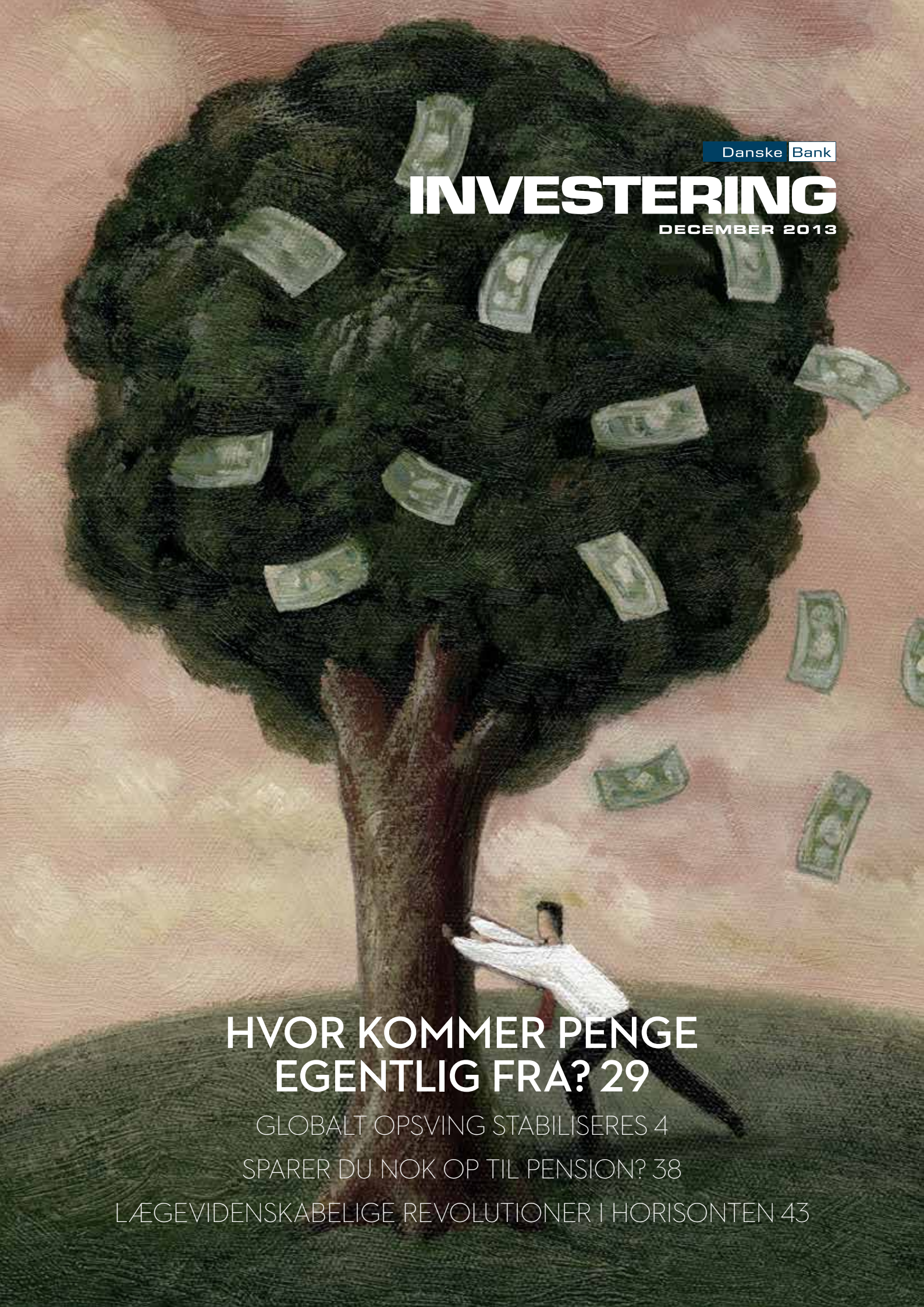




Danske Bank

INVESTERING

DECEMBER 2013

HVOR KOMMER PENGE EGENTLIG FRA? 29

GLOBALT OPSVING STABILISERES 4

SPARER DU NOK OP TIL PENSION? 38

LÆGEVIDENSKABELIGE REVOLUTIONER I HORIZONTEN 43

INDHOLD

Globalt opsving stabiliseres	4
Indtjening dikterer aktiemarkedets afkast i 2014	10
Kunsten at investere i teknologi	13
Wearables bliver en af de store trends i 2014	18
Euroens problemer er her stadig	20
Nye regler for rentetilpasningslån	25
Flere pengepolitiske lempelser i vente fra ECB	26
Hvor kommer penge egentlig fra?	29
Langt sigt kan være meget langt	33
Mobilbank, Tabletbank og MobilePay	34
Danske Bank udvider produktpaletten	34
Hedgefond i Danske Invest blandt verdens bedste	35
Sparer du nok op til pension?	38
Når pensionen udbetales: Brug pengene i den rigtige rækkefølge	42
Lægevidenskabelige revolutioner i horisonten	43
Aktieinvestorer kan med skattemæssig fordel realisere kurstab.	46

INVESTERING udkommer fra 2014 seks gange årligt

Som udgangspunkt skrives leder og alle artikler i magasinet af daglig chefredaktør Flemming Østergaard. Tanken bag den redaktionelle linje er at for at investere bedst muligt, skal man forstå, hvordan verden hænger sammen og udvikler sig. Hvordan økonomiske, politiske, erhvervsmæssige, videnskabelige, teknologiske, demografiske, miljømæssige, sociale og andre trends påvirker verden. Magasinet kan downloades gratis til iPad. Foretrækker du iPad-versionen alene, er du velkommen til at kontakte din rådgiver 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

Redaktionspanel · Ansvarshavende Allan Soon Lorentzen · Chefredaktør Flemming Østergaard
Jesper Simonsen · Jes Linnert · Lars Skovgaard Andersen · Henrik Hansen · Christian Kirk
Redaktion afsluttet den 3. december 2013

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

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

VERDEN ER ET DYNAMISK PUSLESPIL

Når årsskiftet nærmer sig, ser man altid et væld af prognoser for det nye år - lige fra gæt på royale babyer til nye teknologiske innovationer. Og så er der de økonomiske prognoser som spænder fra bud på ledigheden og euroens overlevelsessevne til estimater på aktier og renters udvikling.

Fælles for disse spådomme er, at de hviler på nogle nødvendige antagelser. "Hvis disse forudsætninger opfyldes, så kan det med stor sandsynlighed forventes at..."

Problemet er, at selv om de opfyldes, så kommer der nye emner på dagsordenen, der kan forstyrre billedet. Vi kender det fra vores hverdag. Vi har nogle projekter, der skal overstås - taget skal repareres, en konfirmation skal overstås, en eksamen bestås, et knæ opereres, et krævede arbejdsprojekt færdiggøres osv. - og Så kan man slappe af. Men sådan er det ikke. Når nogle udfordringer er overvundet, så dukker der andre op.

Verden er et dynamisk puslespil. Lige som man tror, at man har fundet de manglende brikker, så finder man ud af, at selve spillet har ændret

sig. Nu er det nogle andre brikker, der mangler. Livet er en endeløs række af udfordringer, vigtige beslutninger og tilpasninger til forandringer.

Og vi må vænne os til, at der bliver flere af dem. For det første af den grund at vi lever stadig længere - og i øvrigt derfor i større grad bør bruge livrenter i pensionsopsparingen. For det andet fordi de teknologiske og videnskabelige fremskridt går stadig hurtigere og vil forandre

verden i en grad, det er svært, for ikke at sige umuligt at forestille sig. Som Storm P engang har sagt:

"Man har gjort det umulige muligt; det er umuligt, at det kan være muligt, men det er muligt, at det er umuligt."

Men meget af det der forekommer umuligt i dag *bliver* muligt i fremtiden. Videnskaben bryder nye grænser, "disruptive innovations" forstyrrer en hel værdikæde,

gamle idéer og tankemønstre forældes, nye kulturelle trends og behov opstår, nye geopolitiske aftaler indgås (USA-Iran), og industrielle og nationale magtbalancer forskydes.

På den baggrund er det vanskeligt at agere som investor, og en betydelig del af investeringerne bør være i selskaber, som leverer produkter og ydelser til dækning af behov i samfundet, der ikke forsvinder foreløbig. Porteføljen bør som altid være spredt ud over forskellige sektorer, lande, temaer og obligationstyper - ikke mindst i form af professionelle investeringsfonde fra de mere generelle til

de specialiserede investeringsforeninger, Private Equity, hedgefonde, strukturerede produkter og evt. portefølje pasningsløsninger.

Visse ting forandrer sig trods alt aldrig, og læresætningen om spredning af investeringerne er en af dem.

Godt nytår!



ERIK CARSTENSEN,
Investeringsdirektør, Danske Bank





GLOBALT OPSVING STABILISERES

USA vil også i 2014 køre hurtigere end Europa, men det europæiske aktiemarked vil klare sig bedre, mener chefstrateg Bo Bejstrup Christensen. Skal Japan ud af lavvækstfælden, kræver det strukturelle reformer. Kina er også på vej ind i en omstillingsfase.

2013 blev et år uden en løbsk eurokrise, men havde alligevel sine udfordringer med en politisk farce om forhøjelse af gældsloftet i den amerikanske kongres og uro i Emerging Markets efter udmeldinger fra Federal Reserve om, at centralbanken snart vil begynde at bremse sin Quantitative Easing (QE) – de månedlige opkøb af realkredit- og statsobligationer for 85 mia. USD. Opmuntrende var det imidlertid, at Europa langt om længe er på vej ud af den længste recession siden 2. verdenskrig.

Men 2014 vil også byde på sine udfordringer, og i USA lægger de ud allerede i januar med en fornyet debat om forhøjelse af gældsloftet. Skal vi nu igen til at have en nedlukning af store dele af den offentlige sektor i USA?

”Beslutningen om gældsloftet er udskudt til medio februar, og så kan finansministeriet lave nogle tricks, så behovet udskydes til marts. Og klarer økonomien sig bedre, end man regner med og genererer flere skatteindtægter, så kan loftet måske først rammes til april eller endda maj. Men det store spørgsmål er selvfølgelig, om vi vil se det samme slagsmål igen. Skal man dømme efter en udtalelse fra Mitch McConnell, leder af Republikanerne i Senatet – det er dog ikke dem, der lavede balladen, det var dem i Repræsentanternes Hus – så har han sagt, at strategien med nedlukning af USA var en stor fejl, der svarede til at give offentligt ansatte to ugers ferie. Men det bliver politisk ømtåleligt og kan give noget uro på markedet. Men USA får ikke lov at gå konkurs. Chefen for JP Morgan Chase har sagt det meget

tydeligt – hvis gældsloftet ikke hæves, og USA går konkurs, så vil tiden lige efter Lehman Brothers blot ligne ”a walk in the park”, siger Bo Bejstrup Christensen, chefstrateg i Private Banking og medvirkende til at fastlægge bankens overordnede aktivallokering.

En anden potentielt forstyrrende faktor er ”tapering” – Federal Reserves udfasning af QE. Hvornår tror du, det sker?

”Den delvise nedlukning af den offentlige sektor har givet usikkerhed om økonomiske data, og vi mener ikke, at Federal Reserve har klarhed nok over styrken af økonomien før i 1. kvartal 2014. Der er vi i den politiske debat om gældsloftet, og det bliver for svært at gøre det der. Så lige nu tror vi, at det først vil ske efter marts, men det vil hænge tæt sammen med den politiske proces. Underforstået, at hvis der opnås en aftale om gældsloftet allerede i januar, så kan centralbanken godt starte tapering i marts.”

Hvad tror du effekten bliver på de finansielle markeder?

”Renterne vil stige, men det vil som udgangspunkt være godt for risikable aktiver, at Federal Reserve starter med tapering, fordi det er tegn på, at centralbanken vurderer, at opsvinget er godt på vej til at skabe tilstrækkeligt mange jobs. Men vi har før set, at meget voldsomme skift i rentemarkederne kan føre til svagere aktier. Og klumrer Janet Yellen, den kommende nye chef for

Federal Reserve, i kommunikationen, og politikerne også klumrer i det, så kan vi se aktier falde, og renterne stige mere dramatisk.”

I fastholder jeres forventning om et stærkere amerikansk opsving i 2014. Kan du begrunde det?

”Erhvervstilliden er steget til nye niveauer, og virksomhederne er mere optimistiske end de har været i de seneste tre år, og det gælder i både fremstillingssektoren og i servicesektoren. Arbejdsmarkedet har i de seneste tre måneder skabt knap 200.000 jobs om måneden til trods for, at finanspolitikken er strammet med over to procentpoint i 2013 – hvilket er den strammeste finanspolitik i 30 år. Så en af årsagerne til, at vi forventer stærkere vækst næste år er ganske enkelt, at der ikke kommer lige så store stramninger. Kan du vokse to pct., når du strammer to pct., så er det realistisk at nå tre pct. vækst i et år, hvor du kun strammer med en halv pct. Vi tror, at når det finanspolitiske pres letter, så vil forbrugerne begynde at bruge flere penge.”

