

Danske Bank

INVESTERING

DECEMBER 2011

Teknologi revolutionerer
vores liv

04

Stiger aktiemarkeder altid
på langt sigt?

14

Verden består af
løgnehistorier og myter

23

Kampen mod global
opvarmning er snart tabt

28



Smart
CITY

INVESTERING

04 VIDENSKAB & TEKNOLOGI

Teknologien forandrer verden – hurtigere og hurtigere ...

07 AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV

Aktiestrategi: Globale og nordiske aktier vil stige

08 FINANS & ØKONOMI

Verdensøkonomien afhænger af euroen

10 VIDENSKAB & TEKNOLOGI

Byerne bliver smartere

12 INVESTERINGSTEMAER - OVERSIGT

14 AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV

Stiger aktiemarkederne altid på lang sigt?

20 FINANS & ØKONOMI

Kend din psykologi

23 GLOBALT PERSPEKTIV

Verden består af løgnehistorier og myter

26 FINANS & ØKONOMI

ECB sidder med nøglen
Finanskrisen gør europæerne mere tyske

28 GLOBALT PERSPEKTIV

Kampen mod global opvarmning er snart tabt

30 EMERGING MARKETS

Afrikas væksthistorie er i fuld gang
Hvorfor er der så stor forskel på landes udvikling?
Spørgsmålet om Kina – verdensøkonomiens nye reservemotor

35 RENTER & OBLIGATIONER

ECB forventes at sætte renten yderligere ned
Statsobligationer i Emerging Markets
Kreditobligationer

37 SKAT & PENSION

Tid til indbetaling på pension
Skatten og finansloven

39 PROGNOSE



INVESTERING på iPad

INVESTERING udkommer fremover også på iPad med bl.a. videoklip og interviews. Magasinet og App'en er gratis og kan hentes i App Store.

04



14



26



30



INVESTERING udkommer 7 gange årligt. Udgangspunktet for den redaktionelle linje i magasinet er at for at investere bedst muligt, skal man forstå, hvordan verden hænger sammen og udvikler sig. Hvordan økonomiske, politiske, erhvervsmæssige, videnskabelige, teknologiske, demografiske, miljømæssige og sociale trends påvirker verden. Magasinet kan også downloades gratis til iPad. Foretrækker du iPad-versionen alene, er du velkommen til at kontakte banken og afmelde den trykte version.

Udgiver: Danske Bank · Holmens Kanal 2-12 · 1092 København K · Telefon +45 33 44 00 00.

SWIFT: DABADKK www.danskebank.dk/kontakt · Chefredaktør: Flemming Østergaard. Ansvarshavende: Allan Soon Lorentzen. Redaktion afsluttet den 29. november 2011. Koncept og design: Sylvester Hvid & Co A/S · Tryk: Rosendahls · Kommentarer, spørgsmål, ris og ros bedes sendt til flste@dankebank.dk · Forsidefoto: Smart City.

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

Fanget i nettet

Byer har med det tættere sociale samvær, uddannelse, mange hjer-
ner og et mere kreativt miljø altid skubbet til samfundsudviklin-
gen med nye innovationer og smartere måder at gøre tingene på. En
naturlig konsekvens af mange mennesker på lidt plads og store udfor-
dringer med energi, vand, mad, transport, affald osv.

Med de senere års teknologiske udvikling i kombination med *inter-
nettet* kan en lang række ting gøres på en smartere måde nu og end-
nu smartere i årene fremover. Vil man gøre noget ved et problem, skal
man kunne måle det, og det kan man med de billige, men særdeles
kvalificerede sensorer, minikameraer og mobile enheder, som sluttes
til internettet. Man vil kunne overvåge alt muligt meget tæt og dermed
langt lettere kunne se de smarte forbedringsmuligheder. Det handler
om *Smart Cities*.

Bagsiden er selvfølgelig, at en så massiv overvågning også vil blive
misbrugt og give associationer til George Orwells roman "1984". Men
det er prisen, hvis verden skal gøres smartere til fordel for alle.

UVIDENHED

George Orwell's inspiration til "1984" var hans observationer af de to-
talitære regimer i Sovjet, Spanien og Tyskland, og deres undertrykkel-
se af befolkningen med skarp kontrol, massiv propaganda, fortielse og
fordrejning af fakta. I dag er den demokratiske model i kapitalismens
og de frie markeds kræfters navn den dominerende styreform på kloden.
Men alligevel ses andre elementer fra Orwells dystre univers end
blot det spirende overvågningssamfund.

Som f.eks. regimets motto i "1984": *Uvidenhed er styrke*. Man skulle
jo tro, at ikke mindst internettets mulighed for at dele alverdens viden
ville gøre, at vi langt mere effektivt kunne håndtere de mange globale
udfordringer. Verden er eksploderet i et enormt tag-selv-bord af infor-
mation, men uden styring har det tilsyneladende ikke gjort os klogere.

Eksempelvis tror en tredjedel af russerne, at Solen drejer rundt om
Jorden, og at mennesker i sin tid kæmpede dagligt med dinosaurerne
for at overleve. Lignende tal findes for befolkninger i andre lande, f.eks.
USA og Storbritannien. En anden undersøgelse, i bogen *Unscientific
America* (2009), afslører, at befolkningen i USA er præget af en skræm-
mende videnskabsfornægtelse. Eksempelvis afviser 46 pct. af amerika-
nerne evolutionen og tror, at Jorden er mindre end 10.000 år gammel.
Bogen dokumenterer også, at ud af hver 5 timers nyheder på ameri-
kansk TV handler mindre end et minut om videnskab.

EVOLUTIONEN KAN IKKE FØLGE MED

Den canadiske sociolog Sheldon Ungar afviser Aristoteles' antagelse
om, at mennesker har en instinktiv trang til at øge deres viden om ver-
den omkring dem. Vi er primært interesserede i viden, der er socialt
nyttig.

Op Paul Erlich, biolog på Stanford University, påpeger, at den tekno-
logiske udvikling er eksploderet på meget kort tid, og der kan evolu-
tionen ikke følge med. Vores hjerter har ikke udviklet sig tilstrække-

ligt siden jæger-samler
stadiet, hvor vi koncen-
trerede os om umiddel-
bare trusler for at over-
leve. Ifølge Ehrlich har
vores nervesystem sim-
pelthen perceptuelle
begrænsninger, der gør
det vanskeligt for os at
begribe f.eks. truslen
fra en planet, der var-
mes op.

Vi er også ofre for vo-
res egen psykologi, idet
vi er mest tiltrukket af
videnskabelige "fakta",
som støtter veletablerede opfattelser af "virkeligheden", og det gør os
skeptiske over for ny viden, der rækker ved det.

Men vi gør det heller ikke lettere for os selv. Regimet i "1984" bom-
barderer konstant borgerne med propaganda og omskrivning af histo-
rien og fakta, så de skaber en anden virkelighed for borgerne end den
faktiske. I dag bliver vores verdensopfattelse i høj grad dikteret af me-
dierne, som trods ytringsfrihed er underlagt samfundets kommerciel-
le strømninger, reklamer og konstant lobbyarbejde fra erhvervslivet. Vi
bombarderes med underholdning og bliver fastholdt i en virkelighed
af, at alt er som det skal være. Problemer skal nok blive ordnet, don't
worry. Der er ikke noget grumt styre, der tvinger os – vi har i den frie
verden selv fundet en model, der holder de store masser i uvidenhed,
så modellen kan fastholdes.

VERDENS SIKKERHEDSNET

Vi får stadig det meste af vores information ved at tale med andre men-
nesker, og derfor er det på denne måde, vi kan dele den fundamentalt
vigtige information fra videnskabens rækker om de mange trusler, vi
selv har skabt. Her kan internettet være den kommunikationsplatform,
der giver os ny rækkevidde og mulighed for globalt fællesskab, ansvars-
følelse, videndeling og udvikling af idéer og innovationer i et enormt
omfang, der kan trække verdenssamfundet i den rigtige retning.

Det er en proces, der er i gang på mange fronter, men der kræves en
langt bredere erkendelse af de mange globale udfordringer fra klima-
forandringer og ressourceknaphed til økonomisk ansvarlighed. Og så
skal der handles. To think and not act is a crime (Einstein).

Godt nytår!

Flemming Østergaard, chefredaktør



Teknologien forandrer verden ...

HURTIGERE O

Vi befinder os i en endeløs, accelererende teknologisk revolution, der løbende vil ændre vores livsstil og samfundet. På godt og ondt.

Kort inden Steve Jobs døde nåede han at kaste Apple ud i en absurd patentkrig med konkurrenterne, men det er primært hans indspark i den teknologiske udvikling, han vil blive husket for. Han var ansvarlig for seks kreationer, som har fået meget stor indflydelse – Apple II, Macintosh, filmstudiet Pixar, iPod, iPhone og iPad. Alle produkter, han satte sit præg på, var simple, elegante og nytænkende og i meget høj grad rettet mod forbrugernes behov.

Ikke at forbrugerne nødvendigvis vidste, at de havde behovet – i Jobs' optik var det meningsløst at spørge forbrugerne, hvad de ønskede. I et interview i Inc. Magazine i 1989 forsøgte Jobs at beskrive sin arbejdsproces: "Kunder kan ikke forudse, hvad teknologien kan gøre. De vil ikke spørge efter ting, som de tror er umulige".

Jobs fortsatte: "Det tager lang tid at trække ud af kunder, hvad de virkelig vil have, og det tager lang tid at trække ud af teknologien, hvad den virkelig kan give. Nogle gange ønsker teknologien simpelthen ikke at vise dig, hvad den kan gøre. Du er nødt til at presse på og bede ingeniørerne igen og igen om at forklare hvorfor vi ikke kan gøre det eller det – indtil du virkelig forstår det. Mange gange vil noget, du spørger efter, lægge alt for mange omkostninger oveni prisen på slutproduktet. Så kan en ingeniør måske henkædet sige, "tjah, det er en skam, du vil have A, som koster 1.000 dollars, i stedet for B, som på en måde er relateret til A. For jeg kan lave B for kun 50 cents. Og B er lige så god som A". Det tager tid at arbejde sig igennem den proces – at finde gennembrud men ikke ende med en computer, som ingen har råd til," sagde Jobs.

Jobs var ikke ingeniør, men huggede idéer med arme og ben fra andre, satte sig ind i masser af nye teknologier og forsøgte at sætte ting sammen på en ny måde.

Dette blot for at markere, at forudsigelse af teknologiske fremskridt ret langt ud i fremtiden hurtigt kan blive halsløs gerning – pludselig tager videnskabelige opdagelser en uventet drejning, der danner basis for en ny teknologisk udvikling, eller nogen får en idé med brug af eksisterende teknologier, som har ligget lige for næsen af alle andre. Som f.eks. Marc Zuckerberg gjorde med Facebook.

SOCIALE NETVÆRK ÆNDRER VORES LIV

I dag er Facebook verdens største sociale netværk med foreløbig 773 mio. brugere. Den idé har i sandhed også ændret verden ligesom smartphones bølgen, der først blev sat i gang med iPhone og siden er blevet til en tsunami.

Andre sociale netværk er siden dukket op, og hele konceptet er på rekordtid blevet en naturlig og for mange uundværlig del af hverdagen. Men

langt fra alle er begejstrede for det, man som bruger får ud af det. Google forsøger at imødekomme kritikken med sit nyligt lancerede sociale netværk, Google+, som tilsigter at hæve standarden. Som Bradley Horowitz, netværkets ledende udvikler, sagde for nylig til Technology Review:

"Vi hørte en masse om, at folk er 'overfrienet'. De har en udifferentieret masse af 'venner', fordi der er en social forpligtelse til at acceptere hver eneste anmodning, og de ender op med at inkludere alle lige fra egentlige venner til folk, de mødte til en konference eller gik i børnehaven med. Det påvirker både kvaliteten og kvantiteten af kommunikation. Du stiller dig op på et podie foran denne forskelligartede gruppe af mennesker, hvor næsten ingenting kan fange dem alle sammen. Det trækker konversationen ned til den laveste fællesnævner, så du ender med at sige ting som 'sidder fast i trafikken på 101' eller 'checked in to the Olive Garden'. Det bliver noget ævl."

Derfor har Google+ indført "Circles" som et kerneelement, hvor man deler vennerne ind i grupper efter interessefællesskaber og andet. Som Horowitz formulerer det, vil man forsøge at lave en mere tro kopi af den måde, vi kommunikerer på i virkeligheden, hvor vi taler forskelligt alt efter hvem vi er sammen med.

Revolutionerende er Googles tilgang ikke. De sociale netværk benyttes, udover de mange ligegyldige kommentarer på "væggen", i forvejen i et dog mere ustruktureret omfang til at finde sammen i interessefællesskaber. Til eksempelvis at organisere protester som i et vist omfang i flere lande under det "arabiske forår".

BIG BROTHER IS WATCHING YOU

For myndighederne er det vigtigt at holde øje med, hvad der foregår på de sociale medier. Det kan give indtryk af den folkelige opinion om mange ting, herunder også varsler om risikoen for sociale optøjer m.v. Kina bruger eksempelvis de sociale netværk som et værktøj til at tøjle utilfredshed ved at spotte, hvad borgerne brokker sig over på netværket – f.eks. korruption blandt politifolk – og derefter tage hånd om de problemer, der bliver nævnt. Og medierne kan spotte nyheder på netværkene.

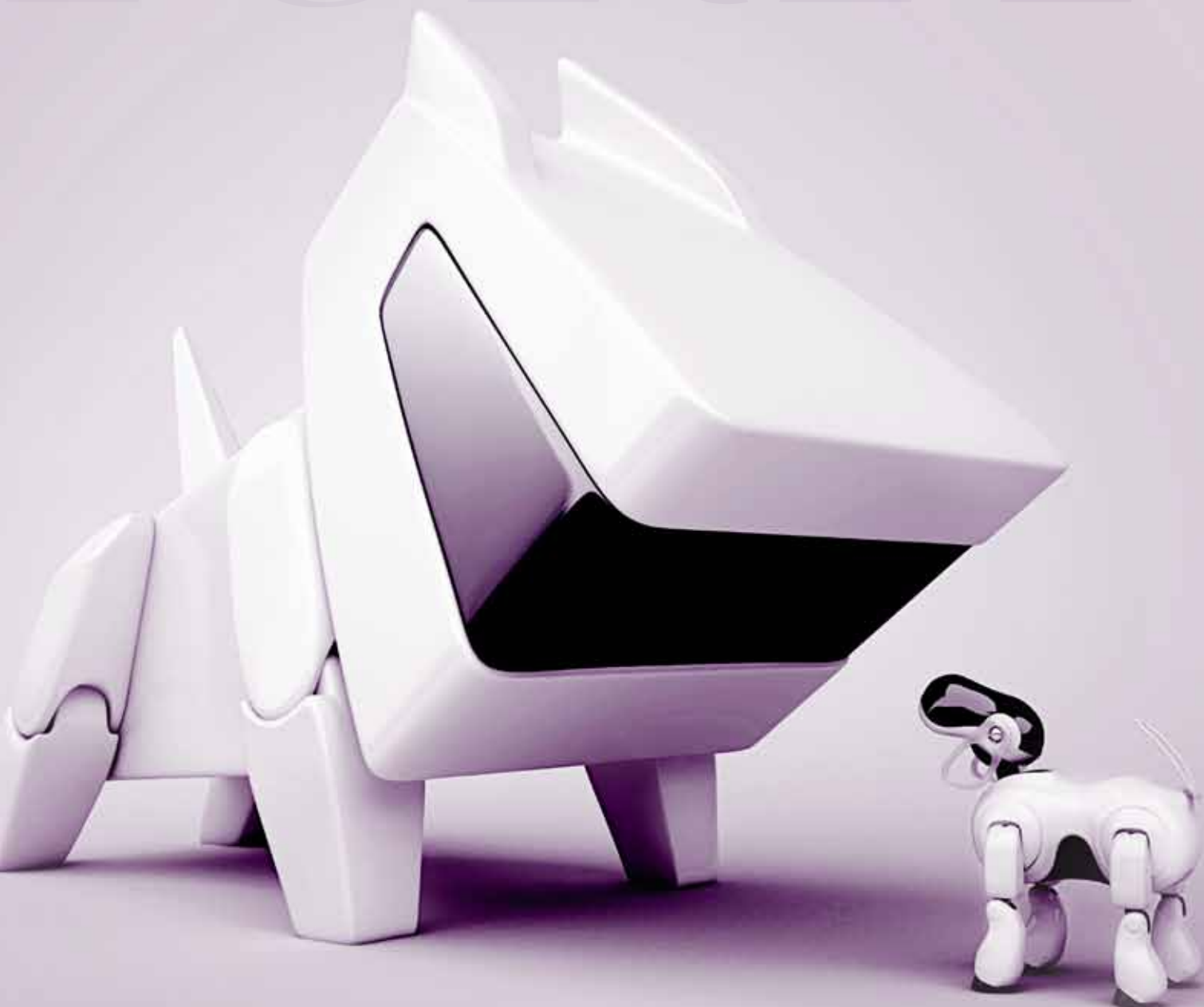
Men netværkene kan i høj grad også bruges af virksomheder. Et voksende antal analysefirmaer blomstrer op i disse år med speciale i algoritmer, der kan søge på bestemt ord, og hvilken sammenhæng de optræder i. På den måde får virksomheder et exceptionelt indtryk af, hvad forbrugerne er tilfredse eller utilfredse med, og hvor effektiv en markedsføringskampagne har været – og TV-medierne får øjeblikkelig respons på deres udsendelser.

Det er også vigtigt for virksomhederne selv at være til stede på de forskellige netværk. Discovery Communications, som driver kanaler som Discovery Channel og Animal Planet vedligeholder 75 Facebook sider med 45 mio. brugere og holder liv i 23 Twitter konti med påmindelser som "Mythbusters starter om 5 min.!".

Udfordringen for virksomhederne er, at alle konkurrenterne gør det samme – og udfordringen for forbrugerne er, at de skal undgå at drukne i annoncer og "push-beskeder".



G HURTIGERE



OG HURTIGT



Lars Skovgaard Andersen

📖 Fortsat fra forrige side

Teknologiske trends og mulige fremtider

DEN DIGITALE EVOLUTION HAR MANGE MULIGE FACETTER.

LARS SKOVGAARD ANDERSEN, SENIORANALYTIKER I DANSKE BANK, OPSUMERER NOGLE AF DE SPIRENDE TEKNOLOGISKE TRENDS, SOM DE KAN UDSPILLE SIG I DE KOMMENDE ÅR:

- Generelt får vi **større computerkraft** til databehandling og dermed mulighed for flere input (via mobil data) og mulighed for at ramme folk "on the move" gør, at teknologien for alvor rykker ind i flere og flere brancher.
- Flere og flere **ydelse vil blive skræddersyet til dig**, da det er nemmere at kende dig og dine vaner. Det ændre dog også vores sociale kompetencer, noget måske til det bedre, men en markant ændring i vores virkelighedsopfattelse er også på spil.
- Når du handler, kan du **betale med din mobiltelefon** (som i flere afrikanske lande i dag). Du kan med tiden få samme **overblik over dine varer i husholdningen** som virksomheder, hvor bl.a. RFID-chips viser, hvad de har på lagret. Dit lager vil give dig alarmer, når du er ved at løbe tør for varer, og du vil også kunne give dig besked om mulige madretter med de varer du har. Du vil få software, der vil lære af dine vaner og foreslå hvad andre laver/køber, og du vil få beskeder om tilbud. Du vil med et enkelt tryk på mobiltelefonen bestille en række varer som sendes hjem til dig eller arbejdspladsen. En fordel for dig, at du sparer tid og en fordel for samfundet, at vi som forbrugere bliver bedre til at bruge vores fødevarer effektivt.
- Vi vil **leje i stedet for at eje**. Du betaler for det, du bruger, du får det nyeste, du er villig til at tage chancen ved uprøvede teknologier. Producenten har kunden på sin platform og kender hans stil, ejer produkterne og kan ved små ændringer genbruge hovedparten af produktet. I tilfælde hvor knappe ressourcer såsom Rare Earth-metals bruges i bla. batterier er det vigtigt at bruge dem fuldt ud. For samfundet og miljøet er det en gevinst, at vi genbruger i større stil.
- Vi vil se **mere offentlig transport, og adfældsregulering for bilismen** med høje afgifter for CO2 udledning, fordele for rene biler i form af lave afgifter eller de bedste og evt. billigste parkeringspladser m.v. I takt med, at byer bliver større og offentlig transport bedre, vil vi ikke eje biler som nu. Vores transportmønster vil være kendt og "computeriseret", og vi vil blive adviseret, hvis der er forsinkelse på vores normale ruter. Skulle vi en dag få brug for en bil, vil vi være med i ordninger såsom delebiler, eller hvor vi et månedligt gebyr betaler for at kunne "ringe" efter en bil, ligesom vi gør med en taxa. Vores mobile anordning vil vise os til nærmeste ledige bil, som lever op til vores krav.
- **El-køretøjer vil blive mere udbredt**, primært på leje/lease niveau, i takt med at batteriomkostninger falder. By-bud firmaer og postvæsenet vil tage el-cykler og -knallerter til sig. I Kina er salget af el-cykler eksploderet på få år til aktuelt 140 mio. I branchen estimeres det, at tallet i 2017 vil være vokset til 370 mio.
- Vi vil se **teknologiske gennembrud for batterier** og dermed også el-bilen. De seneste nye ladningsteknologier kræver ikke engang

en ladestation. Bilen køre ind over en plade, hvor strøm overføres til batteriet ovenover. Det giver alternative opladningsmuligheder, idet man kan lægge disse plader ved parkeringspladser, vejkrøds og andre steder, hvor du alligevel holder stille. Måske endda også som belægning på længere strækninger, hvor vi kører langsomt.

- **Smarte byer** bliver en stærk trend. Vi bliver over 2 mia. mennesker mere frem mod 2050, og størstedelen vil bo i større byer. Det nødvendiggør større fokus på, hvordan man gør byerne mere økonomisk velfungerende, smartere trafikregulering, bedre udnyttelse af energi og ressourcer, mindre forurening osv. Vi kan med tiden se underjordiske forsyningsenheder, trafik og parkering som i Helsinki, og vi kan se dyrkning af fødevarer på hustage.
- Der vil komme stadig mere fokus på **Clean Technology** generelt, og jagten på rene energikilder uden geografiske bindinger vil blive intensiveret voldsomt.
- **Cloud Computing** bliver det store hit for virksomheder – dvs. de nedlægger i stort omfang egne servere og IT-afdelinger og outsourcer det til særlige selskaber. Estimerer fra Carbon Disclosure Project peger også på, at Cloud Computing kan halvere de store virksomheders samlede CO2-udledning.
- Vi vil se **nye måder at lære på**. Forskere har udviklet en elektronisk "BioBook", som hjælper både lærere og elever. BioBook giver mulighed for at læreren kan følge elevens fremskridt og udvikle deres egne tekstbøger fra en national database af lærer-genererede mix-og-match kapitler. Eleverne oplever, at lineære kapitler genblandes til "grene og blade", hvor de kan udforske forbundne idéer og emner og bevæge sig væk fra fundamentale fakta til et spektrum af detaljerede kapitler, som de kan udforske på deres egen måde.
- Vi bliver ældre, og vi bliver bedre til at bruge internettet. Dette gør det bl.a. muligt, at vi kan tale med læger og få diagnoser uden at skulle gå til lægen (i nogle tilfælde). Nogle sygdomsforløb kan foregå en større del af perioden i hjemmet, hvor **data fra vores krop sendes til læger**, som derved kan overvåge os og give os vejledning. På hospitalsniveau vil udnyttelse af teknologi samt mobile enheder gøre, at beskeder kan lægges ind hurtigt; at der hurtigere kan findes krydsreferencer, og at patientens journaler kan ses af alle. I takt med at vi lever længere, skal vi også have flere "reservedele", og det vil teknologien hjælpe med. Lægevidenskaben vil drage fordele af teknologisk udvikling også inden for andre felter. Computerchips i kroppen, nanoroboter i blodårerne etc. Omvendt vil opdagelser inden for lægevidenskaben med stor sandsynlighed kunne bruges i andre sektorer og sammenhænge.
- På mediefronten vil vi stadig se masser af underholdning med reality TV og "vild med dans"-koncepter. Men der vil være en stadig **større del af befolkningen, som kræver kvalitetsprogrammer og kvalitetsjournalistik**. Denne gruppe vil også helst undgå "breaking news" og foretrækker temaer, der holder frem for personfikserede historier. Samme gruppe vil købe sig til ro og dybde; hellere dybdeborende aviser eller tidsskrifter hver uge, frem for daglige beskrivelser af de samme overfladiske historier.

