieffektivitet, bedre batterier, CCS (opfang CO₂ fra forsyningssektorens største f.eks. og begrav den i undergrunden), elbiler (der er et meget stor energitab i forbrændingsmotorer) osv.

Men en af de mere lovende løsninger handler om sol og vand. Daniel Nocera fra *Massachusetts Institute of Technology* bekendtgjorde allerede i

2008, at han med sol, vand, fotovoltaiske solceller og visse katalysatorer kan spalte vand til brint og ilt på effektiv vis. Brint og ilt kan derefter senere forenes siden i en brændselscelle, som kan generere strøm.

Siden har han løbende forbedret metoden, og kunne i maj i år meddele, at hans system kan producere 100 gange så meget brint som i 2008 – oven i købet med meget billigere katalysatorer.

Med et solpanel på fem gange seks meter kan Noceras system splitte vand nok (8 liter) på mindre end fire timer til at lagre nok energi til den

gennemsnitlige amerikanske husholdnings daglige forbrug, dvs. lidt mere end 30 KWh.

Nocera har etableret et selskab, Sun Catalytix, hvis mål er at kommercialisere systemet inden for 2-3 år, og som har modtaget finansiel støtte af U.S. Department of Energy's Advanced Research Projects Agency – Energy (DARPA-E).

Til trods for, at potentialet forekommer enormt, er der kun få videnskabsfolk i verden, der beskæftiger sig med at kopiere fotosyntesen, heriblandt enkelte danske forskere.



Opfinderen af The Web advarer om nettets udvikling

“Nettet udviklede sig til et kraftfuldt, allestedsnærværende værktøj, fordi det var bygget på egalitære principper og fordi tusinder af individer, universiteter og virksomheder har arbejdet, både uafhængigt og sammen som en del af the World Wide Web Consortium, for at udvide dets evner baseret på de principper. Men nettet, som vi kender det, trues på forskellige måder,” skriver han.

Nogle af nettets mest succesfulde “indbyggere” er begyndt at sælge ud af principperne. Store sociale netværk-sites sætter mure op så information, udsendt af deres brugere, ikke kan ses af resten af nettet. Trådløse internet udbydere fristes til at dæmpe trafikken hen til sites, som de ikke har aftaler med. Regeringer, både totalitære og demokratiske, overvåger folks online vaner og sætter menneskerettighederne på spil.

“Hvis vi, nettets brugere, tillader disse og andre trends at fortsætte uhindret, så kan nettet blive splittet op i fragmenterede øer. Vi kunne tabe den frihed til at forbinde os med hvilken som helst website, vi ønsker. Disse dårligdomme kunne spredes til smartphones og pads, som også er portaler til den omfattende information, som nettet leverer. Hvorfor skal du bekymre dig? Fordi nettet er dit. Det er en offentlig ressource, som du, din forretning, dit samfund og din regering afhænger af. Nettet er også vitalt for demokratiet, en kommunikationskanal, som gør det muligt med fortsat global konversation. Nettet er nu mere kritisk for ytringsfriheden end noget andet medium. Det bringer principper etableret

i den amerikanske forfatning, det britiske Magna Carta og andre vigtige dokumenter ind i netværksalderen; frihed fra at blive dyneløftet, filteret, censureret eller afbrudt.”

Mod slutningen af den lange artikel nævner han betydningen af linkede data – The Semantic Web - ikke som vi kender det med bevidst placerede links på diverse websites, men et nyt teknologisk skridt, som går langt dybere i at knytte data sammen.

“Et fremragende eksempel på en lovende fremtid, som forstærker styrken af alle principper, er linkede data. Nettet i dag er ret effektivt til at hjælpe folk med at publicere og opdage dokumenter, men vores computerprogrammer kan ikke læse eller manipulere de faktiske data inde i disse dokumenter. Når det problem løses, så vil nettet blive meget mere brugbart, fordi data om stort set alle aspekter af vores live skabes med en forbløffende hastighed. Låst inde sammen med alle disse data er viden om, hvordan sygdomme kan kureres, forretningsværdi skabes og hvordan vores verden kan styres mere effektivt.”

Han fremhæver videnskaben som frontløber for netop at lægge linkede data på nettet – og påpeger, at det også sker i erkendelse af, at forskere i mange tilfælde står over for problemer, som de ikke kan løse på egen hånd. Som eksempel nævner han en historie om forskning i Alzheimer's. Et antal laboratorier i både virksomheder og statsligt regi besluttede at droppe deres normale afvisning af, at åbne deres data – og de skabte

The Alzheimer's Disease Neuroimaging Initiative. Enorme mængder af data med patient information og hjernescanninger blev lagt ud som linkede data. I en demonstration af systemet stillede en forsker spørgsmålet: What proteins are involved in signal transduction and are related to pyramidal neurons?”

I Google fik spørgsmålet 233.000 hits – og ikke et eneste svar. Men stillet i de linkede databasers verden, kom der et svar – et lille antal af specifikke proteiner, som havde netop de egenskaber.

Tim Berners-Lee, der opfandt World Wide Web, advarer i en kronik i Scientific American for nylig om vigtigheden af, at beskytte de principper, der er fundamentet for nettet og dets udvikling - herunder det store potentiale i The Semantic Web.

Den næste videnskabelige revolution er i fuld gang

I årtier har computervidenskabsfolk forsøgt at lære computere at tænke som mennesker ved at fodre dem med komplekse regler om lingvistik og ræsonnement. Frem til i dag har de fleste af disse anstrengelser fejlet – de har ikke formået at komme tæt på at generere den kreative indsigt og de løsninger, der kommer naturligt til de bedste videnskabsfolk, fysikere, ingeniører og markedsføringsfolk. De mest talentfulde eksperter har ikke blot en dyb forståelse af data, men er også i stand til at se mulighederne ”mellem linjerne”. De kan finde de sammenhænge, som ikke er åbenbare inden for eller på tværs af discipliner, som gør hele forskellen.

Problemet er bare, at vi har nået et punkt, hvor selv eksperterne i dag drukner i data. Digital information vælter ind fra alle former for sensorer, instrumenter og simulationer og overvælder vores kapacitet til at organisere, analysere og lagre det. Heldigvis har computerekspertene også udviklet computere, bl.a. med multicore chips, men vi står over for en eksponentiel stigning i data, og derfor må vi gentænke hele vores tilgang til data-intensiv videnskab,” skriver Tony Hey, Vicepresident i External Research Division i Microsoft Research i novembernummeret af Harvard Business Review.

Hans pointe med artiklen er, at vi nu er på vej ind i en fase, hvor vi har udviklet og skal videreudvikle værktøjer, hvormed vi kan bearbejde og analysere data på en helt anden måde. I stedet for som før i tiden at udvikle programmer baseret på

kendte regler, har man i dag programmer, som selv kan gennemgå data for samspil og korrelationer – programmerne opdager selv de regler, der måtte være i de pågældende data. Vi er langt om længe på vej ind i en tidsalder med et begreb, som nørderne længe har fantaseret om men ikke rigtig oplevet: Machine Learning.

Hey nævner som et af flere eksempler, at et hold i Microsoft allerede har brugt metoden til at udvikle en metode til at forudsige med imponerende præcision om en person med kongestivt hjertesvigt, udskrevet fra hospitalet, vil blive genindlagt inden for 30 dage. Metoden blev udviklet ved at lade et computerprogram gennemgå hundredtusindvis af datapunkter for 300.000 patienter og ”lære” profilen kende på de patienter, som med størst sandsynlighed skulle på hospitalet igen.