S&P 500 har sat ny rekord i år, men ser man på den cyklisk justerede P/E – også kaldet Shiller P/E efter økonomen Robert Shiller, som forudsagde IT-boblens kollaps – så er den i år på et niveau, der kun er set tre gange før: I 1929, i 2000 og 2008. Bør det ikke give anledning til bekymring?

”Det er rigtigt, at aktierne i USA er steget over 25 pct. i år. Og idet indtjeningen kun er steget fem pct., så afspejler det, at aktierne er blevet dyrere. Når det er sagt, så er vi ikke begejstrede for Shiller P/E. Shiller har faktisk selv sagt inden for det seneste år, at den høje værdi af cyklisk justeret P/E ikke betyder, at USA-aktier er dyre. Og en af årsagerne til det er, at perioden efter Lehman Brothers

er med i beregningerne. Der kollapsede indtjeningen i bl.a. den finansielle sektor, så medmindre vi får noget af det samme, så undervurderes indtjeningen (E’et), hvilket hæver P/E. Et andet argument er, at selv om opsvinget er over fire år, så er der stadig masser af ledig kapacitet, og derfor er der ikke omkostningspres som følge af bl.a. højere lønninger. Derfor tror vi ikke, at vi vil se stærkt faldende marginer det kommende år. Virksomhederne vil være i stand til i gennemsnit at opnå højere profitmarginer end de seneste 10 år, men det er ikke udtryk for, at vi står overfor en ny nedtur,” siger Bo Pejstrup Christensen og fortsætter:

”Når det er sagt, må jeg også sige, at de amerikanske aktier ikke er billige. Målt på Kurs/Indre værdi er de fak-

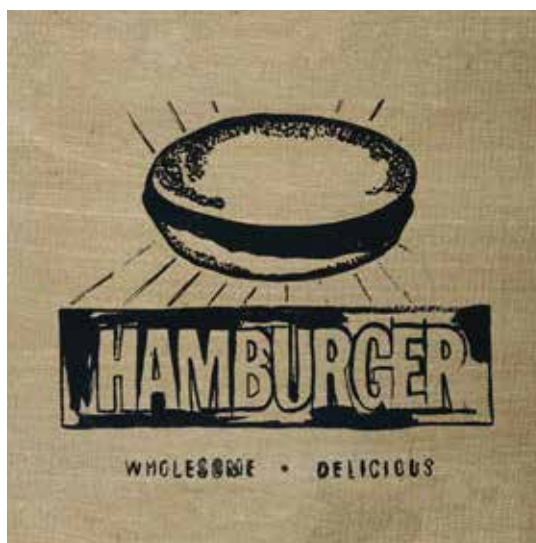
tisk lidt dyre, og det betyder, at hvis vi ser 5-10 år frem i tiden, så skal man ikke forvente, at det amerikanske aktiemarked kaster mere end 6 pct. af sig i gennemsnit om året. Aktierne er gået fra at være ekstremt billige i 2009 til at være prissat i intervallet fair til lidt dyre.”

EUROPA

Vi ser nu endelig et spirende opsving i Europa. Kan du forklare lidt om baggrunden, og hvorfor I tror, det bliver stærkere næste år?

”Det er lidt den samme historie som med USA. Europa

har været tynget af finanspolitiske stramninger i 2011, 2012 og 2013, men det vil ikke ske i 2014 – alene af den grund vil væksten stige. Det næste skridt er, at vi får fikset banksystemet. Vi er stadig i en situation, hvor bankerne ikke er så villige til at låne penge ud til den private sektor. Nu forsøger man at bygge en bankunion, og som led i det bliver ECB tilsynsmyndighed. I den forbindelse kommer der en ”asset quality review” - en gennemgang af bankernes lån og hvor skidt det står til. Vi forventer ikke, at nye problemer dukker op i den forbindelse i periferilandene, vi er faktisk mere bekymrede for



bankerne i Tyskland og Frankrig. Men vi ser frem til, at processen giver mere klarhed og information, så vi kan se, hvem der har problemerne. Federal Reserve lavede i foråret 2009 en lignende stresstest for de amerikanske banker, og det gav en sådan klarhed. Man fik identificeret, hvem der havde kapitalbehov og hele processen medførte i sidste ende, at bankerne lånte flere penge ud. Når det er sagt, så må vi også sige, at der på ingen måde er tale om et stærkt opsving i Europa. Der er stadig lande, som fører en relativt stram finanspolitik. X-faktoren er, hvad ECB gør – de har jo lige vist, at de godt kan overraske, hvis de vil, ved at sænke renten. Og siden har flere ledende medlemmer signaleret, at de godt kan finde på mere. Det bliver næppe via renten, men snarere vil de bruge balancen som Bank of Japan, Bank of England og Federal Reserve.”

Morgan Stanley har estimeret, at 5-10 store banker vil falde i stresstesten. Hvad vil det betyde?

”Det som ECB-chef Mario Draghi også har sagt er, at hvis der ikke er banker, der dumper i testen, så er der ingen, der tror på den. Når nogle banker falder, og det står klart, at de har brug for ekstra kapital, så vil der komme løsninger. Kan de ikke komme fra det private, så bliver det fra nationalt hold. Og så er der stabilitetspagten. Det er jo vedtaget, at den europæiske stabilitetsmekanisme kan skyde kapital i nødlidende banker, som det f.eks. er sket i Spanien.”

Der har været kritik af, at tyskerne ikke bruger nok penge – både IMF og det amerikanske finansministerium har bl.a. sagt, at det er problematisk, at Tyskland har fastholdt et stort overskud på betalingsbalancen gennem hele eurozonens finansielle krise, og at dette vanskeliggør en rebalancering for andre eurolande og skabte en deflationær tendens for eurozonen såvel som verdensøkonomien. Er det fair?

”Det er i mine øjne en tåbelig diskussion. For 10 år siden blev Tyskland kaldt Europas syge mand. Så gennemførte de mange nødvendige reformer – heldigt for dem på et tidspunkt, hvor verdensøkonomien var stærk, så det var lettere at komme igennem med. Nu bliver de så klandret for, at de ikke bruger penge nok. Det er ikke fair.

Men i øvrigt er der tegn på, at de er begyndt at bruge flere penge. Boligmarkedet stiger, og det samme gør lønninger og privatforbrug. Men man skal også huske på, at Tyskland står overfor store demografiske udfordringer. Det kan godt være, at de kunne lempe finanspolitikken på kort sigt og stimulere folk til at bruge flere penge, men det ville give en lav effekt.”

”En af årsagerne til at Europa ikke vil vokse så stærkt er, at til forskel fra USA er den private sektor ikke så langt i nedgearing, kort fortalt skal forbrugerne bruge en del af deres indkomst til at betale gæld ned. Hvad angår den offentlige gæld, så er det vores holdning, at det er svært at forestille sig Grækenland betale det hele tilbage. Men man kan forestille sig, at de får lov at udskyde afdrag på lånene. Kommer de tilbage til en vedvarende vækst, jamen så bliver lån fra andre europæiske regeringer måske eftergivet 5-10 år ude i fremtiden. Det er heller ikke utænkeligt, at vi får en ny ”Marshall plan” for Grækenland, som nogen har talt om. Lige nu er der fokus på de offentlige underskud, og jeg tror ikke Grækenland får lov at blive et tema i 2014. Grækenland får den hjælp, de skal have, det er småpenge i forhold til det, der er brugt samt de uoverskuelige konsekvenser af en ny opblussen af gældskrisen og usikkerhed om europoprojektet.”

MSCI Europe er tæt på det højeste niveau nogensinde. Betyder det, at aktierne er ved at være dyre?

”Vi mener som før nævnt, at de amerikanske aktier er prissat fair til dyrt, men selv om det brede europæiske indeks i år er steget 20 pct., er de europæiske aktier stadig relativt billige. De kommer fra et niveau, der var alt for lavt, fordi mange troede, at euroen ville falde sammen. Det er stadig ikke dyrt historisk set, og det skyldes til dels kriselande og pressede banker. Men vi tror, der er mere i europæiske aktier generelt, hvis væksten tager til næste år. Det er også super positivt, at et land som Spanien er begyndt at rejse sig og er ved at knække ledighedskurven.”

JAPAN

2013 blev året, hvor Japan besluttede at iværksætte en ”økonomisk 3-trins raket” med en voldsom lempelse af pengepolitikken, store offentlige investeringer og strukturelle reformer. Men halter de ikke med det sidste trin?



”Jo præcis, der er ikke i tilstrækkeligt omfang fulgt op med strukturelle reformer. Pengepolitikken har været meget lempelig, den japanske yen er svækket, renterne er faldet og aktierne steget. Det næste trin, den finanspolitiske lempelse, har også virket, og økonomien vokser stærkere end længe. Men lige præcis det tredje ben i strategien mangler vi, og vi er skeptiske overfor, om det bliver gennemført i tilstrækkelig grad. De strukturelle reformer skal bl.a. gøre arbejdsmarkedet mere fleksibelt, flere kvinder skal ud på arbejdsmarkedet, der skal åbnes op for immigration, som kan afhjælpe den meget negative demografiske udvikling. Men trods mange store taler har vi ikke set meget konkret endnu. Det er også svært med sådanne reformer, det har vi også set i Europa. Vores bekymring for Japan er, at den lempelige finanspolitik ændrer sig i 2014. Momsen hæves, og det bliver nega-

tivt for væksten. Håbet skal basere sig på, at reformerne kommer, og at det lykkes at ændre folks forventninger - at optimismen breder sig, tilliden stiger, priserne stiger, og vejen banes for et selvforstærkende opsving. Men den store udfordring er, at Japan har en meget negativ demografi og en enorm statsgæld, der gør, at den langsigtede vækstrate er meget lav.”

Men de makroøkonomiske og politiske udfordringer betyder jo ikke nødvendigvis, at alle japanske aktier er uinteressante. Japan er jo kendetegnet ved at have en række af verdens førende globale virksomheder og har et meget højt teknologisk niveau.

”Netop. Håbet går på, at der kommer mere gang i den indenlandske økonomi, og det er vi mere skeptiske over-

for. I stedet bør man vende øjnene mod de globalt orienterede virksomheder, som også vil nyde godt af den svagere yen.”

EMERGING MARKETS

Der tales meget om, at Emerging Markets (EM) er i en omstillingsfase og nødvendigvis må tilstræbe større fokus på indenlandsk vækst og mindre eksportafhængighed samt sigte mod at stimulere innovation og bevæge sig højere op i værdikæden. Ser du nogle konkrete tiltag til det – ikke mindst i Kina?

”Kina har behov for reformer på flere fronter, det er der slet ikke nogen tvivl om. Og det har blandt andet præsident Hu Jintao også lagt op til, men foreløbig er det kun blevet til store ord. For det første skal man give landbefolkningen ejendomsrettigheder som i byerne – før det sker, kan man ikke komme videre. Det næste er, at betingelserne for den private sektor skal forbedres, og de statsejede virksomheder skal spille en mindre rolle. Som det er i dag, har de nemmere adgang til finans og politisk kontakt, og det skævvrider konkurrencen. Skal Kina blive rigere, så skal de lave de her reformer. Lønningerne i Kina er også steget ganske markant over årene, og det gør, at landet i stigende grad har mistet noget konkurrenceevne på arbejdskraften. Vi ser det bl.a. udmønte sig i, at tekstilproduktionen stagnerer, og udenlandske virksomheder i stigende grad outsourcer deres produktion til lande som Vietnam og Bangladesh i stedet.

Og det er rigtigt, at de skal bevæge sig højere op i værdikæden, men det er en egentlig en proces, som har været i gang i mange år. Det ses bl.a. i, at Kina vinder stadig flere markedsandele i elektronik, hvilket signalerer, at de er blevet bedre til at omstille sig. Men skal det for alvor lykkes at bevæge sig op i værdikæden, er det ikke mindst vigtigt, at man stimulerer innovationen i den private sektor, som også skal sidestilles med den stats-ejede.”

Hvad forventer du af året som helhed i aktiemarkeder i EM samt obligationsmarkeder samme sted? Bør man ikke også være meget selektiv og undlade at skære EM over en kam, som der ellers har været tendens til?

”Vi er bekymrede for de investeringsmæssige udsigter i EM. Du har ret i, at vi ikke kan se det som én region mere. I 2007 var der et uset vækstmirakel på tværs af

EM, Kina voksede stærkt og havde et boligboom og råvareefterspørgselen var meget høj. Dette faldt også sammen med en stærk kreditdrevet vækst i Vesten. I dag er billedet væsentlig anderledes. USA og Europa er i fremdrift, men ikke i samme fart som før, og det samme gælder boligmarkedet i Kina. Samlet set betyder det lavere globale aktivitetsniveau, at lande som har haft en meget stærk position nu er på vej mod underskud på betalingsbalancen, så man skal være langt mere påpasselig, når man investerer i EM.

Når vi taler aktier, skal indtjeningen vokse for at gøre det attraktivt, men indtjeningen er relativt høj allerede i dag og med opstramning af bolig- og kreditmarkedet i Kina over de kommende år, er der lagt op til lavere indtjeningsvækst. Der er også elementer i EM, som gør det svært at gennemskue – f.eks. det russiske marked og de kinesiske banker – og mange investorer vil derfor ikke betale en høj pris for aktierne.