AKTIESTRATEGI: NORDISKE OG GLOBALE aktier vil stige

Men det forudsætter naturligvis, at euroen ikke får lov at kollapse.

De finansielle markeders kritiske øjne er stadig rettet mod euroen, hvor krisen bliver værre og værre. En høj grad af fælles koordineret og kontrolleret finanspolitik samt udstedelse af fælles euroobligationer frem for nationale, når budgetunderskud skal finansieres; det er den langsigtede løsning for europrojektet, som imidlertid ikke venter lige om hjørnet, idet det vil kræve traktatændringer.

På kort sigt må der derfor andre midler i brug for at kortslutte krisedynamikken.

”Den eneste logiske løsning er, at kernelandene og især Tyskland skal sørge for at stimulere deres økonomier i stedet for at lukre på, at USA og Asien bliver økonomiske trækheste, hvilket er utilstrækkeligt.

Og så skal ECB spille en langt mere fremtrædende rolle med mandat til at køre pengepolitikken helt ud. Federal Reserves balance er eksempelvis tredoblet siden 2008, og ECB skal have en tilsvarende mulighed for at trykke flere penge og købe obligationer i solvente eurozone-stater i det omfang, der er nødvendigt.

Det bliver en langstrakt og pinefuld proces, fordi ECB sandsynligvis ønsker at opretholde presset på de italienske politikere. Vi forventer hverken statsbankerot i Italien, kollaps i euroen eller banksystemet, men det ligner i skræmmende grad situationen i Japan i 90’erne,” siger aktiestrateg i Danske Bank, Morten Kongshaug.

RECESSIONSRISIKO ER STEGET

Risikoen for en europæisk recession er steget på det seneste, mener aktiestrategen, men under antagelse af, at eurolandene over en bred kam formår at bide tænderne sammen og tage de nødvendige skridt, så vil 2012 kunne byde på en europæisk udvikling i den rigtige retning, om end i et lavt gear i flere år frem. Men det afgørende er, at finansmarkederne får tillid til euroen og politikerne igen.

Lykkes det, så er det også et lyspunkt, at USA har overrasket positivt på vækst og jobskabelse på det seneste, Japan er i vækst, og Kina ser ud til at have fået styr på inflationen, hvilket kan bane vejen for pengepolitiske lempelser og en stærkere vækst.

Ser man på det amerikanske aktiemarked år til dato, så er der tale om et plus på 5 pct. mens Europa har et minus på 16-17 pct. Betyder det, at man skal købe europæiske aktier frem for amerikanske eller afspejler forskellen en større risiko i Euroland?

”Euroen må ganske enkelt ikke kollapse, og med det udgangspunkt er aktierne i Europa lidt mere attraktive end de amerikanske. Særligt de nordiske aktier ser interessante ud, hvis asiatisk/amerikansk økonomi driver verdensøkonomien frem, som vi forventer,” siger aktiestrategen, der forventer, at den kinesiske økonomi vil re-accelerere i det nye år.

Der er flere tegn på, at Kina står over for et stærkt første halvår i 2012 med opsving i produktion og indenlandsk efterspørgsel. Og de senere måneders svaghed på aktiemarkederne generelt har åbnet en mulighed for at investere i en lang række nordiske selskaber med stærk eksponering mod Kina - både virksomheder med direkte salg til Kina og virksomheder, som er indirekte påvirket af Kinas stigende efterspørgsel efter f.eks. råvarer.

På sektorbasis fremhæver aktiestrategen generelt industri, olie & gas, shipping samt sundhed, hvor der er overvægt af selskaber med global salgseksponering, lav gæld, høj ’frit cash flow’ rente og attraktiv valuering.

”Dette er ikke tidspunktet til at indtage et negativt syn på aktier. Men vores strategiske holdning har en horisont på seks måneder og ikke seks dage. For på seks dage kan alt ske. Vi fastholder, at der er solidt stigningspotentiale i globale aktier over en bred kam inklusiv nordiske aktier. Men der kan stadig komme en korrektion ned til niveauerne fra midt i september, hvis politikerne ikke kan stoppe de italienske obligationsrenters himmelflugt.”

Men hvad så, når vi er kommet godt ind i 2012 og aktierne er steget pænt – de økonomiske udsigter vil stadig være dystre i årevis med stor gæld, svage ejendomsmarkeder, høj ledighed mange steder. På den baggrund er der vel ikke belæg for at vente stigende aktiekurser helt ind i 2013? Hvor skal efterspørgselen komme fra?

”Den skal komme fra virksomhedssektoren, der i en lang periode har underinvesteret i deres hjemmemarkeder (OECD), og samtidigt ikke lider af gældssygdommen, der har ramt staterne bredt. Den skal også komme fra en amerikansk økonomi, hvor husmarkedets recession for alvor letter og giver et løft til privatforbruget. Den skal komme fra et Nordeuropa, der ikke som Sydeuropa har den voldsomme offentlige gæld plus høje renter at slås med som bl.a. Italien og Spanien. Sidst, men ikke mindst skal den komme fra udviklingsøkonomierne, der vil fortsætte med at vise real BNP-vækst tæt på 6 pct. i gennemsnit. Husk i den sammenhæng, at urbaniseringsprojektet i Kina fortsat vil trække global købekraft. Kun knap 50 pct. af den kinesiske befolkning er i dag bybefolkning, mens Japan og Sydkorea har bybefolkninger på hhv. 65 pct. og 85 pct.”



Verdensøkonomien afhænger af EUROEN

Den globale vækst i 2012 skabes primært i Emerging Markets. ECB skal generobre de finansielle markeders tillid. Lykkes det ikke, kan vi få en global finanskrise.

Euro-krisen fylder stadig mere på den globale agenda. Det er ikke blot Italien, der nu er i de finansielle markeders kritiske søgelys. Også lande med sund økonomi som Finland og Holland oplever stigende renter. Og et kerneland som Frankrig må nu konstatere, at den 10-årige obligationsrente er dobbelt så høj som den tyske, næsten 2 procentpoint højere.

Hvem skal genskabe markedets tillid til euroen og kortslutte krisedynamikken?

På den korte bane er det ECB, den europæiske centralbank, der skal gøre det. Det er svært at se andre muligheder. Italien har leveret, hvad de kan, og i Grækenland er der indsat en ny regeringsledelse. Det der mangler lige nu er, at ECB går massivt ind, og presser renterne ned med obligationsopkøb. Ingen vil købe statsobligationer, slet ikke i de syd-europæiske lande, hvis risikoen er, at obligationerne er faldet drastisk i kurs ugen efter. ECB skal sikre investorerne tryghed ved at garante-

re intervention og holde renterne nede, siger chefanalytiker Allan von Mehren i International Macro i Danske Bank.

Har centralbanken mandat til det?

Der er en vis juridisk usikkerhed om det. Men bankens målsætning er, at skabe finansiell stabilitet, og som situationen er nu, virker transmissionsmekanismerne ikke. Det vil sige, når ECB nedsætter den ledende rente, fører det ikke til lavere renteniveauer rundt omkring, og under dække af at ville genskabe transmissionsmekanismerne mener jeg, at ECB vil kunne foretage obligationsopkøb i stor stil. Det er også det argument, ECB selv hidtil har brugt for at træde ind i markedet. Problemet er snarere Tysklands modstand imod, at ECB får en mere fremtrædende rolle i at få renterne ned.

Det er uholdbart, at selv kernelande som Holland og Frankrig er under pres. Kommer der for alvor pres på Frankrig er løbet vel kørt for euroen, og vi kunne stå over for en international finanskrise?

Ja, hvis det sker, er løbet kørt, medmindre ECB formår at sætte en prop i hullet. Vi befinder os i en ekstremt alvorlig situation. Der er stadig visse muligheder at imødegå situationen på. IMF kan spille en større rolle, centralbanker fra andre dele af verden kan gå massivt ind og støtteopkøbe statsobligationer, men vi kan ikke udelukke, at det breder sig til det globale finansielle system. Man kan sige, at det er endnu en bølge fra finanskrisen i 2008, vi oplever. Hver gang en bølge er blevet



imødegået, er den næste kommet tilbage med endnu større kraft. Skal vi overleve denne bølge og dæmme op for nye er det afgørende, at ECB markerer klart og tydeligt, at de er villige til at optræde konsekvent og permanent med massive opkøb, når det er nødvendigt. Men som det er nu er ECB's strategi for utydelig.

Både USA, Japan og Europa er i dybe strukturelle kriser med store gældsbyrder, og selv om man taler meget om, at økonomierne i Emerging Markets, især Kina, er verdensøkonomiens nye trækheste, så er det vel begrænset, hvor meget de fylder endnu?

Emerging Markets-økonomierne fylder i BNP-termer ikke meget endnu enkeltvis i forhold til USA, Japan og Europa. Men ud af de 4 pct. vækst, der forventes i verdensøkonomien næste år, vil de stå for de 3 pct. Og som samlet region udgør de halvdelen af verdensøkonomien, så de er bestemt vigtige. Men vækstmæssigt vil USA, Japan og Europa få det svært i mange år frem. De har meget gæld, strukturelle problemer, trængte boligmarkeder osv.

Er det ikke blevet vanskeligere at udarbejde økonomiske prognoser i en verden, der er så globaliseret og præget af uigennemskuelige årsag-virknings forhold?

Verden har ændret sig meget, og man skal ændre sin tankegang for at kunne forudsige økonomiens udvikling. Det store problem med at prognosticere økonomisk udvikling i dag i forhold til for 20 år siden er nok især, at det finansielle system er blevet så komplekst, uigennemskueligt og samtidig meget skrøbeligt. Hvis det finansielle system kører af sporet, så har vi en helt ny verden. Det så vi med skræmmende tydelighed i 2008, hvor alle prognoser blev gennemhullet af finansmarkederne kollaps og kædereaktioner.

Der tales stadig mere om "smart cities" i relation til den globale urbanisering, befolkningsvæksten og stigende problemer med forurening, klimaforandringer og ressourceknaphed. Hvordan kan man tilsvarende gøre verdensøkonomien mere "smart", så vi ikke igen oplever en abnorm finansiell ubalance, som det der førte til finanskrisen?

Man forsøger sig jo med skrappe reguleringer, men det er svært at få gennemført i global skala. Man taler også om "macro prudential framework for financial supervision", som handler om, hvor vigtigt det er, at man ikke blot overvåger de enkelte banker, hvis man ønsker sikre finansiell stabilitet. Man skal løbende overvåge finanssektoren og sundheden i den økonomiske udvikling i en helhed, og på denne måde kunne forhindre de ødelæggende kædereaktioner i det finansielle system.

Er vi vidner til kapitalismens fald? Har vi behov for nye samfundsøkonomiske modeller og et opgør med modellen om frie markeds kræfter og driften af velfærdsstater som i mange tilfælde kører via underskud og gældsopbygning ved obligationsudstedelse? Hvordan sikrer man mere bæredygtige nationer som "kan klare sig selv"?

Nej det er ikke kapitalismens fald. Men finanskrisen i 2008 gjorde det klart, at de frie markeder skal overvåges tæt; at markedet ikke altid priser risiko rigtigt (græske renter på under 3,5 pct. i 2005 afspejlede næppe den sande risiko); at der er stærke procykliske kræfter i det finansielle system; og at der er behov for større buffere til tab i det finansielle system. Det er netop disse forhold, man adresserer i den nye regulering, der bliver implementeret over de kommende år.

USA er jo også i en gældskrise. Hvordan skal de håndtere den, når det politiske system ikke er i stand til at udarbejde de nødvendige reformer?

Det er kun politikerne, der kan løse gældsudfordringerne i USA. Spørgsmålet er, om de vil gøre det, før markedet presser dem til det. Eller om de først reagerer, når de oplever nye downgrades og mistillid i markedet, der afføder højere renter. USA har en længere line i det globale system, fordi deres valuta er verdens reservevaluta. Samtidig har de et obligationsmarked med meget høj likviditet, og en centralbank der ikke vil tøve med at agere "lender of last resort". Det reducerer risikoen for salgspanik - der er altid en stor køber, hvis det bliver nødvendigt. Men det kan også være en sovepude for USA og indebære, at de først gør noget ved problemerne, når gælden har vokset sig meget stor.

Hvordan vurderer du amerikansk økonomi vil klare sig i 2012?

Vi forventer amerikansk økonomi vil se vækst på ca. 2,5 pct. i 2012, hvilket er nogenlunde på linje med den langsigtede vækstrate i USA. Der er altså ikke tale om buldrende vækst, men omvendt heller ikke nogen ny recession. Problemet med at væksten ikke er højere er, at det ikke er nok til for alvor at få den meget høje arbejdsløshed ned. Og sker det ikke, bliver det også betydeligt vanskeligere at reducere det meget store budgetunderskud. Det skyldes, at gevinsten ved lavere arbejdsløshed i form af højere skatteindtægter og lavere udgifter til arbejdsløshedsunderstøttelse kun bliver begrænset, og nedbringelsen af underskuddet derved overvejende skal ske via offentlige besparelser og/eller højere skatter – noget som i sig selv dæmper væksten.

Er det amerikanske boligmarked ved at vende?

Der er svage tegn på, at byggeaktiviteten er lidt i bedring. Det vil dog ikke være noget, der for alvor løfter amerikansk økonomi. For det første er niveauet banket helt i bund, så sektoren fylder nu meget lidt i USA. For det andet er der stadig et stort omfang af tvangsauktioner med knap hvert 20. hus på tvangsauktion og et historisk stort antal huse til salg. Det tynger fortsat boligpriserne. Så det er for tidligt at tale om en egentlig vending.

Vi har ekstremt lave renteniveauer mange steder. Som bekendt var det også den "medicin", som blev brugt til at slippe så let igennem 2001-krisen som muligt, og som i virkeligheden blev grundstenen til den såkaldte kreditboble. Løber vi ikke en risiko for, at vi igen skaber bobler af en eller anden slags?

Lave renter kan jo betragtes som en form for subsidie til gældsætning. Det er problematisk i tider, hvor gearingen i forvejen øges, da det skubber til yderligere privat gældsætning. Det så vi op til finanskrisen, hvor "subsidiet" til gearing skubbede til gældsopbygningen og skabte bobler i boligmarkederne i den vestlige verden. Problemet i dag er imidlertid for høj gæld og omfattende forsøg på nedgearing. Det er denne nedgearing, der gør det svært at skabe vækst i økonomierne. Og med lave renter, forsøger man at dæmpe tempoet i den private nedgearing for at undgå for negative effekter på økonomien. Man skal altid være opmærksom på bobler, når der er meget lave renter, og de kan opstå mange steder. Jeg mener dog ikke risikoen i den vestlige verden er til stede p.t. Men i Emerging Markets skal man være meget opmærksom, da overinvestering og for høje huspriser kan lægge kimen til fremtidig finansiell krise i nogle af disse markeder. Disse lande er dog meget opmærksomme på denne risiko, og i blandt andet Kina har man lavet mange tiltag for at dæmpe prisstigningerne i boligpriserne. Og med held. Boligpriserne er fladet betydeligt ud her.



BYERNE BLIVER smartere

Den moderne storby bliver mere energieffektiv, bæredygtig og kreativ. Forhåbentlig. Men det har en pris.

I det 20. århundrede voksede befolkningen i byer fra 250 mio. til 2,8 mia. og i dag lever mere end halvdelen af Jordens befolkning på 7 mia. i byer. Det estimeres, at ud af Jordens befolkning på forventet 9,3 mia. i 2050, vil de 6,3 mia. leve i byer. To ud af tre mennesker født i de næste 30 år vil leve i byer. Alene i Kina vil yderligere 350 mio. kinesere (mere end USA's befolkning) flytte til byerne frem mod 2025, lyder et estimat fra McKinsey.

Men hvad er det lige, der er så tiltrækkende ved byerne, hvor forureningen og kriminaliteten er større, sundhedstilstanden lavere og leveomkostningerne meget højere end på landet?

Ny forskning afslører, at udover at tilbyde flere sociale og kulturelle fordele, så producerer storbyerne flere opfindelser og skaber flere muligheder for økonomisk vækst. Ofte er byerne også de mest grønne områder på planeten, ikke i absolutte termer, men relativt set. Således er energiforbruget og ressourceforbruget pr. indbygger typisk mindre end i landområder, og der kræves relativt betydeligt mindre infrastruktur.

Og et andet interessant karaktertræk – jo større en by er, desto mere effektiv og produktiv synes den at blive.

BEFOLKNINGENS STYRKE

Luis M. A. Bettencourt og Geoffrey B. West, teoretiske fysikere på hhv. Santa Fe Institute og Los Alamos National Laboratory, har identificeret dette mønster matematisk og uafhængigt af geografi – det findes både i USA, Latinamerika, Kina og andre steder. Mønsteret betyder, at hvis befolkningstallet i en by fordobles fra f.eks. 40.000 til 80.000 eller fra 4 mio. til 8 mio., så er der en systematisk stigning på gennemsnitligt 15 pct. i bl.a. lønninger og patenter pr. indbygger. Hvis 8 mio. mennesker lever i samme by, vil deres økonomiske produktion være 15 pct. større end to byer med hver 4 mio. indbyggere. Fysikerne har også observeret, at en bys forbrug af ressourcer følger en tilsvarende, men in-

verteret lov. Når en by således fordobles i størrelse, så vil dens materielle infrastruktur – alt fra antallet af tankstationer til den totale længde af rør, veje og el-ledninger – ikke fordobles. En by på 8 mio. vil typisk kræve 15 pct. mindre af samme infrastruktur som to byer med hver 4 mio. indbyggere.

Fysikerne peger på, at jo større en bys befolkning er, desto mere intense og hyppige vil sociale interaktioner være, og det medvirker i høj grad til at øge produktivitet og innovation – og økonomiske pres fjerner ineffektivitet, idet bysamfundet tvinges til at udvikle nye organisationsformer, produkter og serviceydelser, som har mere værdi i sig.

HVAD ER EN SMART BY?

En *smart city* er en kompleks størrelse, der ikke har nogen præcis definition. Der er dog enighed om, at en smart city er en by, der er "smart" på seks forskellige områder; Økonomi, Mobilitet, Ledelse, Livsstil, Miljø og Mennesker.

Ser man tilbage i historien er begrebet i sig selv ikke nyt. Nogle byer har simpelthen været smartere end andre. Det er kommet til udtryk på netop de seks nævnte punkter, ikke mindst det sidste. Nogle byer udviklede sig ganske enkelt til kulturelle og intellektuelle centre – som f.eks. Athen i oldtiden, Firenze under renæssancen og Silicon Valley i starten af den digitale tidsalder – og formåede at skabe en iværksætterkultur og innovationsånd som løbende tiltrak nye talenter og løftede niveauet og velstanden for byernes indbyggere.

Der har været masser af eksempler, også i nyere tid, på at nogle byer har forsøgt at løfte sig op på niveau med de mest fremtrædende byer, men det har ofte været med skuffende resultater, anfører de to førnævnte fysikere. Deres forskning indikerer, at visse immaterielle kvaliteter af social dynamik – mere end udviklingen af materiel infrastruktur – er nøglen til at generere gode cykler af innovation og skabelse af velstand. Disse processer, såsom udviklingen af lokal iværksætterånd, et ry for altid at være i front med nyskabelser og en kultur af dygtighed og konkurrenceevne, er vanskelige at designe gennem politik, fordi de hviler på dynamikken i en bys sociale struktur i mange dimensioner. Forskerne erkender, at en egentlig opskrift på en succesfuld socioøkonomisk udvikling ikke kendes endnu.

Men selv om det ikke lykkes at gøre alle større byer til "Silicon Valley look-a-likes", så er der andre måder at gøre en by smart på.

DIGITALISERING KAN GØRE BYERNE SMARTE

Der er stærkt stigende fokus på klodens befolkning, global opvarmning, forurening og tiltagende ressourceproblemer fra energi til vand. Da urbanisering over hele verden foregår i voldsom hastighed, øger det presset på byerne, og derfor er det naturligt, at man her søger efter løsningsmulighederne.

Og grunden til, at et begreb som egentlig har eksisteret siden mennesker begyndte at samle sig i byer, nu får en massiv opmærksomhed er først og fremmest **digitalisering**.

Informationsteknologien har de seneste to årtier skabt en sand revolution i verdenssamfundet med billige og stadig kraftigere og mere

avancerede computere, mobiltelefoner, tablets og sensorer og senest Cloud Computing. Og det er især denne mulighed for at indsamle og håndtere enorme datamængder, der giver mulighederne for at lave smartere byer, som er langt mere effektive i energiforbrug, transport, infrastruktur, recycling, energiforsyning m.v.

Borgerne vil via diverse mobile enheder knyttes sammen i et tættere netværk og få en større, direkte indflydelse på byens udvikling. Og især sensorer vil spille en meget stor rolle i byerne i fremtiden i takt med at de bliver stadig mindre, billigere og mere avancerede – Moores lov, der siger at en computerchips processorkapacitet fordobles for hver 18 måneder, gælder også her. Allerede i dag har man sensorer, der måler helbredstilstanden for en ko og f.eks. sender en besked, hvis den skal til at kælte. Man har sensorer, der kan måle luftkvaliteten og vandkvaliteten; flymotorers tilstand; trafikken; patienters sundhedstilstand; om bilens motor er ved at være udtjent; om en bro er ved at være faretruende svækket; varmeudstrålingen fra en bygning; smartmeters der måler elforbruget detaljeret osv.

IT-industrien har selv udråbt smarte systemer til at være den næste helt store trend. Allerede for et par år siden lancerede IBM en kampagne, *Smarter Planet*, som handler om, hvordan digital teknologi kan gøre energi, transport, byer og mange andre ting mere intelligente. Cisco har gjort det samme med *Smart+Connected Communities* og Hewlett-Packard (HP) taler om et *Central Nervous System for the Earth* (CeNSE) – et projekt, som indebærer en meget omfattende placering af sensorer i miljøet.

"Hvis vi skal redde planeten, er vi nødt til at måle den. Vi er nødt til at forstå, hvordan vi påvirker planeten," siger Peter Hartwell, seniorforsker og leder af projektet i HP.

OVERVÅGNINGSSAMFUNDET ER NØDVENDIGT

Vi må se i øjnene, at overvågningssamfundet for alvor vil komme over os. Minikameraer og sensorer vil blive sat op overalt og alt fra cykler, biler, teenagedøtre og formodet utro ægtefæller vil blive udstyret med *Radio Frequency Identity Tags*, som allerede nu er inden for de flestes økonomiske rækkevidde. Byerne er tvunget til at blive mere effektive på alle fronter – og det kræver en tæt overvågning af recycling, trafik, kriminalitet, mistænkelig adfærd i gadebilledet, infrastruktur og reparationsbehov, energiforbrug, luft- og vandforurening osv.