Den økonomiske effekt af denne forudsigelse kan blive stor. Hvis et hospital forstår sandsynligheden for, at en patient får tilbagefald, kan det designe programmer, der kan stabilisere patienten og dermed spare tusinder af dollar i sundhedsudgifter.

Tilsvarende bestræbelser på, at afdække vigtige korrelationer, som kan føre til videnskabelige gennembrud, er undervejs i eksempelvis oceanografi, naturbevarelse, klimaforandringer, sundhed, astronomy, AIDS-forskning – listen er endeløs. Og i erhvervslivet vil denne nye form for dyb dataudforskning kunne give meget vigtig indsigt omkring kunder, forsyningskæder, re-

klameeffektivitet og meget mere.

”Som følge af vores evne til at indsamle og analysere enorme mængder af data har vi nu potentialet til at løse nogle af verdens største problemer. Men indtil for nylig vidste vi ikke, hvordan vi skulle kombinere de rigtige datasæt og finde de afgørende mønstre,” skriver Tony Hey.

Som eksempel på et meget komplekst problem, nævner han global opvarmning. Omfattende kalkulationer af varmetrends kan kræve, at man indregner målinger af varmestråling reflekteret fra polerne, sundhedstilstanden af mangroveskov i tropiske klimaer, globale trends for insektudklækning, klimaændringer fanget i træers årringe, CO₂-niveauer bevaret i iskerner – og meget mere. At skabe standarder for indsamling, lagring og sammenbringning af sådanne data vil blive stadig mere vigtigt i takt med, at videnskaben anvender stadig flere sensorer.

At bringe data sammen handler også om, at al videnskabelig litteratur og alle videnskabelige data er online og kan forbindes med hinanden.

”Mange nye værktøjer er påkrævet for at dette kan ske,” påpeger Hey.

Han mener, at alle videnskabelige discipliner skal samarbejde for at realisere det enorme potentiale, der ligger forude og dermed løse vigtige problemer for menneskeheden.

”Svarene ligger blandt enorme bjerge af tal – og det er inden for vores rækkevidde at finde dem.”



Økonomerne i Danske Markets Research vurderer, at renterne har bundet, men påpeger samtidig, at de seneste stigninger synes noget overdrevne. Obligationsmarkedet ventes at handle "sidelæns" i de næste 2-3 mdr.

Ny renteprognose: Renterne har bundet

Obligationsrenterne er steget gennem den seneste tid – drevet af de lange amerikanske renter, mens normaliseringen i det europæiske pengemarked stort set ikke har bidraget yderligere til det opadgående pres. Et stort samtaleemne i obligationsmarkedet har været QE2 – Federal Reserves plan om at genoptage købet af amerikanske statsobligationer for op imod 600 mia. USD for at stimulere investerings- og forbrugsaktiviteten i det halten-de opsving.

Umiddelbart vil en efterspørgsel efter statsobligationer i den størrelsesorden kunne presse obligationskurserne op og dermed renterne ned. Men effekten har været modsat, idet obligationsmarkedet tror, at den pengepolitiske stimulans får den ønskede effekt – nemlig at styrke opsvinget – og dermed stiger inflationsforventningerne og presser renterne op.

Rentestigningerne er dog ikke kun baseret på forventninger, men har også en vis grobund i fakta. De økonomiske data i USA har set bedre ud end ventet, og regnskabs sæsonen har været robust. I Europa har stærke nøgletal for Tyskland bidraget til højere renter.

MAKROØKONOMISKE UDSIGTER

I USA indikerer de økonomiske nøgletal, at væksten er ved at stabilisere sig i omegnen af 2 pct. Grundlæggende synes økonomien at være ved at tage afsæt til en periode med tiltagende vækst, men udsigterne for de kommende måneder er dog stadig noget blandede.

Det vigtige ISM-indeks ventes at genoptage faldet og nå 52-53 i første kvartal næste år. Modsat ser både forbrug og arbejdsmarked bedre ud end ventet, selv om vi stadig er langt fra den tidligere

styrke. Nøgletallene ventes give et mere overbevisende billede af en økonomisk fremgang i løbet af første halvår næste år. I andet halvår **ventes væksten at nå over trend.**

Når man taler om vækst omkring trend, menes der den vækst, som er "hastighedsgrænsen" for økonomien. Dvs. den vækstrate, hvormed en økonomi må vokse over en årrække, uden at den skaber et øget inflationspres. At væksten forventes at nå over trend i anden halvdel af 2011 er ikke et faresignal foreløbig, idet kapacitetsudnyttelsen i økonomien på det tidspunkt stadig vil være meget lav.

I **euroområdet** er der stadig tegn på afmatning i de faktiske industrital. I de kommende måneder venter økonomerne i Danske Markets Research (DMR) en fortsat moderat afdæmpning af tallene. Den styrkede euro og de højere pengemarkedsrenter vil bidrage til at dæmpe fremgangen, mens solid vækst i Asien vil trække den anden vej. DMR forventer, at væksten vil falde gradvist til en årstigningstakt på 2 pct. i 2011. Der er fortsat udsigt til stor divergens inden for euroområdet med stærkest vækst i Tyskland og meget svag vækst i randlandene.

Kerneinflationen i USA vil fortsat ligge på meget lavt niveau under 1 pct. igennem 2011 til stadig bekymring for den amerikanske centralbank. I Europa er inflationspresset også begrænset. **Inflationen i eurozonen** ser ud til at forblive stabil under 2 pct. En opadgående risikofaktor er dog den seneste tids stigning i råvarepriserne.

CENTRALBANKER OG OBLIGATIONSRENTER

Federal Reserves (Fed) opkøbsprogram (QE2) indebærer bl.a., at de frem til slutningen af andet kvartal næste år, ventes at købe for USD 110 mia. statsobligationer inklusive geninvesteringerne fra udløbet af realkreditobligationer. Idet økonomerne i DMR forventer tiltagende vækst i USA, tror de ikke vi ser yderligere annoncering af opkøb fra Fed, når QE2-programmet er gennemført.

På den anden side kan der gå lang tid, før udviklingen i ledigheden og inflationen vil tale for reelle stramninger. Således tror





DMR fortsat, at Fed tidligst påbegynder renteforhøjelser i slutningen af 1. halvår 2012, men bemærker også, at nøgletallene for USA på det næste har overrasket positivt.

Prognosen for de 10-årige amerikanske statsobligationsrenter er blevet justeret op på tre- og seks måneders sigt. De seneste rentestigninger synes dog en smule forhastede. På baggrund heraf og givet det fortsat lidt blandede billede fremadrettet forventer DMR, at markedet vil handle sidelæns i de kommende to-tre måneder, og vil ikke udelukke, at vi ser et rentefald fra de nuværende niveauer hen mod årets slutning.

DMR's prognose om stærkere vækst i 2011 betyder imidlertid, at de lange obligationsrenter ventes at stige yderligere på 6-12 måneders sigt. Prognosen for de 10-årige amerikanske statsobligationsrenter ligger lidt under markedets forventninger på tre og seks måneders sigt og stort set på linje med markedet på 12 måneders sigt.

De 2-årige renter ventes på et lavt niveau i lang tid. DMR's bud på de 2-årige renter ligger under markedets i hele prognoseperioden.