Hvis vi taler om obligationer i lokal valuta, så tror vi stadig, der er muligheder, men man skal være mere påpasselig. Vi bevæger os ind i et miljø med globalt stigende renter, og vi har allerede i år set, at alene snakken om at Federal Reserve overvejer at bremse opkøbene af realkredit- og statsobligationer i USA skabte uro i dele af EM. Så hvis man vil investere i obligationer i EM i lokal valuta, er det forbundet med en stigende risiko. Visse lande har en forværret betalingsbalance, som kan blive afhjulpet af en svækket valuta. Vi anbefaler, at hvis man ønsker eksponering i obligationer i EM i lokal valuta, bør det ske via en investeringsforening.”

Til slut – vi har i flere år peget på kreditobligationer udstedt af virksomheder som en attraktiv investeringsmulighed. Gælder det stadig?

”Man skal være påpasselig. For Investment Grade obligationer er rentespændet til 10-årige amerikanske eller tyske statsobligationer nu så lavt, at hvis det globale op-sving får bedre fat, så er der ikke meget tilbage, når renten stiger. High Yield obligationer – de dårligere ratede kreditobligationer – er mere interessante. Der har vi stadig en relativt høj renteforskel, og de vil bedre kunne absorbere et stigende rentemiljø. Man får ikke samme afkast som i 2009, 2010 og 2011, men det er stadig et attraktivt alternativ til traditionelle lavtforrentede stats- og realkreditobligationer.”

INDTJENING DIKTERER AKTIEMARKEDETS AFKAST I 2014

DET MENER AKTIESTRATEG MORTEN KONGSHAUG, SOM FREMHÆVER DE
CYKLISKE SEKTORER OG SMALL CAP-AKTIER.

Hvis man skal lave en prognose for aktiemarkedet, så kræver det naturligvis som udgangspunkt, at en række forudsætninger bliver opfyldt. En afgørende forudsætning er, at virksomhedernes indtjening stiger i løbet af 2014. I 2013 har dette ikke været tilfældet, selv om aktiemarkedet er steget med mere end 20 pct. Der er med andre ord taget godt forskud på "bedre tider" i 2014. Bliver disse forventninger så indfriet? Det handler bl.a. om, hvorvidt det spæde europæiske opsving som forventet bider sig fast; om amerikansk BNP-vækst som skønnet når 3 pct. næste år; om renterne holder sig i ro, når Federal Reserve's udfasning af opkøbsprogrammet for obligationer starter; og om Kinas vækstafbøjning bliver erstattet af vækststabilisering.

Spørgsmålet er, hvordan verdens aktiemarkeder vil klare sig i 2014, hvis disse forudsætninger bliver opfyldt.

"Som udgangspunkt vil jeg sige, at året 2014 er mere uforudsigeligt end 2013. Aktiemarkedet er blevet drevet af en normalisering af værdiansættelse, og der er fortsat mange potentielle jokere, der kan trække i den gale retning. Men som udgangspunkt ser det godt ud på mange fronter. Der har været en bedring på vej gennem længere tid, og det er også derfor, at vi allerede har set aktiemarkederne klare sig godt i både USA og Europa," siger aktiestrateg i Danske Bank, Morten Kongshaug.

USA

Hvad angår USA, så påpeger han, at markedet i høj grad allerede har taget forskud på forventningerne om højere økonomisk vækst i 2014.

"Men der er en tendens til, at vi forlænger verden med brædder. Fra 2004-2007 var der indtjeningsvækst i amerikanske virksomheder på 8-12 pct. hvert år. Det er også de vækstrater, markederne regner med for 2014, men

der mangler en masse tilpasninger, der både kan styrke og svække næste års indtjeningsvækst. En af dem er, at virksomhederne ikke rigtigt er kommet i gang med at investere. Da mange virksomheder ikke udnytter deres produktionsapparat fuldt ud, har der indtil nu ikke været noget større behov for at investere. Når det er sagt, vil både lempelige kreditvilkår, teknologi og konkurrenceevne presse i retning af større investeringer i produktionsudstyr samt opkøb og sammenlægninger af virksomheder (M&A) i 2014 i forhold til 2012-13. En vigtig tilpasning er virksomhedernes salgspriser. I 2013 har amerikanske virksomheder kun oplevet en lille vækst i indtjeningen, og en af årsagerne har været prispres i mange sektorer. Til et godt aktieår i 2014 hører derfor nok en forbedring i virksomhedernes udbudspriser - f.eks. i energi og basismateriale sektorerne," siger Morten Kongshaug.

Han betegner endvidere USA som værende længere fremme i den økonomiske cyklus end Europa, og det samme gælder konsolideringen af bankerne.

EUROPA STÅR BEDRE I 2014

"Europa er en catch-up historie. Vi har, grundet Euro-krisen, fortsat lavere valuer og lavere indtjening i forhold til USA, end vi plejer. Vi har fået eurokrisen nogenlunde under kontrol, og der er stigende tillid til, at vi ikke ender i recession igen. Vi fik eurokrisen i 2010, og den krise er bankerne begyndt at komme sig af, så vi kan få noget af den samme catch-up, som vi så begynde i de amerikanske banker i allerede i 2009. Det virker også som om husholdningernes dårlige lån topper nu, bl.a. i Spanien. Der er ikke stress i det finansielle system længere, og så kommer banker og forsikring til at tjene mange flere penge. Jeg kigger især mod UK, Frankrig og



Tyskland, hvor der stadig er interessante finansaktier at finde. Vi ser en tillid til finanssektoren, der er på vej tilbage, og det vil hjælpe Europa til at outperforme USA.”

Helt sund er finanssektoren dog ikke, og det vil blive påvist gennem de stresstest af de 128 største banker i eurozonen, der er i gang over det næste års tid. Det er ECB, der står bag som forberedelse til, at centralbanken i november 2014 skal indtræde i rollen som tilsynsmyndighed for bankerne i eurozonen samt andre lande i EU, der ønsker at være med. Morgan Stanley har estimeret, at 5-10 af bankerne vil falde, og ECB-chef Mario Draghi har understreget, at man ikke vil tøve med at lade banker falde i testen.

”Der vil komme fokus på disse stresstest, som kan give en vis uro, men det vigtige er, at bankerne begynder at åbne op og låne mere ud. Nedgearingen i bankerne er stoppet, og det er meget vigtigt for eurozonens økonomi,” siger Morten Kongshaug.

Han tror også, at der i 2014 vil komme mere fokus på kvalitetsaktier.

”Havde du kigget på kvalitet i år, så har aktier som Novo Nordisk og Nestlé ikke performet som markedet. Lukasproducenter har også udviklet sig svagere end markedet – det har været nemmere at være Fiat frem for Porsche eller VW. Man kan også spørge, hvorfor aktier som Vestas og Pandora har kørt i år – det har været fordi, de er billige turn-around cases, og ikke mindst fordi danske kvalitetsaktier var blevet dyre efter et stærkt 2012. Næste år tror jeg, at det, investorerne søger, bliver mere blandet. Nogen vil søge mod højt udbytte-betalende aktier, hvor vi forventer større udbetalinger end både i 2012 og 2013. Andre vil søge vækst i billige cykliske aktier, hvor især bil- og byggesektorerne vil komme i fokus. Måske også kapitalgoder i et vist omfang. For selv om virksomhederne ikke har brug for at investere så meget, så er den økonomiske situation ved at være så stabil,

at både kapitalgoder og byggesektoren står stærkt. Europa vil generelt være interessant som følge af kombinationen af en indtjenings-trend, der er kørt efter USA i 2-3 år og en europæisk finanssektor, der endeligt synes på vej ud af krisen,” fastslår aktiestrategen.

INTERESSANTE AKTIER FRA NORD TIL SYD

Det økonomiske opsving er i forskellige hastigheder. Morten Kongshaug påpeger, at Tyskland er den absolutte krumtap i Europa og tilbyder mange interessante aktier. Tyskland og Italien er de steder i Europa med den mest attraktive værdiansættelse.

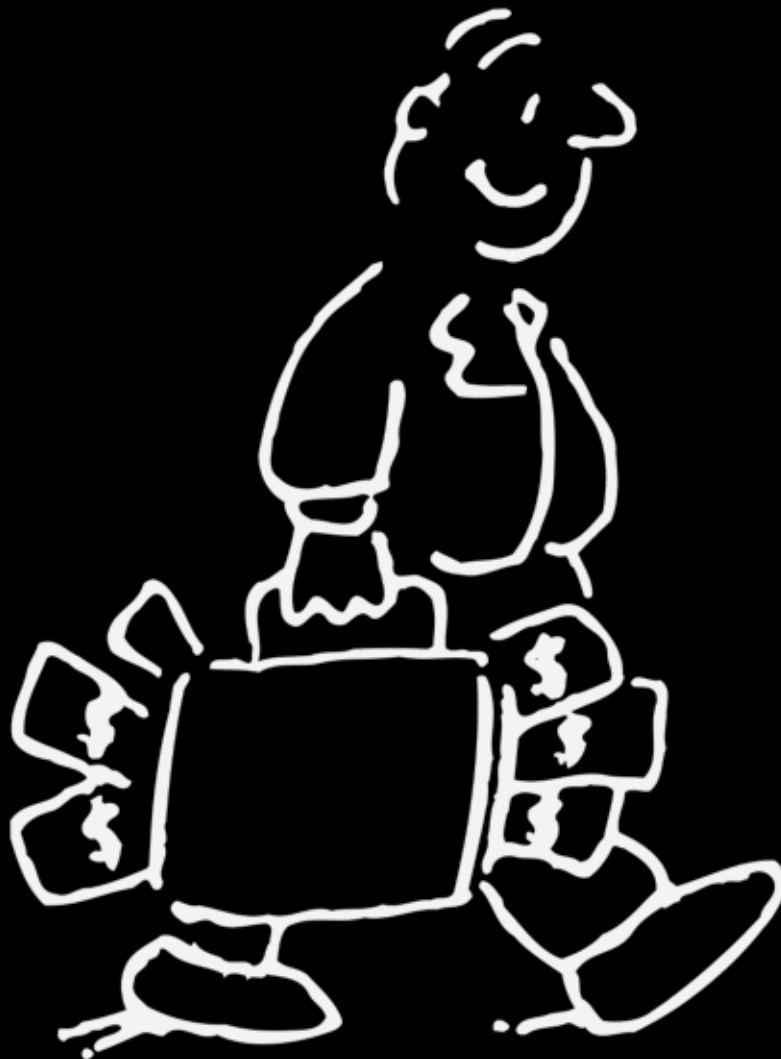
Finanssektoren er formentlig blevet for billig i Frankrig. UK viser pludselig stærk vækst efter flere år med hård hestekur, og medvirkende til fremgangen er den kraftige svækkelse af pundet. Også Norden har mere potentiale i sig. Cykliske eksportaktier i Sverige er blevet hårdt ramt af faldende valutaer i Emerging Markets, men de store svenske aktier, der grundlæggende har høj kvalitet, kan nu fås til en attraktiv pris.

Også Danmark kan følge med. Her er de små aktier kommet i fokus, og selv om aktierne har haft et yderst godt år med stærk performance, så ser de fortsat billige ud. Danmark vil også have glæde af et stærkere fokus på kvalitet.