De mange billige muligheder for overvågning giver fantastiske muligheder for en effektivisering af samfundet på en lang række fronter, og det vil være en stor gevinst for samfundet og miljøet. Alene en forbedring af effektiviteten i USA's elnet på 5 pct., vil svare til en reduktion af drivhusgasser på 53 mio. biler, viser beregninger fra IBM.

Men den massive overvågning vil også betyde, at privatlivet vil høre hjemme i historiebøgerne. Den nye teknologi vil blive misbrugt af medier, privatpersoner, virksomheder og i nogle lande i høj grad også af regeringer og lokale myndigheder – formentlig også i selv de mest udviklede demokratiske lande. Big Brothers will be watching you. —

EKSEMPLER PÅ SMART CITY ELEMENTER

- Tidevandsenergi (New York)
- Bølgeenergi (Orkney, Skotland)
- Solopvarmet vand på hustage (Rizhao, Kina)
- Solceller på bygningers sydvendte sider (Berlin)
- Mobilbeskeder om tomme parkeringspladser (San Francisco)
- Højere road pricing i travle områder (Stockholm, Singapore)
- Tog og hovedveje under jorden (Portland, Oregon)
- Undergrundsparkering (Paris)
- Solceller på taget (Redlands, Californien)
- Superisolerede vinduer firdobler termisk performance i forhold til dobbeltruder (New York)
- Vertikalt landbrug i høje drivhuse (under udvikling)

- Satellit overvågning af vandingsystemer (Los Angeles)
- Beplantede tage beskytter mod varme og kulde og opfanger regnvand under storme (Chicago)
- Hvide tage reflekterer varme og mindske behov for afkøling (Washington D.C.)
- Bolig- og kommercielt byggeri i en bydel efter de højeste miljø- og energistandarder (Rockville, Md.)
- Opdeling af affald (San Francisco)
- Vandbesparende toiletter og brusehoveder (Austin, Texas)
- Hybridtaxier (San Francisco, New York)
- Underjordiske tunneller til el, vand, kabel TV og bredbånds internet (London)
- Tørrer kloakaffald som brændsel til elproduktion (Nashville, Tennessee, Buffalo NY)

TEMA

RELEVANTE SEKTORER/
UNDERSEKTORERRELEVANTE
AKTIER/FUNDS

TRENDSPOTTING

Er spirende trends og udviklingsmønstre, ofte med stort langsigtet potentiale, men som kan få vigtige gennembrud på kort sigt, typisk 1-6 mdr. Temaerne er forbundet med større usikkerhed/risiko og kan udnyttes bedst med enkeltaktier.

"SMARTE" EFFEKTIVE BYER

I 2050 vil 80 pct. af jordens 9,2 mia. mennesker bo i byer, mod 50 pct. i dag. Det sætter pres på byers infrastruktur, energieffektivitet, miljø, ressourceforbrug m.v. I takt med at nye byer bygges og gamle renoveres vil systemer til en smartere by blive rullet ud. Udviklingen inden for Cloud Computing og sociale netværk vil fremskynde denne proces.

Smarte el-net, energi-effektivitet og offentlig transport.

ABB, Siemens

Sensorer/målere

Johnson Controls, Honeywell, Veolia

Software/Cloud Computing

IBM, Microsoft, SAP

TRENDS

Er udviklingstendenser, der har en varighed på mindst 6-12 mdr., men som kan være i adskillige år. Kan udnyttes i en blanding af investeringsforeninger og enkeltaktier.

MOBILDATA - SMARTPHONES/TABLETS

Den teknologiske udvikling og ikke mindst øget datahastighed muliggør, at mobile enheder får stadig flere funktioner således, at de nu både er telefoner, minipc'ere, tv, spilkonsoller og betalingsenheder. Inden for denne trend vil nye investeringstemaer dukke op i de kommende år.

Smartphones- og tabletsproducenter.
Underleverandører
Netværk
Teleselskaber
Indholdslieferandører

DI Teknologi, Apple, Verizon

HEALTH CARE

Store farmaselskaber har i årevis været plaget af manglende innovation, kopiproducenter og stadig flere patentudløb, der kulminerer i disse år. Innovationsproblemet betyder, at mange opkøber biotekselskaber, hvilket er en trend, der ventes at fortsætte.

Vær opmærksom på, at der forventes vitale gennembrud (disruptive) på mange forskellige områder i biovidenskaben i dette årti - ikke mindst via genetikken men også via et langt tættere, integreret samarbejde mellem forskellige videnskabsgrene.

Pharma
Biotekselskaber (pas på selskabsrisiko)

Novo Nordisk, DI Bioteknologi

FASTE INVESTERINGER

Kapitalgodesektoren er godt positioneret til at nyde godt af et opsving i faste investeringer og nationale anlægsinvesteringer i 2012.

Kapitalgoder

Siemens, ABB, Atlas Copco

LANGSIGTEDE VINDERE

Unikke forretningsmodeller eller platforme (høje indtrængningsbarrierer, monopolistiske branche-vilkår) vil give selskaberne en konkurrencemæssig fordel.

"Niche"-prægede forretningsmodeller/plat-forme findes i flere sektorer. Selskabernes "niche" er en stor fordel, men også en mulig risiko skulle denne brydes.

Amadeus IT, Novo Nordisk, Nokian Tyres, William Demant

UDBYTTEAKTIER

I usikre tider øges fokus på selskaber som via udbytter formår at generere afkast til deres aktionærer.

Historisk er finans, telekom, forbrugsvarer og forsyning blandt udbyttevinderne, men udbytter kan forekomme i de fleste sektorer.

TeliaSonera, Fortum

Nordea, Verizon, Siemens, BMW, Nokian Tyres, DI Højt Udbytte

MEGATRENDS

Er trends, som vil påvirke verdenssamfundet i op til adskillige årtier. Brede temaer, som ofte bedst udnyttes via investeringsforeninger, men enkeltaktier kan også være hensigtsmæssige.

KNAPPE RESSOURCER

En af de store udfordringer i dette århundrede er, at mange essentielle råvarer bliver stadig knappere i takt med, at de store udviklingsøkonomier gennemgår industrialiseringsfasen og udbygningen af deres indenlandske økonomier med meget stor hast.

Fokus på knappe råvarer, herunder rent vand, og på at øge mængden af afgrøder samt forbedring af afgrødeudbytte, vil også medføre mere fokus på affaldshåndtering, vandrensning og forureningsbe- grænsninger.

Energi herunder olie/gas, underleverandører samt alternative energiformer.

Exxon, Gazprom, SeadrillSubsea7, Technip

Metaller, mineselskaber og underleverandører.

BHP Billiton Plc

Fødevarer, herunder såsæd/gødningsproducen- ter, landbrugsmaskiner, landbrugsjord.

Atlas Copco, Monsanto, Chr. Hansen

Affaldshåndtering, vand, herunder vandrensning, afsaltning og forsyning.

Veolia

Generelt.

DI Klimatrends, DI Europa Bæredygtig Indeks, GS Råvarefond

ENERGIMANGEL/NYE ENERGIFORMER

Alt peger på stigende oliepriser i mange år frem, og der kommer også gradvist mere fokus på klimaændringer skabt af drivhusgasser. Stigende fokus på energieffektivitet og udvikling og implementering af vedvarende energikilder og teknologi. Udbygning af energiinfra- strukturen og implementering af Smart Grid, og dermed mere styring af elnettet grundet større vægt fra de mere ustabile kilder som sol og vind.

Energieffektivitetsselskaber, med produkter inden for isolering, elektricitetseffektivitet, kørselseffektivitet.

DI Klimatrends, ABB, Siemens, Fortum

Udbygning af el-nettet, Smart Grid.

Nye energiformer, herunder vind, vand, sol, brint, a-kraft, kulkraftværker med CCS-systemer.

Nye transportformer, herunder el-biler, brint-biler, biobrændsel

EMERGING MARKETS, BRIK, NEXT 11

Stærk vækst i udviklingen af den indenlandske økonomi samt middelklasser og deres købekraft. I 2030 forventes middelklassen i Emerging Markets at være vokset med 2 mia. mennesker, hvilket gør at forbrugerne især i de største udviklingsøkonomier er uhyre inte- ressante.

Råvarer, energi, mærkevarer, teknologi og infrastruktur fra Vesten

Carlsberg
BMW, McDonald's, Pernod Richard, L'Oreal, Nokian Tyres, DI Nye Markeder, DI Kina, DI Fjernøsten, DI Nye Markeder Small Cap, DI Rusland, DI Østeuropa, Gazprom, DI Afrika



Kontakt din investeringsrådgiver for at høre mere om aktier og funds nævnt i denne oversigt, herunder om risikovurderinger og Danske Markets Equities' og Goldman Sachs' aktuelle aktieanbefalinger."

BEMÆRK: Ovenstående trends og udviklings- tendenser er baseret på bankens vurderinger og må på ingen måde ansues som en ufejlbarlig prognose af fremtiden. Det er tendenser, som vi aktuelt anser for de mest sandsynlige, men der er tale om et komplekst samspil af mange faktorer, og mange forhold af økonomisk, politisk og sam- fundsmæssig karakter kan påvirke de identifice-

rede udviklingsmønstre. Med andre ord skal man være opmærksom på, at det bestemt ikke er uden risiko at forfølge de nævnte trends og tendenser i en investeringsstrategi. Vi opfordrer til, at du benytter oversigten som inspiration til en samtale med din investeringsrådgiver.

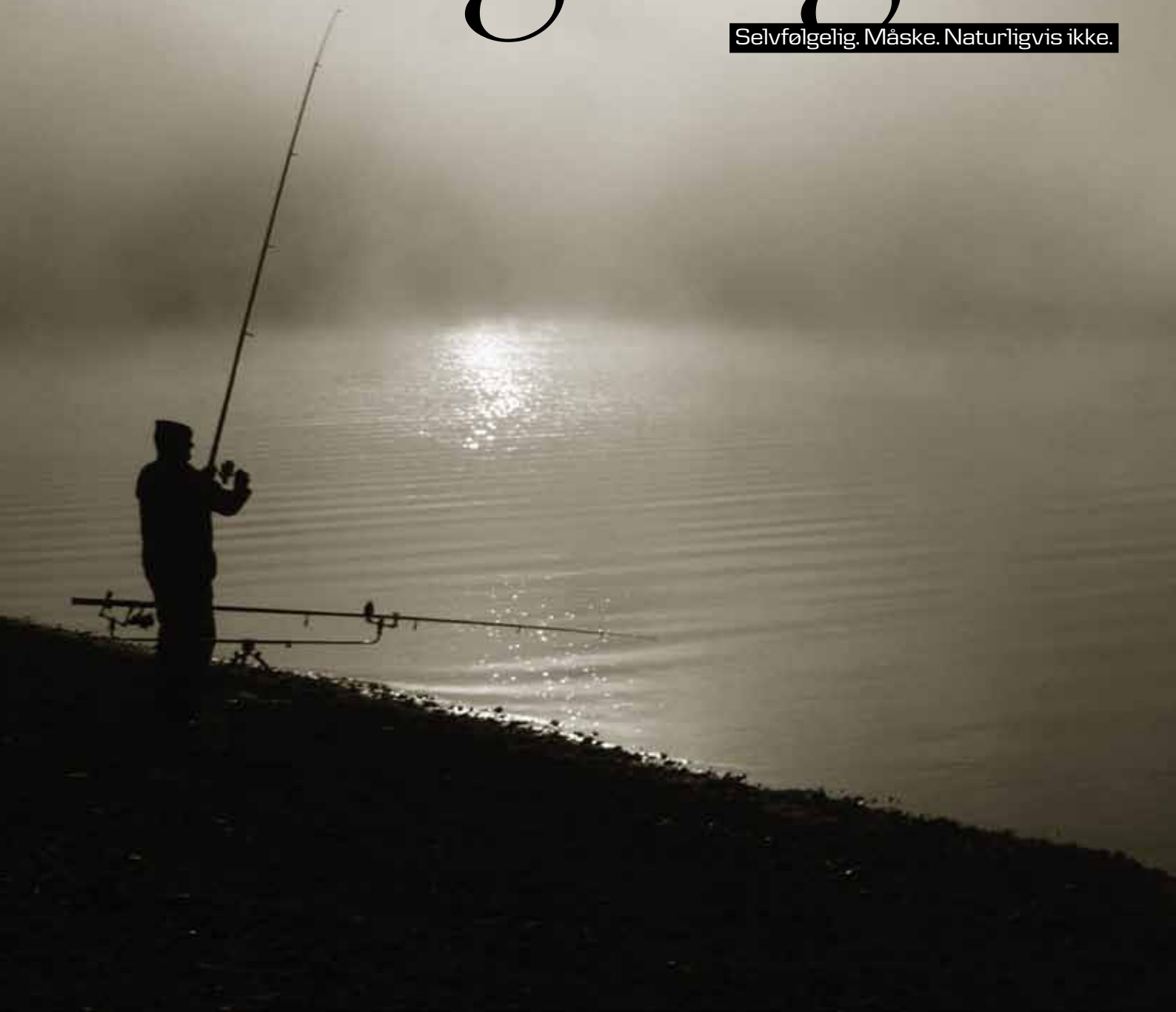
STIGER

aktiemarkederne

altid på

langt sigt?

Selvfølgelig. Måske. Naturligvis ikke.



Der er lavet utallige undersøgelser af aktiemarkedet. En af de mest grundige er beskrevet i *Stocks for the Long Run*, en bog af professor Jeremy Siegel på Wharton University. Han har undersøgt aktiemarkedet i USA siden 1802 og konkluderer i den første version af bogen, at mellem 1802 og 1997 formåede aktier at slå statsobligationer i 97 pct. af alle 30-års perioder, og efter 1871 skete det i alle 30-års perioder.

Er det så betryggende for investorerne? For de fleste næppe. Det er ikke mange, der definerer langt sigt som 30 år; de fleste har en væsentligt kortere tidshorisont, som de anser for at være rigeligt lang. Desuden fortæller Siegels observation noget om risikoen ved aktier, for selv 20-års perioder er tilsyneladende ikke nok. Der har historisk set været adskillige perioder med flad kursudvikling eller store krak, som har givet aktiemarkedet solide bøllebånd, det har taget år at genvinde, i nogle tilfælde rigtig mange år.

Siegel tager også den nemme vej, som amerikanere ofte gør, ved at betragte USA som verdens navle. Men som professor Lubos Pastor på University of Chicago har påpeget, så kunne ingen investor i 1800 eller 1900 have forventet, at USA blev verdens suveræne supermagt, vandt to verdenskrige, den kolde krig og viste sig som den mest innovative nation i det 20. århundrede. Derfor er det misvisende at konkludere på baggrund af blot amerikanske data, at aktier stiger og slår obligationer på langt sigt.

AKTIER HAR SLÅET STATS OBLIGATIONER OVER 100 ÅR

Havde man kigget på tyske, britiske eller japanske aktier, ville billedet være helt anderledes. F.eks. faldt det japanske aktiemarkeds reale afkast i perioden 1944-1949 med 95 pct. Og det tog Storbritannien meget længere tid end andre lande at rejse sig fra de to verdenskrige. Landets langt mindre rolle efter kollapset i det britiske imperium og de komplicerede bureaukratier i det koloniale system gjorde Storbritanniens vækst markant langsommere.

Det er forhold, som belyses i *Triumph Of The Optimists: 101 Years Of Global Investment Returns*, der udkom første gang i 2002, skrevet af tre økonomer fra London Business School. De havde skaffet sig et langt større og bredere datamateriale end Siegel og kunne derfor lave den hidtil mest omfattende analyse af aktiemarkeder i mange lande.

Hovedkonklusionen var, at i alle markeder gav aktier et afkast højere end statsobligationer. Men de tre forfattere advarer også mod at overfortolke resultatet og bemærker, at når man ser på historiske data for aktieindeks, så er der tale om en "survivor bias" – de selskaber, der var i indekset og bukkede under eller faldt så meget i kurs, at de ikke kom med i næste års indeks, får indekset til at se pænere ud over tiden, end det egentlig fortjener.

Men survivor bias er én ting. Noget andet er, at man ikke må støtte sig overdrevent til fortiden. Et marked og et land har kun én fortid, men til gengæld mange mulige fremtider. Og fokuserer man for meget på de seneste 60 år, kan man blive slemt skuffet fremover. 1950-2000 var nemlig – trods heftig racisme i USA, Korea-krig, Vietnam-krig, kold krig, oliekrise, Cuba-krise, drab på Kennedy-brødrene og Martin Luther King - en gylden periode med stigende produktivitet, forbedret ledelse og virksomhedsforståelse, teknologisk innovation, månelanding i 1969, faldende barrierer for international handel og investering, stigende globalisering og markante fald i inflation og renter. En langt bed-

re end forventet periode for investorerne. Det var optimisternes triumf, lyder de tre forfatters formulering.

Men perioden 1900-1950 var anderledes barsk med den spanske syge, to verdenskrige, og opfindelsen af atombomben som på den mest brutale vis afsluttede den sidste krig. Det var en tid, der bragte krak, depressioner, deflation og hyperinflation – en langt værre end forventet periode for menneskeheden og dermed også investorerne, på trods af industrialiseringens acceleration og bilen og flyvemaskinens opfindelse. Pessimisternes triumf.

Statistikken logik siger, at optimisterne ikke vil triumfere i de nærmeste år. Og det samme gør de udviklede landes aktuelle økonomiske perspektiver og de mange udfordringer, som kloden står overfor.

OBLIGATIONER VAR BEDRE END AKTIER I 40 ÅR

At man får forskellige indtryk af aktiers kvaliteter i forskellige perioder bekræftes også af en undersøgelse foretaget af en berømt fondsforvalter og tidligere redaktør af the Financial Analysts Journal i USA, Robert Arnott. Han har påvist, at obligationer faktisk har været en bedre investering end aktier i 40 år. Således formåede 20-årige amerikanske statsobligationer fra marts 1969 til marts 2009 at slå amerikanske aktier. En dollar investeret i aktiemarkedet i marts 1969 og løbende geninvestering dividender var i marts 2009 vokset til 280 dollars. Men et tilsvarende beløb investeret i de nævnte obligationer var vokset til 289 dollars. Et eksempel på, at selv over en 40 års periode, hvilket må siges at være langt sigt, så er aktier ikke nødvendigvis den bedste børsinvestering.

I dag er obligationsrenterne til gengæld banket så meget i bund, at tilsvarende afkast ikke vil forekomme. Om det så alligevel er nok til at slå aktierne, det vil tiden vise. Kan man bruge historien til noget, så er der basis for betydelige kursstigninger på aktiemarkedet, hvis ellers vi undgår en ny global recession og kollaps i euroen.

AKTIEMARKEDERNE KAN IKKE BLIVE VED MED AT STIGE

Men lad os lige vende tilbage til titlen på denne artikel – *Stiger aktiemarkedene altid på langt sigt?*

I længere perioder kan man opleve stærke globale bullmarkeder – det vil altså sige, at alle aktiemarkeder over hele verden stiger. Den slags må nødvendigvis få en ende på et tidspunkt. Det er måske lettest at forestille sig, hvis man forestiller sig en verden med en stabil befolkning – hvilket verden nødvendigvis må få på et tidspunkt, hvis vi skal overleve.

Lad os gøre det helt enkelt og sige, at verden kun består af 2 mennesker. Den ene dyrer pærer, den anden appelsiner. De bytter med hinanden og får en varieret kost. Men uanset hvor effektivt, de lærer at dyrke deres afgrøder, kan de ikke øge deres indtægt, for modparten kan ganske enkelt ikke æde flere frugter. Der mangler efterspørgsel. Og selv hvis appelsinavleren pludselig fandt på en usædvanlig produktiv måde at avle sine frugter på, og dermed målt på varebeholdningen blev rigere end den anden, var det en rigdom, han ikke kunne bruge til noget. Efterspørgslen kom aldrig, og hans appelsinoverskud rådne op.

Virkeligheden er en kende anderledes. Der er ikke tale om en stabil befolkning – vi bliver stadig flere mennesker. Der er også en anden faktor, der spiller ind, nemlig bankerne. I bankerne kan man låne penge, og med dem kan man tage en chance og købe jord, ejendomme, råvarer, pro-



► Fortsat fra forrige side

duktionsmidler og arbejdskraft og med gode idéer skaffe sig fordele frem for andre, så man kan tjene flere penge.

Men det helt grundlæggende er netop, at man bliver rig på bekostning af andre. Alle kan ikke blive rige. Teknologiske fremskridt kan gøre livet lettere for alle, men det er ikke ensbetydende med rigdom. Skal man blive rig, må man bruge andre som løftestang.

Virkeligheden ændrer sig løbende, og det samme gør forskellige lande, virksomheder og forbrugeres fordele og ulemper. Der er store forskelle i geografiske behov, teknologisk udvikling, adgang til kapital, demografi, råvareressourcer, uddannelsesniveau, klima m.v., og det er forhold, som disse, der gør, at forskellige lande, regioner og befolkningsgrupper har fordele i at handle med hinanden. Der opstår i den dynamiske forandringsproces mange forretningsmuligheder, som dygtige virksomheder kan tjene penge på, mens andre bukker under. Alle kan ikke

forøge indtjeningen markant samtidig, og dermed kan alle aktiemarkeder ikke stige samtidig i al fremtid – slet ikke, når verdens befolkning af hensyn til vores overlevelse stabiliseres på et tidspunkt, og menneskelige aktiviteter når et bæredygtigt niveau, som ikke nedslider planetens økosystemer. Men den dygtige investor har mulighed for at tjene penge, der overgår markedsudviklingen, hvis han kan spotte de smarte virksomheder.

Med til historien hører også, at langt fra alle virksomheder er børsnoterede. Aktieindeksene viser kun en del af erhvervslivet, og derfor kan virksomhederne i de forskellige aktieindeks godt opleve en tilstrækkelig indtjeningsvækst, så de alle stiger i længere perioder. Men ikke i det uendelige.

Aktiemarkeder stiger ikke altid på langt sigt.

Forbrugerne vinder i sidste ende – ikke aktionærerne

Warren Buffett, den berømte amerikanske investor, der efter eget udsagn aldrig investerer i noget han ikke forstår, har også kigget på, hvordan aktiemarkedet artede sig i det forgangne århundrede.

I en berømt artikel i Fortune i 1999 sætter Buffett fokus på to perioder. I den ene, fra 1964 til 1981, var der ikke den store gevinst ved at investere i det amerikanske aktiemarked. Faktisk var der slet ikke nogen. Dow Jones-indekset stod ved indgangen til 1982 på samme sted som ved indgangen til 1965. I denne 17-års periode steg USAs BNP med 370 pct. Alligevel rokkede aktierne sig ikke ud af stedet. Forklaringen var den meget afgørende faktor for aktieinvesteringer – renteudviklingen.

Når man skal vurdere prisen og potentialet for en investering i aktier skal man sammenligne med, hvad man kunne få ud af en risikofri investering i statsobligationer. Der skal være en risikopræmie for at investere i de mere risikable aktier, og dette skal afspejles i prisen. Hvis renten på statsobligationer stiger, så skal prisen på aktier falde, så det står i overensstemmelse med de forventede indtjener i virksomhederne. Det bliver dyrere for virksomhederne at låne penge, hvilket vil kunne ses på indtjeningen – og investorernes lyst og mulighed for at investere i aktier bliver ringere. Aktiekurserne før rentestigningen vil derfor være for høje – så de falder. Tilsvarende vil aktiekurserne stige, hvis renten falder.



Renten på lange statspapirer steg fra 1964 til 1981 fra 4 pct. til over 15 pct. og det er efter Buffets opfattelse hovedforklaringen på den ynkkelige præstation af aktier i perioden.