ECB forventes at annoncere en forlængelse af den fulde tildeling ved likviditetsauktionerne igennem første kvartal 2011 på december mødet. Risikoen er dog, at der allerede her strammes op på likviditeten.

DMR forventer ikke, at ECB hæver renten før sidst i 2011. De tyske obligationsrenter vurderes nu at have bundet, da normaliseringen af pengemarkedet i Europa og vendingen i de lange amerikanske renter ser ud til at holde ved. Ligesom i USA ventes de 10-årige renter dog at handle *side-læns-til-lavere* på 2-3 måneders sigt. På seks og 12 måneders sigt vil renterne stige i takt med, at de amerikanske renter stiger, og renteforhøjelser fra ECB rykker nærmere. Prognosen ligger under

markedets forventning på tre og seks måneders sigt, men over på 12 måneders sigt.

Med baggrund i den seneste kraftige stigning er potentialet for højere 2-årige renter dog relativt begrænset i det kommende halve år. Sent i første halvår og ind i andet halvår 2011 vil de 2-årige genoptage stigningerne, når ECB afvikler den ekstraordinære likviditet, og renteforhøjelserne nærmer sig. DMR's prognose for de 2-årige renter ligger under markedet på tre måneders sigt, men tæt på konsensus på seks og 12 måneders sigt.

RENTEKURVER

På den korte bane venter DMR ikke den store ændring i hældningen på rentekurverne i hverken USA eller Tyskland. I USA ventes rentekurven at stige yderligere - dvs. de lange renter ventes at stige i forhold til de korte - på seks til 12 måneders sigt, da Fed vil holde renten i ro trods økonomisk bedring. I Tyskland ventes effekten fra stigende lange amerikanske renter og udsigten til ECB's renteforhøjelser stort set at opveje hinanden. Overordnet set ventes det 5-årige segment at blive hårdest ramt af rentestigningerne.

LANDESPÆND

De europæiske renter ventes at stige mere end de amerikanske for både korte og lange løbetider på seks til 12 måneders sigt, da stramningerne fra ECB vil komme først. Risikoen for, at rentestigningerne bliver kraftigere end ventet, er størst i Europa.

DANSKE RENTER

De danske obligationsrenter vil som normalt udvikle sig parallelt med de tyske. I løbet af 2011 ventes det 10-årige rentespænd at være uæn-

dret på 10bp. Det officielle ledende rentespænd mellem Danmark og euroområdet ligger fortsat rekordlavt på 5bp og ventes uændret over det kommende år. Imidlertid vil Nationalbanken fortsætte med at hæve indskudsbevisrenten i takt med, at pengemarkedet i Europa normaliseres. Over de næste 12 måneder er der udsigt til højere CIBOR-renter i takt med afviklingen af de ekstraordinære likviditetsprogrammer fra ECB og udsigten til ECB-renteforhøjelser. Trods de seneste rentestigninger ventes F1-renten fortsat at være rekordlav ved dette års flexlånsauktioner. Til næste år vil F1-renten stige gradvist i takt med de højere pengemarkedsrenter.

ANBEFALINGER

Vi anbefaler svag overvægt af varighed (rente-følsomhed) og fastholder vores nuværende fordeling - et miks af 30-årige 4% realkreditobligationer, 3 og 5-årige Flex-obligationer, CF'er 2018 (obligationer med variabel kuponrente og renteloft på 5%) samt 30-årige 5%er, da disse fortsat er fornuftigt priset i forhold til de forventede udtrækningsniveauer.

Vi anbefaler fortsat salg af 30-årige 7% og 6% realkreditobligationer på forventning om fortsat stor konverteringsaktivitet hos låntager.

For den mere risikovillige investor kan virksomhedsobligationer i udviklede lande samt statsobligationer og virksomhedsobligationer i Emerging Markets være mulige supplementer til mindre dele af porteføljen.

Som altid - vær opmærksom på, at renteprognoser er forbundet med stor usikkerhed; risikoen på obligationer er højere, jo længere løbetiden er; og/eller jo lavere rating obligationerne har.

Virksomhedsobligationer

Lige nu er det attraktivt at udstede virksomhedsobligationer fordi renten er ekstremt lav, og det er noget billigere at hente penge ad denne vej end at gøre det via aktiemarkedet.

Virksomhedsobligationer tildeles en rating af kreditvurderingsbureauerne, jo højere rating, desto lavere er risikoen og dermed renten. Der skelnes mellem to hovedgrupper: De pæne papirer i klassen, Investment Grade (lav rente) – og de mindre pæne, Speculative Grade (høj rente).

Men ikke blot er det aktuelle lavrentemiljø godt for potentielle udstedere – det er også interessant for investorerne. Renterne på statsobligationer er så lave, at det nærmer sig det uinteressante – især i betragtning af, at renten på dem med langt overvejende sandsynlighed kun kan stige herfra. Men samtidig er der stadig ret stor usikkerhed om den globale økonomiske udvik-

ling, så man skal ikke lægge alle penge i aktier.

Virksomhedsobligationerne ligger et eller andet sted midt imellem, og er derfor et interessant supplement til porteføljen. Men siden de finansielle markeder begyndte opturen i foråret 2009 er virksomhedsobligationerne steget ganske pænt i kurs og rentespændet til statspapirerne er indsnævret. Spørgsmålet er selvfølgelig hvor meget der er at hente herfra.

”Defaulttraterne – dvs. de tilfælde, hvor virksomhederne må opgive at betale noget eller hele deres gæld tilbage – falder hastigt. Gennemsnittet for de seneste 12 mdr. i Speculative Grade var 3,7 pct. i oktober mod toppen på knap 15 pct. i november 2009. Vi forventer, at vi når en default rate omkring 2 pct. om et år. Forudsætningen er, at det globale opsving fortsætter med moderate vækstrater, hvilket er godt for virksomhedsobli-

gationerne, idet virksomheder i det scenario normalt holder sig til kapitalbevarelse og nedbringelse af gæld. Men man skal være opmærksom på, at vi stadig er i et skrøbeligt økonomisk miljø med forgældede husholdninger og stater i den udviklede verden, og en vækst på 1 pct. vil føles som en ny recession, det vil svække investerings- og forbrugslysten og den nødvendige jobskabelse vil udeblive. Man bør derfor kun investere en mindre del af porteføljen i virksomhedsobligationer,” siger Bent Lystbæk, afdelingsdirektør i Danske Capital med ansvaret for flere investeringsforeninger, heriblandt DI Globale Virksomhedsobligationer.

En anden risikofaktor er gældskrisen i Euro-land. Forværres den, kan det skabe en ny bølge af generelt højere risikoaversion, som også vil ramme virksomhedsobligationerne.

Obligationer i Emerging Markets

Som det er tilfældet med aktier har investorerne i stigende grad gennem det seneste årti også øget andelen af obligationer i Emerging Markets (EM) – det gælder primært statsobligationer, men også virksomhedsobligationer, der gradvist vinder mere indpas i visse udviklingsøkonomier som et godt alternativ til banklån, og dermed følger de den udvikling vi også så i de udviklede lande fra 90'erne.

”Vi har set et markant skifte det seneste årti, hvor investorerne naturligt søger over i udviklingsøkonomiernes obligationsmarkederne i de lande, som er kendetegnet af væsentlig større politisk stabilitet end for 15-20 år siden; som fører en uafhængig pengepolitik; har generelt sunde økonomier, ofte med plus på de eksterne balancer og er mindre afhængige af udenlandsk kapital. Det er logisk, at der kommer mange penge ind i,” siger Floris Kleemans fra hollandske ING Investment Management, som er manager for flere EM-fonde, heriblandt DI Nye Markeder Obligationer og DI Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta.