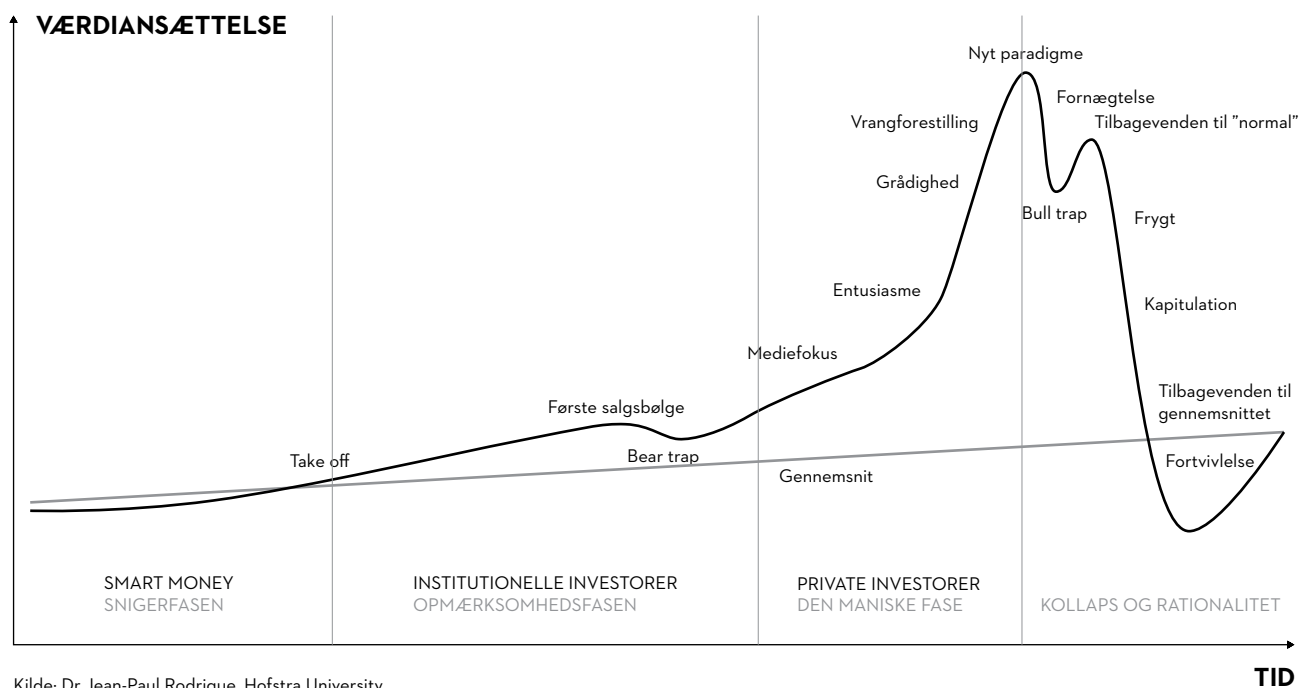
”Vi vil se interessante virksomheder i både nord og syd, men det er nok mindre interessant at være landeorienteret i 2014 end set i årene efter 2008. Man kan med fordel se på sektortrends, og her er det forbrug, finans, olie & gas samt byggeri, der fortsat er relativt billige. Blandt de defensive aktier har telekom og forsyningsaktier klaret sig bedre, end jeg havde regnet med, men jeg vil her fortrække fødevarer og sundhed pga. generelt højere kvalitet. Når vi taler stockpicking bliver kvalitet igen vigtigt,” mener Morten Kongshaug.

KUNSTEN AT INVESTERE I TEKNOLOGI

Det er vanskeligt at se, hvornår en teknologi er tilstrækkelig modnet, og om andre nødvendige supplerende teknologier er udviklet tilstrækkeligt til et gennembrud.



ANATOMIEN I EN BØRSBOBLE



Kilde: Dr Jean-Paul Rodrigue, Hofstra University

TID

Hvornår skal man investere i en ny teknologi eller innovation? Det er vanskeligt at gennemskue. Måske er konceptet så langt forud for sin tid, at ingen forstår det. Måske er det en innovation, som aldrig vil slå igennem. Måske bliver den snart overhalet af noget smartere. Måske er det genialt – f.eks. inden for miljø eller alternativ energi - men det lykkes bare ikke at overbevise hverken medier, investorer eller politiske ledere om det, fordi implementeringen vil være meget omfattende, og det er meget nemmere at køre videre med det gamle system. Måske er det genialt, men det har bare lange udsigter, fordi det kræver, at der er nogle andre ting, der også skal udvikles først. Eller måske er det bare en dårlig idé, som til gengæld er blevet oversolgt af dygtige markedsføringsfolk eller af medierne som blev fascineret af konceptets gode historie uden egentlig at have forstået det. Som tilfældet var med danske forskeres brintpille for nogle år siden.

BOBLERS ANATOMI

Økonomien og de finansielle markeder har det med at køre op og ned – en "boom and bust"-cyklus, der gentager sig igen og igen. Hvad der egentlig sker undervejs er

beskrevet af bl.a. MIT-økonomen Charles P. Kindleberger, hvis bog *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises* stadig bruges på universiteternes økonomistudier i dag.

Kindleberger argumenterer for, at en finansiell krise starter med et "chok" af en eller anden art. Det kan være krig, deregulering, en teknologisk innovation, en finansiell nyskabelse eller andet, der pludselig åbner muligheder for at tjene mange penge og skaber en stemning af optimisme. Andre har beskrevet det samme – herunder en af årets Nobelprisvindere i økonomi, Robert Shiller, der peger på, at det i høj grad er psykologiske forhold, der gør, at økonomier, markeder og enkeltaktier har det med at følge en irrationel udvikling, der strider mod den klassiske antagelse i økonomisk teori om, at vi alle agerer rationelt. Historien er overdænget med eksempler på, at en ny teknologi eller innovation - eller et helt marked som under IT-boblen – følger en udvikling nogenlunde som beskrevet i figuren her på siden.

Nogle professionelle investorer med risikovillig kapital har fingeren på pulsen inden for et bestemt område og investerer upåagtet af offentligheden i en ny innovation eller et bredt tema som f.eks. informationsteknologiens

opblomstring i 90'erne. I næste fase begynder andre investorer, herunder de institutionelle, at være opmærksomme på det nye fænomen. Flere og flere begynder at købe op, og i slutningen af denne fase begynder medierne at sætte fokus på perspektiverne for den nye innovation. I den næste fase kommer de private investorer på banen, og opmærksomheden accelererer til hysteriske højder. Bankerne låner villigt penge ud i denne fase, og mange gearer deres investeringer. Jo højere kursen bliver, desto flere private investorer kommer ind – mens de professionelle lige så stille begynder at sælge ud.

På et tidspunkt går sandheden op for investorerne. Forventningerne var måske lige lovlig høje. Ofte ser man en mindre nedtur først, som efterfølges af en ny mindre optur af investorer, der er sikre på, at der er mere potentiale. Men meget mere bliver det ikke, og en større nedtur starter og accelererer ganske kraftigt, fordi alle vil ud af døren på samme tid. På et tidspunkt er kursen banket så langt ned, at offentligheden er enige om, at det er den værste investering, man kan lave.

Så kommer de professionelle investorer ind igen. Og innovationen og forståelsen omkring den nye idé er nu

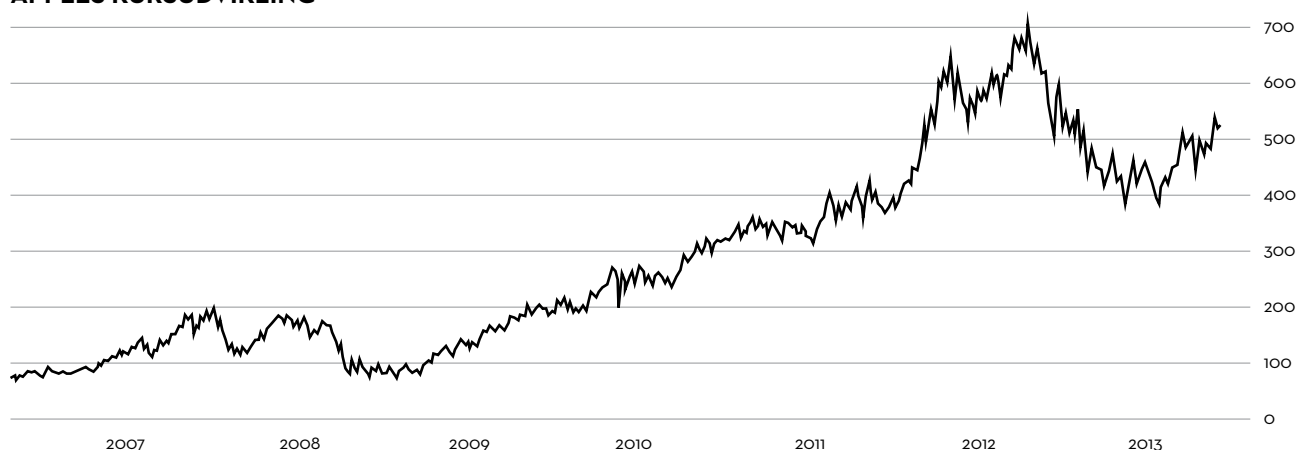
modnet, så det kan begynde at finde større anvendelse – evt. suppleret af, at andre forhold også er faldet på plads. Herefter starter en mere realistisk kursudvikling.

GARTNERS HYPE

Konsulentvirksomheden Gartner anvender en version af "hype cycle" figuren ved, at de forsøger at vurdere forventningerne til forskellige teknologier og hvor de er i deres udvikling. Eksempelvis er Quantum Computing ifølge Gartner i en så tidlig fase, at der ikke er den store medieopmærksomhed endnu – og det har stadig meget lange udsigter, før vi kan se kvantemekanikken implementeret i computere til masserne.

Big Data-konceptet vurderes at ligge tæt på toppen af sin "hype" fase. Der er meget store forventninger til, hvad man kan bruge enorme datamængder om alt muligt til, men det er endnu ikke noget, man har tilstrækkelig praktisk erfaring med eller helt ved, hvordan man skal gribe an. Der mangler en hel del teknologisk udvikling, så ifølge Gartner vil Big Data forsvinde lidt i glemslen herfra, og forventningerne vil blive nedjusteret ganske kraftigt, før konceptet og erfaringer er udvik-

APPLES KURSUDVIKLING



Kilde: Bloomberg. Tallene er historiske. Historisk kursudvikling er ikke en pålidelig indikator for fremtidig kursudvikling.

Kursudviklingen i Apple minder i påfaldende grad om den klassiske "hype cycle". Den maniske fase er overstået, en solid andel på verdensmarkedet er etableret, og nu leverer Apple støt til en loyal kundebase, som næppe forsvinder foreløbig, men snarere udbygges med nye kunder, fordi Apples produkter er så respekterede og veletablerede i forbrugernes bevidsthed. Af den grund er det meget tænkeligt, at den har nået sit plateau af produktivitet og måske mere vil performe som en forsyningsaktie herfra - noget som Microsoft også er blevet sammenlignet med. Risikoen for at konkurrenterne overhaler Apple med innovationer er naturligvis til stede, men trods fraværet af Steve Jobs er opfindsomheden næppe heller forsvundet i Apple, som er så stærkt et selskab, at de har både penge og mærkevarestatus til at tiltrække verdens bedste udviklere.

"I'D BE A BUM ON THE STREET WITH A TIN CUP IF THE MARKETS WERE ALWAYS EFFICIENT"

WARREN BUFFETT

let tilstrækkeligt til at det får en bred og praktisk anvendelse i samfundet.

Cloud Computing er derimod så langt fremme, at det snart vil blive en naturlig, produktiv del af IT-verdenen. Produktiviteten vil stige pænt inden for 2-5 år og derefter flade ud.

Hvordan det udvikler sig fra dette plateau af produktivitet er forskelligt. Nogle innovationer vil blive forældede og erstattet af andre. Internettet derimod er stadig et område, der i mange år vil være et produktivt koncept. Gartner dækker over 50 forskellige emneområder hvert år med disse hype cycles, herunder over 1000 forskellige teknologier. Det lyder dog som en rigtig stor mundfuld at have så mange krystalkugler i spil. For sandheden er, at teknologier, nye idéer og koncepter er et uhyre komplekst dynamisk sammenspil, som ingen er i stand til at gennemskue præcist. Derfor skal man ikke overfortolke de vurderinger, der ligger bag Gartners hype cycle. Alligevel er det interessant at være opmærksom på disse hype cycles. Det er et faktum, at det er sådan børsmarkeder, dele af det eller helt ned på enkeltaktieniveau ofte udvikler sig, som vist med kursudviklingen i Apple – og det samme gælder offentlighedens modtagelse af vigtige nye idéer lige fra nye ledelsesteorier til nye teknologier. Og når man skal forsøge at forholde sig til noget nyt, kan det hjælpe til at perspektivere tingene i et rationelt lys, hvis man forsøger at placere det i forhold til folks forventninger, det aktuelle udviklingsniveau og fremtidige realistiske anvendelsesmuligheder.

DET ER VORES HJERNERS SKYLD

Man kan undre sig over, at de samme mønstre gentager sig igen og igen, når det ender med et brag hver gang –

hvad enten det er en enkeltaktie, et boligmarked eller et aktiemarked, der bliver sendt til himmels af urealistiske forventninger. Men det er hjernens skyld, siger hjerneforskerne, kombineret med at vi er flokdyr.

Vi lærer ved at lave "forudsigelser" og efterfølgende se, hvordan virkeligheden udfolder sig. Når vi forudsiger noget, som vi får ret i, så aktiveres et belønningssystem i hjernen og dopamin frigives – og det føles yderst behageligt. Men når vores forudsigelser er forkerte, så vil et signal om forudsigelsesfejl deaktivere denne zone i hjernen. En proces med belønning og straf, som sørger for at styre os mod den gradvise akkumulering af viden.

Men mange undersøgelser har også vist, at vi ikke er meget for at have holdninger, der afviger for meget fra andres. Og hjerneforskere har konstateret, at det ikke kun er frygten for at stå alene, der kan få os til ændre vores holdninger. Der sker nemlig det i hjernen, at når vi oplever vores holdninger afviger fra den brede mængde, så udløses det samme signal om forudsigelsesfejl i hjernen, som når vi simpelthen gætter forkert på noget.