RENTEFALD FIK AKTIERNE TIL AT STIGE

Med 70'ernes oliekrise på afstand og en mere målrettet kamp for at få inflationen under kontrol blev billedet helt anderledes de næste 17 år fra 1982 til 1998. Den lange rente faldt drastisk i perioden og lå ved udgangen af 1998 på 5 pct. Hvis man i 1981 havde investeret 1 mio. dollars i en 30-årig 14 pct. amerikansk statsobligation og løbende geninvesteret kuponbetalingerne ville man stå med 8.181.219 dollars ved udgangen af 1998. Et årligt afkast på 13 pct.

Men aktierne ville have givet endnu mere. 1 mio. dollars investeret i Dow-indekset i 1981 med løbende geninvestering af alle dividender ville ultimo 1998 være vokset til 19.720.112 dollars – dvs. et årligt afkast på 19 pct. Forklaringen er denne gang *rentefaldet*.

En anden interessant faktor i perioden er virksomhedernes indtjening. Buffett påpeger, at indtjeningen i perioden op til 1981 typisk svingede i et interval på 4-6,5 pct. af BNP. Men trenden var nedadgående op mod 80'erne, og i 1982 var tallet på 3,5 pct. af BNP. Men derefter kom rentefaldet, og de gode tider, hvilket bl.a. medførte, at tallet i 1998 var tæt på 6 pct.

I dag har vi ekstremt lave renteniveauer, og de kan næsten ikke blive lavere i de tre store udviklede regioner USA, Vest-Europa og Japan. Et rentefald kan derfor ikke fungere som løftestang for aktiemarkedet og virksomhedernes indtjening i de nærmeste år, hvor de gældstynge-økonomier også har udsigt til lav vækst og høj ledighed.

INDTJENINGEN ER AFGØRENDE

Men selv om aktiemarkedet i Vesten – udover en relativt kortvarig stigning på måske 6-12 mdr., hvis eurokrisen løses – næppe kan levere høje afkast, så er der selvfølgelig stadig mulighed for, at den enkelte investor kan finde netop de aktier, som vil opleve en større indtjenings-

vækst end andre. Det kan være selskaber med særligt stærke brands, unikke strategier og stærk eksponering mod Emerging Markets, som efterspørger mange vigtige produkter og ydelser fra vestlige virksomheder i deres opbygning af økonomierne. Det kan være selskaber, der formår at udnytte de trends og megatrends vi nævner s. 12-13. Og det kan også være selskaber, der kommer med nye produkttyper og teknologier – selskaber, der formår at skabe deres egne revolutioner eller formår at etablere sig stærkt i trends, som transformerer samfundet.

Men at finde sådanne vindere er ikke så nemt. Ikke engang når der er tale om opfindelser som revolutionerer verden og vores måde at leve på, som f.eks. internettet har gjort og stadig gør – og som opfindelsen af bilen har gjort.

Der har alene i USA været omkring 2000 bilfabrikanter i tidens løb i en industri, som har utrolig stor indflydelse på vores liv. Man skulle tro, at hvis man dengang havde været i stand til at se ind i fremtiden, ville man set bilindustrien som en oplagt måde at blive rig på via aktieinvestering. Men i dag kan man konstatere, at der er tre amerikanske bilfabrikanter tilbage i en branche som har haft meget stor indflydelse på USA – men ikke på investorernes afkast, som desuden har haft brug for en god del held til at ramme de overlevende selskaber.

Buffett påpeger, at i noget, der ligner en samfundsmæssig revolution, kan det nogle gange være meget lettere at spotte taberne – og han ærgrer sig over, at Buffett-familien som repons på bilens opfindelse ikke var forudseende nok til at gå short i heste. I 1900 var der i USA 21 mio. heste, i 1998 5 mio.

En anden revolution i den første fjerdedel af det 20. århundrede var opfindelsen af flyvemaskinen. Flyindustrien har også ændret verden på dramatisk vis, men det har ikke været pengemaskiner for flyselskaberne eller flyproducenterne – det er kun få, der har overlevet. Tilsvarende revolutioner i det forrige århundrede med opfindelsen af radio og TV formåede heller ikke at levere guldrandede afkast til investorerne. Hvilket bringer Buffett til en vigtig pointe:

“I will draw a lesson from these businesses: The key to investing is



▣ Fortsat fra forrige side

not assessing how much an industry is going to affect society, or how much it will grow, but rather determining the competitive advantage of any given company and, above all, the durability of that advantage. The products or services that have wide, sustainable moats around them are the ones that deliver rewards to investors.”

FORBRUGERNE VINDER

Men lige det med at fastholde førerpositionen er uhyre vanskeligt. I den forbindelse er erhvervsliv og teknologisk udvikling i akademiske undersøgelser blevet sammenlignet med den biologiske verden.

Hvis der i den biologiske verden er en art, der via evolutionen får en fordel frem for sine fjender eller byttedyr, så sørger evolutionen også for, at denne konkurrencemæssige fordel konkurreres væk ved tilsvarende udvikling af de konkurrerende dyrearter.

Det samme vil gøre sig gældende i erhvervslivet. Konkurrencen virksomhederne imellem er ekstremt hård, og en virksomheds fordel

– og dermed mulighed for høje avancer – indhentes med tiden af konkurrenterne. Vinderne i det lange løb bliver forbrugerne – ikke aktionærerne.

Nogle selskaber er så dygtige strategisk og innovationsmæssigt, at de formår at holde førerpositioner i årevis. Vestas er et godt eksempel på et selskab, der engang var en global markedsleder og stadig er med i førerfeltet, men ikke leverer store afkast til aktionærerne, fordi de teknologisk er blevet indhentet og har set markedsandelen falde markant. Mens et eksempel på en markedsleder, der stadig er i front, er Apple, der med nu afdøde Steve Jobs i spidsen formåede at udvikle et brand så stærkt, at de kan nøjes med at lave én mobiltelefon (iPhone) og én tablet (iPad) – mens konkurrenterne river sig i håret og sprøjter ud med mange forskellige modeller og endnu ikke har truet Apples position for alvor – til trods for, at Apple hverken opfandt smartphone eller tablets og oven i købet ikke har en særlig imponerende hardware i deres produkter. Men også Apple-eventyret har en ende.

Spot de vigtige trends

De to tabeller viser, hvordan sektorerne vægtede i det amerikanske aktiemarked i 1900 og 2000. Som det ses er der sket en voldsom udvikling i takt med den industrielle revolution i det 20. århundrede. Sektorer, der fyldte meget dengang, er svundet ind til næsten ingenting – f.eks. jernbaner og tobak. Mens sektorer, der slet ikke fandtes dengang – f.eks. pharma og IT - udgør betydelige dele af aktiemarkedets samlede markedsværdi i dag. En illustration af hvor vigtigt det er, at spotte de store trends, der kan forandre samfundet.

Økonomen Carlotta Perez identificerer i sin bog *Technological Revolutions and Financial Capital* (2003) de fem teknologiske revolutioner, der efter hendes vurdering har præget samfundet i nyere tid. Den første var The Industrial Revolution med centrum i Storbritannien 1770-1830. De næste tre var The Age of Steam and Railways 1830-1870, The Age of Steel, Electricity and Heavy Engineering 1875-1920 og The Age of Oil, Automobiles and Mass Production 1910-1975.

Vi befinder os aktuelt i den femte revolution, *The Age of Information and Telecommunications*, hvis »Big Bang« ifølge Perez var Intels lancering af mikroprocessoren i 1971. Den forudgående udvikling i computerindustrien med transistorer og mainframes anser hun for at være forløbere til denne »disruptive technology«, som på dramatisk vis forandrede økonomien og gennemslagskraften i computerindustrien.

Ifølge Perez kan man opdele hver revolution i forskellige faser. Den første er installationsfasen, højvækstperioden, som undervejs er præget af eufori og noget, der minder om en invasion af ny teknologi. Derefter kommer anvendelsesfasen, præget af lav vækst, synergi og modning af teknologierne.

Perez skriver i sin bog, at to eller tre dekader med turbulent tilpasning og assimilation vil forløbe fra det øjeblik, hvor vi oplever den første effekt af de nye teknologier til begyndelsen af en »gylden æra« for

samfundet. Historisk set er det ikke den »gyldne æra« for samfundet som helhed investorerne skal vente på. Eksempelvis steg aktierne i jernbaneselskaber til det dobbelte i 1840'erne, men gik ind i en »flad« fase i 1850'erne – lavvækstfasen præget af synergi.

Det interessante er selvfølgelig, hvad det næste bliver. For et par år siden var bl.a. Merrill Lynch på banen og sige, at den sjette revolution vil være *The Age of Cleantech and Biotech* – og blandt nøgleteknologierne vil være nanoteknologi og genetik.

Hvis Clean Tech og biotek er den næste revolution, hvilket forekommer meget sandsynligt, så er vi kun i starten af højvækstperioden, og derfor skal investorerne være særligt opmærksomme. Installationsperioden er karakteriseret af teknologiske kvantespring, der kan vende op og ned på mange ting og skabe nye markeder.

Men Clean Tech og biotek bliver selvfølgelig ikke den eneste store trend. Informationsalderen er langt fra overstået endnu, og der vil ske en voldsom udvikling inden for dette område i de kommende år. Ligesom der vil forekomme mange andre teknologiske fremskridt på andre områder. Tværvideenskabeligt samarbejde er ved at blive en trend i sig selv, og det vil kunne skabe fremskridt, vi ikke aner konturerne af endnu. Dertil kommer, at den teknologiske udvikling foregår langt hurtigere, inden for adskillige områder, faktisk eksponentielt, end før computerens tidsalder. Det kan derfor meget vel være, at vi ikke længe vil se en særskilt teknologisk revolution, som de fem historiske Perez peger på.

En udvikling kunne dog skille sig ud. Nemlig hvis det lykkes videnskaben at finde frem til en ren, gratis og udtømmelig energikilde uden geografiske bindinger. Det vil i givet fald være revolutionen over dem alle.

Sektorer	1900	2000	Forskel
Jernbaner	62.8%	0.2%	-62.6%
Banker og finans	6.7%	12.9%	6.2%
Minedrift	0.0%	0.0%	0.0%
Tekstiler	0.7%	0.2%	-0.5%
Jern. Kul. Stål	5.2%	0.3%	-4.9%
Bryggerier og spritfabrikker	0.3%	0.4%	0.1%
Forsyning	4.8%	3.8%	-1.0%
Telegraf og telefon	3.9%	5.6%	1.7%
Forsikring	0.0%	4.9%	4.9%
Anden transport	3.7%	0.5%	-3.2%
Kemikalier	0.5%	1.2%	0.7%
Fødevarerproduktion	2.5%	1.2%	-1.3
Detail	0.1%	5.6%	5.5%
Tobak	4.0%	0.8%	-3.2%
Små sektorer i 1900	4.8%	62.4%	57.6%
Total	100.0%	100.0%	

Sektorer	2000	1900	Forskel
Informationsteknologi	23.1%	0.0%	23.1%
Banker og finans	12.9%	6.7%	6.2%
Pharma	11.2%	0.0%	11.2%
Telekommunikation	5.6%	3.9%	1.7%
Detail	5.6%	0.1%	5.5%
Olie og gas	5.2%	0.0%	5.2%
Forskelligartet industri	5.1%	0.0%	5.1%
Forsikring	4.9%	0.0%	4.9%
Forsyning	3.8%	4.8%	-1.0%
Medier og foto	2.5%	0.0%	2.5%
Bryggerier og spritfabrikker	0.4%	0.3%	0.1%
Minedrift	0.0%	0.0%	0.0%
Sektorer som er små i 2000	19.7%	84.2%	-64.5%
Total	100.0%	100.0%	

Samme sektorer i basisår 2000 og 1900

Kilde: Triumph of the Optimist - Dimson. et al.
Copyright© 2006 Investopedia.com

KEND DIN psykologi

Investorerne psykologi er en afgørende faktor for kursdannelsen på aktier. Kender du dig selv?

Blandt økonomer er der en vittighed, som handler om en økonom, der på en gåtur sammen med en ven opdager en 1000-kroneseddel på gaden. Da venen bøjer sig ned for at samle pengesedlen op, siger økonomer: "Drop det – hvis det var en ægte 1000-kroneseddel, ville den allerede være blevet samlet op".

En illustration af en logik, der har ligget til grund for økonomiske teorier i mange år; at vi er rationelle individer, som altid gør det rigtige. En antagelse, som også bruges til at fortælle os, at de finansielle markeder er effektive. Det er ikke muligt at tjene en overnormal profit. Argumentet lyder, at alle i princippet har adgang til den samme information, og hvis der er nogle aktier, der enten er overvurderede eller undervurderede, så sørger markedets aktører for lynhurtigt at bringe balance i tingene ved hhv. at købe eller sælge de pågældende aktier. Al relevant information vil med andre ord være afspejlet i aktiekurserne stort set hele tiden på den teoretisk korrekte måde.

Men man behøver ikke lede længe i aktiemarkedernes historiebøger for at finde tegn på, at aktiemarkederne langt fra altid formår at sætte den rigtige pris på aktierne, og dermed også tegn på, at vi ikke er så rationelle og fornuftigt tænkende, som økonomerne gerne vil have os til at være.

Der har været adskillige tilfælde med såkaldte "bobler" på aktiemarkedet (og på ejendomsmarkedet og markedet for tulipanløg...) – dvs. situationer, hvor aktiekurser over en bred kam er steget til niveauer, der ikke kun-

ne retfærdiggøres af realistisk indtjening. Og hvad angår enkeltaktier, så er det noget, der foregår hele tiden – at en aktie stiger så højt i kurs, at det står i et skrigende misforhold til realistiske indtjeningsforventninger.

Mest skræmmende er det måske, at vi inden for blot 11 år har haft to store bobler og efterfølgende kollaps på børsmarkederne. Undersøgelser indikerer ellers at hver generation af menneskeheden med de data, der er tilgængelige, er mere intelligent end den foregående (Flynn-effekten). Men det er ikke ligefrem det indtryk man får med opbygning af både IT-boblen og kreditboblen inden for et årti.

VI ER IKKE RATIONELLE

En delvis forklaring på, at det i disse ellers så moderne og oplyste tider er gået så galt, at det ikke er set tilsvarende i efterkrigstiden, er, at uigenomskelige derivater og computerstyrede handler i kombination med lige lovlig uregulerede markeder har medvirket til at gøre markedet mere volatilt.

Men der er også en anden og mere tungtvejende faktor, som gør – og historisk har gjort – at børsmarkederne igen og igen vil begå store fejl i prisfastsættelsen af finansielle aktiver: Den menneskelige psykologi.

Det gør ondt for økonomerne at erkende, men det er efterhånden et accepteret faktum, at den grundlæggende antagelse i økonomisk teori – at mennesker er rationelle individer – er forkert. Uanset hvor begavet den enkelte er, begås der altid fejl, som udspringer af følelser og psykologiske forhold.



”Det er noget, man som investor skal være meget opmærksom på. Man kan ikke ændre folks psyke, men ved at erkende de psykologiske mekanismer og tage hensyn til dem i investeringerne, kan man forhindre de største fejl,” siger Søren Plesner fra Basispoint, der underviser i Behavioral Finance – en gren af den finansielle forskning, som er vokset betydeligt i de seneste årtier.

”Der begås slemme fejl, når børserne er i kriseperioder, men det er faktisk meget værre i gode tider, når euforien breder sig,” siger Plesner.

HVAD ER DET, DER SKER?

Men hvad er det egentlig, der sker? Der er mange forskellige adfærdsmønstre i spil, når vi jonglerer med sparepengene på børsmarkederne. I det følgende præsenteres de mest kendte.

Aversion mod tab: Vi er uvillige til at acceptere tab på aktier og dermed erkende vi tog fejl. Konsekvensen er, at vi har en tendens til at beholde tabsgivende aktier, mens vi er hurtige til at tage gevinsten hjem på vores vinderaktier.

Anchoring: Vi har en tendens til at fokusere på den kurs, vi købte aktien til. Det fører ofte til, at vi holder fast på tabsgivende aktier for længe, selv om omstændighederne for selskabet måske har ændret sig så markant, at der ikke er nogen realistisk mulighed for, at aktien når op på den kurs foreløbig.

Overdreven selvtilid: Investorerne har ofte en overdreven tro på egne evner, hvilket medfører, at de undervurderer risici, glemmer vigtigheden af det langsigtede perspektiv og handler for ofte.

Bekræftelse af egne holdninger: Investorer har ofte en tendens til at være selektive i deres informationssøgning og de informationer de tager til sig. De lytter ofte kun til beviser, der bekræfter deres oprindelige synspunkter.

Bagklogskabens lys: Alting er meget nemmere at forklare, når det er sket, og det er klassisk, at vi nemt kan forklare visse begivenheder, når de har fundet sted. Psykologerne siger, at det er fordi vi har et behov for finde orden i verden og dermed give os en tro på, at begivenheder kan forudsiges. Dette fører ofte til fejlagtige fremtidige beslutninger, fordi vi oversimplificerer tingene.

Gambler's fallacy: Hvis roulettekuglen 20 gange i træk er landet på rød betyder det ikke, at der er stor sandsynlighed for, at den lander på sort næste gang – kuglen husker ingenting. Vi laver ofte tilsvarende fejlvurderinger af sandsynlige udfald, når vi investerer.

Mental accounting: Vi har en tendens til at dele vores penge op på forskellige konti og glemmer, at penge er penge. Det er således uhensigtsmæssigt at spare op på en lavtforrentet konto, hvis man har en dyr bankgæld – i stedet bør gælden betales. Man bør betragte økonomien som en helhed og vurdere, hvad der samlet set er det bedste.

Flokkadfærd: Vi har en stærk tendens til at følges i flok, og hvis vi hører meget om en bestemt aktie eller sektortrend, folk tjener penge på, følger vi ofte med uden at skele til, om det er realistiske fundamentale forhold, der ligger bag stigningen. Generelt kan gruppepres få os til at tage beslutninger, som vi i udgangspunktet godt ved er forkerte. Vi er bange for at skulle komme til at fortryde, at vi ikke ”hoppede med på vognen” og dermed gik glip af en gevinst. Dette føles værre, end hvis man havde besluttet sig for at være med – og så tabte. Man ville i så fald trøste sig med, at det gjorde de andre også.

Overreaktion: Vi har en tendens til at overreagere på ny information. Er den positiv for selskabet, fører det ofte til overdreven fokus på aktien, som stiger til uholdbare niveauer. Omvendt kan et selskab med flere dårlige nyheder komme i ”bad standing” hos investorerne, som sender den uforholdsmæssigt langt ned i kurs. En berømt analyse fra 1985 udvalgte de 35 bedste hhv. dårligste aktier på New York Stock Exchange over en 3-årig periode, og testede deres performance i de efterfølgende tre år. ”Taber-aktierne” vandt klart over markedsindekset,

mens ”vinder-aktierne” tabte lige så klart. Forskellen på de to porteføljer var efter de tre år knap 25 pct. Value Investing udnytter denne tendens til overreaktion, hvilket Warren Buffetts succes dokumenterer.

House money: Når vi har tjent gode penge på aktiekurser, har vi en tendens til at være mere villige til at påtage os en større risiko. Gamblerne kalder det at spille med ”husets penge”. Det kan betyde, at vi bliver for ukritiske over for risikable investeringer.

Usikkerhedsaversion: Vi foretrækker kendte risici frem for ukendte. Det fører bl.a. til at aktier i vores hjemland altid er klart dominerende i vores portefølje – et forhold, som kan betyde, at diversifikationen af porteføljen bliver for lille. Usikkerhedsaversion kan også føre til, at vi tror aktier i vores arbejdsgivers selskab er mere sikre end andre – og det kan føre til, at vi overvurderer risikoen ved bestemte aktiver, som vi ikke har det store kendskab til, og dermed kan vi afskære os selv fra interessante afkastmuligheder.

Rammeafhængighed: Vi træffer forskellige beslutninger alt efter, hvordan mulighederne er ”indrammet”. Vi kan med andre ord tage forskellige beslutninger om den samme ting, hvis det præsenteres på forskel-



Imagine how much harder physics would be, if electrons had feelings.”

Richard Feynman (1918-1988), fysiker, nobelprisvinder i 1965

lig vis. En dygtig talsmand for et mindre velkørende selskab kan få os til at købe aktien, mens en mindre dygtig for et stærkt selskab kan få os til at undlade køb. På samme måde kan eksempelvis en velargumenteret og velskrevet investeringsanbefaling få os til at købe aktier i et selskab i en branche med en underliggende risiko, vi normalt ikke ønsker.

Fortrydelsesaversion: Vi har en aversion mod ærgrelser over ikke at have truffet den rigtige beslutning, f.eks. ikke at have købt eller solgt aktiver før en vending. I praksis kan denne aversion føre til for konservative investeringer; at vi holder tabsgivende aktier for længe; at vi holder os fra markeder, der er faldet for nylig; at vi følger med flokken.

Grådighed og frygt: Basale elementer i kursdannelsen. Bedst udtrykt ved Warren Buffets vise ord: ”Be Fearful When Others Are Greedy, and Greedy When Others Are Fearful”.

GODE RÅD

Det er værd at bemærke, at det er menneskelige adfærdsmønstre. Og da investeringsrådgivere også er en slags mennesker betyder det, at de løbende begår de samme fejl.

”Vi må acceptere, at sådan er det bare. Men er vi klar over disse psykologiske mekanismer og mønstre hos både os selv, rådgiverne, medierne og vennekredsen, så har vi en bedre mulighed for at undgå faldgruberne,” siger Søren Plesner, som har følgende råd til investorerne:

- Kend din psyke (er du for impulsiv, ængstelig, selvsikker, forsigtig...?)
- Anlæg et helhedssyn på din økonomi og dine investeringer – undgå mental accounting
- Pas på ikke at overvurdere dine egne evner til at forudsige kursudvikling, økonomisk udvikling, renteutvikling, politik m.v.
- Erkend, hvis du har købt aktier i et selskab, hvis omstændigheder har ændret sig så markant, at tabet på aktien er urealistisk at indhente.
- Lad være med at kigge i depotet hver dag og handle for ofte
- En aktie er ikke billig bare fordi, den er faldet kraftigt i kurs
- Spred dine investeringer – både over aktiver, regioner, lande og sektorer

➤ Fortsat fra forrige side

Survival of the smartest

I takt med at miljøbetingelser ændrer sig, vil nogle arter uddø og andre vil overleve. Genetiske ændringer sørger for, at der også inden for de enkelte arter er individer med bedre forudsætninger for at klare sig i det aktuelle miljø end deres artsfæller. Sådan lyder Darwins evolutionslære om naturlig selektion kort fortalt.

MIT-professor Andrew Lo præsenterede allerede i 2005 en analyse, hvori han sammenligner aktiemarkederne med naturens verden. Ligesom de overlevende i naturens verden er dem, der bedst er tilpasset det aktuelle miljø, så er de overlevende investorer – eller rettere, dem der klarer sig bedst – på aktiemarkederne dem, hvis adfærd er bedst tilpasset de aktuelle økonomiske livsbetingelser.

”Tænk på markedet som et økosystem bestående af hedgefonde, investeringsforeninger, privatinvestorer og andre ”arter”, der konkurrerer om profitmuligheder. Det er en ”Darwiniansk” verden, hvor markedsskift gør nogle strategier overflødige, hvilket resulterer i forpassede chancer og tabte penge. Den eneste måde at fastholde en fordel på er at innovere kontinuerligt,” siger Andrew Lo.

Andrew Lo mener, at de adfærdsmønstre som fortællerne for Behavioral Finance mener er eksempler på vores manglende rationalitet og dermed inkonsistent med markedseffektivitet – tabsaversion, overdreven selvtilid, overreaktioner, mental accounting osv. – rent faktisk er konsistente med den evolutionære model af individer, som tilpasser sig et ændret miljø via tilpasning af simple tommelfingerregler og tilgangsvinkler til markedet.