Som det er tilfældet med EM-aktier, er der vel også her risiko for bobler?

”Det er et vigtigt spørgsmål at holde sig for øje. Når man skal vurdere det, er det vigtigt, at man ser på gældsniveauet (gearingen), og her er billedet klart, at gældsætningen ikke er på et utrygt niveau – det gælder både statsobligationer og virksomhedsobligationer. Tværtimod er der tale om lave gælds niveauer, som endda falder, selv om aktivklassen som sådan vokser hurtigt. Det vil fortsætte, men det er ikke nødvendigvis ensbetydende med en øget gearing, da der er tale om fundamentalt berettigede stigninger, som har fundament i sunde investeringer i takt med

den hastige økonomiske vækst og udvikling. Når det er sagt, må jeg også sige, at der, hvor vi finder mest værdi lige nu, er ”off the beaten track” – dvs. de steder, som ikke er researchet så meget. Men overordnet er aktivklassen fair prissat, især i forhold til betalingsevnen.”

Der er flere forhold, der skaber usikkerhed lige nu – bl.a. valutaspændingerne, der af nogle kaldes en valutakrig. Den udviklede verden har brug for en rebalancering - de store udviklingsøkonomier skal trække en større del af læsset med øget indenlandsk efterspørgsel, men de er med til at hæmme den udvikling ved at holde deres valutakurser nede.

”Jeg vil ikke kalde det en valutakrig, men valutaspændinger. Ingen politikere i EM er interesseret i en ”krig”, fattigdommen falder meget, alle vil gerne være med internationalt, alle er lykkelige, så hvorfor lave en krig. De store udviklingsøkonomier er også selv interesserede i at skifte mod mere hjemlig vækst, men de ser alle de billige dollars komme ind, derfor vil de gerne have en vis moderation, som de så forsøger at opnå med visse tiltag. Vi vil se valutakursstigninger, men de bliver kontrollerede og moderate. Jeg tror ikke, vi vil se valutaspændingerne accelerere til en handelskrig, det er ingen interesserede i.”

Så er der eurokrisen. Man kunne forestille sig en forværring – i værste fald et sammenbrud i euroen, som vil øge den generelle risikoaversion, og dermed også ramme obligationer i EM...

”Det er rigtigt, at der er risiko for, at eurokrisen øger den generelle risikoaversion, især i Østeuropa, som er så tæt på. PIGS-landene har store udfordringer lige nu, men man finder løsninger -

vi vil ikke se et sammenbrud af euroen, det vil være alt for dyrt for alle parter. I øvrigt er den store fokus på eurokrisen et eksempel på, at de finansielle markeder ofte er drevet af et enkelt tema, og lige nu er det eurokrisen. Men det vil fortage sig, når markedet bliver overbevist om, at de trængte eurolande får den nødvendige opbakning.”

Man kan købe EM-obligationer i ”hård valuta” eller lokal valuta. Med behovet for en rebalancering mellem Vesten og EM er det mest oplagte vel at købe obligationer i lokal valuta, især i Asien?

”Ja, det er vores holdning. De lande, som har sunde økonomier og stærke eksterne balancer, har typisk undervurderede valutaer. Vi vil ikke se store pludselige stigninger men formentlig valutastigninger på gennemsnitligt 2-3 pct. årligt i de næste 10 år. Lande som Polen og Chile ser interessante ud på valuta; endnu bedre i Asien; Latinamerika er lidt mere blandet, og Østeuropa generelt afhænger af euroen. Obligationernes afkast på rentesiden afhænger af økonomisk performance – Sydafrika og Mexico ser godt ud. I lande som Rusland og Brasilien foretrækker vi virksomhedsobligationer udstedt i hård valuta,” slutter Floris Kleemans.

Det anbefales, at investeringer i virksomheds- og statsobligationer i Nye Markeder foregår via investeringsforeninger, f.eks. via DI Nye Markeder Obligationer (hård valuta) og DI Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta. En endnu bredere eksponering kan opnås i DI Udenlandske Obligationsmarkeder, der kan investere i erhvervsobligationer (både High Yield og Investment Grade), realkreditobligationer samt statsobligationer fra lande med såvel lav som høj kreditrisiko.

Hedgefonde kan medvirke til at sprede porteføljens risiko

Hedgefonde er underlagt andre lovkrav end investeringsforeninger, og de har mulighed for at gennemføre deres strategier med et bredt udvalg af finansielle instrumenter samt at geare investeringen med lånte midler.

Blandt de op mod 10.000 hedgefonde over hele verden er den mest populære strategi i op mod halvdelen "Equity Long/Short". Danske Invest Hedge Europæiske Aktier, lanceret i 2007, investerer i europæiske aktier – og indtager både lange og korte positioner. Målet er at give et afkast 6-8 pct. over renten på en indskudskonto. Porteføljens samlede positioner – dvs. lange + korte – må ikke overstige 200 pct. Var fondens kapital således på 100 EUR, måtte den samlede eksponering ikke overstige 200 EUR. Investeringsfilosofien er baseret på både korte og langsigtede temær.

"Som udgangspunkt er vores investeringsstil, at vi – ved at bruge både korte og lange posi-

tioner - eliminerer markedsrisikoen og går efter, at værdien skal skabes af den relative udvikling mellem de enkelte aktiver. Men vi har også mulighed for at vægte porteføljen i den retning markedet aktuelt går. Lige nu er det opad som følge af den lempelige pengepolitik og flere andre forhold, der stimulerer makrobilledet – og vi har en vis bias mod et stigende marked lige nu. Men det kan ændre sig. Hvis opsvinget bider sig mere fast med øget vækst og inflation, så vil de europæiske lande være nødt til at stramme op. Og i det scenario kan vi vælge at have en bias mod et faldende marked med flere korte positioner," siger Jens Larsson, chefporteføljemanager i DI Hedge Europæiske Aktier.

De rige lande synes med deres gældsproblem dømt til lavvækst i adskillige år, og vi vil derfor ikke se et bredt bullmarked, som vi så i 2003-2007. Hvordan vil jeres fond klare sig i det marked?

"Hvis vi havde et stærkt bullmarked, så ville vi ikke kunne følge med. I forhold til markedet er vores investeringsstil med både korte og lange positioner bedst i et faldende marked – i 2008 blev vores resultat et tab på 1 pct., mens markedet i Europa faldt 47 pct. Men også i et moderat stigende/fladt marked kan vi levere afkast bedre end det brede aktiemarked – og det er sidstnævnte scenario, vi forventer i de kommende år."

Danske Hedge Europæiske Aktier har slået aktiemarkedet på risiko og afkast

	DI Hedge Europæiske Aktier	MSCI Verden	OMXC20
Afkast siden start 1)	24,20	-15,47	-11,55
Risiko (std.afv.) 2)	11,74	18,45	26,46
Sharpe ratio 3)	0,46	-0,43	-0,24
Min. afkast/måned	-5,93	-10,23	-18,63
Max. afkast/måned	9,19	11,41	20,33
Værste drawdown 4)	-12,76	-43,66	-50,74

1) Annualiseret afkast i pct. siden starten i november 2007

2) Standardafvigelsen baseret på seneste md. er et udtryk for risikoen, jo lavere, jo bedre.