Det betyder, at hvis vi f.eks. har en velbegrundet holdning om, at aktiemarkedet er i fuld gang med at bygge en "boble" op, da de bagvedliggende forventninger om indtjening ganske enkelt ikke vil kunne opfyldes, så vil vores hjerne give os løbende signaler om, at vi tager fejl, hvis aktiekurserne fortsætter med at stige. Så vi vælger typisk at slutte os til mængden og tro på fortsat stigende aktiekurser. Og så længe boblens opbygning fortsætter, bliver vi både rigere og belønnet med dopamin. Det kan være svært at stå alene med sine holdninger. —





DEN STIGENDE FOKUS PÅ SUNDHED OG MOTION SÆTTER GANG I TRENDEN

WEARABLES BLIVER EN AF DE STORE TRENDS I 2014



Man skulle tro, at med den rivende teknologiske udvikling, der foregår i den udviklede verden med accelererende hastighed, så ville der komme et tidspunkt, hvor vi havde nok af alting. Men den holdning vil man nok altid kun finde i den ældre del af befolkningen. Hos de yngre er nysgerrigheden stor, og de kan ofte overbevises om, at de har nogle behov, som de slet ikke var klar over.

Det sidste nye skrig, som ventes for alvor at tage fart i 2014, er "wearables". Teknologi, man kan tage på sig, og som har en form for smart funktion. F.eks. Google Glass – briller med internet i det ene glas. Eller SmartWatch, der er en slags fjernbetjening til din Android phone, og som snart følges op af Apple med iWatch – wearables, som gør, at du har hænderne fri. Men det helt store gennembrud kommer i de wearables, som gør os bedre i stand til at udforske og overvåge os selv.

"Det der for alvor vil sætte gang i denne trend, hænger sammen med den stigende fokus på motion, sundhed og forebyggelse af sygdomme, som vi ser rundt om i verden. Sensorer som løbende vil kunne overvåge og registrere vores fysiske aktivitet og helbredstilstand, som bliver lagret på vores tablets eller smartphones, vil blive meget populære," siger seniorrådgiver i Group Investment Services (GIS) i Danske Capital, Lars Skovgaard Andersen, hvis opgave det er løbende at holde øje med nye trends af interesse for investorerne.

Man kan se interessen for netop det område ud fra alle de millioner af apps, der er downloadet til folks smartphones, og som registrerer fysisk aktivitet. Og Jawbone og Nike har haft stor succes med deres armbånd - ifølge Credit Suisse har Nike f.eks. solgt over en million stk.

af sit FuelBand, der overvåger brugerens daglige aktivitet og antallet af forbrændte kalorier. Brugen af wearables appellerer ikke kun til sportsfanatikere. Der vil blive udviklet et hav af sensorer, som holder nøje øje med andet end blot puls og kalorieforbrænding, men også foretager mere detaljerede målinger af kroppens funktioner. Eksempelvis er der allerede udviklet en lille sensor af virksomheden Preventice, der måler EKG, hjerterytme, aktivitet og åndedræt, hvilket giver lægerne mulighed for at overvåge patienter med hjerterytmie. Med tiden forventes det også, at vi får små sensorer, der bygges ind i tøjet, såsom trøjer, sko, sokker og hatte.

"Jeg tror, at wearables vil få et gennembrud i 2014, fordi både teknologien og forbrugerne er klar til at tage imod den første bølge af denne nye teknologitrend. Blandt forbrugerne vil det i første omgang være folk, der er optaget af deres krop og sundhed. Og blandt selskaberne vil bl.a. Apple og Samsung levere hardware i form af de smarte ure, mens Google og andre software selskaber vil stå for software. Men store sportsbrands som Nike og Adidas vil vi også se på området med wearables, der skal knytte kunderne endnu tættere til deres brands," siger Lars Skovgaard Andersen, der tilføjer, at det forventes, at wearables teknologi vil udgøre et årligt salg på USD 30-50 mia. om 5 år.

CASINO ROYALE 7^½





EUROENS PROBLEMER
ER HER STADIG

GÆLD, HØJ STRUKTUREL LEDIGHED OG LANDE MED VIDT FORSKELLIGE KULTURER, ØKONOMISKE FORUDSÆTNINGER OG POLITISKE MÅL ER EN STADIG UDFORDRING, DER KRÆVER LØSNINGER, DE FÆRRESTE KAN BLIVE ENIGE OM

Bank of America Merrill Lynch's månedlige undersøgelse blandt fund managers rundt om på kloden viste i august den mest positive holdning til europæiske aktier siden januar 2008 – en reaktion på konturerne af et europæisk opsving. Men det er ikke et brøllende opsving, der er på vej. Derfor valgte ECB også for nylig at nedsætte renten. ECB forventer, at Euroland er inde i stabiliseringsfase, som bliver til et dæmpet opsving næste år, men der er større risiko for stagnation end at opsvinget bliver kraftigere end ventet. Dette kombineret med deflationsrisikoen – i oktober faldt inflationen kraftigt til 0,7 pct. på årsbasis – var baggrunden for rentenedsættelsen. ECB er bekymret.

Det er EU-Kommissionen også – både på EU's og Eurolands vegne. Det viser den seneste prognose fra EU-Kommissionen, som endda er lidt mere optimistisk end både IMF og OECD. For EU's vedkommende bliver der tale om en vækst på 0,0 pct. i år, 1,4 pct. i 2014 og 1,9 pct. i 2015. I Euroland vil 2013 samlet set byde på -0,4 pct.; mens der ventes 1,1 pct. i 2014 og 1,7 pct. i 2015. EU-Kommissionens økonomikommisær Olli Rehn erkendte, at disse vækstrater næppe er nok til at få bugt med den høje strukturelle ledighed i Europa, herunder den rekordhøje ungdomsledighed.

Samme erkendelse er OECD's cheføkonom Pier Carlo Paodan nået frem til, og han pegede for nylig over for Financial Times på, at netop strukturel ledighed er den største udfordring for eurozonen.

"Hvis ledigheden ikke falder markant tilbage, så har du en række negative effekter: Færre mennesker i arbejde betyder mindre indkomstdrevet forbrug, mindre vækst i efterspørgselen og meget lavere tillid. Alle disse ting lagt sammen lægger en yderligere byrde på opsvinget." Jobløse opsving – en stigning i den økonomiske vækst uden et fald i ledigheden – er ikke ukendt i flere europæiske økonomier, hvor stive arbejdsmarkedsregler gør

virksomheder tilbageholdende med at ansætte nye mennesker i starten af et opsving.

En anden udfordring for eurozonen af strukturel karakter er den aldrende befolkning. Vi lever stadig længere, og det gør at mange ikke har råd til at trække sig tilbage så tidligt som før. Så folk arbejder længere, og det gør det vanskeligt for unge mennesker at finde et job. Såvel i eurozonen som i hele EU er ungdomsledigheden (15-24 år) dobbelt så høj som den overordnede ledighed på 12 pct. Og i Grækenland, Portugal og Spanien er tallet langt højere – for sidstnævnte er der tale om en ungdomsledighed på over 56 pct.

Tømmermændene efter krisen kombineret med de demografiske ændringer øger risikoen for, at det jobløse opsving vil vare noget længere end de foreløbig over fire år, sagde Marcel Fratzscher, chef for det tyske økonomiske institut, Ifo, til Financial Times. Han efterlyser radikale arbejdsreformer i en række eurolande, hvis man skal trække væksten i gang i de kriseramte lande.

Men ledigheden er ikke det eneste problem. Gælden er et andet.

DEN PRIVATE GÆLDSBYRDE

ECB-chefen Mario Draghi skabte ro omkring gældskrisen i eurozonen i juli 2012, da han erklærede, at banken ville gøre, hvad der skal til for at bevare euroen. Og selv om det aldrig har været nødvendigt at bruge opkøbsprogrammet af statsobligationer, så var det nok til at berolige markederne. For nylig lancerede Draghi det, der kan blive et andet vigtigt vendepunkt i historien om euroen: en inspektion af balanceopgørelserne i regionens 128 største banker, som ECB vil overvåge fra sent i 2014. ECB embedsmænd og eksperter udefra skal kigge ind i balanceopgørelserne og indføre fælles standarder for låne kvalitet. Meningen er, at man herved skal finde ud af hvilke banker, der er levedygtige, og hvilke der

bør lukkes eller kræver kapitalindskud. Hidtil har eurozonens politikere ikke været meget for at kigge bankerne så grundigt efter i sømmene. Og herved få det frem i lyset, at der er så mange dårlige lån, der er givet til husholdninger og virksomheder.

Euroen har en statsgældskrise, men det skyldes ikke så meget regeringers ødselhed, men snarere overdreven långivning til den private sektor. I Grækenland var det dog udpræget, at regeringen brugte for mange penge og fik for lidt ind i skatter, men i Spanien og Irland løb realkreditlån løbsk og det samme gjorde virksomheders låntagning i Spanien og Portugal. I alle tre lande var den samlede gæld hos husholdninger og virksomheder langt over 200 pct. af BNP før krisen, langt højere end i USA (175 pct.) og Storbritannien (205 pct.).

Men eurozonen er ikke kommet lige så langt som USA med at få gælden nedbragt. USA har foreløbig nedbragt 2/3 af den overdrevne gæld, der blev opbygget op gennem højvækstårene, men de fleste eurolande er ikke kommet nær så langt af tre årsager, pointerer The Economist.

For det første blev finanspolitikken strammet for tidligt, især i periferilandene, hvilket forværrede recessionen, og gjorde det sværere at nedbringe privat gæld. For det andet har svage banker været modvillige til at anerkende og dermed foretage de fornødne hensættelser til misligholdte lån. Og for det tredje er europæisk konkurslov mindre skyldnervenlig end den amerikanske. I USA kan man oftest slippe fri af realkreditgælden ved at aflevere nøglerne til huset til kreditforeningen, men i Europa hænger man på den. Og konkurs procedurer inden for virksomheder er oftest langsommelig og dyr; i Italien tager det gennemsnitligt syv år.

Problemet med virksomhedernes gæld er størst i Portugal, Spanien og Italien, hvor hhv. 50, 40 og 30 pct. af gælden skyldes af virksomheder, der ifølge IMF ikke er

i stand til at betale deres renter ud af indtjeningen før skat. Disse virksomheder er ikke i stand til at vokse eller investere og minder om de "zombie"-virksomheder, der tyngede japansk økonomi 90'erne.

Hvad angår husholdningernes gæld, så er den særligt tung i Irland og overraskende nok også i Holland – i begge tilfælde over 100 pct. af BNP. Hvor andelen af indkomsten, der bruges til gældsbetaling nu er på det laveste niveau i flere årtier i USA, så er den i dag i Spanien højere end i højvækstperioden.

IMF vurderer, at den private sektors gæld er en større hæmsko for væksten i Europa end statsgælden, og derfor skal denne byrde lettes, for at opsvinget kan tage fart. Det er i praksis nærmest umuligt for den private sektor at nedbringe gælden, hvis regeringerne prøver at gøre det samme med statsgælden. Udover en mere lempelig finanspolitik er det også nødvendigt, at bankerne i større grad nedskriver misligholdte lån – og politikerne må være villige til at rekapitalisere bankerne i det omfang, det er nødvendigt. Bedre rustede banker vil have lettere ved at låne penge ud, og det vil også gøre det lettere at skabe en fælles bankunion.

STATSGÆLDEN

Men statsgælden er selvsagt også et problem, og er steget for eurozonen som helhed fra 88,2 pct. af BNP i 2012 til 92,2 pct. af BNP i år. Storspekulanten George Soros har tidligere i år har argumenteret for, at fælles euroobligationer er den eneste vej frem for at holde sammen på euroen. Men det er et drastisk skridt, som næppe bliver taget foreløbig.

For nylig gav Soros i et interview med Der Spiegel udtryk for et andet drastisk skridt, som også vil blive svært at få igennem blandt de europæiske politikere, ikke mindst de tyske. Nemlig, at Grækenland bør eftergives en stor del af sin gæld. Grækenland er efter flere års he-



stekur tæt på at have overskud på statsbudgettet, hvis betalingerne på gælden ikke regnes med.

"Enhver ved, at landet aldrig kan betale sin gæld tilbage. Hvis den offentlige sektor kunne slippe for tilbagebetaling så længe Grækenland opfylder troikaens (IMF, ECB, Europa-Kommissionen) betingelser, så vil privat kapital vende tilbage, Grækenland ville hurtigt rejse sig. Jeg kan bevidne fra personlig erfaring, at investorerne vil flokkes om Grækenland, så snart gældsbyrden er fjernet," sagde Soros.

I og med at den største del af Grækenlands gæld i dag er hos offentlige institutioner som IMF, ECB og andre medlemsstater i EU, så vil en gældsreftergivelse imidlertid betyde, at regningen ender hos skatteyderne.

Det anerkender Soros, men han mener, at med Tyskland i spidsen ville en kraftig gældsreftergivelse blive accepteret. Og hvis der er noget land, som kender betydningen af gældsreftergivelse, så er det Tyskland, som "bør huske, at det har nydt godt af gældsnedskrivninger tre

gange - med The Dawes Plan, The Young Plan og i forbindelse med Marshall planen."

På den anden side var det fransk insisteren på krigsskadeerstatninger efter 1. verdenskrig, der førte til Adolf Hitler og nazismen.

"Det Gyldne Daggrø i Grækenland er en tilsvarende udvikling," sagde Soros, som mener, at Tyskland med en mere offensiv rolle i bestræbelserne på at holde fast på euroen, ville kunne vinde en taknemmelighed fra de andre eurolande i stil med den vedvarende alliance med Europa, som USA vandt i forbindelse med Marshall planen.