Ifølge Andrew Lo kan tilpasningen af reglerne ikke bestemmes analytisk, men gennem ”trial and error” – investorerne må

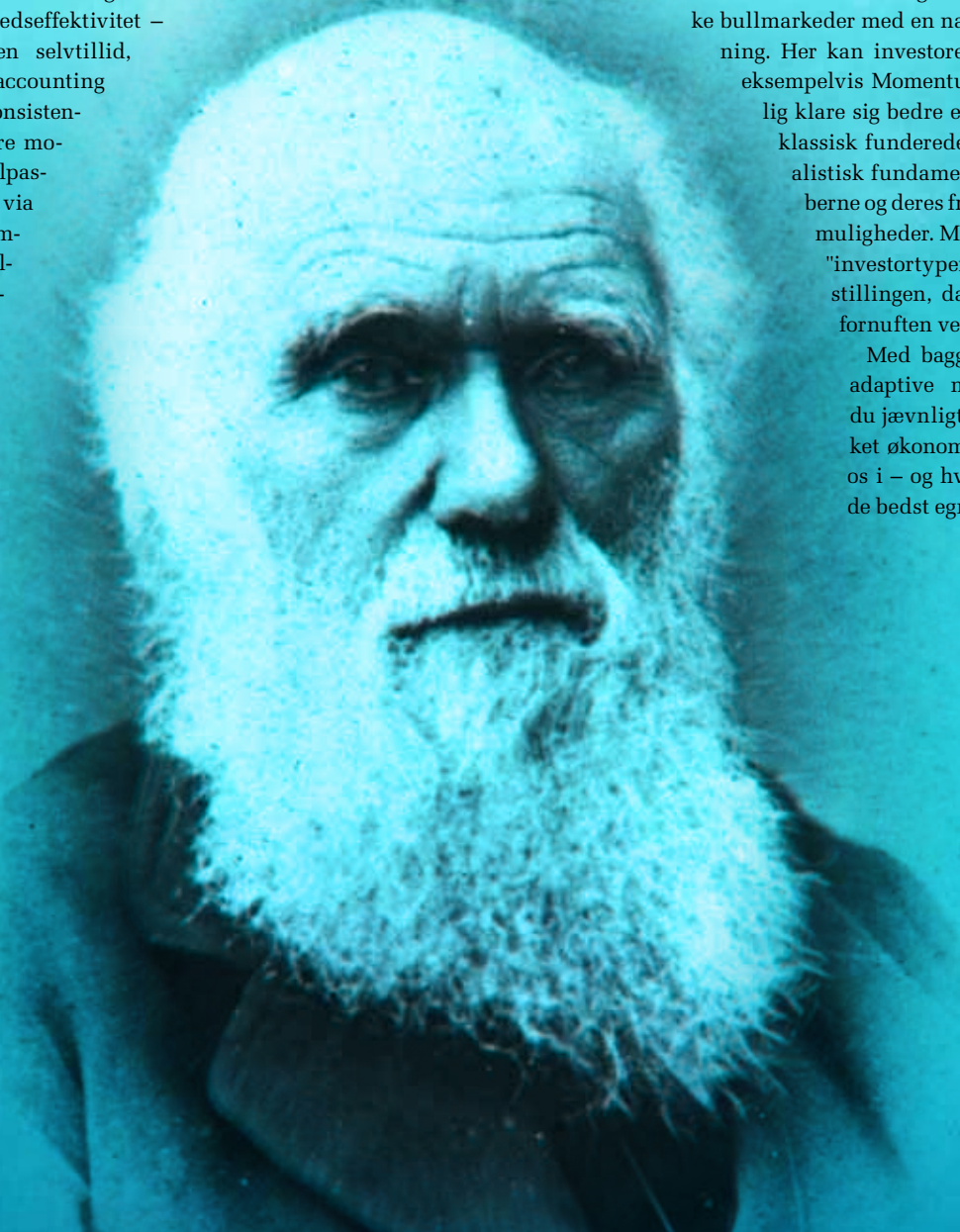
forsøge sig frem og her sorteres skidtet fra kanelen på brutal Darwinistisk vis.

”Investorer foretager deres investeringer på baggrund af erfaringer og deres bedste ”gæt” på, hvad der muligvis er det optimale at gøre – og de lærer ved at modtage positive eller negative signaler fra resultaterne. På denne måde kan investorerne udvikle heuristiske regler til at klare forskellige økonomiske udfordringer og så længe disse udfordringer forbliver stabile, så vil reglerne til sidst tilpasse sig, så de giver tilnærmelsesvist optimale løsninger. Hvis, på den anden side, at miljøet ændres, så bør det ikke komme som nogen overraskelse, at reglerne i det gamle miljø ikke nødvendigvis passer til det nye. I sådanne tilfælde kan vi observere ”behavioural biases” – dvs. eksempler på adfærd, der tilsyneladende er uklog i den kontekst, hvori vi observerer den. Men i stedet for at kalde det irrationel adfærd, bør vi snarere kalde det ”maladaptive” – en dårligt tilpasset adfærd til ændrede miljøbetingelser,” skriver Andrew Lo i den oprindelige analyse fra 2005 om hans markedshypotese, som han stadig hives i medierne for at bruge som afsæt for kommentarer på den aktuelle situation.

Eksempler på at miljøet og dermed ”livsbetingelserne” for investorerne ændrer sig markant ses under stærke bullmarkeder med en nærmest euforisk stemning. Her kan investorer med simple regler, eksempelvis Momentum Investing, pludselig klare sig bedre end investorer med de klassiske funderede regler baseret på realistisk fundamentalanalyse af selskaberne og deres fremtidige indtjeningsmuligheder. Men mange af disse nye ”investortyper” formåede ikke omstillingen, da kollapsedet indtraf og fornuften vendte tilbage.

Med baggrund i Andrew Lo's adaptive markedshypotese bør du jævnligt spørge dig selv, hvilket økonomisk miljø vi befinder os i – og hvilke strategier, der er de bedst egnede.

Charles Robert Darwin
(1809-1882)





VERDEN BESTÅR AF LØGNEHISTORIER OG myter

Virkeligheden set gennem
menneskeøjne er altid
foruroligende subjektiv, og
det kan føre til katastrofale
fejlvurderinger og beslutninger.

Det er ikke kun, når det handler om investering i værdipapirer, at mennesker har det med at opføre sig irrationelt. H. C. Andersen var en mester udi den menneskelige psykologi og vores ofte mærkelige adfærd – illustreret eksempelvis i *Kejserens nye klæder* og *Det er ganske vist!* (fjereren, der blev til fem høns).

En ny bog – *One in the Eye for Harold: Why everything you thought you knew about history is wrong* – gør op med mange historier, der har fæstnet sig som fakta i manges bevidsthed; angiveligt efter grundig research baseret på historiske akademiske undersøgelser. Derved kommer der fakta og teorier på banen, som er kendt i de videnskabelige kredse men ofte ikke i den brede offentlighed. Her er nogle eksempler:

Som bekendt erobrede den danske konge Svend Tveskæg England i 1013. Han døde allerede året efter, men magten forblev på danske hænder til 1042, hvor kong Hardeknud døde. Dette var begyndelsen til enden på det nordiske herredømme, og det endelige punktum blev sat med slaget ved Hastings i 1066. Bogens titel refererer til myten om, at den norske kong Harald Hårderåde døde i det slag med en pil i øjet (beskrives bl.a. på Wikipedia som et faktum). Men historiske dokumenter fortæller, at Harald blev fanget på slagmarken og fik hugget hovedet og en anden vital legemsdel af. Historien om pilen i øjet blev først skrevet 15 år senere for at markere en symbolsk besked, idet en pil i øjet var straffen for forræderi. Normannerne anså Harald for at være en forræder, idet han brød sit løfte om at støtte Williams krav på tronen efter Edward the Confessors død, og det nye regimes fortælling om pilen skulle tjene som advarsel til andre.

Vikingerne havde ikke horn på hjelmen. På ingen af de arkæologiske udgravningssteder fra vikingetiden har man fundet hjelme med horn. De dukkede først frem på en tegning af den svenske kunstner Gustav Malmström i det 19. århundrede i forbindelse med en fortælling om vikingetiden. Nogle historikere har endog betvivlet vikingerne ry for vold og "rape, kill, burn". I en BBC dokumentar i 1995 udtalte en profes-

sor fra King's College i London, at der ikke er dokumentation for et eneste tilfælde af voldtægt, og at det er svært at finde beviser på vikingerne hærgende togter. Hertil må dog tilføjes, at det næppe var diplomati og fredelige forhandlinger, der gav vikingerne magten over England.

Den skotske kilt blev opfundet af en englænder, der ønskede mere praktisk arbejdstøj for hans arbejdere ved smelteovne, som erstatning for den traditionelle lange kappe. Kilt'en blev først et nationalt symbol, da englænderne forbød den efter at skotterne i et oprør i 1745 forsøgte at afsætte George II.

Det vilde vesten var på ingen måde så vildt og lovløst som de klassiske westerns fortæller. I Dodge City, Kansas, der i mange bøger og film er beskrevet som det vildeste anarki, var der i det værste år 1878 kun fem drab. Den berømmede skudduel i Tombstone, Arizona, kostede fem livet, og det var også årsrekorden for den by. Skudduelle ved high noon er der ikke meget, der tyder på, fandt sted i virkeligheden. Denne dramatiske måde at løse en konflikt på blev første gang omtalt i 1902 i en roman af Owen Wister, der anses for westerngenrens fader.

Indianerne var ikke nær så blodtørstige, som de er blevet fremstillet. Af de 250.000 pionerer, som bosatte sig i Vesten mellem 1840 og 1860, døde kun 362 mennesker i voldelige sammenstød med indianerne, fortæller de historiske dokumenter.

Columbus var ikke den første europæer, der opdagede Amerika. Det er noget, som de fleste skandinavere nok med stolthed er klar over, fordi det i årevis har været kendt via arkæologiske udgravninger og historiske beretninger, at det var vikingen Leif den Lykkelige, der var den første europæer til at sætte fod på amerikansk jord omkring 1000, nærmere betegnet i New Foundland. Men ikke nok med at Columbus var næsten 500 år bagud. Ifølge historikerne satte han ikke engang fod på det amerikanske kontinent på nogen af hans fire rejser til området, men nøjedes med Bahamas, Dominique, Trinidad og Martinique.

Anslået 75 mio. mennesker døde i 1347-1351 i Europa af **den sorte pest**. Det har i mange år været opfattelsen, at rotten var skyld i smitten. Senere er det blevet nuanceret til, at det var lopper, båret af gnave-re, herunder rotten. Bogen citerer en undersøgelse fra 2001, som stiller spørgsmålstegn også ved dette, fordi undersøgelser viste, at samfund som havde succes med at begrænse pestens udbredelse, satte de syg-



Erasmus Montanus belærer degnen og ridefogeden.

VI OPLEVER IKKE DEN SAMME VIRKELIGHED

En ny undersøgelse af forskere ved Cambridge University forklarer, hvorfor nogle mennesker ikke kan kende forskel på, hvad de lige har set og hvad de forestillede sig eller blev fortalt – såsom hvorvidt de eller en anden person sagde noget, eller en begivenhed blev forestillet eller faktisk fandt sted.

Det viser sig, at det skyldes en normal variation i en fold i den forreste af hjernen kaldet paracingulate sulcus (PCS), siger forskerne.

Denne hjernevariation findes i omkring **halvdelen af befolkningen**. Det er en af de sidste strukturelle folder, der udvikler sig før fødslen, og derfor varierer størrelsen af den meget i en sund befolkning. Forskerne opdagede at voksne, hvis MRI-scanninger indikerede fravær af PCS, var signifikant dårligere til hukommelsesopgaver end folk med en fremtrædende PCS i mindst den ene side af hjernen. Interessant i undersøgelsen var det også, at alle deltagere mente, de havde en god hukommelse til trods for, at den ene gruppes erindringer var klart mindre troværdige.

"Disse opdagelser kan måske fortælle os noget om skizofreni i hvilken hallucinationer ofte er forekommende, eksempelvis i form af at en patient hører en stemme, når der ikke er nogen. Vanskeligheder ved at skelne virkelig information fra imaginær kan være en forklaring på sådanne hallucinationer," siger Dr. Jon Simons fra University of Cambridge ved Department of Experimental Psychology and Behavioral and Clinical Neuroscience Institute.

Undersøgelsen fandt sted med 53 deltagere, der var udvalgt på baggrund af hjernescanninger, der viste enten klar tilstedeværelse eller fravær af PCS i den venstre eller højre hjernehalvdel. Deltagerne blev præsenteret enten for ordpar som Laurel and Hardy eller med det første ord af et ordpar og et spørgsmålstegn (Laurel and ?). I det sidste tilfælde blev deltagerne instrueret i at forestille sig det andet ord. Derefter blev enten de eller instruktøren påbudt at læse ordparret højt. Efter en vis forsinkelse blev deltagerne udsat for en test, hvor de skulle prøve at huske om de enten havde set eller forestillet sig det andet ord i hvert ordpar, eller om instruktøren havde læst ordparret højt. Deltagere med fravær af PCS i begge hjernehalvde opnåede signifikant dårligere resultater end de andre i at huske begge dele.

domsramte mennesker i karantæne. Hvilket kunne antyde, at det var mennesker, der bragte smitten videre til andre – ikke rotter og andre dyr, som jo fortsatte uanfægtede ud og ind ad karantænegrænserne. I august i år blev dette yderligere bekræftet af en stor arkæologisk undersøgelse dokumenteret i bogen *Black Death in London*, som påpeger, at hvis rotten var smittebæreren, så ville man have fundet spor af enorme mængder af døde rotter ved alle havnefronter i London, men man har ikke fundet et eneste tilfælde.

VIDENSKABEN ROKKER VED VERDENSBILLEDET

Fra de videnskabelige rækker kommer der løbende nye opdagelser, der rokker ved vores verdensbillede. I september kunne forskere således fortælle at i et eksperiment, der har løbet over tre år, formår neutrinoer tilsyneladende at bevæge sig med en hastighed lidt hurtigere end lyset. Lysets normale hastighed er 299.792.458 meter pr. sekund, men neutrinoerne bevægede sig knap 6000 meter længere på et sekund – hvilket er en umulighed ifølge Einsteins relativitetsteori. Et lignende resultat fik amerikanske forskere i 2007. Men som om det ikke var nok kunne forskere fra bl.a. Cambridge i oktober berette, at vi måske ikke engang kan stole på, at naturlovene er konstante i universet. Således havde forskerne observeret, at en af de fire fundamentale kræfter, elektromagnetismen, varierer, så den i én retning af universet bliver svagere, i en anden retning stærkere.

Det er bestemt ikke altid populært, når videnskaben stikker næsen frem. I Erasmus Montanus bliver den belæste søn sat på plads, da han kommer hjem fra universitetet og hovmodigt påstår, at Jorden er rund. En påstand, som også i virkelighedens verden var svær at få igennem for videnskaben. Men man behøver bestemt ikke at gå flere hundrede år tilbage i historien for at finde tilsvarende fornægtelser af ny viden. Der findes stadig en del mennesker i dag i den udviklede verden, som hævder, at amerikanerne aldrig landede på månen. Ligesom det også er ganske udbredt i de ultrakonservative, religiøse kredse i verdens rigeste og mest innovative land, USA, at afvise Darwins evolutionsteori.

Historierne om global opvarmning, ressourcemangel, forurening og for mange mennesker er bestemt heller ikke populære. Det er fortsat ikke de historier, der profileres stærkt i medierne, selv om de berører os alle. Og en plausibel forklaring er, at det er historier, som vi ikke kan distancere os fra. Vi kan ikke se dem udefra og tænke, at "det er også for galt". Vi er en del af problemet, og løsningsmodellerne vil gøre ondt på os alle. At problemerne vil gøre endnu mere ondt, hvis de ikke imødegås, er et faktum, som de fleste foreløbig vælger at ignorere.

Fornægtelse af ubehagelige symptomer ser man også jævnligt hos folk, der mærker, at dele af kroppen udvikler sig mærkeligt og ikke fungerer, som de plejer. De kender måske godt symptomerne og er inderst inde godt klar over, at det er tegn på alvorlig sygdom, der bør gøres noget ved. Men mange vælger at udskyde lægebesøget, fordi man ikke kan udholde at høre sandheden. Den dag man så endelig opsøger lægen, kan det være for sent.

SAGDE HAN VIRKELIG DET?

Citater af berømte mennesker bruges hyppigt, for det er en god og enkel måde at perspektivere en sag på. Men når man betragter diverse citatbøger og citat websites, så kan man som ofte finde det samme citat i flere udgaver, og det sår tvivl om, hvad personen egentlig har sagt. Eller om vedkommende overhovedet har sagt det.

Kendte personer bliver således jævnligt tillagt citater, som de aldrig har fostret. Eksempelvis ser man ofte i Danmark, at Storm P tillægges æren for "Det er svært at spå, især om fremtiden", men en politisk erindringsbog fortæller, at formuleringen faldt i Folketinget i 30'erne. Lige præcis den formulering er der i øvrigt nok mange andre, der har brugt i tidens løb.

Men der er mange andre eksempler, f.eks. "At vove er at miste fodfæstet for et kort øjeblik – ikke at vove er at miste sig selv" – som tillægges Søren Kierkegaard. Men det har han ikke sagt. Formuleringen blev brugt af biskop Lars Carlzon ved bisættelsen af finansfyrsten Marcus Wallenberg i 1982.

Det florerer også altid hyppigt med historier om, hvad de kendte gør. F.eks. følte Mark Twain sig som bekendt en gang tvunget til at indrykke en annonce i avisen med ordlyden "Rygterne om min død er stærkt overdrevne".

Og det har også altid været en udbredt praksis at udbrede rygter om en bestemt person, man gerne ville have ned med nakken. Blot antydningen af, at "hun kan vist nok noget trolddom" kunne let føre til afbrænding af den pågældende som heks i middelalderen. Men også moderne politikere har i mange år brugt det lumske rygtevåben til at stille modstandere i dårligt lys. Eksempelvis i 2000, da George W. Bush, daværende guvernør i Texas, var bagud i primæervalget, udsprede hans spindoktor, Karl Rove, angiveligt et rygte om, at John McCain, der stod til sejr, havde et barn med en sort elskerinde. Rygtet var falsk, men McCain var færdig.

For nylig mødtes republikanerne Mitt Romney, den førende republikanske præsidentkandidat, og Rick Perry. Sidstnævnte har på kort tid sikret sig et ry som en ikke overvældende begavet mand med primitive synspunkter men også en mand med en meget barsk retorik. Det blev bekræftet i debatten, hvor Perry pludselig sagde, at han anså sin modstander for utroværdig, fordi han havde ansat illegale indvandre-re i sin husholdning. En overstået sag, også mediemæssigt, fra 2007-08, som Romney havde reageret på ved at fyre de ansatte, men det havde sin virkning i debatten. Romney blev tvunget i knæ.

VI VIL HAVE EVENTYR

Til alle tider har vi hungret efter at høre eventyr. Dramatiske, uhyggelige, gådefulde, belærende, moraliserende, forargelige, sensationelle, lykkelige fortællinger – så gør det ikke så meget, hvis de ikke er rigtige. Og enhver garvet foredragsholder i erhvervslivet ved, at hvis folk skal holdes vågne og opmærksomme, skal der nogle anekdoter til indimellem - og anekdoter har det med at blive bedre med tiden.

Sådan er det også i erhvervslivet. Som fremtidsforskeren Rolf Jensen har sagt, så kan et produkt forvandles til et brand gennem *story telling*. Den virksomhed, der formår at opbygge en fængende fortælling med interessante produkter og ydelser, tiltrækker sig også investorernes opmærksomhed på børsmarkederne – og den gode historie kan endda løfte virksomhedens aktiekurs op til niveauer, som indtjeningen ikke kan leve op til.

Eller der kan være tale om en hel trend. Som f.eks. IT op igennem 90'erne, hvor et stort flertal blev overbevist om, at informationsteknologien ville revolutionere samfundets virkemåde. Det har det også gjort, men naturligvis ikke i et omfang, der kunne leve op til de absurde aktiekurser. Men den gode historie kan overskygge fakta i lang tid og føre til katastrofale fejlvurderinger og beslutninger.

EN VERDEN UDEN EVENTYR

Sandheden er ildt hørt, lyder en gammel talemåde, og det er der noget om - også med investeringer på aktiemarkedet. Man troede, man havde fundet en god virksomhed og købte aktien billigt, men så dukker der pludselig skuffende nyheder op, som fortæller en anden historie. Ofte ser man, at investorerne holder fast i aktien alligevel. Man klyn-ger sig til den oprindelige historie, holder fast i de få gode nyheder og fakta, hvis der er nogen, og ignorerer de dårlige. Aktien må i det mindste lige kunne svinge sig op på den kurs, man købte den til. Alternativet er skræmmende, da det betyder, at den virkelighed, man oprindeligt baserede investeringen på, ikke findes mere.

Menneskers behov og interesse for eventyr er noget, der har eksisteret til alle tider og formentlig også vil gøre det i al fremtid, medmindre vi får implanteret kunstig intelligens i hjernen, som vil gøre os mere rationelt og fornuftigt fungerende. Den dag dør eventyrene - og måske også de kreative typer, der tør udfordre konventionel tænkning.

Hvis man overhovedet skal se noget positivt i det, så kan det være, at verden så bliver mere baseret på fornuft end psykologi. Indtil da kan man forsøge selv at indføre fornuften, ikke mindst når det handler om investeringer. Man må lære at bide i det sure æble og erkende fejltagelserne, før de bliver for dyre. Og man må lære at skelne mellem eventyr og sunde investeringer. Og dét er ganske vist!

ECB sidder med NØGLEN

... men Tyskland vil foreløbig ikke lade den europæiske centralbank bruge den.

Den er der stadig. Eurokrisen. Og den bliver værre. Ikke blot er eurozonens tredjestørste og verdens syvendestørste økonomi, Italien, nu under voldsomt pres. Frankrig, sammen med Tyskland den absolutte kerne i euroen, er nu også presset, og den 10-årige rente er næsten to procentpoint højere end tyskernes.

Det er knap to år siden, at den græske regering første gang indrømmede, at landet var i store finansielle problemer. Nu tales der åbent om muligheden for at smide Grækenland ud af euroen, og for nylig kunne tysk presse berette om, at den tyske regering er i fuld gang med at simulere forskellige scenarier, der kan udspille sig ved en græsk exit. Hovedscenariet er tilsyneladende baseret på talemåden "en kæde er ikke stærkere end det svageste led". I hvert fald går det på, at Italien og Spanien, der i modsætning til grækerne ikke er tæt på insolvens, vil klare sig bedre uden dem. I de slemme scenarier bliver det dog svært for dem at låne penge på markedet, og en hurtig udvidelse af EFSF fonden til 1.000 mia. EUR vil være nødvendig.

ECB HAR VÆRET UTILSTRÆKKELIG

De europæiske politikeres reaktion på gældskrisen har været for langsommelig, men der er dog efterhånden blevet strikket et halvt dusin hjælpepakker sammen, og en redningsfond med knap 500 mia. EUR er blevet etableret. I løbet af de seneste to måneder er krisen imidlertid accelereret, og der synes efterhånden bred enighed blandt økonomer, finanseksperter og europæiske politikere om, at der kun er én mulighed tilbage. ECB må træde i karakter som superhelten.