3) Sharpe Ratio beregnes som (afkastet minus indskudsrenten)/risikoen. Jo højere Sharpe Ratio, jo bedre.

4) Drawdown måles fra det tidspunkt, hvor en nedadgående tendens starter til en ny top nås. Derefter beregnes procentændringen fra den gamle top til bunden. Jo mindre, desto bedre. Som det fremgår, vil en ny investor i DI Hedge Europæiske Aktier i værste fald have oplevet et fald på 12,76 pct. siden købstidspunktet, mens en investor i OMXC20 har oplevet et fald fire gange så stort.

Bemærk, at tidligere års afkast ikke er en pålidelig indikator for fremtidige afkast.

Kilde: DI Hedge Europæiske Aktier

BESKATNING AF ANDELE I DI HEDGE EUROPÆISKE AKTIER

Når du investerer i andele i DI Hedge Europæiske Aktier, beskattes du efter reglerne for akkumulerende investeringsforeninger.

Gevinst og tab på andele i DI Hedge Europæiske Aktier opgøres og beskattes løbende efter lagerprincippet. Det betyder, at du skal betale skat af en kursstigning, selv om gevinsten ikke realiseres. På tilsvarende vis opnås fradrag for et kurs-fald, selv om tabet ikke er realiseret.

Urealiserede gevinster og tab medregnes hos investor den sidste dag i DI Hedge Europæiske Aktier's regnskabsår, altså den 31. december. Realiserede gevinster og tab medregnes på salgstidspunktet.

PERSONER

Gevinst og tab medregnes ved opgørelsen af kapitalindkomsten. Det samme gælder evt. udlodninger. Beskatningen af gevinster afhænger af din indkomst i øvrigt. For personer beskattes positiv kapitalindkomst op til 40.000 kr. (80.000 kr. for ægtefæller) maksimalt med ca. 37,5 pct. Positiv kapitalindkomst, derudover beskattes med maksimalt 47,5 pct. i 2011.

Personligt erhvervsdrivende kan investere midler omfattet af virksomhedsskatteordningen i DI Hedge Europæiske Aktier. Gevinst og tab medregnes ved opgørelsen af virksomhedens skattemæssige resultat.

SELSKABER

Investeres der i fonden via et selskab (A/S eller

ApS), beskattes gevinst uanset ejertiden. Selskaber har tilsvarende fuldt fradrag for tab. Gevinst og tab opgøres efter lagerprincippet og medregnes i selskabet skattepligtige indkomst, som beskattes med 25 pct.

Eventuelle udlodninger fra DI Hedge Europæiske Aktier medregnes også i selskabets skattepligtige indkomst.

PENSIONSMLER

Hele afkastet beskattes med 15 procent i pensionsafkastskat. Kursgevinster og –tab samt eventuelle udlodninger medregnes i grundlaget for pensionsafkastskat efter lagerprincippet.

Der kan maksimalt investeres op til 20 pct. af pensionsopsparings værdi i samme pengeinstitut i andele i DI Hedge Europæiske Aktier.



Strukturerede produkter. Hvordan er det gået?

Strukturerede produkter findes i forskellige former, men den mest typiske og populære er den aktieindekserede obligation uden rente eller med meget lav rente, men med en garanteret minimumkurs ved udløb, så investor på forhånd ved hvor meget han kan tabe. Hvor stort afkastet bliver afhængig af det tilknyttede indeks eller den underliggende aktiekurs.

Danske Bank har i årenes løb udstedt adskillige strukturerede produkter. Blandt temaerne har været energi, klima og Clean Tech – et tema, som banken siden 2006 har påpeget som en meget stærk og vedholdende trend. For nylig udløb flere af disse produkter – eksempelvis MF Sol 2010 samt MF Energiinfrastruktur & Effektivitet 2010 – begge med underliggende kurve af udvalgte aktier med stærk eksponering til det overordnede tema.

MF Sol 2010, som blev udstedt til kurs 110, blev indfriet til kurs 100. Dette betyder, at investor har tabt 8,59 pct. af det oprindelige beløb, svarende til et årligt tab på 4,28 pct. Havde investor købt de underliggende aktier direkte ville han have haft årlige tab i løbetiden på 21,07 pct.

MF Energiinfrastruktur & Effektivitet 2010 blev udstedt til kurs 105 og endte i kurs 120,32, svarende til et totalt afkast på 15,13 pct. Det svarer til en årlig rente i løbetiden på 7,56 pct. Havde investor derimod købt de underliggende aktier på egen hånd, ville han have fået årlige afkast på 14,41 pct.

De to strukturer illustrerer essensen i produkterne. Går det dårligere end forventet, så er investor beskyttet af obligationens minimumkurs – har han investeret direkte i aktierne vil hans tab følge aktierne fuldt ud. Udspiller temaet sig som ventet og fører til stigende værdi af aktierne, så får investor gevinst, men gevinsten ville have været større ved direkte investeringer i aktierne.

Der er ingen tvivl om, at temaet for produkterne stadig er stærkt og vil præge samfundsudviklingen mange år ud i fremtiden. Men finanskrisen og den efterfølgende økonomiske nedtur ændrede det kortsigtede billede. I dag er de fleste udviklede lande tynget af stort budgetunderskud, stor og voksende statsgæld og høj ledighed, mens bankerne er tvunget til at lægge mere til side i reserve. Så selv om renteniveauet er histo-

risk lavt og de globale udfordringer med tiltagende klimaforandringer, svindende traditionelle energikilder og behovet for alternative energikilder vil blive stadig mere påtrængende, er der ikke mange penge til de krævede investeringer for tiden. Det har især ramt solaktierne hårdt. Solceller er en teknologi, der stadig er ret ung, og solcellerne er ganske enkelt ikke effektive nok endnu, og dermed tjener solcelleproducenterne ikke særlig mange penge endnu.

På den anden side er der interessant at den anden obligation, baseret på energieffektivitet og infrastruktur, gav et positivt afkast trods den mest vanskelige økonomiske og finansielle periode siden 30'erne. Øget energieffektivitet er den p.t. hurtigste og nemmeste adgang til at reducere CO₂-udledning og mindske energibehovet. Og det andet element, energiinfrastrukturen er, som vi ofte har påpeget, den afgørende forudsætning for, at transformationen af det fossile brændstof-baserede samfund tager fart. Det er noget, som i stigende grad også går op for politikerne.



Frdrag for privat pension mere fleksibel

Med virkning fra og med indkomståret 2010 blev det muligt at indbetale et varierende beløb op til 100.000 kroner pr. år med fuld fradragsret i samme indkomstår på private ratepensioner og tidsbegrænsede livrenter.

Det betyder, at du kan indbetale op til 100.000 kroner uden at være bundet til at skulle indbetale igen næste år. I maksimumbeløbet medregnes det, som du indbetaler til arbejdsgiveradministrerede ratepensioner og tidsbegrænsede livrenter.

Skal der indbetales mere til pension, kan du privat indbetale op til 46.000 kroner på en livsvarig livrente og få fuldt fradrag herfor uden at være bundet til fremtidige indbetalinger. Ved større indbetalinger til privat livsvarig livrente skal fradragsretten fordeles. Indbetaler du til livsvarig livrente via din arbejdsgiver, får du fuldt skattemæssigt fradrag for det indbetalte beløb uanset størrelse.