Uanset hvordan man vender og drejer det, så er der ikke nogen nemme løsninger på euroens problemer. Skal euroen overleve bliver det et langt sejt træk med politiske indrømmelser fra alle sider og skridt, der nærmer sig en politisk union.

NYE REGLER FOR RENTETILPASNINGSLÅN

DEN NYE LOV OM RENTETILPASNINGSLÅN ER FREMSAT, MEN GIVER REELT IKKE LÅNTAGERNE NOGET RENTELOFT. REALKREDIT DANMARKS OVERORDNEDE BUDSKAB OM AT BINDE RENTEN FOR EN LÆNGERE PERIODE FASTHOLDES.

Regeringen fremsatte den 28. november 2013 lovforslag om mulighed for tvungen løbetidsforlængelse af obligationerne bag rentetilpasningslån. Loven skal vedtages inden jul. Hvis forslaget som forventet vedtages, træder det i kraft pr. 1. april 2014 for F1-lån og den 1. januar 2015 for øvrige lån med refinansiering. For F1/F2/F3-lån introduceres der mulighed for en tvungen løbetidsforlængelse af obligationerne ved enten en "fejlet auktion" – altså hvor realkreditinstituttet kan have vanskeligheder ved at sælge obligationerne – eller ved rentestigninger på mere end 5 %-point over ét år op til refinansiering. For F3 vil det sige, at det – som på F1 – er en rentestigning på mere end 5 %-point over 1 år op til refinansieringen, der udløser tvungen løbetidsforlængelse. Det sikrer, at der ikke kommer en skævvridning af prissætningen mellem disse varianter af FlexLån®.

For F4-F10 gælder den tvungne løbetidsforlængelse kun ved en fejlet auktion – og ikke ved store rentestigninger. Det samme gælder for FlexKort® og RD Cibur6® - givet at den bagvedliggende obligation løber i mere end 3 år. Ved tvungen løbetidsforlængelse vil renten blive sat op med 5 %-point i forhold til renten for et år siden. Den tvungne løbetidsforlængelse gælder kun for et år af gangen. Efter et år kan realkreditinstituttet atter forsøge at sælge obligationerne på markedsvilkår. Kan det ikke lade sig gøre, forlænges løbetiden på obligationerne igen med et år og med samme rente som det forgangne år. Er den tvungne løbetidsforlængelse udløst af rentestigninger, gives renten imidlertid "fri" efter et år. Stiger renten på et senere tidspunkt i obligationens løbetid med mere end 5 %-point på et år op til refinansiering, sker der en ny tvungen løbetidsforlængelse.

DER ER IKKE NOGET RENTELOFT

"Det er derfor vigtigt at bemærke, at der *ikke* er tale om et renteloft på disse låntyper. Renterisikoen er nærmest lige så stor som før lovforslaget – der er kun tale om en midlertidig forsikring mod en ekstrem renteudvikling i et enkelt år. Bliver renten oppe, kommer regningen året efter. Ligeledes beskytter den midlertidige forsikring

ikke mod større rentestigninger over en flerårig periode," siger cheføkonom i Realkredit Danmark Christian Hilligsøe Heinig og fortsætter:

"For dem, der sætter pris på tryghed omkring den private økonomi, eller har svært ved at klare større løbende renteudsving i den private økonomi, giver det derfor fortsat mening nu at sikre sig billigt mod stigende renter. Vores overvejende rådgivningsbudskab om at binde renten for en længere periode gælder derfor stadig." Lovforslaget om rentetilpasningslån blev fremsat nogen tid efter, at RD havde introduceret FlexKort®. Dette korte lån med halvårlig rentetilpasning har bagvedliggende 3-årige obligationer og blev introduceret for at imødekomme ratingbureauernes kritik af det danske realkreditsystem, som er præget af forholdsvis mange lån med kort løbetid.

"I rådgivningssituationen har vi, før lovforslaget blev fremsat, argumenteret for, at de kunder, der ikke ønsker at binde renten for en længere periode, bør overveje FlexKort® frem for F1-lån. Vi mener fortsat, at FlexKort® er et stærkt alternativ til F1 for de kunder, der ikke ønsker at binde renten for en længere periode, og her og nu er det billigere end F1," siger Christian Hilligsøe Heinig.

Selve lovforslaget kan endda gøre FlexKort® og F4-F10 lidt mere attraktive i forhold til F1-F3 lån grundet fraværet af en mekanisme om automatisk løbetidsforlængelse ved kraftige rentestigninger. Denne "rentetrigger" må man alt andet lige forvente, at investorerne vil tage sig betalt for.

"I forhold til fremtidige udstedelser af FlexKort® og RD Cibur6® vil der dog opstå en afvejning mellem at skulle inkludere option ved rentetrigger i lånet, eller sikre, at løbetiden på obligationen er af længere varighed end 3 år. Sidstnævnte skal formentlig ske med en vis margin, da vi i så fald ikke vil udstede nye lån, når obligationens længde bliver under 3 år. I så fald skal rentetrigger igen indgå som en del af lånet. Med andre ord skal omkostningen ved rentetrigger holdes op imod eventuelt dyrere finansieringsomkostninger ved længere løbetid på obligationen," siger cheføkonomen.





**FLERE
PENGEPOLITISKE
LEMPELSER I VENTE
FRA ECB**

RENTEANALYTIKERNE FORVENTER DOG STADIG, AT DE LANGE RENTER VIL STIGE I LØBET AF DET KOMMENDE ÅR.

Det kom bag på de fleste, at ECB satte renten ned til det historiske lavpunkt 0,25 pct. Men det er dels en afspejling af, at centralbanken er bekymret over den aktuelle udvikling i eurozonen – og dels et signal om, at centralbanken er indstillet på en mere aktiv og vækststabiliserende rolle, end man havde forestillet sig, da euroen i sin tid blev etableret.

Rentenedsættelsen kom oven på de overraskende lave inflationstal for oktober, som har skabt en vis frygt for deflationære tendenser. Inflationen i euroområdet faldt til 0,7 pct. i oktober, og det ventes, at inflationen vil forblive under inflationsmålet på 2 pct. i en rum tid. Renteanalytikerne i Danske Bank forventer en fortsat beskedne inflation på 0,8 pct. i 2014 og 1,1 pct. i 2015. Den lange periode med lavinflation skyldes et lavt lønpres, og at superkonjunkturen i råvarepriserne nu er ovre.

Vendingen i eurozonen mistede også lidt fart i 3. kvrt., men på baggrund af tillidsindikatorerne venter renteanalytikerne, at der igen kommer mere gang i hjulene i 4. kvrt. Væksten bliver hjulpet på vej af periferilande, hvor der er kommet mere optimisme, og recessionen nu ikke er helt så alvorlig som tidligere. Fremgangen forventes at fortsætte næste år, hvor de finanspolitiske stramninger og kreditstramningerne aftager. Udskudt investeringsefterspørgsel og efterspørgsel efter varige goder vil også bidrage positivt, når tillidsindikatorerne bedres.

Men det er et skrøbeligt opsving, og da der også er behov for at modvirke den lave inflation, vurderer renteanalytikerne, at ECB vil komme med flere pengepolitiske lempelser. Flere medlemmer af ECB har også tilkendegivet, at der er mere på vej. Det bliver dog næppe i form af endnu en rentenedsættelse. Det bliver næppe heller nye kvantitative pengepolitiske lempelser i form af obligationsopkøb som følge af Bundesbanks stærke modstand mod dette. Renteanalytikerne tror i stedet, at ECB indfører en ny 3-årig likviditetsfacilitet – Long Term Refinancing Operation (LTRO) - da dette er et værktøj, ECB har gode erfaringer med. Hensigten med LTRO er via billige og ubegrænsede lån med løbetid op til tre år at sikre tilstrækkelig likviditet til de europæiske banker.

”På baggrund af de meget bløde signaler fra flere ECB-medlemmer forventer vi, at renterne ud til fem år vil være forankret i de kommende måneder. Modsat er der formentlig ikke plads til de store rentefald, da ECB allerede nu forventes at holde renten uændret i mere end to år frem. I løbet af det kommende år forventer vi, at stigningerne i de lange EUR renter vil genoptages i takt med, at USD renterne fortsætter op, vækstudsigterne i Europa stadig bedres og inflationen stabiliseres. Da ECB fortsat vil hælde imod lempelser vil det resultere i endnu stejlere kurver,” skriver økonomerne og tilføjer, at deres prognoser er revideret et lille nøk nedad siden oktober for at afspejle stemningsskiftet i ECB.

USA

Centralbanken skruer muligvis ned for obligationsopkøbene på mødet i januar, men vil samtidig søge at afværge en stor stigning i de lange renter ved at signalere, at der kommer til at gå længere tid, inden renten forhøjes. Nylige analyser fra Fed tyder på, at de overvejer at gøre dette ved at reducere det ledighedsniveau, hvor der kan blive tale om renteforhøjelser. Det har medført en udfladning af pengemarkedskurven. Markedet venter nu den første renteforhøjelse til 0,5 pct. i november 2015.

Udsigten til, at Federal Reserve måske begynder at aftrappe obligationsopkøbene i januar, betyder formentlig sammen med den langt fladere pengemarkedskurve i forhold til for to måneder siden, at renterne ikke skal meget længere ned. Renterne vil stige igen, i takt med at der kommer mere gang i væksten.

”Vi tror dog, at rentestigningerne vil ske i et langt roligere tempo end tidligere på året. For det første er der stadig stor usikkerhed om finanspolitikken i USA med udsigt til en ny politisk holmgang om gældsloftet til foråret. For det andet er rentekurven særdeles stejl, og rentestigninger skal drives af den korte ende, der i øjeblikket holdes i skak af signalerne fra Fed. For det tredje har vi stadig til gode at se en vækstfremgang. Vi tror imidlertid, at renterne vil blive trukket op af højere vækst næste år, når den finanspolitiske modvind aftager,” lyder vurderingen fra renteøkonomerne.

HVOR KOMMER PENGE EGENTLIG FRA?

SVARET KOMMER BAG PÅ DE FLESTE





Der er behov for en monetær reform. Men hvordan det skal ske, er der ikke enighed om. Foreløbig har debatten foregået mest i det skjulte, og mainstream medierne har ikke kastet sig over den. Heller ikke et revolutionerende papir udarbejdet af IMF og præsenteret i august 2012, nåede forsiderne eller primetime.

Det såkaldte Working Paper med titlen *The Chicago Plan Revisited* af IMF-økonomerne Jaromir Benes og Michael Kumhof belyser konsekvenserne af et radikalt forslag, der blev introduceret helt tilbage i 1936. Men først en forklaring af det princip, som alle banker bruger.

FRACTIONAL RESERVE BANKING

Fractional Reserve Banking betyder, at bankerne kun beholder en lille del af kundernes indskud og låner resten ud.

Antag, at en mand sætter 100.000 kr. i banken. Lad os sige, at banken beholder de 10 pct. og låner resten ud, dvs. 90.000 kr., til en anden, der har brug for pengene. Han køber en bil, og bilforhandleren sætter pengene i sin bank, som beholder 10 pct., dvs. 9.000 kr. og låner de resterende 81.000 kr. ud – og sådan fortsætter processen i princippet, indtil de oprindelige 100.000 kr. samlet er blevet til 1.000.000 kr. i indskud på forskellige bankkonti, og den samlede udlånsmasse er på 900.000 kr.

Dette er den såkaldte kreditmultiplikator i funktion og viser, at bankerne kan få en given pengemængde til at vokse til meget mere. I teorien kan centralbanken regulere denne proces ved at stille krav til bankerne om, hvor meget de skal beholde i reserve af deres indskud i form af kontanter, centralbankreserver eller likvide aktiver. Det bruges en del steder, men ikke i eksempelvis UK og Canada. Baggrunden er, at sådanne krav ikke virker som effektive bremsere på pengemængden. Pengeskabelsen er nemlig ikke så simpel, at den blot afhænger af, at der bliver sat penge i banken. Bankerne kan få pengemængden til at vokse uden indskud fra kunderne.

CENTRALBANKER STYRER IKKE PENGESKABELSEN

I mange økonomiske lærebøger er det en etableret læresætning, at det er en centralbank, der kontrollerer skabelsen af penge ved at tage initiativet til at sende penge ind i banksystemet, som så vokser markant via kreditmultiplikatoren.

Men dette afvises af Nationalbanken, der i publikationen "Pengepolitik i Danmark" fra 1999 skriver, at kreditmultiplikatormodellen er for simpel til at beskrive virkeligheden. Ifølge modellen kan udviklingen i pengemængden styres ved at kontrollere den såkaldte pengebase, dvs. den private ikke-banksektors beholdning af sedler og mønter samt pengeinstitutternes reserver (likvide fordringer) i centralbanken. Det er centralbanken, der kontrollerer pengebasen, men det giver ikke nogen kontrol over bankernes udlån.

"Det giver i praksis ikke mening at opfatte pengeinstitutternes pengeskabelse som kontrollerbar via en styring af pengebasen", skriver Nationalbanken.