Hidtil har ECB også spillet en vis rolle ved at foretage sporadiske støtteopkøb af irske, græske, portugisiske, spanske og italienske statsobligationer. Men efter at krisen er accelereret gennem de seneste to måneder, og markedets tillid til europrojektet er svækket yderligere, så er det slet ikke nok. Markedet falder til ro, når ECB er på banen, men lige snart banken trækker sig ud, ryger renterne op igen.

Hvis investorer skal købe statsobligationer i Spanien og Italien kræver det, at de har tillid til papirerne – at de tror på, at kursen ikke drøner ned i næste uge. Den tillid kan kun skabes på én måde, og det er ved at ECB tager munden fuld og erklærer total og permanent opbakning til eurolandenes obligationsmarkeder med konsekvente interventioner, når det er nødvendigt.

ECB må langt om længe bruge sin "silver bullet" skrev *Financial Times* for nylig, og præsident Obama har givet udtryk for samme holdning ligesom franske Sarkozy og britiske Cameron. Men tyskerne er ikke enige. Især ikke den tyske Bundesbank, der kategorisk afviser at tildele ECB en sådan rolle, fordi det vil være i klar modstrid med centralbankens oprindelige målsætning om at sikre en lav og stabil inflation.

Når ECB foretager støtteopkøb i dag, tager den lige så mange penge ud af markedet, som den får ind, netop fordi banken af inflationære hensyn ikke ønsker at øge pengemængden. Rent praktisk foregår det ved, at europæiske banker hver uge bliver tilbudt syv-dages indskudskonti, som svarer til alle de sydeuropæiske statsobligationer, der fore-



Den politiske kunstner Kaya Mar besøgte "OccupyLSX" protestlejren foran St. Paul's Cathedral for at vise sine karikaturer af tre europæiske ledere - Angela Merkel, Nicolas Sarkozy og Silvio Berlusconi.

løbig er købt. Man kalder derfor obligationsopkøbene for steriliserede.

Men det kan ikke fortsætte i en uendelighed. Når der tages højde for ECB's reservekrav, ECB's udlån til den europæiske banksektor m.v. er grænsen for steriliserede opkøb på 300 mia. EUR, vurderer Rabobank og med foreløbige opkøb på 184 mia. EUR, er der kun 116 mia. EUR. tilbage. Hvis man antager, at ECB vil købe 20 pct. af Italiens statsobligationer, som de har gjort med Irland, Grækenland og Portugal, så rækker det slet ikke, da det svarer til 380 mia. EUR.

Med andre ord; enten når ECB snart den "sterile opkøbsgrænse", og må stoppe støtteopkøbene – eller også må de gøre som Federal Reserve har gjort med deres *Quantitative Easing* – dvs. de lader seddelpressen køre, køber statsobligationer for dem og lader dermed pengemængden vokse. Historisk set giver det inflation – noget som skræmmer tyskerne fra vid og sans med 20'ernes hyperinflation i erindring.

TYSK MODVILJE

Desuden er der også en væsentlig forskel på Federal Reserve og ECB. I USA ligger risikoen for de købte obligationer hos den føderale regering, ikke den enkelte stat. I Euroland bærer tyskerne altid 27 pct. af risikoen, svarende til andelen af ECB's kapital. Hvis obligationerne bliver mindre værd efter en downgrade eller værdiløse efter en bankerot, skal tyske skatteborgere betale relativt meget i forhold til de andre euromedlemmer, der har samme vægt i ECB's bestyrelse uanset indbyggertal.

Modviljen mod at betale for folk, der har levet over evne, er i forvejen stor i den tyske befolkning og blandt virksomhedsledere.

"Hvis et land er ude af stand til at klare sine finanser, bør vi lade markederne tale," udtalte cheføkonom hos Allianz, Michael Heise, for nylig til *Der Spiegel*, og cheføkonom i Commerzbank, Jörg Krämer, advarede: "Hvis denne virus af mistillid spreder sig til ECB, vil det få alvorlige konsekvenser."

Jens Weidmann, præsident for Bundesbank, er en klar modstander af at tildele ECB den rolle, som mange efterlyser. Det lægger han ikke skjul på over for medierne, og det har medvirket til at øge befolkningens uvilje mod at hjælpe Sydeuropa yderligere. Han vil ikke udelukke, at hans strategi vil kunne føre til et sammenbrud i euroen, men han anser sandsynligheden for lav, eller i det mindste lavere end den vil være, hvis obligationsopkøbene fortsætter. Det udtalte han for kort tid siden over for en journalist fra *Der Spiegel* på sit kontor i Frankfurt, hvor ECB-tårnet ligesom centralbankens strategi var skjult i tågen.

"Vi her i Bundesbank er nemmere at se," sagde han med et smil.

Finanskrisen gør europæerne MERE TYSKE

Tyskerne har fat i den lange ende, når det gælder finanskrisen og det europæiske samarbejde.

”Jeg tror mange ville have et andet indtryk af EU, hvis de øjnede de beslutninger, der reelt gennemføres i maskinrummet.” Peter Nedergaard er professor på Institut for Statskundskab på Københavns Universitet og har gennem adskillige år har haft fingrene dybt nede i det europæiske maskinrum. Her har han på nært hold studeret komparativ politik og politisk økonomi for at kortlægge den europæiske integrationsproces. Det arbejde har gjort ham til landet førende ekspert på at forstå, hvordan den europæiske union hænger sammen, og hvor samarbejdet på vej hen. Spørger man ham, har finansmarkedernes analyser af EU under den nuværende gældskrise en tendens til at løbe af sporet.

”Der er stor forskel på finansmarkedernes viden om USA og EU. Når det gælder USA, er man ofte god til at skelne mellem rollefordelingen og betydningen af udmeldinger fra eksempelvis Kongressen med Repræsentanternes Hus og Senatet, præsidenten, domstolene samt delstaterne og deres guvernører. Finansmarkederne er til gengæld ikke alt for gode til at forstå, hvad der sker i EU-samarbejdet. Alt for ofte bliver symbolpolitik fra EU-parlamentarikere eller medlemslande tolket som konkrete realpolitiske beslutning, der analyseres videre på,” svarer han på spørgsmålet om, hvorvidt finansmarkederne i deres analyser undervurderer den politiske vilje i EU.

FINANSKRISEN SKABER MERE EU

Peter Nedergaard mener, at EU ofte opfattes som et politisk initiativ, der blafre i vinden. Men unionen er ikke nogen skrøbelig konstruktion, der pludselig kan falde sammen om ørerne på os. De enkelte medlemslande er uanset størrelse dybt forpligtede til at efterleve de indgåede aftaler i EU-samarbejdet. Det skyldes, at unionen hviler på et helt særligt traktatgrundlag med en klar udstukket retning og vidtforgrene politikker, der igen er bundet sammen af en lang række institutioner. Der skal, ifølge Peter Nedergaard, uset meget til før ting som euroen går i stykker.

Billedet er snarere et maskinrum uden bakgear, der gennem nye politikker, beføjelser og institutioner trækker medlemslandene tættere sammen. Her er finanskrisen drivmidlet for en økonomisk centralisering, hvor integrationen af medlemslandene i stigende grad indarbejdes på det finanspolitiske område, der ellers tidligere var undtaget og nationalt betinget.

”Vi får mere union i Europa som følge af finanskrisen. Der er mere centralisering på vej, og medlemslandenes økonomier vil rykke tættere sammen. Man kan sige, at det sker belært af erfaringer under finanskrisen og med en vis forsinkelse, da man allerede i 1970'erne i den såkaldte Werner-rapport forudså, at et økonomisk og monetært samarbejde i unionen nødvendigvis måtte påkræve gennemførelsen af en fælles finanspolitik blandt medlemslandene. I dag er der ingen vej udenom, hvis man vil bevare euroen i fremtiden,” forklarer Peter Nedergaard.

Den bærende idé i EU er at opnå ”en stadig snævrere sammenslutning mellem de europæiske folk”, som der står i traktaten, der på mange måder udgør EU's maskinrum. Og med 40 års forsinkelse, er EU nu ved at øge styringen og kontrollen over medlemslandenes finanspolitik. Det sker efter tysk forbillede.

EUROPA BLIVER MERE TYSK

Den Europæiske Centralbanks (ECB) fysiske placering i Frankfurt er andet og mere end en symbolsk tilknytning til den tyske nationalbank, Bundesbank. Udformningen af pengepolitikken i euroområdet er allerede i dag tæt knyttet til tyskernes pengepolitiske regime med stabil valuta og lav inflation. Når det gælder finanspolitikken i euroområdet vil vi, ifølge professor Peter Nedergaard, se tyske værdier som lav gældssætning, budgetdisciplin og reformer blandt andet på pensionsområdet gælde for hele Europa.

”Det handler fremadrettet om at føre en langsigtet stabilitetspolitik i Europa. Her er Tyskland blevet den store ledestjerne for europæisk økonomi. Vi kommer til at se en ”germanisering” af Europa på det økonomiske område. Ikke fordi Tyskland selv ønsker, at det skal være sådan eller presser på for det, men fordi de via deres eksempel har vist vejen ud af krisen. Tyskland står økonomisk stærkt i dag og er i virkeligheden kommet nogenlunde helskindet ud af krisen,” siger han.

EU SOM FINANSPOLITISK POLITIBETJENT

De spændinger, der er omkring den nuværende situation, vil, ifølge Peter Nedergaard, blive løst. Det vil ske gradvist og kan godt tage flere år. Nede i EU's maskinrum er der et stærkere, mere disciplineret og stabilt samarbejde på vej.

”I dag er det sådan, at medlemslandenes regeringer på forhånd skal sende deres finanslovsforlag ind til godkendelse i EU-Kommissionen. Det vil vi se meget mere af. Vi er på vej mod en mere fælles finanspolitik. Måske ikke fælles i den forstand at finanspolitikken alene vil være placeret i EU-regi, men fælles i den forstand, at der skabes større sammenhæng på tværs af landegrænserne,” forklarer Peter Nedergaard.

Han mener, at EU vil få flere og bedre sanktionsmuligheder end i dag mod de medlemslande, der ikke formår at udvise økonomisk mådehold.

”Man er i færd med at gennemføre en række tiltag, der måske burde have været en del af ØMU-konstruktionen fra begyndelsen af. Det er tiltag som øget harmonisering mellem landene, permanente redningsmekanismer og en stærkere finanspolitisk overvågning. Men det handler ikke alene om at lappe hullerne. Det ser man eksempelvis ved tanker om oprettelsen af en økonomisk regering, der udgår fra det Europæiske Råd.”

Retningen for EU er, at det i fremtiden bliver vanskeligt for nationale politikere, at føre overbudspolitik med finansbudgettet eller negligere behovet for nødvendige strukturreformer af arbejdsmarkedet eller pensionssystemet. Den udvikling mener Peter Nedergaard, at finansmarkederne måske overser betydningen af, da de ofte behandler EU som en klub de enkelte lande kan melde sig ud af, når det passer dem.



Den tyske forbundskansler, Angela Merkel

Kampen mod global opvarmning er snart tabt

Der er ikke store forventninger til det igangværende klimatopmøde i Sydafrika. Og global opvarmning er blot en af mange udfordringer.

For nylig udkom den årlige rapport *World Energy Outlook* fra olieindustriens tænketank, IEA, som fastslår, at i en usikker verden er én ting sikker: Stigende indkomster og befolkningstilvækst på 1,7 mia. mennesker vil øge energibehovet, og det estimeres, at verdens behov for energi vil stige med 1/3 frem mod 2035. Teknologien til udnyttelse af alternative energikilder er endnu ikke tilstrækkelig udviklet, og derfor vil fossile brændstoffer fylde ganske meget af energiforsyningen mange år endnu.

Det er problematisk i relation til den globale opvarmning. Selv i IEA's New Policies Scenario, hvor der antages væsentlig større tiltag end i dag, er vi på en kurs, der siger 3,5 grader C på langt sigt. Og uden disse nye politikker, taler vi om en temperaturstigning på 6 grader – i begge tilfælde en temperaturstigning med katastrofale konsekvenser.

TIDEN RINDER UD

Men selv om verden indstiller sig på en massiv indsats, så er det snart for sent. I IEA's 450 Scenario, som forudsætter tilstrækkeligt mange tiltag, der vil gøre det muligt at holde os inden for det maksimale atmosfæriske indhold af CO₂ på 450 ppm og dermed 2 grader C i forhold til det præindustrielle niveau, har vi alene med den eksisterende mængde af kraftværker, fabrikker, bygninger m.v. brugt 80 pct. af energirelaterede CO₂-emissioner, som er "tilladt", hvis vi skal holde os under de 2 grader C. Men det bliver værre, hvis den energirelaterede infrastruktur udbygges yderligere uden begrænsninger de nærmeste år.

"Hvis ikke nye skrappe handlinger bliver iværksat inden 2017, vil den energirelaterede infrastruktur, som er på plads på det tidspunkt, generere alle de CO₂-emissioner, som er tilladt i 450 Scenariet frem mod 2035, hvilket ikke vil efterlade nogen plads til yderligere kraftværker, fabrikker og anden infrastruktur medmindre de er "zero-carbon", hvilket vil være ekstremt dyrt. Forsinkelse af tiltag er "falsk økonomi"; for hver dollar man undlader at investere i kraftsektoren inden 2020, vil det kræve yderligere 4,3 dollar efter 2020 for at kompensere for de øgede emissioner."

POLITISK HANDLING MANGLER

IEA-rapporten er et vink med en meget stor vognstang til verdens beslutningstagere. Ikke blot regeringer og lokale myndigheder, men i sandhed også virksomheder idet halvdelen af verdens 100 største økonomiske enheder faktisk er virksomheder. Og selvfølgelig også til forbrugerne.

Men medmindre internettet og sociale netværk kan skabe en global samhörighed, opvågnen og ansvarsfølelse blandt almindelige borgere i hidtil uset skala, så vil det være som altid: Hvis man skal dreje hele nationer i en bestemt retning, så er det de ledende politikere, der har ansvaret. Og på den front ser det skidt ud. COP 17 klimatopmødet, der finder sted 28. nov.-9. dec. 2011 i Durban i Sydafrika, forventes ikke, at føre til noget nævneværdigt resultat, selv med disse skræmmende prognoser og en Kyoto-traktat, der udløber med udgangen af 2012.

Store nationer som Japan, Rusland og Canada har på forhånd nægtet, at hæve egne barrierer, hvis ikke udviklingsøkonomierne følger med. Og politikerne i de to største regioner USA og Europa er udelukkende fokuserede på at løse de rent økonomiske udfordringer, der er her og nu. Man vidste forud for topmødet at Obamas delegation i Durban, som følge af manglende flertal i Kongressen og en massiv klimaskepsis hos Republikanerne, ikke ville være udstyret med et mandat til at gå med på nogen som helst forpligtelser. Og i EU, som ellers på miljøområdet er langt foran USA, er der stor uenighed om, hvorvidt man skal sigte mod de nuværende 20 pct. reduktion af CO₂ i 2020 eller hæve målet til 30 pct. En diskussion, som IEA's cheføkonom Faith Birol havde følgende kommentar til:

"Nogle vil gerne se 20 pct. reduktion og nogle 30 pct. reduktion, og forskellen mellem de to emissionsniveauer svarer til blot to ugers emission fra Kina."



Det endelige dødsstød til COP 17 kom EU selv med kort før topmødets start, da EU's klimakommissær Connie Hedegaard bekendtgjorde, at de store udviklingsøkonomier som Kina, Brasilien og andre skal have lov at vokse, og derfor vil EU ikke stille krav til dem før i 2020. Dermed er klimakampen sat i stå, da store lande som USA, Japan og Canada så heller ikke vil gøre meget for at reducere deres udledning af drivhusgasser - hvilket også er en belejlig undskyldning for EU til selv at skære ned på klimainsatsen.

HERE COMES THE SUN

I klima- og energidebatten fremhæves det gang på gang fra politisk hold, at teknologien for vedvarende energikilder langt fra er god nok endnu. Men faktum er, at mange teknologier faktisk er ganske godt på vej, ikke mindst i betragtning af de dårlige finansieringsforhold og manglende politiske udviklingsrammer, som har præget branchen siden 2008. Solenergien skiller sig ud som en stor fremtidig vinder.

Det afgørende ryk for solenergi (og andre alternativer) er når, der opnås *grid parity* – dvs. når teknologien uden subsidier kan levere elektricitet til samme pris som kraftværkerne. Det afhænger af teknologiens udvikling, men i høj grad også, hvor man befinder sig i verden.

Australien er det første udviklede land, der har nået *grid parity* – solpaneler på taget kan over deres 25-årige levetid nu levere strøm til priser, som svarer til elnettet i dag. Der er flere forklaringer på det; generøse statslige incitamenter har skabt stor efterspørgsel og dermed stordrifsfordele i solcelleindustrien; modulpriserne er faldet markant; den australske dollar er steget; og det samme er energipriserne. Sidst men ikke mindst; Australien har mere sol end noget andet udviklet land, og kan derfor med de samme solpaneler generere dobbelt så meget el som Tyskland, en af verdens førende solcelleproducenter.

ANDRE GLOBALE UDFORDRINGER

Global opvarmning er langt fra det eneste globale problem. Rapporten *State of the Future 2011* opremser en lang række, herunder også temperaturstigningerne. Det er den femtende rapport. 3.000 eksperter over hele kloden har i årenes løb medvirket til undersøgelser, forskning og observationer - 700 i denne rapport :

- Atmosfærens CO₂-koncentration var i maj i år på 394,35 ppm. Det højeste registrerede niveau i mindst to mio. år. Hvert årti siden 1970 har været varmere end det foregående, 2010 og 2005 er de varmeste registrerede år, og opvarmningen foregår hastigere end IPCC har forudset. Og selv prognoser på baggrund af de seneste års observationer kan undervurdere udviklingen, fordi smeltende permafrost ikke er medtaget.
- Eksperter forudser "peak water" á la "peak oil". Det kræver 2400 liter vand at lave en hamburger. Vandreservoarer udtømmes i stigende hast over hele kloden. 884 mio. mennesker mangler adgang til

rent vand, og halvdelen af alle patienter på hospitaler i udviklingsøkonomier er indlagt på grund af vandrelaterede sygdomme.

- 12 mennesker var i 1950 i arbejde for hver person over 65 år. I 2050 vil tallet være 4 – og det er et globalt gennemsnit. I mange udviklede lande vil tallet være langt lavere.
- Fødevarepriserne er de højeste i historien og alt tyder på at trenden fortsætter, som følge af bl.a. stigende befolkning, stigende indkomster, knaphed på vand, stigende kødforbrug, produktion af afgrøder til biobrændsel, vandforurening, klimaændringer m.v.
- Næsten 30 pct. af befolkningen i muslimsk dominerede lande er 15-29 år. En stor del er uden job, og et tilsvarende mønster ses i Afrika. Lykkes det ikke at skabe tilstrækkelig mange jobs, er der stor risiko for social uro og massemigration.
- 13 pct. af Jordens befolkning lever for under 1,25 dollar dagligt. Et lyspunkt er det dog, at næsten en halv mia. mennesker blev løftet ud af ekstrem fattigdom i 2005-2010, men ifølge UNDP's Multiplicity Index lever 1,75 mia. mennesker stadig i fattigdom.
- 7,6 mio. børn under fem år døde i 2010, halvdelen i Afrika. I 1990 var tallet 12,4 mio.
- Menneskets forbrug af naturens ressourcer er 50 pct. højere end naturens kapacitet til at regenerere.
- Tre mia. mennesker er afhængige af traditionel biomasse til madlavning og opvarmning. 1,4 mia. mennesker lever uden elektricitet.
- Forsikringsbranchen estimerer, at 90 pct. af 950 naturkatastrofer i 2010 var vejr-relaterede og passer med klimamodellerne.
- Det globale økosystem er på vej mod kollaps som følge af klimaændringer, udtørrede floder og søer, tab af biodiversitet, jorderosion, døde kystzoner og kollapsende populationer af bier.

Listen fortsætter. Og som der skrives i forordet, så er det ikke svært at forudse en mareridtsagtig fremtid, hvis de mange dystre trends fortsætter. Men man kan også håbe på de gode trends:

"Hvis nuværende trends i selvorganisering via fremtidige internet, transnationalt samarbejde, materialevidenskab, alternativ energi, kognitiv videnskab, interreligiøs dialog, syntetisk biologi og nanoteknologi fortsætter og konvergerer over de næste 50-100 år, så er det let at forestille sig en verden, som fungerer for alle," hedder det i rapportens indledning, hvor det også fremhæves, at den kommende biologiske revolution kan ændre civilisationen dybere end industri- og informationsrevolutionerne.

"Verden har endnu ikke helt forstået implikationerne af at skrive genetisk kode, som skaber nye livsformer. For 13 år siden var konceptet af at være afhængig af Google-søgninger ukendt for verden; i dag anser vi det for ret normalt. 13 år fra nu kan konceptet af at være afhængig af syntetiske livsformer til medicin, mad, vand og energi være lige så normalt."



Mens de vestlige investorer nøler med investeringerne og tumler med mange myter, fordomme og skræmmende sandheder om verdens største kontinent, buldrer mange afrikanske lande af sted med vækstrater, der kun overgås af Asien.

Afrikas

VÆKSTHISTORIE ER I FULD GANG

Den afrikanske væksthistorie startede egentlig i Polen. Lech Walesa kunne i sommeren 1989 glæde sig over, at ni års kamp i spidsen for fagbevægelsen Solidaritet havde båret frugt. De første frie demokratiske valg siden afslutningen af 2. verdenskrig blev afholdt i Polen. Det var dette, der blev begyndelsen til enden for de kommunistiske regimer i Øst-Europa.

Og det blev også startskuddet på den afrikanske optur. Det mener Lars Christensen, chef for Emerging Markets i Danske Bank.

“Det var afgørende, fordi det udløste efterfølgende Murens fald og Sovjets kollaps, hvilket betød, at Sovjets finansielle støtte til de kommunistiske diktaturer i Afrika forsvandt. Det betød også, at Vesten ikke længere ville finansiere de ikke-kommunistiske regimer i andre lande ligesom amerikanerne holdt op med at støtte modstandsbevægelser som f.eks. Unita i Angola osv. Dermed var grunden lagt til en ny politisk og samfundsmæssig udvikling i Afrika, og vi begyndte at se anderledes tilstrømning af investeringsvillig kapital.”

Det er jo velkendt, at Kina er stormet ind i Afrika og påtager sig byggeri af bl.a. enorme infrastrukturprojekter mod til gengæld at sikre sig

adgang til vigtige råvarer eller landbrugsjord. Er denne noget-for-noget tilgang, en model som også USA og Europa bør efterligne og i stedet droppe de traditionelle støttepenge?

Måden, man giver bistand på, er ændret markant de seneste 10 år. Man prøver i højere grad end tidligere at dreje hjælpen over mod at bygge demokratiske institutioner, økonomiske institutioner, retsvæsen osv. Man har i eksempelvis Øst-Europa set, at det var afgørende for fremdriften i de nye demokratier. Du skal løftes op til et vist niveau indkomstmæssigt, og hvis det kombineres med de nødvendige institutioner, så er fundamentet til stede for stærk vedvarende vækst. Sydkorea er et andet godt eksempel. I 50'erne var de exceptionelt fattige efter krigen og indkomstmæssigt på et lavere niveau end mange afrikanske lande.

Hvad er forklaringen på, at Afrika har haltet så meget efter andre regioner i udvikling?

Kolonitiden i Afrika får skyld for meget, og den har også spillet en væsentlig rolle, men det er efter min vurdering den kolde krig, der har hæmmet den afrikanske udvikling i tiden efter 2. verdenskrig – afrikanerne har ikke fået lov at vise og udvikle sig selv, men været i lommen på den ene eller anden part. Men intet land er dømt til evig fattigdom.