Indbetaler du privat, kan du altså anvende 100.000 kroner til ratepension og 46.000 kroner

til livsvarig livrente, i alt 146.000 kroner. Derudover kan du indskyde 46.000 kroner på en kapitalpension uden at være forpligtet til at indbetale i de følgende år. Ratepension og livrenter kan give fradrag i topskatten, mens indbetalingen på kapitalpension alene giver fradrag i bundskatten.

HVIS DU HAR INDBETALT MERE END 100.000 KR.

Hvis det viser sig, at du har indbetalt mere end 100.000 kr. samlet på ratepension og tidsbegrænset livrente i 2010, får du ikke fradrag for det overskydende beløb. Men den overskydende indbetaling kan overføres til en livsvarig livrente med fradrag eller tilbagebetales.

ER DU SELVSTÆNDIG ERHVERVSDRIVENDE

Selvstændig erhvervsdrivende (ikke i selskabsform) har til og med 2014 en mulighed for større indbetaling til ratepension. Du kan nemlig væl-

ge, at indsætte 30-procent af det regulerede overskud fra den selvstændige virksomhed på en ratepension med fradragsret også selvom de 30 procent overstiger 100.000 kr.

EKSEMPEL:

A har et reguleret overskud for 2010 på 2.500.000 kr. A kan derfor indsætte 750.000 kr. på sin ratepension. Fra og med 2015 vil en sådan indbetaling skulle fordeles med maksimalt 100.000 kr. til ratepension og 650.000 kr. til en livsvarig livrente.

Da det endelige regnskab først foreligger i det nye år, foregår indbetalinger omfattet af 30%’s reglen ofte efter et skøn. Et eventuelt for stort indbetalt beløb i 2010 kan derfor tilbagebetales i 2011, når det endelige maksimale beløb er kendt, mens et for lille indbetalt beløb ikke kan efterreguleres.

Du kan kontakte din pensionsrådgiver i banken, hvis du har spørgsmål til dine pensionsindbetalinger for 2010.

Pension – forlængelse af udbetalingsperiode

Efter de gældende regler kan du kun forlænge udbetalingsperioden på f.eks. din ratepension, hvis du ikke har påbegyndt udbetalingen af den. Det betyder, at du skal tage endelig stilling til udbetalingsperiodens længde ved opstart af udbetalingerne, når du pensioneres.

Skatteministeren har for nylig fremsat et lov-

forslag, der - hvis det vedtages - medfører, at udbetalingsperioden kan forlænges for pensionsordninger, der allerede er under udbetaling. Reglerne forventes at træde i kraft 1. januar 2011.

Muligheden for at forlænge udbetalingsperioden for allerede igangsatte pensionsordninger betyder, at du fremadrettet bedre kan foretage en

løbende tilpasning af udbetalingsperioden bl.a. under hensyntagen til dit helbred. Udbetalingsperioden kan dog ikke forkortes, når udbetalingen er påbegyndt.

Kapitalpension betaler sig

Når du indbetaler på en kapitalpension, opnår du typisk et fradrag, der er lavere end den afgift på 40 pct., du betaler ved udbetalingen. Det kan derfor umiddelbart lyde som en dårlig forretning at indbetale på en kapitalpension i forhold til at spare op i frie midler. Men faktisk kan det i mange tilfælde være en god ide.

Fordelen skyldes, at den løbende beskatning af afkastet er lavere for pensionsmidler end for frie midler. Afkast i pensionsmidler beskattes løbende med 15 pct. PAL skat, mens afkast i frie midler beskattes mellem 28 og 49,5 pct. (falder gradvist til 27 – 42 pct. frem mod 2014).

Har du en længere tidshorisont, vil gevinsten

ved den lavere afkastbeskatning overstige det, du umiddelbart taber ved indbetalingen. Betaler du f.eks. 42 pct. skat af afkast i frie midler, er kapitalpensionen typisk bedre end frie midler, hvis du har en tidshorisont på mere end 3 år. Betaler du i stedet 28 pct. i skat af afkast i frie midler, er kapitalpensionen typisk bedst, hvis du har en tidshorisont på mere end 7 år.

Tidshorisonten er også afhængig af den skattekommune, du bor i.

Samlet set er det typisk en fordel at indbetale på en kapitalpension, hvis du har en længere tidshorisont, før pengene skal bruges. Der kan maksimalt indbetales 46.000 kr. om året

(2010) på en kapitalpension, den kan tidligst hæves ved efterlønsalderen og skal være udbetalt senest 15 år efter efterlønsalderen. En kapitalpension bør aldrig ophæves før tid, da afgiften for dette er 60 pct. og altså langt overstiger fradragsværdien af indbetalingen.

Er du i tvivl om, hvorvidt det kan svare sig at sætte penge ind på en kapitalpension, er det en god idé at få regnet på det. Det er meget individuelt og afhænger bl.a. af tidshorisonten - og altså også hvilken kommune, du bor i, og hvor meget du evt. betaler i skat af afkast på frie midler.

FORUDSÆTNINGER

Beregningerne forudsætter et årligt afkast på 5 pct. før skat, og at man har en lønindkomst over 320.000 kr. efter pensionsindbetalinger. Beregning-

erne er sket på baggrund af nuværende skattesatser (2010), som kan ændre sig fremover.

I denne analyse har vi set bort fra efterløn. Ønsker man at gå på efterløn, er der særlige modreg-

ningsregler - som vil kunne ændre billedet af, om kapitalpensionen er attraktiv. Her bliver det bl.a. afgørende, hvor mange år man planlægger at være på efterløn.

Forskudsregistrering 2011

For at sikre dig mod en eventuel restskat for indkomståret 2011, skal du tjekke tallene på forskudsregistreringen.

Forskudsregistreringen for 2011 sker automatisk med udgangspunkt i de oplysninger om indkomst- og fradragforhold, som skattemyndighederne er i besiddelse af. Har du omlagt bank- eller realkreditlån eller er realkreditlånet blevet rentetilpasset i 2010, så vil det være en særlig god idé at tjekke, om de renteudgifter, der er fortrykt på forskudsopgørelsen, stadig er

retvisende. Det samme gælder, hvis du opretter en ny pensionsordning eller foretager yderligere indskud på eksisterende pensionsordninger, som ikke fremgår af forskudsopgørelsen. Andre ting som kan have betydning for din forskudsregistrering kan eksempelvis være lønstigning, udleje af bolig, gevinst ved salg af værdipapirer, jubilæumsgratiale, fri bil, over-/underskud af virksomhed. Du kan ændre din forskudsopgørelse på www.skat.dk under tast-selv.

Som led i den såkaldte Genopretningspakke

blev det vedtaget, at der ikke vil ske de almindelige årlige reguleringer af beløbsgrænser, herunder person- og beskæftigelsesfradraget samt grænsen for betaling af topskat. Disse reguleringer er indtil videre suspenderet frem til og med 2013.

Din arbejdsgiver får automatisk skatteoplysningerne, så du skal ikke selv indsende dit skattekort.

Restskat 2010

Forventer du restskat for 2010, skal du overveje indbetaling inden 31. december 2010 for at undgå renter.

Du kan indbetale direkte på www.skat.dk med dankort. Går du ind via din skattemappe, kan du finde de nødvendige oplysninger under Betalingsinformation.

Betaler du via netbank, eller benytter du et blankt indbetalingskort, skal du også via Betalingsinformation i skattemappen for at finde de nødvendige oplysninger til brug for betalingen.