De to forfattere til IMF-analysen, Benes og Kumhof, afviser også, at det er centralbanken, der styrer pengeskabelsen via kreditmultiplikatoren – i øvrigt ikke som de første. De påpeger, at deres resultater blot bekræfter hvad andre forskere, de to Nobelprisvindere i økonomi, Finn Kydland og Edward Prescott, Federal Reserve Bank of Minneapolis, konkluderede allerede i 1990 - at processen er vendt på hovedet.

Kydland og Prescott viste, at tilgængeligheden af reserver ikke var en begrænsning for bankernes udlån selv dengang i 70'erne og 80'erne, hvor Federal Reserve havde officielle mål for pengemængden. De brede monetære aggregater (opgørelser af pengemængden) var ledende i den økonomiske cyklus, mens de snævre aggregater, dvs. pengebasen og herunder især reserverne, haltede efter.

Med andre ord, når bankerne manglede reserver, så fik de det af centralbanken, skriver IMF-økonomerne og påpeger, at sådan er det også i dag. Centralbanker-

"IT IS WELL THAT THE PEOPLE OF THE NATION
DO NOT UNDERSTAND OUR BANKING AND
MONETARY SYSTEM FOR IF THEY DID, I BELIEVE
THERE WOULD BE A REVOLUTION BEFORE
TOMORROW MORNING."
HENRY FORD

ne begrænser altså ikke bankernes udlån, men tildeler bankerne likvide reserver, når de har brug for det. Når bankerne skal låne penge ud, behøver de ikke at checke i kassen, om de har tilstrækkeligt med indskud. Processen er omvendt.

"I DEN VIRKELIGE VERDEN GIVER BANKERNE
KREDIT, SKABER INDSKUD I PROCESSEN OG
LEDER EFTER RESERVERNE SENERE."

ALAN R. HOLMES,

FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (1969)

Hver bank etablerer udlånet, noterer samtidig pengene som indskud på låntagerens konto - og først derefter beder den centralbanken om likvide reserver hvis nødvendigt - altså efter, at udlånet er oprettet.

Det er i øvrigt slet ikke nogen nyhed, at det forholder sig sådan. Dette er bekræftet i adskillige udtalelser fra finansfolk, centralbanker og andre.

Kritikere af det aktuelle fractional banking system påpeger, at det er stærkt kritisabelt, at det er bankerne – og ikke centralbankerne – der styrer pengemængden i samfundet og derfor har det med at overdrive med udlån i opgangstider. Den britiske uafhængige organisation Positive Money, der agiterer for en monetær reform, påpeger, at det aktuelle system betød, at pengemængden i UK blev mere end fordoblet fra 1997 frem mod 2007. Og de forklarer, at det aktuelle system har store implikationer for gæld og ulighed. Idet penge kun skabes af banker, når nogen optager et lån, så implicerer det i realiteten, at der må være et pund af gæld for hvert pund af penge i økonomien.

Hvis man ønsker at reducere niveauet af husholdningernes gæld – f.eks. efter en krise forårsaget af overdreven gæld – så må pengemængden også indskrænkes, idet penge destrueres, når lån tilbagebetales (omkring 95 pct. af pengene er digitale, ikke-fysiske). Men netop

i en recession vil man måske ønske at øge pengemængden for at stimulere økonomien, men den eneste måde at gøre det på er at opfordre folk til at påtage sig mere gæld, så bankerne kan udlåne mere og i den proces skabe flere penge. Denne afhængighed af banksektoren til at skabe penge via udlån fører til den absurde situation, at når overdreven gæld forårsager en økonomisk krise, så er den politiske respons af centralbankerne at reducere renterne for at opfordre folk til at påtage sig mere gæld.

MANGE HISTORISKE EKSEMPLER

Det har længe været anerkendt, at det netop er ukontrolleret kreditskabelse i de private banker, som skaber den gearing i samfundet, som fører til boom og bust cykler – som f.eks. i 00'erne (og forværret af den såkaldte "securitization" gennem de seneste årtier, som har gjort det muligt at pakke risikable banklån ind i særlige værdipapirer og sælge dem videre, hvilket var udbredt med subprimelån). Og den store krediteksponering i 20'erne, som førte til Den Store Depression er blot et andet af mange andre eksempler i historien, skriver IMF-økonomerne.

"For at opsummere så var Den Store Depression blot den seneste historiske episode til at indikere, at privat kontrolleret pengeskabelse har meget mere problematiske konsekvenser end regeringers pengeskabelse. Mange førende økonomer i den tid var opmærksomme på denne historiske kendsgerning. De forstod også klart de specifikke problemer ved bankbaseret pengeskabelse, herunder det faktum at høje og potentielt destabiliserende gælds niveauer bliver nødvendige bare for at skabe en tilstrækkelig pengemængde, og det faktum, at banker og deres uberegnelige optimisme omkring forretningsbetingelser effektivt styrer de brede monetære aggregater. Formuleringen af Chicago planen var den logiske konsekvens af denne indsigt."

IMF-ØKONOMERNE ARGUMENTERER FOR FULL RESERVE BANKING

Chicago planen blev udarbejdet i 30'erne på bagsiden af depressionen som et forslag til et forebyggende modtræk til lignende monetære systemkriser i fremtiden. De stærkeste fortalere var økonomiprofessorerne Henry Simons og Irving Fischer, og de præsenterede den for præsident Roosevelt, der imidlertid afviste den. Planen gik ud på, at afskaffe "fractional reserve banking" og i stedet erstatte det med "full reserve banking" – altså, at bankerne hver gang de lavede et udlån skulle have en tilsvarende 100 pct. dækning af reserver.

IMF-notatet konkluderer på baggrund af en analyse af data for amerikansk økonomi i 1990-2006, at et skifte til full reserve banking i dag ville give de samme fordele, som hævdede i den oprindelige Chicago Plan.

"Den kritiske funktion af denne model er, at økonomiens pengeforsyning skabes af banker, gennem gæld, frem for at blive skabt gældsfrit af regeringen. Vores analytiske og simulationsresultater validerer fuldt ud Irving Fischers påstande. Chicago planen kunne signifikant reducere volatiliteten i konjunkturerne forårsaget af hastige ændringer i bankers holdninger til kreditrisiko, det ville eliminere "bank runs", og det ville føre til en øjeblikkelig og stor reduktion i niveauer af både offentlig og privat gæld. Det sidste ville blive opnået ved at lave penge udstedt af regeringen, som repræsenterer egenkapital i staten snarere end gæld, det likvide aktiv i økonomien, mens banker koncentrerer sig om deres styrke, at give kredit til investeringsprojekter, som kræver overvågning og risikostyringsekspertise," skriver de to IMF-økonomer, og fortsætter:

"Vi finder, at fordelene ved Chicago planen endda er større end hævdede af Fischer. En yderligere fordel er store statslige output gevinster som følge af fjernelsen eller reduktionen af adskillige forvriddninger, inklusiv renterisikospænd, forvriddende skatter og omkostning-

stung overvågning af makroøkonomiske unødvendige kreditrisici. En anden fordel er evnen til at drive ligevægtsinflationen til nul i et miljø, hvor der ikke findes likviditetsfælder, og hvor monetarismen bliver brugbar og ønskværdig, fordi regeringen faktisk kontrollerer de brede monetære aggregater. Denne evne til at skabe og leve med inflation på nul er et vigtigt resultat, fordi det besvarer den noget forvirrede påstand fra modstandere af et eksklusivt regeringsmonopol på udstedelse af penge, nemlig at sådan et monetært system ville være højest inflationært. Der er intet i vores undersøgelse, der støtter denne påstand."

At et notat som dette blev udsendt af en af verdens toneangivende finansielle organisationer blev betegnet som revolutionerende. Og det har sat en debat i gang om, hvorvidt det overhovedet ville kunne lade sig gøre. Nogle støtter med entusiasme Chicago planen som en reel mulighed for at reformere det globale pengesystem og mindske konjunkturcyklernes udsving, mens andre mener, at det vil kunne få katastrofale effekter, fordi der ikke ville være penge nok i systemet. Der er imidlertid enighed om, at der er behov for en reform af det monetære og finansielle system, så man undgår fremtidige finanskriser af samme omfang - uenigheden går på reformernes karakter. Det er dog ikke noget stridspunkt i debatten, at bankernes overdrevne kreditgivning var hovedårsagen til finanskrisen, og det afspejler sig bl.a. i, at perioden op til er blevet døbt "kreditboblen". Adair Turner, tidligere formand for UK's Financial Services Authority, har udtrykt det meget klart: —

"DEN FINANSIELLE KRISE I 2007-2008
OPSTOD, FORDI VI IKKE VAR I STAND TIL AT
DÆMME OP FOR DET FINANSIELLE SYSTEMS
SKABELSE AF PRIVAT KREDIT OG PENGE."



LANGT SIGT KAN VÆRE MEGET LANGT

En vedholdende opfattelse blandt investorer er, at aktier slår obligationer. En ny analyse offentliggjort i Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook, udført af Elroy Dimson, Paul Marsh og Mike Staunton ved London Business School, konkluderer således på baggrund af data helt tilbage til 1900, at globale obligationer har slået aktier siden 1980. Det er endda uden survivor bias taget i betragtning – dvs. der er ikke korrigeret for, at i aktieindeks skubbes dårligt performende virksomheder løbende ud af andre.

33 år er lang tid. Men også aktiers absolutte afkast kan være en tålmodighedskrævende affære – og kræver også indsigt i geopolitiske forhold. Selv om USA i dag fremstår som den klare vinder i det 20. århundrede både militært og økonomisk, så var det ikke den eneste stormagt ved århundredskiftet ligesom det heller ikke var investorernes foretrukne marked. I de 52 år efter afslutningen af den amerikanske borgerkrig leverede det russiske aktiemarked et afkast dobbelt så højt som Wall Street, før en revolution satte en stopper for det russiske marked, skrev The Economist tidligere i år i en kommentar til analysen.

Udover Kina, hvor investorerne tabte 100 pct. i 1949 ved etableringen af Mao's republik, er en anden stor historisk taber Østrig. I de tidlige år af det 20. århundrede var Østrig-Ungarn stadig en af verdens stormagter. Men nederlag i to verdenskrige og to perioder med hyperinflation betyder, at Østrig har leveret det dårligste afkast ud af de 20 lande i de tre London-professorers analyse, både for aktier og statsobligationer. En amerikansk investor, der placerede 1 mio. dollars i østrigske statsobligationer i 1900 ville i dag kun have 100 dollars tilbage. Og en investor i østrigske aktier i 1900-2012 ville have oplevet 97 år i træk med reale tab. Investorer i Italien og Belgien ville også have lidt reale tab i perioder på over 70 år. Investorer i det amerikanske aktiemarked har haft et afkast på realt 6,3 pct. årligt i 1900-2012, langt over det globale snit på 4,4 pct. Men så heldige bliver de ikke i fremtiden, konkluderer professorerne, der gætter på 3-3,5 pct. i de næste 20-30 år, meget lavere end de fleste investorer forventer.



MOBILBANK, TABLETBANK OG MOBILEPAY

Husk, at du ikke behøver sidde ved din computer for at få adgang til netbanken. Hvis du har en iPad, kan du bruge Danske Tabletbank. Du får ikke alle funktioner som i netbanken, men du kan f.eks. se saldo på din konto, tjekke posteringer, overføre penge og handle med værdipapirer.

Har du en iPhone, en Android mobil eller en Windows phone kan du hente app'en Danske Mobilbank. Her kan du også udføre de almindelige bankforretninger, men også handle værdipapirer på flere forskellige markeder

med flere handelstyper. Mobilbanken er desuden blevet udvidet med et boligjul, så du bl.a. kan få et komplet overblik over din boligøkonomi, evt. regne på lånomlægning m.v.

MobilePay er en anden app, der også er udviklet til alle tre smartphone styresystemer. App'en gør at man let kan overføre penge til andre brugere via deres mobilnummer. App'en er ikke forbeholdt kunder i Danske Bank.

DANSKE BANK UDVIDER PRODUKTPALETTEN

Ien verden hvor verdensindekset har sat ny rekord, renterne er ekstremt lave, og mange økonomier selv her fem år efter finanskrisen stadig slås med høj ledighed, høj statsgæld og andre grumme tømmermænd, kan det være svært som investor at finde interessante investeringer med et godt afkastpotentiale.

Strukturerede produkter er imidlertid noget, der kan sættes sammen til et attraktivt alternativ i et hvilket som helst miljø – og med praktisk talt hvilket som helst aktiv lige fra aktiemarkeder til råvarer og udvalgte aktiekurver i relation til bestemte temaer. Og det åbner mulighed for private investorer til at deltage i investeringer, de normalt ikke ville kunne få adgang til. De vil også kunne investere i markeder, de kender udmærket, men som via kreative konstruktioner giver adgang til gevinstmuligheder ved helt andre udfald end blot et stigende aktiemarked.