Udover at få indført de nødvendige institutioner er det også afgørende, at man får etableret en formel beskyttelse af ejendomsretten. En peruviansk økonom har skrevet en vigtig bog, hvori han argumenterer for, at al vækst bygger på akkumulation af kapital og her spiller ejendomsretten en meget vigtig rolle. Og den skal gøres likvid via f.eks. realkredit. Men har du ikke et skøde på huset, kan du ikke omsætte din kapital til finansiell kapital, og derfor skal du først spare op for at kunne investere.

I Afrikas tilfælde er det vigtigt, at man får defineret ejendomsretten og kontraktretten ordentligt, så man forbedrer mulighederne for at opbygge et lånemarked og finansielt system. Lån via mobiltelefoner, som er i hastig udvikling, er et vigtigt skridt på vejen. Når du når et niveau, hvor basale erhvervsmæssige og ejendomsretsmæssige rettigheder er klart markerede, så er der basis for vækstmæssigt take-off. I en hel del afrikanske lande begyndte det at ske i midten af 90'erne, og det er en væsentlig forklaring på den markante vækst, vi har set de senere år, og som efter al sandsynlighed vil fortsætte, selv om mange institutioner stadig er i en ringe forfatning efter vestlig standard.

Men det er ikke uden risiko. Der er mange muligheder for tilbageslag, ligesom vi har set det i Øst-Europa med f.eks. Ukraine. Institu-

LARS CHRISTENSEN, CHEF FOR EMERGING MARKETS I DANSKE BANK, MENER, AT DER ER FEM GRUNDLÆGGENDE ÅRSAGER TIL, AT DER ER BEGYNDT AT TEGNE SIG ET BILLEDE AF EN AFRIKANSK SUCCES:

Fred – der er stadig høj kriminalitet og bander en del steder, men overordnet set er Afrika et langt mere fredeligt kontinent end for 10-20 år siden.

Politiske og økonomiske reformer – der opbygges vigtige demokratiske og økonomiske institutioner og 75 pct. af de afrikanske lande er fungerende demokratier i dag mod 12 pct. i slutningen af 80'erne.

Gældsrestrukturering – der har i en del tilfælde været tale om betydelig gældsrestrukturering, hvilket har været en klods om benet på mange lande.

Råvareeksport – den kraftige stigning i råvarepriserne det seneste årti har været godt for Afrika, der er så rig på mange vitale ressourcer.

Handel med andre Emerging Markets – også en vækstdriver for landet, især samhandelen med Kina.



Bresjnev og Honecker i "Døds-kysset". Maleriet er en tro gengivelse af et faktisk foto og bærer teksten: Mein Gott, hilf mir diese tödliche Liebe zu überleben. På dette tidspunkt var østblokken ved at knage gevaldigt i fugerne, tynget af en dyb økonomisk og social krise, der kulminerede med kolapset i 1989.

tionerne i de lande, der har fejlet, har typisk været karakteriseret af ikke at være udviklet godt nok samt, at de har haft store naturressourcer, som er blevet regeringernes fokusområde i stedet. Man kan faktisk sige, at store naturressourcer kan være en hindring for samfundsmæssig udvikling – det er eksempelvis også det, der holdt krigene i gang i Afrika i mange år, siger Lars Christensen.

NY AFRIKA FUND

Danske Invest har netop lanceret en Afrika fund, og den globale kapitalforvalter Investec er blevet udvalgt som rådgiver og forvalter. Malcolm Gray fra Investec besøgte for nylig Danmark.

I Europa ser vi for tiden udstillet i eurokrisen, at europæerne bestemt ikke er et homogent folkefærd, men er karakteriseret af meget store kulturelle og samfundsmæssige forskelle. På samme måde er Afrikas 54 lande jo også vidt forskellige. Hvordan håndterer I det?

Vores primære fokus er, at identificere undervurderede virksomheder, men det er naturligvis i den forbindelse også vigtigt at forstå makro konteksten og de kulturelle følsomheder. Vi imødegår nogle af disse udfordringer ved at have et kulturelt diversificeret hold bestående af analytikere fra Sydafrika, Namibia, Botswana, Ghana, Frankrig og Egypten. Og vi rejser meget og opbygger store lokale netværk.

Hvor finder man de mest troværdige og stabile lande?

Vi fokuserer først og fremmest på de mest likvide markeder, og det inkluderer Sydafrika, Nigeria, Kenya, Egypten, Marokko, Tunesien og Zimbabwe. Der er en hel del lande, som ganske enkelt ikke er klar til investeringer via børserne endnu, og så er der dem, der er tæt på. Blandt de sidstnævnte, som har markeder og er investerbare, men bare ikke er der endnu med likviditeten, kan jeg nævne Zambia, Tanzania, Uganda og Rwanda. Tanzania er det mest homogene samfund. Sydafrika nok det bedst styrede, fulgt af Egypten og Marokko. Nigeria er den "sovende gigant" – landet er dog langt fra søvnigt, det har en meget kraftig økonomisk vækst og en betydelig befolkning, som gør, at det meget vel kan blive Afrikas økonomiske gigant. Rwanda ses som et lille mirakel, givet landets dramatiske historie med borgerkrig og folke-drab i 90'erne – økonomien vokser meget hurtigt med 7 pct. årligt.

En udbredt fordom/myte om Afrika er, at de ikke er særlig innovative. Er det sandt?

Bestemt ikke efter min vurdering. Både virksomhedsmæssig og menneskelig innovation ses i mange sammenhænge - forretninger, musik, kunst, minedrift etc. er blevet udviklet og pioneret i Afrika. Det vil dog være fair at sige, at givet det relativt lave eller fattige niveau i mange afrikanske befolkninger, så er niveauet af innovation bestemt under mange andre landes. Men i takt med at uddannelsesniveauer forbedres, så er der ingen tvivl om, at Afrika vil indtage en plads med tiden som en betydelig bidragsyder til global intellektuel kapital. Eksempelvis afspejler den voldsomme mobilpenetration en innovativ produktudvikling (over en halv mia. mobilabonnenter i Afrika, red.), som sikrer at de fattigste også får adgang til denne teknologi. Mobiltelefonen bruges i øvrigt i stigende grad som betalingsmiddel mange steder, hvilket ikke ses tilsvarende i Vesten.

Vi kommer ikke uden om, at svindel og korruption er udbredt mange steder. Kan man stole på virksomhedernes regnskaber?

Der er mange risici i Afrika, men de fleste selskaber vi investerer i overvåges af respekterede revisionsselskaber som KPMG, PricewaterhouseCoopers etc. Desuden er IFRS regnskabsstandarder allerede implementeret eller undervejs mange steder. Du ville blive overrasket over, hvor sofistiskerede en del af de selskaber, vi investerer i, rent faktisk er.

Afrikas meget unge befolkning kan blive en voldsom vækstdriver. Men lykkes det ikke at fastholde væksten og skabe jobs (og skaffe mad og vand) til de mange millioner unge, kan det blive en bombe under Afrika.. En Harvard-undersøgelse viser, at afrikanske familier er mere pressede end asiatiske og latinamerikanske familier var, da deres demografiske transition begyndte – skiftet fra høje fødsels- og dødsrater til lave som følge af industrialiseringen og velstandsstigningen - lige som kvaliteten af institutionerne i Afrika også er betydeligt lavere end i Asien i 60'erne og Latinamerika i 80'erne.

Det er betydelige risici, som vi ikke kan ignorere, men vi kan foreløbig konstatere, at udviklingen foreløbig er meget lovende på mange fronter. Afrika er et frontmarked, og det skal man være klar over. Men ikke desto mindre - de markeder, du refererer til var faktisk gode investeringsområder på trods af de krak, der var i markederne for tidlige investorer. Eksempelvis ville en langsigtet investor, som investerede i Brasilien i 1996 før krakket i 1998 have opnået et større afkast fra 1996 til 2003 end en investor i landet fra 2003 til i dag.

Firehiwot Dado og Buzunesh Deba, begge fra Etiopien, fejrer første- og andenpladsen i kvinderækken ved det 42. ING New York City Marathon i Central Park d. 6. november 2011 i New York City.



Hvorfor er der så stor forskel på landes udvikling?

I *The Mystery of Capital* argumenterer den peruvienske økonom Hernando de Soto for, at **problemet i fattige lande er mangelen på veldefinerede ejendomsrettigheder**. Fattige mennesker i underudviklede lande har ganske vist aktiver, men deres realejendom er ofte ejet uformelt. Dermed kan aktiverne ikke "gøres likvide" ved belåning, og det betyder, at der i afgørende grad mangler brændstof til den økonomiske udvikling. Ønsker man at starte en virksomhed op, skal pengene til investeringen komme via opsparing – og det er en langsommelig affære. Og det er faktisk ikke, fordi de fattige ikke har kapitalen, der kan få kapitalismen til at blomstre. Blandt de Sotos mange eksempler er Egypten, hvor de fattige har akkumuleret velstand, der samlet set er 55 gange større end summen af alle direkte udenlandske investeringer gennem tiden, inklusiv pengene der blev anvendt til bygningen af Suez kanalen og Aswan dæmningen. Men som kritikere har påpeget, så forklarer de Sotos teori om ejendomsrettighedernes betydning ikke det hele, eksempelvis ikke Kinas voldsomme fremgang.

Der må være andre forklaringer, og nogle af dem forsøger David S. Landes at finde frem til i sin bog *The Wealth and Poverty of Nations*. Han argumenterer for, at forskellen mellem rige og fattige lande stammer direkte fra industrialiseringen. At nogle lande effektivt kunne gennemføre den industrielle revolution og andre ikke, skyldtes visse kulturelle karaktertræk uden hvilke, industrialisering ville være umulig at fastholde.

Landes mener, at **de succesfulde industrialiserede lande er kendetegnet ved hårdt arbejde, høj arbejdsmoral, sparsommelighed, ærlighed, tålmodighed, forandringsvillighed og åbenhed over for nye idéer, ytringsfrihed, respekt for ejendomsrettigheder m.v.** Karaktertræk, som alle gerne vil have på sig, men netop det at sige, at nogle lande ikke har dem, har selvsagt givet anledning til kritik af Landes. Forfatteren erkender i øvrigt, at han har fundet stor inspiration i bl.a. Max Weber, tysk sociolog i det 19. århundrede, som populariserede idéen om "protestantisk etik" som en historisk kraft. Landes berører også Kina, som faktisk var foran Europa på mange områder i starten af den europæiske ekspansion. Men imperiets ledere satte føringen over styr, da de mente de havde hvad de skulle bruge, og ikke kunne se noget formål med at tillade lokale entreprenører at udvikle en fri markedsøkonomi.

Jared Diamond argumenterer i *Guns, Germs and Steel* for, at det primært er geografiske og miljømæssige faktorer, der har formet den moderne verden. Han afviser ikke, at religion kan have været en hæmmende faktor, men understreger at hans fokus har været at søge mere fundamentale årsager.

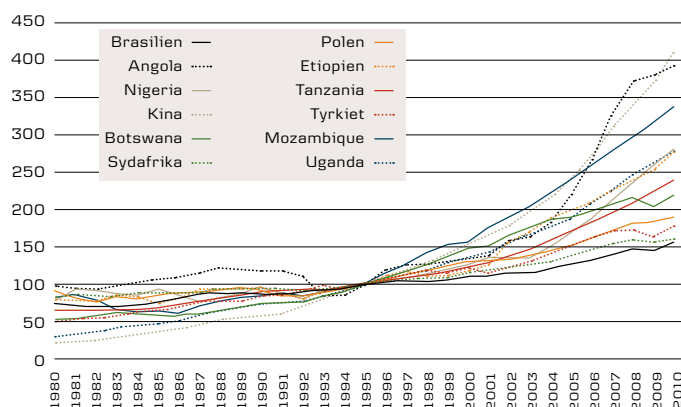
Her når han frem til, at **Eurasia havde bedre betingelser end resten af verden til at bevæge sig væk fra jæger-samler stadiet, pga. et gunstigere klima og et bredere udvalg af dyr og planter til domesticering.**

Det gav simpelthen den store region (Europa, Asien og Nordafrika i Jarets definition) et klart forspring frem for andre af klodens regioner, idet en lettere og systematisk tilvejebringelse af et overskud af mad grundlagde fundamentet for en videreudvikling af kulturen, teknologisk udvikling, specialiserede arbejdsområder, hastig befolkningsvækst og etablering af samfundsstrukturer. Den hastigere teknologiske udvikling accelererede samfundets fremgang og gjorde det muligt for europæerne at erobre lande på andre kontinenter med brug af "Guns" og "Steel".

Europa havde den fordel i forhold til Kina, at ekspansionen til andre kontinenter – især Nord- og Sydamerika – kunne foregå langt lettere, idet strækningen over Atlanterhavet var langt kortere end kinesernes over Stillehavet. En medvirkende faktor til erobringen af Amerika var også de sygdomme, som europæerne bragte med sig. Den relativt store befolkningstæthed i Eurasia, den høje grad af samhandel og livet tæt på husdyrene resulterede i massiv spredning af sygdomme, herunder også fra dyr til mennesker, og med tiden udviklede folk i Eurasia via naturlig selektion immunitet til mange patogener. Denne immunitet havde indianerne ikke, og det kostede mange livet – ligesom også mange hvide led døden ved kontakt med Afrika og Syd-Asien som følge af malaria og gul feber.

Andre avancerede kulturer end den europæiske udviklede sig i områder, hvis geografi var befordrende for store, ensartede, isolerede imperier. Under disse betingelser kunne teknologisk og social stagnation fortsætte uhindret, indtil europæerne ankom. Kina, der i starten af

BNP-NIVEAU I UDVALGTE AFRIKANSKE LANDE SAMT BENCHMARK-LANDE (INDEKS, 1995=100)



Kilde: IMF

”

Africa today, paradoxically, is the poorest continent. I say paradoxically because this is where humans evolved, so [humans] had a huge head start in Africa. Tropical diseases kept the Europeans out at first, but those tropical diseases nonetheless pose a big public health and economic burden on Africa today. That is linked with colonialism. Europeans could not settle in large numbers, but what they still could do was to extract wealth from Africans, initially slaves, then rubber, diamonds, and copper. Basically that means robbing Africans and setting up legalized institutions for corruption. Colonialism also changed the Africans' traditional way of life. They moved to cities next to the mines where their immunities no longer provided protection against tropical diseases.”

Jared Diamond, forfatter til *Guns, Germs and Steel*,
i et interview med National Geographic

Europas ekspansion var fuldt på højde med Europa på mange områder og foran på nogle, nævnes som et godt eksempel, idet en kejser i 1432 forbød bygningen af oceangående skibe – et område, hvor Kina var verdens førende på det tidspunkt. Dette medvirkede til at gøre Kina isoleret.

I Europa var udviklingen anderledes dynamisk. Geografien spillede her en vigtig rolle i dannelsen af mange nationer, idet mange naturlige barrierer (bjerge, floder m.v.) dannede grænser, der var relativt lette at forsvare. Men hvis regeringer valgte at undertrykke økonomisk og teknologisk fremgang blev de snart tvunget til at korrigere deres fejl eller blev ret hurtigt udkonkurreret. Geografiske faktorer medvirkede således til at skabe betingelserne for relativt hurtige skift i supermagtbalancen – Spanien blev efterfulgt af Frankrig og derefter England – end det var muligt at andre steder i Eurasia.

RESSOURCERNES FORBANDELSE

Et land rigt på ressourcer er ikke nødvendigvis velsignet, snarere forbandet. Erfaringen viser, at det gælder især, hvis der er tale om fattige lande med dårligt udviklede institutioner og udemokratiske regimer. I så fald er der en tendens til, at indtægterne fra råvarerne går direkte til magthaverne. Der vil være uforholdsmæssig stor vægt på råvareproduktionen, og udvikling af de øvrige sektorer i økonomien bliver forsømt. Magthaverne forsømmer at udvikle et skattesystem, der henter indtægter til staten via beskatning af alle sektorer – i stedet støtter man sig til råvareindtægterne. Ikke blot fører det til en underudvikling af økonomien og det politiske system, det gør også landet uhyre sårbart over for faldende råvarepriser.

Norge kan fremhæves som et eksempel på et land, der ikke er trukket skævt af ”forbandelsen”, fordi det allerede før olieeventyret startede var et fuldt udviklet og demokratisk land med et højt indkomstniveau. Mens der er adskillige afrikanske eksempler på underudviklede lande med svage institutioner og korrupte regimer, der har lukreret på råvarerne og forsømt udviklingen af landets økonomi.

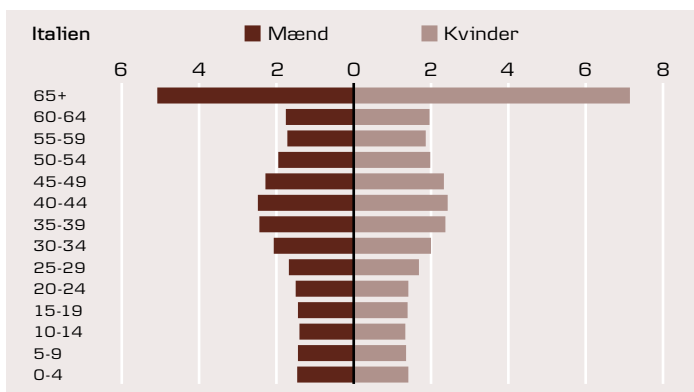
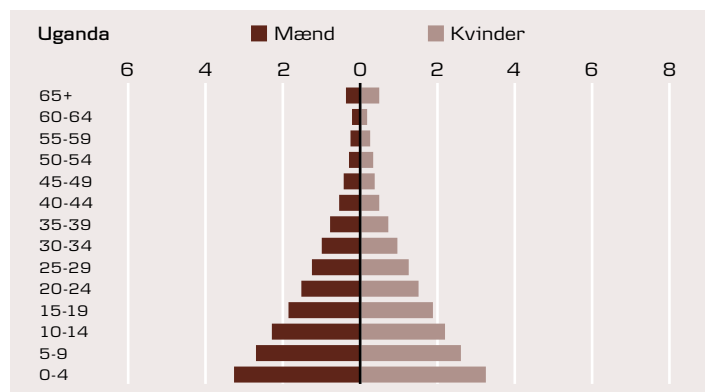
Men det er på ingen måde et rent afrikansk fænomen. Rusland er et andet godt eksempel på et land, hvor magthaverne har forsømt den politiske og økonomiske udvikling af landet og i fokuseret overdrevent på magten i de enorme gas- og oliereserver. Saudi-Arabien, med verdens billigste olieproduktionsomkostninger er et andet eksempel – en oliepris på 90 USD/tønde er minimumsprisen for, at landets statsbudget er i balance.

DANSKE INVEST AFRIKA – AKKUMULERENDE KL

Afrika består af 54 lande. Aktiebørser findes i de 29, hvoraf 21 er medlem af African Securities Exchange Association. Danske Invest Afrika – Akkumulerende KL (DI Afrika) vil som følge af likviditetskrav til børserne kun investere i omkring halvdelen af sidstnævnte. DI Afrika investerer også i afrikanske selskaber via børsnoteringer i udviklede lande samt i vestlige selskaber, der har en stærk eksponering mod Afrika.

AFRIKAS PYRAMIDE, EUROPAS BULE

Population ved alder



Kilde: UN Population Division

Spørgsmålet om Kina

– VERDENSØKONOMIENS NYE RESERVEMOTOR

Kina er langt fra stor nok til at kunne løfte USA og Europa ud af deres problemer.

Euro-krisen er ikke kun Europas problem – en femtedel af Kinas eksport går til EU og et kollaps i euroen med efterfølgende dyb europæisk krise til følge vil være en katastrofe for Kina.

I forvejen kæmper Kina med mange interne problemer. Den voldsomme vækst, som landet har oplevet de sidste 20 år er begyndt at give de velkendte men upopulære bivirkninger i form af inflation – løn- og stigende ejendomspriser. Derfor har Kina nu i nogen tid kørt med en strammere pengepolitik – et område, hvor Kina har større råderum end deres kolleger i de udviklede demokratiske lande, idet de ikke blot kan hæve renten, men også direkte kan diktere, hvor meget bankerne må låne ud.

Opstramningen, der bl.a. har betydet, at bankerne må stille over 20 pct. af deres indlån på sidelinjen, har haft effekt. Inflationen er faldet fra 6,5 pct. i juli til 5,5 pct. i oktober. Men det er endnu ikke tilstrækkeligt betryggende, og ejendomsmarkedet giver også fortsat anledning til bekymring. Ganske vist faldt boligsalget i oktober med 12 pct. i forhold til oktober 2010, men myndighederne er særdeles opmærksomme på risikoen for bobler i ejendomsmarkedet med de vestlige økonomiers dårlige erfaringer in mente.

Men det er en balancegang. Ejendomsmarkedet tegner sig for en fjerdedel af Kinas faste investeringer, og er en vigtig vækstfaktor. Hvis økonomien derfor skal have en "blød landing" skal ejendomsmarkedet også.

Der er stigende forventninger til, at Kinas opstramninger i pengepolitikken er slut, og en egentlig lempelse er rykket nærmere. Men selv om Kina i starten af det nye år slækker pengepolitikken og øger bankernes udlån, så kan det ikke løfte hverken USA eller Europa ud af deres problemer - Kinas økonomi er i markedspriser trods alt stadig kun på størrelse med Japan. Sammen med de andre fremtrædende økonomier i Emerging Markets spiller Kina imidlertid en væsentlig rolle, og tre fjerdedele af den globale vækst i 2012 ventes at blive skabt af Emerging Markets, der efterhånden udgør halvdelen af verdens BNP.

VAND

Kina har andre interne problemer end inflation. At skaffe mad til 20 pct. af Jordens befolkning, når man selv kun råder over 7 pct. af den opdyrkelige jord er et problem, som Kina foreløbig har imødegået ved det tætte samarbejde med Afrika gennem det seneste årti.

Et andet problem er forurening. Landet har enorme forureningsproblemer og er hjemsted for mange af de mest forurenede byer i verden. Det er i høj grad et emne, der har myndighedernes opmærksomhed og

derfor foretages der store investeringer i Clean Technology, der også vil imødegå den enorme udledning af CO₂, hvor Kina indtager den lidet flatterende globale førsteplads.

Men et af de allerstørste problemer handler om vand. Omkring en tredjedel af spildevand fra industrien og mere end 90 pct. fra husholdningerne lukkes direkte ud i floder og søer uden behandling. Mange af Kinas største byer har ikke rensningsanlæg overhovedet, og grundvandet er i 90 pct. af byerne forurenede. Det estimeres, at knap en mia. af Kinas 1,3 mia. indbyggere drikker vand dagligt, som er delvist forurenede med bl.a. høje indhold af arsenik, fluor og sulfater. Over 600 mio. drikker vand med affaldsprodukter fra mennesker og dyr.

Men der er heller ikke nok af vandet. Tilgængeligt vand pr. indbygger for Kina som helhed er kun en tredjedel af det globale gennemsnit, og i nord, hvor 58 pct. af landbrugsjorden befinder sig, er vandtilgængeligheden kun en fjerdedel af det man har i syd. Klimaforandringer har gjort det værre det seneste årti. Tørkerne er blevet værre, og hvor det før mest var et nordligt problem, har det nu også bredt sig mod syd, hvor de senere år har budt på op til 40 pct. mindre regnmængder end normalt.

Effektiviteten af vandforbruget er også lav. En rapport fra Verdensbanken i 2009 slog fast, at kun 45 pct. af landbrugets vand rent faktisk bruges af afgrøderne. Og recyklingen af vand i industrien, der tegner sig for 24 pct. af Kinas vandforbrug, er kun 40 pct. mod 75-85 pct. i udviklede lande.