Sidste bankdag i 2010 er 30. december 2010, så hvis du vil sikre dig, at du har betalt til tiden, skal du være opmærksom på følgende:

- Ved betaling via netbanken skal du have indtastet og godkendt betalingen senest den 30. december 2010. Bemærk, at seneste indbetalingstidspunkt fremgår af din netbank.
- Hvis du vil betale i banken, skal du betale senest den 30. december 2010.
- Betaler du på posthuset er seneste betalingsdato den 31. december 2010.

INDBETALING 1. JANUAR TIL 1. JULI I 2011

I perioden 1. jan.-1. juli i 2011 kan du indbetale ubegrænset mod betaling af en ikke fradragberettiget rente, som beregnes fra 1. januar til og med betalingsdagen. På www.skat.dk under Betalingsinformation i din skattemappe kan du beregne rentebeløbet. Rentesatsen for indkomståret 2010 offentliggøres i december 2010 (4,6 procent i 2009).

Når du skal vurdere, om du skal foretage indbetaling inden 31. december, skal du se på om du kan få forrentet beløbet andetsteds med en højere rentesats efter skat. Er dette ikke muligt, bør du overveje at indbetale inden årsskiftet.

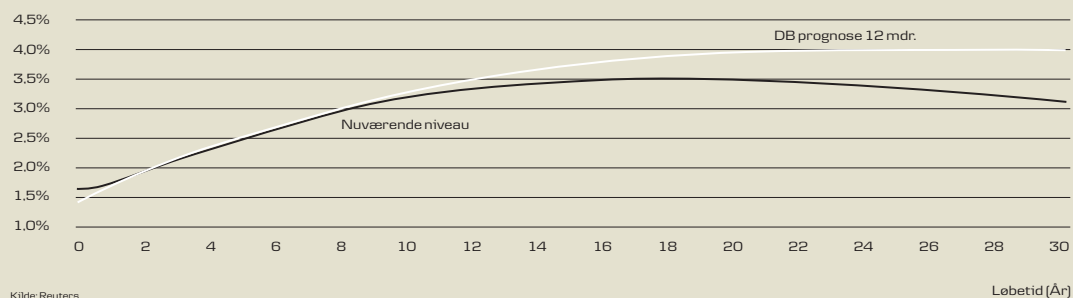
Skatteministeren har fremsat et lovforslag, som sikrer, at hvis du indbetaler mere end den restskat, som der efterfølgende bliver gjort op, får du renterne af det overskydende beløb tilbage. Forslaget gælder for indbetalinger fra og med indkomståret 2010.

Betaler du først restskat efter 1. juli i 2011, skal du betale et procenttillæg, der er 2 pct. højere end rentesatsen ved betaling i perioden 1. januar til 1. juli.

Renteprognose - realkredit

	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
3 mdr. Euribor	1,05	1,10	1,15	1,20
6 mdr. Cibur	1,55	1,55	1,60	1,70
F1	1,43	1,35	1,50	1,65
F3	2,09	2,00	2,20	2,40
F5	2,45	2,40	2,60	2,80
F10	3,20	3,10	3,30	3,50
4% kontantlån 30 år	4,29	4,19	4,21	4,23
4% kontantlån 20 år	3,98	3,94	4,00	4,03

Prognose for rentekurven



Kilde: Reuters

Løbetid (År)

Renteprognose - statsobligationer/swaprenter

DKK	Repo-renten	3 mdr. Cibur	2-årig stat	10-årig stat
Spot	1,05	1,24	1,17	2,69
+ 3m	1,05	1,30	1,20	2,50
+6m	1,05	1,35	1,30	2,80
+12m	1,05	1,50	1,70	3,20
EUR	Refi-renten	3 mdr. Euribor	2-årig swap	10-årig swap
Spot	1,00	1,03	1,60	3,07
+ 3m	1,00	1,10	1,60	2,65
+6m	1,00	1,15	1,70	2,90
+12m	1,00	1,30	2,10	3,30
USD	Fed Funds	3 mdr. Libor	2-årig swap	10-årig swap
Spot	0,13	0,29	0,80	3,03
+ 3m	0,13	0,30	0,60	2,70
+6m	0,13	0,30	0,55	3,00
+12m	0,13	0,30	0,80	3,30

Valutaprognose

	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
USD/DKK	562,3	533	514	497
EUR/DKK	745,5	745	745	745
JPY/DKK	6,70	6,66	6,22	5,83
GBP/DKK	882,6	857	829	867
CHF/DKK	561,3	565	565	549
SEK/DKK	80,4	82,9	82,0	81,1
NOK/DKK	91,7	93,3	94,4	95,5
EUR/USD	132,6	140	145	150
USD/JPY	83,9	80	83	85
USD/GBP	157,0	161	161	174

Notationen er som følger:

Eksempel: USD/DKK i 550 betyder, at man skal betale 550 DKK for 100 USD.

Råvareprognose

	Spot	2010 kv. 4	2010 kv. 1	2010 - gns.	2011 - gns.
Olje - NYMEX WTI (USD/tønde)	84	81	83	80	87
Olje - ICE Brent (USD/tønde)	85	82	84	80	88
Aluminium (USD/t)	2.281	2.305	2.400	2.198	2.400
Kobber (USD/t)	8.340	8.500	8.500	7.534	8.750
Zink (USD/t)	2.195	2.500	2.505	2.230	2.513
Nikkel (1.000 USD/t)	23	23	24	22	24
Stål (USD/t)	518	490	500	481	523
Guld (USD/oz)	1.365	1.350	1.350	1.221	1.313
Matif Mill Hvede (EUR/t)	218	200	175	165	168
CBOT hvede (USD/bushel)	687	685	613	593	598
CBOT Majs (USD/bushel)	537	575	580	444	588
CBOT Soyabønner (USD/bushel)	1.244	1.200	1.225	1.031	1.263

USA går mod lysere tider, men himlen er ikke skyfri

Efter at et par bløde kvartaler med vækst under trend i midten af året tror vi på, at væksten kan komme tilbage i lidt højere gear igen i 2011. Væksten skal nu drives af den underliggende efterspørgsel, da perioden med støtte fra lagertilpasningen og finanspolitiske stimuli er forbi. Det er derfor afgørende, at jobskabelsen kommer i gang, da økonomien ikke kan levere et selvkvørende opsving uden, at forbrugeren er med.

Heldigvis har vi allerede set de første tegn på, at arbejdsmarkedet er i bedring. Antallet af arbejdstimer er stigende, servicesektoren

ansætter i et højere tempo, og fremstillingssektoren bidrager stadig til jobskabelsen på trods af, at industriproduktionen vokser langsommere. Desuden er det opmuntrende at se, at servicesektoren i de seneste to kvartaler i højere grad har været drivkraften bag væksten og dermed har formået at overtage teten fra fremstillingssektoren.

Virksomhederne har generelt været meget forsigtige med at investere i de seneste kvartaler. Med udsigt til at økonomien klarer sig igennem skærene, fortsat lave renter og min-

dre politisk usikkerhed efter midtvejsvalget forventer vi, at virksomhederne sender en del af den opsparede efterspørgsel på banen. Det er der også brug for, da der fortsat er modvinde, primært fra de finanspolitiske stramninger, der sætter ind fra starten af næste år. Derimod er der fortsat støtte fra en lempelig pengepolitik. Senest har centralbanken vedtaget et opkøbsprogram for statsobligationer, der skal lægge et loft over de lange renter, og der er ikke udsigt til renteforhøjelser før 1. halvår 2012.