Og vandproblemet vil blive værre. I dag bor omkring halvdelen af befolkningen på 1,3 mia. mennesker i byerne. Befolkningen vil i 2020 være på 1,45 mia. mennesker og 57 pct. vil bo i byerne og i 2030 vil tallet være 70 pct. – og byboere bruger tre gange så meget vand som på landet.

Men ikke nok med det. Som beskrevet for nylig i The Economist, er det i Syd-Asien ved at trække op til alvorlige stridigheder mellem Indien, Pakistan og Kina om adgangen til og brugen af regionens store floder – en situation, der kan true regionens fred.

ET VANSKELIGT LAND

Kina er en stor spiller i verdensøkonomien, men ikke stor nok til at løfte USA og Europa ud af deres problemer. Landet har også rigeligt med hjemlige udfordringer, og set fra et investorsynspunkt er det en udfordring af de helt store at få tilstrækkelig indsigt i landets tilstand på mange fronter, ikke mindst den økonomiske. Som nobelprisvinderen i økonomi, Paul Krugman, forleden udtalte til Financial Times om Kina:

"I hate that whole issue because, I don't understand China. You can't trust their economic numbers. All economic numbers are science fiction, but the Chinese more than most."



Det skorter ikke på gode råd til Angela Merkel fra andre statsledere om løsninger på eurokrisen.

ECB FORVENTES AT SÆTTE renten yderligere ned

**Selv kernelandene i euroen oplever
nu stigende renter trods udsigt til en mild
recession i årets sidste kvartal.**

Gældskrisen accelererer i Europa. Markedets forventning er nu, at ECB skal indtage samme rolle som Federal Reserve har gjort i USA under og efter finanskrisen og gribe ind for enhver pris. Så længe denne forventning ikke opfyldes, trækker investorerne sig i stigende grad ud af alt andet end tyske statsobligationer. Resultatet er stigende renter i selv de bedste kernelande.

Til sammenligning har de tre nordiske lande, som står uden for euroen – Danmark, Sverige og Norge – oplevet uændrede eller faldende rentespænd til Tyskland i samme periode. Det ser ud til, at markedet tillægger ikke bare en kreditpræmie mellem de enkelte lande, men også en kreditpræmie på selve euroen. Det sås illustreret ved en tysk udstedelse af statsobligationer for nylig. Man er begyndt at tale meget om udstedelse af fælles europæiske obligationer som en løsning - dvs. reelt udstedelser i Tysklands gode navn - men det vil også belaste Tyskland, at de så direkte skal løfte de svage lande. Derfor lykkedes det mod sædvane ikke at sælge alle tyske obligationer ved auktionen, obligationsrenterne steg, og Bundesbank måtte købe resten.

ECB køber fortsat jævnlige sydeuropæiske statsobligationer op, men det er ikke nok. Centralbanken satte i november den ledende rentesats ned med et kvart procentpoint for at imødegå afmatningen i regionen. Danske Banks renteanalytikere forventer en mild recession i dette kvartal, men også at ECB følger op med yderligere rentenedsættelser i december og januar. Federal Reserve vil holde renten i ro i lang tid fremover, men holder døren åben for nye stimuli i 2012.

ANBEFALINGER

Renteforventningerne er forbundet med stor usikkerhed, da gældskrisen i specielt Europa udvikler sig nærmest fra time til time. Selvom der skulle komme en vis klarhed over Europas gældsproblemer, så peger de seneste nøgletal for Europa på en mild recession, hvilket vi forventer vil holde renterne nede. Bedre nøgletal i USA og en forventning om vending i kinesiske nøgletal forventer vi ikke vil ændre dette billede nævneværdigt.

Men situationen er meget usikker og du bør tage en snak med din rådgiver om de mest hensigtsmæssige investeringer givet din egen investeringsprofil.

Vi anbefaler som udgangspunkt, at investorerne øger varigheden til svag undervægt til neutral, da vi forventer ECB vil nedsætte den

ledende rente i to omgange fra 1,25 pct. til 0,75 pct. Vi forventer 2- og 5-årige renter kan falde de kommende 3-6 måneder, mens de lange renter vil forblive stort set uændrede.

På længere sigt venter vi, at en bedring i udsigterne for USA og Kina vil modvirke en del af det nedadgående pres på renterne i den lange ende af kurven.

Den anbefalede forøgelse af varigheden opnås generelt ved at nedbringe andelen af CF'er (obligationer med renteloft og kupon, der reguleres efter de korte pengemarkedsrenter,) og helt korte Flex'er. Samtidig øger vi andelen af 20 og 30-årige 4%-er, 30-årige 5%-er samt 5-årige Flex'er. Supplementer til porteføljen kan være indeksobligationer, kreditobligationer og statsobligationer i Emerging Markets via investeringsforeninger. Vi anbefaler generelt ikke køb af statsobligationer på de lave renteniveauer, da statsrenterne primært er faldet på frygt og søgen mod "sikker-havn".

Statsobligationer i Emerging Markets

Hvor de udviklede økonomier i stort omfang er præget af høj gæld, budgetunderskud, aldrende arbejdsstyrker og svækkede finanssektorer er økonomierne i Emerging Markets præget af lav gæld, både privat og statslig, yngre arbejdsstyrker og generelt velpolstrede banker.

De fundamentale forhold, herunder en langt højere forrentningsstandard end før i tiden, i kombination med den hastige catch-up proces i de mest fremtrædende udviklingsøkonomier betyder, at investorer skal have en anden tilgang til disse lande. Mens BNP-væksten i de rige lande og udviklingsøkonomierne var stort set ens i 80'erne har det seneste årti budt på vækstrater tre gange højere i sidstnævntes favør, især trukket af Asien. Alt tyder på, at denne væksthæder vil bestå i de nærmeste år, som følge af de rige landes gældsmæssige og konkurrencemæssige problemer og de stærke vækstdrivere i udviklingsøkonomierne.

Dette betyder, at statsobligationer i udviklingsøkonomierne er interessante – risikoen er helt anderledes end for 20 år siden, men afkastet er stadig interessant, ikke mindst i betragtning af det ekstremt lave renteniveau i de rige lande. Eksposering kan dog kun tilrådes for en lille del af porteføljen og via investeringsforeninger.

Kreditobligationer

For større virksomheder er obligationsmarkedet et alternativ til banklån og aktieudstedelse, når der skal skaffes kapital. Og for investorerne kan det være interessante aktiver i porteføljen. Man slipper ikke for selskabsrisikoen, men skulle det gå galt, ligger obligationerne foran aktier i prioriteringsrækkefølgen. Og så giver virksomhedsobligationerne også en højere rente end statsobligationer i udviklede lande med høj kreditværdighed.

Men der er forskel på udstedernes kreditværdighed, og man inddeler virksomhedsobligationerne, også kaldet kreditobligationer, i to hovedgrupper.

Investment Grade – virksomhederne med den bedste betalingsevne med ratings fra det internationale kreditvurderingsbureau Moody's fra Aaa til Baa.

High Yield (Speculative Grade) – virksomhederne med en dårligere betalingsevne med ratings fra Ba til C.

Både Investment Grade (IG) og High Yield (HY) obligationer giver større rente end eksempelvis de sikre tyske statsobligationer, størst rente selvsagt på HY, som har den dårligste rating og dermed en højere risiko.

Men hvor fristende renterne end kan se ud, er det vigtige spørgsmål naturligvis, hvor mange af virksomhederne, der *default*er på deres gæld – dvs. kommer i økonomisk uføre, så de ikke er i stand til at overholde deres betalingsforpligtelser. Vigtigt er det også at vide, hvad den forventelige *recovery rate* er – dvs. hvor meget modtager obligations-ejerne i snit, når konkursboet er gjort op efter en default.

I tabel 1 fremgår det, hvordan det er gået med de forskellige aktivklasser (udtrykt ved indeks) siden starten af 80'erne. De aktuelle udfordringer i verdensøkonomien for tiden betyder, at renten på både IG og HY virksomhedsobligationer samt de ikke ratede Senior Bank Loans, der er den virksomhedsgæld, der er øverst i prioriteringen. Også statsobligationer i udviklingsøkonomier, defineret ved Højrentelande, er her medtaget.

Hvis vi f.eks. tager udgangspunkt i BBB virksomhedsobligationer (fra –BBB til +BBB) udstedt i Euro, så har 2,1 pct. af virksomhederne i indekset i gennemsnit gået konkurs inden for en given 5-årig periode (i den værste 5-årige periode var tallet på 5,8 pct.). Den laveste gennemsnitlige *recovery rate* i en 5-årig periode siden 1982 er på 30 pct. Med udgangspunkt i de aktuelle renter kan man på denne baggrund beregne hvor stor en konkursrate på BBB-gælden, som investor kan tåle over de kommende 5 år og stadig opnå samme afkast som på en 5-årig tysk statsobligation. I dette tilfælde er det 24 pct. Idet konkursraten de seneste 5 år har været 2,1 pct. og den værste 5-års periode på 5,8 pct. fortæller ligevægts konkursraten altså, at den aktuelle rente på BBB-obligationer mere end rigeligt kompenserer investorerne for en realistisk konkursrisiko – hvis man ellers kan bruge historien til noget.

I tabel 2 er det vist, hvor stor en merrente i forhold til tyske statsobligationer man med disse beregninger årligt kan forvente i IG, HY, Senior Secured Bank Loans samt Højrentelande. Der er også vist forventet afkast for to investeringsforeninger. DI Udenlandske Obligationsmarkeder investerer i HY og IG virksomhedsobligationer, realkreditobligationer samt statsobligationer i lande med både høj og lav kreditværdighed. DI Globale Virksomhedsobligationer investerer i udenlandske obligationer, primært i IG virksomhedsobligationer og maks. 25 pct. obligationer uden rating eller under BBB.

"En basal vurdering af markedet pt. er, at investorer er mere end vel kompenseret for konkursrisiko. Men der er også tale om, at volatiliteten er høj og det aktuelt er dyrt at handle disse obligationer, og derfor kræver investorerne en historisk høj risikopræmie. Det er også værd at understrege at markedet for virksomhedsobligationer er korreleret med, hvad der sker i markedet for statsobligationer og derfor er følsom over for den europæiske gældskrise, hvilket gør det ekstra svært at forudsige udviklingen på den korte bane," siger Andreas Dankel, porteføljemanager i bl.a. DI Udenlandske Obligationsmarkeder.

TABEL 1: HISTORISKE KONKURS-RATER, RECOVERY RATES OG BREAK-EVEN

Kreditklasse	Gns. historisk 5-årig konkursrate	Værste historiske 5-årig konkursrate	Ligevægts 5-årig konkursrate	Recovery rate antagelse*
A virksomhedsobl. (Euro)	0,5%	2,5%	19%	30%
BBB virksomhedsobl. (Euro)	2,1%	5,8%	24%	30%
High yield virks.obl. (USD)	23%	42%	38%	27%
Senior Bank Loans (USD)	19%	35%	60%	61%
Højrentelande (USD)	6,6%	N/A	25%	40%

*Laveste gennemsnitlige recovery rate over en 5-årig periode siden 1982. For højrentelande siden 1986.

De 5-årige ligevægts konkursrater angiver den maksimale akkumulerede andel af misligholdelser, som investor kan tåle over den kommende 5-års periode og stadig opnå samme afkast som på en 5-årig statsobligation. Røde tal markerer, at der er taget højde for indeksets nuværende ratingsammensætning i de forskellige markeder

TABEL 2: FORVENTET MERAFAKAST I FORHOLD TIL STATSOBLIGATIONER

Forventet merafkast efter 5 år [% p.a.]				
Kreditklasser/fonde	Effektiv rente [% p.a.]	Spænd over stater [% p.a.]	Forventet tab* [% p.a.]	Forventet merafkast ift. stater [% p.a.]
Investment grade virksomhedsobl. (A/BBB)	4,2%	3,3%	0,1%	3,2%
DI Globale Virksomhedsobligationer	6,6%	5,7%	0,4%	5,3%
DI Udenlandske Obligationsmarkeder	6,8%	5,9%	0,5%	5,4%
High Yield virksomhedsobl.	8,1%	7,3%	3,2%	4,1%
Senior Secured Bank Loans	8,3%	7,6%	1,4%	6,2%
Højrentelande (USD)	5,0%	3,8%	0,6%	3,2%

*Gennemsnitligt historisk tab over en 5-årig periode efter korrektion for aktuel rating-sammensætning.



Tid til indbetaling på pension

**Finanslovsforslaget indeholder
stramninger på indbetalinger til
ratepensioner og ophørende livrenter.**

Du kan med fuld fradragsret og uden at være bundet af at skulle indbetale igen næste år indbetale op til 100.000 kr. på private ratepensioner og tidsbegrænsede livrenter i samme indkomstår. Du skal være opmærksom på, at regeringens finanslovsforslag for 2012 indeholder et forslag om nedsættelse af maksimumbeløbet til 55.000 kr. 2011 er derfor det sidste indkomstår, hvor du kan indbetale op til 100.000 kr. Bemærk dog, at finanslovsforslaget endnu ikke er vedtaget.

I maksimumbeløbet medregnes både det, som du indbetaler til arbejdsgiveradministrerede og private ratepensioner og tidsbegrænsede livrenter.

Skal der indbetales mere til pension, kan du privat indbetale op til 46.000 kr. 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 over 10 år. Indbetaler du til livsvarig livrente via din arbejdsgiver, får du fuldt skattemæssigt fradrag for det indbetalte beløb uanset størrelsen, dog skal indbetalingen kunne rummes i bruttolønnen. Indbetaler du privat,

kan du altså anvende 100.000 kr. til ratepension og 46.000 kr. til livsvarig livrente, i alt 146.000 kr. Derudover kan du indskyde 46.000 kr. 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 ikke giver fradrag i topskatten.

HAR DU INDBETALT MERE END 100.000 KR.

Hvis du har indbetalt mere end 100.000 kr. samlet på ratepension og tidsbegrænsede livrenter i 2011, får du ikke fradrag for det overskydende beløb. Men den overskydende indbetaling kan overføres til en livsvarig livrente med fradrag eller tilbagebetales til dig uden skattemæssige konsekvenser.

ER DU PERSONLIG ERHVERVSDRIVENDE

Personlig erhvervsdrivende har til og med 2014 en særlig mulighed for en større indbetaling til ratepension. Du kan nemlig vælge at indsætte op til 30 procent af det regulerede overskud fra virksomheden.

Da det endelige regnskab først foreligger i det nye år, foregår indbetalinger omfattet af 30 procents reglen ofte efter et skøn. Et eventuelt for stort indbetalt beløb i 2011 kan derfor tilbagebetales i 2012, når det endelige maksimale beløb er kendt, mens det ikke er muligt at indbetale ekstra, hvis der er indbetalt mindre end 30 procent.

Du kan kontakte din pensionsrådgiver i banken, hvis du har spørgsmål til dine pensionsindbetalinger for 2011.

Skatten og finansloven

Regeringen fremsatte den 3. november 2011 forslag til finanslov for 2012. Skatteområdet bliver berørt på flere punkter.



Enhedslisten holder møde om finansloven hos finansministeren.

Lovforslagene på de nævnte punkter blev fremsat den 21. november, men er ved redaktionens afslutning ikke vedtaget. Der kan derfor komme ændringer i forhold til det beskrevne. Vi vender tilbage med en uddybning, når lovforslagene er vedtaget.

SUNDHEDSFORSIKRINGER

Som reglerne er i dag, er der skattefrihed for arbejdsgiverbetalt sundhedsforsikringer. Finanslovsforslaget lægger op til en fjernelse af skattefriheden. Virksomhederne vil dog stadig have fradragsret for udgifter til sundhedsforsikringer til medarbejderne, hvorimod medarbejderen fra og med 2012 skal beskattes af præmien på sundhedsforsikringen.

RATEPENSIONSORDNINGER OG LIVSVARIGE LIVRENTER

Som tidligere nævnt i artiklen "Tid til indbetaling på pension" har regeringen foreslået en nedsættelse af maksimumbeløbet for indbetaling på ratepensioner og ophørende livrenter fra 100.000 kr. til 55.000 kr. Ændringen skal gælde fra og med indkomståret 2012.

OVERDRAGELSE AF VIRKSOMHED MED SUCCESSION

I dag er det muligt skattefrit at overdrage aktier med succession til nærtstående familiemedlemmer, hvis de finansielle aktiver udgør mindre end 75 procent. Efter finanslovsforslaget vil det fra og med 1. januar 2012 kun være muligt at overdrage aktier skattefrit med succession, hvis de finansielle aktiver udgør mindre end 25 procent.

Hvis du står overfor et generationsskifte, og selskabet indeholder finansielle aktiver mellem 25 og 75 procent, bør du derfor overveje om generationsskiftet med fordel kan gennemføres inden årsskiftet.

OPHÆVELSE AF MULTIMEDIESKATTEN

Hvis du har multimedier, såsom telefon, computer m.v. stillet til rådighed af din arbejdsgiver, beskattes du i dag af 3.000 kr. Denne såkaldte multimedieskat afskaffes. Der indføres i stedet en beskatning af fri telefon på 2.500 kr. Hvis din arbejdsgiver stiller en computer til rådighed for arbejdet, skal du fremover ikke beskattes af eventuel privat benyttelse.

Hvis du derimod går ned i løn for at få stillet en computer til rådighed, er der en formodning for, at computeren stilles til rådighed til privat brug. I dette tilfælde medregnes et beløb svarende til 50 procent af udstyrets nypris til den skattepligtige indkomst hvert år i den periode, som godet har været til rådighed. Det kan betyde, at hvis lønnedgangen er fordelt over 24 måneder, vil købet medføre en beskatning af 100 procent af nyprisen.

Bemærk, at der er foreslået en overgangsordning, som medfører, at hvis der inden lovens ikrafttræden den 1. januar 2012 er indgået aftaler om lønreduktion i relation til telefoner, computer og/eller datakommunikation, beskattes du maksimalt af et beløb på 2.500 kr. årligt til og med indkomståret 2014, svarende til beskatningen af fri telefon. Det er dog en forudsætning, at multimediebeskatningen er trådt i kraft i løbet af 2011.

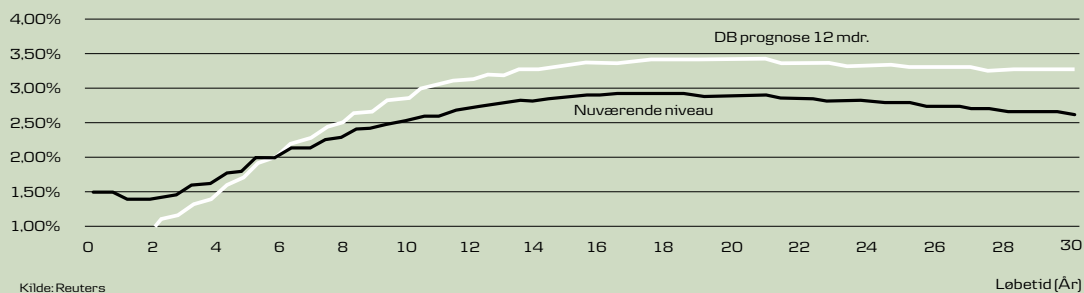
HUSK at optimere skatten af dine værdipapirer

I oktober-nummeret af *INVESTERING* kunne du læse om skattemæssig optimering af aktieindkomsten og kapitalindkomsten. Tiden er ved at rinde ud, hvis du skal nå at optimere. Husk derfor at eventuelle køb og salg skal være foretaget inden årsskiftet.

Renteprognose - realkredit

DKK	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
3 mdr. Euribor	1,53	0,90	0,80	0,70
6 mdr. Cibor	1,45	1,00	1,00	0,90
F1	1,37	1,15	1,25	1,50
F3	1,71	1,50	1,60	2,40
F5	2,28	2,10	2,20	2,50
F10	2,88	2,70	2,80	3,10
4 % kontantlån 30 år	4,25	4,10	4,10	4,32
3 % kontantlån 20 år	3,64	3,36	3,36	3,59

Prognose for rentekurven



Renteprognose - statsobligationer

DKK	Spot	+ 3 mdr.	+6 mdr.	+12 mdr.
Repo-renten	1,20	0,70	0,70	0,70
3 mdr. Cibor	1,27	0,80	0,80	0,75
2-årig stat	1,37	1,05	1,05	1,10
10-årig stat	2,48	2,30	2,50	2,90
EUR				
Refi-renten	1,25	0,75	0,75	0,75
3 mdr. Euribor	1,46	0,90	0,80	0,75
2-årig stat	0,31	0,25	0,25	0,50
10-årig stat	1,75	1,75	2,00	2,35
USD				
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25
3 mdr. Libor	0,46	0,55	0,60	0,50
2-årig stat	0,23	0,25	0,30	0,40
10-årig stat	2,03	2,20	2,40	2,75

Valutaprognose

	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
USD/DKK	549,7	572	572	539
EUR/DKK	744,3	744	744	744
JPY/DKK	716	759	775	695
GBP/DKK	870,7	896	865	836
CHF/DKK	602,2	595	586	586
SEK/DKK	81,3	80,0	81,8	82,7
NOK/DKK	95,1	96,6	97,3	99,2
EUR/USD	135,4	130	130	138
USD/JPY	76,7	75	74	78
USD/GBP	158,4	157	149	155

Notationen er som følger:

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

Råvareprognose

	Spot	2011 kv. 4	2012 kv. 4	2011 - gns.	2012 - gns.
Olie - NYMEX WTI (USD/tønde)	100	96	105	96	102
Olie - ICE Brent (USD/tønde)	110	110	115	111	112
Kobber (USD/t)	7540	7600	9100	8844	8625
Zink (USD/t)	1.927	1.950	2.200	2.221	2.125
Nikkel (USD/t)	18.000	19.000	22.000	23.000	21.000
Stål (USD/t)	530	560	580	564	573
Aluminium (USD/t)	2.094	2.100	2.400	2.422	2.275
Guld (USD/oz)	1.730	1.750	1.850	1.589	1.788
Matif Mill Hvede (EUR/t)	181	190	203	216	200
CBOT Hvede (USD/bushel)	612	651	727	734	710
CBOT Majs (USD/bushel)	614	690	740	680	733
CBOT Soyabønner (USD/bushel)	1.173	1.350	1.410	1.360	1.380

MØD VORES MAND I BOSTON



Edward Bousa kender værdien af at holde sig ajour med erhvervsnyhederne og køber gerne dagens avis på vej til arbejde. Men han ved også, at der skal mere detaljeret viden til, når det kommer til investeringsbeslutninger.

Bag kulissen

Når Edward Bousa vurderer en aktie, besøger han så ofte som muligt virksomheden og mødes med ledelsen. "Vi besluttede for nogle år siden at

investere i et amerikansk olieselskab, selvom det øvrige marked solgte

kraftigt ud af aktien. Aktiekursen var faldet sideløbende med den globale efterspørgsel på olie. Men

vores analyser viste, at faldet kunne være midlertidigt, da bl.a. Indien og Kina har et stærkt stigende energiforbrug". Derfor mødtes Edward Bousa med ledelsen for at få et dybere indblik i selskabets fremtidige indtjeningsmuligheder.

Når du investerer gennem Danske Invest, trækker du på lokale investeringseksperter fra hele verden. Edward Bousa er en af dem.

Kurven knækkede

Selskabet havde tidligere gjort store oliefund i Østafrika, og på møderne fremgik det, at nye undersøgelser også tegnede lovende. Edward Bousa blev overbevist om, at aktien var en god investering. "Det er gennem mine møder med selskaberne, jeg for alvor kan bruge mine 25 års erfaring til at vurdere en akties potentiale". Efterfølgende har kursen da også mere end indhentet de forudgående fald.

Få del i vores viden

Danske Invest er din adgangsbillet til lokale porteføljerådgivere verden over. Mød flere profiler på danskeinvest.dk