Stigende inflation øger frygten for hård opbremsning i Kina

Stigende inflation i Kina har øget frygten for, at den kinesiske regering kan blive tvunget til at trykke yderligere på bremsen, og væksten skal i værste fald ned i et væsentligt lavere tempo, hvis inflationen igen skal ned på et rimeligt niveau. Inflationen steg i oktober markant fra 4,4% å/å fra 3,6% å/å i den forudgående måned, og den vurderes at kunne stige helt op til omkring 5,0% å/å. Det er noget over den målsætning om en inflation på 3,0%, som den kinesiske regering har for hele 2010.

Indtil videre har inflationen alene været drevet af stigende fødevarerpriser. Ser man bort fra fødevarer, var inflationen i oktober kun 1,6%,

hvilket ikke i sig selv er alarmerende. Desuden skal man være opmærksom på, at væksten i Kina allerede er kommet væsentligt ned, som følge af de stramninger Kina gennemførte over for ejendomsmarkedet tidligere på året. Disse stramninger har betydet, at man allerede har taget det meste af dampen ud af boligmarkedet, og væksten i 3. kvartal kom ned i et niveau, som normalt ikke burde udløse et stigende inflationspres.

De seneste tal for kinesisk økonomi tyder på, at væksten igen er på vej op i slutningen af 2010. Den kinesiske regerings udfordring er derfor først og fremmest at undgå, at væksten accelererer for meget. Desuden er det vigtigt, at holde folks inflationsforventnin-

ger i ave. Der har været tegn på, at de kinesiske forbrugere er begyndt at hamstre varer, fordi de frygter yderligere prisstigninger og i øjeblikket ikke får meget rente på et bankindskud i bankerne. Der er derfor renteforhøjelser i kortene – formentlig fire i løbet af det kommende år med den første allerede inden årsskiftet. Der bliver dog ikke tale om dramatiske pengepolitiske stramninger, da inflationsproblemet ikke er bredt, og inflationen i fødevarerne vil aftage en del helt af sig selv til næste år. Derfor regner vi heller ikke med en hård opbremsning i økonomien til næste år.

Øst- og Centraleuropa: Opsvinget fortsætter

Opsvinget i Central- og Østeuropa – kaldet CEE-landene – fortsætter, drevet af dels et industriopsving, dels eksportfremgang. Behovet for at holde finanspolitikken i ave kombineret med lav privat efterspørgsel som følge af relativt høj ledighed, betyder at privatforbruget ikke bliver nogen væsentlig drivkraft i år.

Positivt er det derfor, at de senere måneders nøgletal bekræfter, at en ny global af-

matning er blevet mindre sandsynlig. USA har fremgang også jobmæssigt på det seneste, og i Europa er det især Tyskland, der har overrasket positivt – en vigtig faktor for mange CEE-lande.

Gældskrisen i Euroland har ikke skabt tilsvarende risikoaversion og rentestigninger på statsobligationer i CEE. Gælds-billedet i både privat og statslig regi samt den økonomiske situation er typisk væsentlig bedre i

CEE i PIGS. Dertil kommer, at landene har flydende valutaer, og dermed ikke tynges af ophobet dårlig konkurrenceevne som i PIGS, der er låst fast i euroen.

Man kan heller ikke udelukke, at resultatet af den økonomisk meget dystre situation i PIGS vil medføre, at flere direkte udenlandske investeringer i disse lande i stedet vil blive rettet mod CEE.

Todelt europæisk opsving

Det er på det seneste blevet endnu tydeligere, at det europæiske opsving er meget todelte. Frankrig og især Tyskland er godt på vej ud af krisen. Der har været høj vækst og faldende ledighed de seneste kvartaler, og tilliden til fremtiden er høj.

Samtidig hænger en række periferilande stadig fast i krisen. Grækenlands gæld og underskud er revideret op – og den græske økonomi skrumper fortsat. Store tab i den irske banksektor har gjort, at den irske stat nu har

bedt om hjælp fra EU og IMF. Det næste land, der måske skal bede om hjælp, er Portugal. Portugal har ikke vist den store vilje til at stramme op på de offentlige finanser, hvilket bekymrer markederne. Der er råd til at hjælpe Portugal, som blot udgør knap 2% af euroområdetets samlede produktion.

Det er derimod en mere kritisk situation, hvis Spanien skal hjælpes. Spanien udgør nemlig 12% af euroområdet. Hvad der sker, hvis tilliden til Italien forsvinder, det taler vi

ikke om. Samlet set kan væksten i euroområdet godt blive omkring 2% næste år, så ledigheden langsomt begynder at falde, men der er altså store landeforskelle. Den europæiske centralbank, ECB, vil gerne have normaliseret pengepolitikken. Vi forventer, at de snart stammer op på deres likviditetsauktioner, hvorimod renten næppe hæves før i slutningen af 2011.

**POST****PP**

DANMARK



Disclosure

Anbefalinger af og omtale af nordiske værdipapirer i denne publikation er udarbejdet på baggrund af analyser fra Danske Markets, en division af Danske Bank. Danske Bank er under tilsyn af Finans-tilsynet. Danske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer fremgår af Danske Banks Research Policy. Alle ansatte i Danske Banks analyseafdelinger er bekendt med, at enhver henvendelse, der kan kompromittere analysens objektivitet og uafhængighed, skal overgives til analyse ledelsen og til bankens Compliance-afdeling. Danske Banks analyse afdelinger er organiseret uafhængigt af og rapporterer ikke til Danske Banks øvrige forretningsområder. Analytikernes aflønning er til en vis grad afhængig af det samlede regnskabsresultat i Danske Bank, der omfatter indtægter fra invest ment bankaktiviteter; men analytikerne modtager ikke bonusbetalinger eller andet veder læg med direkte tilknytning til specifikke corporate finance- eller kredittransaktioner. Danske Banks aktie- og kreditanalytikere må ikke investere i de værdipapirer, som de selv dækker. Danske Bank er marked maker og kan i sin egenskab heraf have positioner i de finansielle instrumenter, der er nævnt i de analyser, der ligger til grund for anbefalinger i denne publikation. Danske Banks analyser udarbejdes i overensstemmelse med Finansanalytikerforeningens etiske regler og Børsmægler foreningens anbefalinger. For yderligere disclosures og information i henhold til den danske lovgivning af selvregulerende standarder se venligst www-2.danskebank.com/danskeequities.

Danske Bank har udarbejdet dette materiale til orientering. Du opfordres til at drøfte eventuelle dispositioner på baggrund af materialet med din investeringsrådgiver. Materialet er ikke en investeringsanalyse i henhold til § 2, nr. 11 i bekendtgørelse om de organisatoriske krav til og betingelserne for drift af virksomhed som værdipapirhandler. Materialet er ikke omfattet af bekendtgørelsens forbud i § 18, stk. 2 mod at handle inden udbredelsen af materialet. Danske Bank A/S, dens datterselskaber og medarbejdere kan udføre forretninger eller handle med finansielle instrumenter eller valutaer, som er nævnt i materialet, ligesom banken kan udføre tjenesteydelser for udstedere af nævnte instrumenter eller valutaer. Danske Bank har indført egne regler om forbud mod at handle eller tilskynde andre til handel med værdipapirer på baggrund af intern viden eller viden om ikke-offentliggjort markedsføringsmateriale. Danske Bank A/S har ophavsretten til materialet, som er til din personlige brug og ikke til offentliggørelse nogetsteds.