Kunder i Danske Bank er før blevet præsenteret for strukturerede produkter fra tid til anden, men fremover ønsker banken at udvikle dette område markant og gøre det til en naturlig del af investorernes produktpalette. Derfor har Danske Bank tidligere i år hentet Holger Lunden og hele hans hold af strukturspecialister fra Nordea – som i øvrigt kan bryste sig, at et af deres strukturerede produkter - Kurvestejler 2010 - var det bedst performerende kapitalbeskyttende produkt i 2010 på globalt plan med et afkast på 368,35 pct. over investeringsperioden. ”Vi ser det som en meget spændende mulighed at få lov til at udvikle dette område i Danske Bank og løbende præsentere de mange forskellige strategier, som er mulige med strukturerede produkter,” siger Holger Lunden.

HEDGEFOND I DANSKE INVEST BLANDT VERDENS BEDSTE

DANSKE INVEST HEDGE OBLIGATIONER HAR KLARET SIG OVER AL FORVENTNING I ÅREVIS.

Danske Invest Hedge Obligationer (DIHO) investerer på obligations- og rentemarkederne i primært Skandinavien og Euroland men også UK og USA og søger at udnytte uligevægte i markederne. Investeringerne søges beskyttet bedst muligt ved at afdække renterisikoen helt eller delvist, samt ved at placere investeringerne i en række forskellige strategier – og hedgefonden har en fordel i forhold til traditionelle investeringsforeninger, der kun må købe værdipapirer. DIHO må anvende finansielle instrumenter, herunder også indgå ”korte” positioner, dvs. man kan ”skylde” et værdipapir væk, hvilket giver gevinst, hvis papirets kurs falder.

DIHO har eksisteret siden 2005 og blev lanceret for private investorer i november 2006. Siden 2009 har fonden hvert år vundet forskellige priser for sine resultater – i 2013 med en af de fornemste af dem alle, nemlig prisen fra HFM for bedste hedge fond i Europa i kategorien Fixed Income for hedgefonde over 500 mio. USD. Med et afkast på 33,7 pct. blev alle konkurrenter sat til vægs.

Men hvad er egentlig forklaringen på fondens succes? ”Finanskrisen i 08-09 gav os en række muligheder. Vi troede, de hurtigt ville forsvinde, men mange af mulighederne er blevet ved med at være der. Jeg vil mene, at nogen af de ting, vi arbejder med i DIHO, lavede banker-

ne i relativt stor stil tidligere, men siden finanskrisen er bankernes risikomandater blevet reduceret, og det har bl.a. givet hedgefonde nogle flere muligheder,” siger fondens porteføljemanager Michael Petry, der i samarbejde med sit team på tre mand tager de løbende beslutninger og identificerer nye forretningsmuligheder.

Eksempelvis har realkreditobligationer i Danmark og

Sverige givet interessante muligheder i en lang periode. En strategi har været at købe en dansk 5-årig flexlånsobligation, mens der samtidig sælges en statsobligation med tilnærmelsesvis samme løbetid, hvorved man tjener renteforskellen. Den forskel var beskeden før finanskrisen men har været meget større i lang tid efter. En lignende strategi har kunnet laves i Sverige og i begge tilfælde har vi i hedgefonden kunnet geare strategien. En anden strategi har handlet om forventninger til Nationalbankens adfærd.

”Det har i en lang periode været indpriset i Danmark, at Nationalbanken ville være tvunget til at forhøje renten, uden at ECB gjorde det, men den holdning har vi ikke delt. Vi har ikke altid haft et stærkt kald på, om renten generelt skulle ned eller op, men det relative spil mellem Danmark og Euroland har vi igennem lang tid haft en stærk holdning til. Samtidig mener vi, at det er en god beskyttelseshandel, idet hvis gældskrisen i Europa



skulle blusse op igen, så vil investorerne hellere købe danske obligationer end obligationer i Euroland. Det har vi set tidligere, hvor den kraftige kapitalindstrømning gjorde, at Nationalbanken satte renten ned uafhængigt af ECB. Blusser krisen op igen, tjener vi penge. Gør den ikke, skal Nationalbanken måske hæve renten igen, men næppe meget mere end der er priset ind i markedet. Et imponerende overskud på betalingsbalancen i Danmark er understøttende for denne handel.”

Selv om man umiddelbart skulle tro det var en oplagt mulighed, så har fonden ikke benyttet sig af strategier, der involverede de mest pressede eurolande.

”Vi har faktisk haft rigeligt med muligheder i Skandinavien, og det håber vi at kunne blive ved med,” siger Michael Petry, der dog ikke vil udelukke, at periferilande kan komme på tale på et tidspunkt.

Men hidtil har finanskrisen sørget for masser af skævheder i markedet, og det er lige præcis skævheder, der er interessante for fonden.

På globalt plan er ”tapering” – Federal Reserves bebudede udfasning af opkøbsprogrammet for stats- og realkreditobligationer på 85 mia. USD om måneden – f.eks. en potentielt forstyrrende faktor.

”Vi havde ikke forudset, at Federal Reserves udmelding i maj ville give så voldsom en reaktion i tiden lige efter. Jeg forventer, at tapering vil blive vedtaget på mødet i Fed’s markedskomiteé i marts 2014. Hvis det kommer hurtigere, så vil det potentielt kunne give en del usikkerhed. Vi tager sjældent de store positioner i USA, men fokusere oftest på de afledte effekter i Europa,” siger Michael Petry, der tror, at ECB har nået bunden for deres renter nu.

”Vi vil ikke se negative renter, ECB vil bruge andre våben, hvis det bliver nødvendigt. Et opkøbsprogram af obligationer er meget sandsynligt ved en økonomisk forværring i Euroland. Måske via opkøb i alle landes statsobligationer vægtet i forhold til BNP. Eller måske bare ad hoc for at undgå opkøb i tyske stater. Hvis vi ser det skridt før markedet, kan vi tjene penge på det,” siger porteføljemanageren.

Men i virkeligheden er det slet ikke så globale ting, der tiltrækker sig den største opmærksomhed fra fonden.

”Der er så mange, der analyserer på de globale ting, som

ECB’s eller Federal Reserve’s næste skridt. Det har været meget mere mikroting, vi har kigget på. Vi er gode til at finde de små oversete ting, hvor vi ikke er i konkurrence med så mange,” siger Michael Petry og tilføjer, at de mange strategier i fonden er langt mere komplicerede end dem, der er skitseret her i artiklen.

Umiddelbart skulle man tro, at en fond, der skaber sit afkast på rente- og obligationsmarkeder, ville få det vanskeligt, hvis renten generelt stiger, som mange forudser, hvis det europæiske opsving får fat. Men stigende renter er ikke Michael Petrys bekymring.

”Lige nu er vi ikke positioneret til stigende renter, fordi vi ikke tror, det sker. Men min pointe er, at stigende renter i sig selv ikke er en hindring for os i at skabe gode afkast. Netop fordi vi i modsætning til traditionelle investeringsforeninger også kan gå kort og bruge finansielle instrumenter kan stigende renter lige så vel være en mulighed for os – vi skal bare ligge rigtigt.”

RISIKO

Ekstreme begivenheder forekommer i virkelighedens økonomiske og finansielle verden langt oftere end normalfordelingen tilsiger. Men netop normalfordelingen er den, der typisk anvendes i risikostyringsmodeller og dermed giver et for ”trygt” billede af, hvilken risiko man egentlig løber. Dette problem har et specialist-team i Solutions i

Danske Capital håndteret ved netop at anvende faktiske data, som går helt tilbage til 1990’erne.

Når man skal vurdere et afkast, skal det ses i forhold til, hvor store udsving, der har været i perioden i det pågældende aktiv. Det er der flere måder at gøre på, og DIHO slår andre aktivklasser på disse nøgletal. F.eks. er fondens Sharpe Ratio siden starten på 1,07 mens det for MSCI Europe er på 0,13. Idet Sharpe Ratio defineres som afkastet minus den risikofrie rente sat i forhold til aktivets volatilitet, så er resultatet bedre, jo højere Sharpe Ratio er.

Tallet kan dog også være misvisende, idet volatiliteten jo er den historiske og ikke udtrykker, hvad der kunne være sket. Forstået på den måde, at hvis fonden f.eks. havde fulgt en strategi rettet mod periferilande i euroen, der byggede på, at gældskrisen ikke blussede op igen – men at det netop var det, der var sket, så ville Sharpe

Hedgefonden er af Finanstilsynet klassificeret i kategorien høj risiko og retter sig mod investorer, der har kendskab til/erfaring med komplekse investeringsprodukter og dermed forstår de underliggende risici ved hedgefonde, derivathandel eller lignende. Investorer kan investere i fonden for både frie midler og pensionsmidler. Fonden har lukket for yderligere tilgang fra institutionelle investorer, der dog har mulighed for at komme på venteliste. Fondens er åben for private.

Ratio være lav, idet volatiliteten ville være høj, og billedet i forhold til andre aktivklasser anderledes. Hvor anderledes er svært at sige, for volatiliteten i disse aktivklasser ville i sagens natur også være højere. Hvordan det endelige billede ville se ud, ville afhænge af fondens strategi, herunder gearingen. Og dette er en vigtig pointe: Risikoen i fonden adskiller sig fra traditionelle investeringer i aktier og obligationer, idet den snarere end markedsudviklingen som sådan knytter sig til de strategier, der følges og forvalternes evne til at styre dem. Dette er også baggrunden for, at fonden af Finanstilsynet er klassificeret i kategorien høj risiko.

Du kan læse mere om DIHO på www.danskehedge.dk, hvor du også finder prospekt med bl.a. yderligere oplysninger om risikoforhold.

Danske Invest Hedge Obligationer (DIHO) er en aktieklasse af Danske Invest Hedge Income Strategies Fund, som er en hedgefond i selskabet Danske Invest PCC Ltd., Guernsey.

DANSKE INVEST HEDGE OBLIGATIONER HAR VUNDET FØLGENDE PRISER

2013

IAIR: Best Hedge Fund, Europa

2012

HFM Week: Best Fixed Income over \$500 mio.

WORLD FINANCE: Best Fixed Income Fund, Europa

2011

HFM Week: Best Fixed Income Hedge Fund

Investors Choice Media: Best Relative Value Hedge Fund

BarclayHedge: Best Fixed Income Arbitrage Hedge Fund

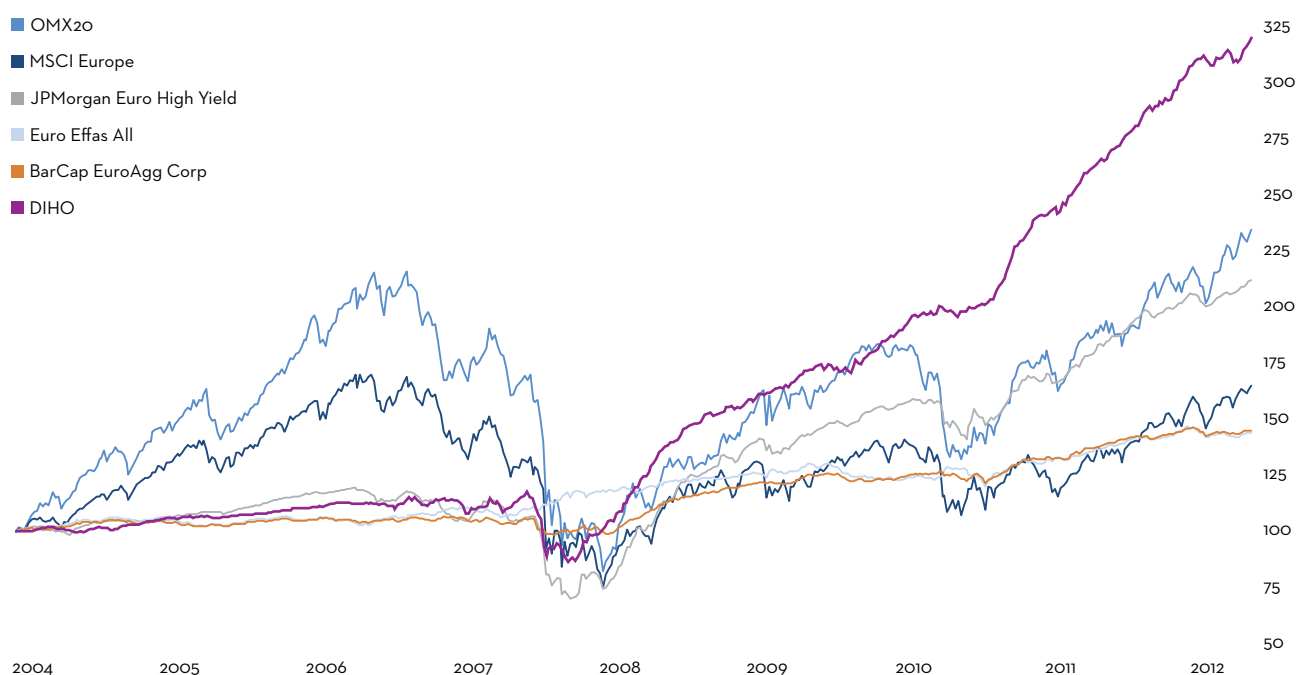
2010

Hedgeweek: Best Fixed Income Hedge Fund

2009

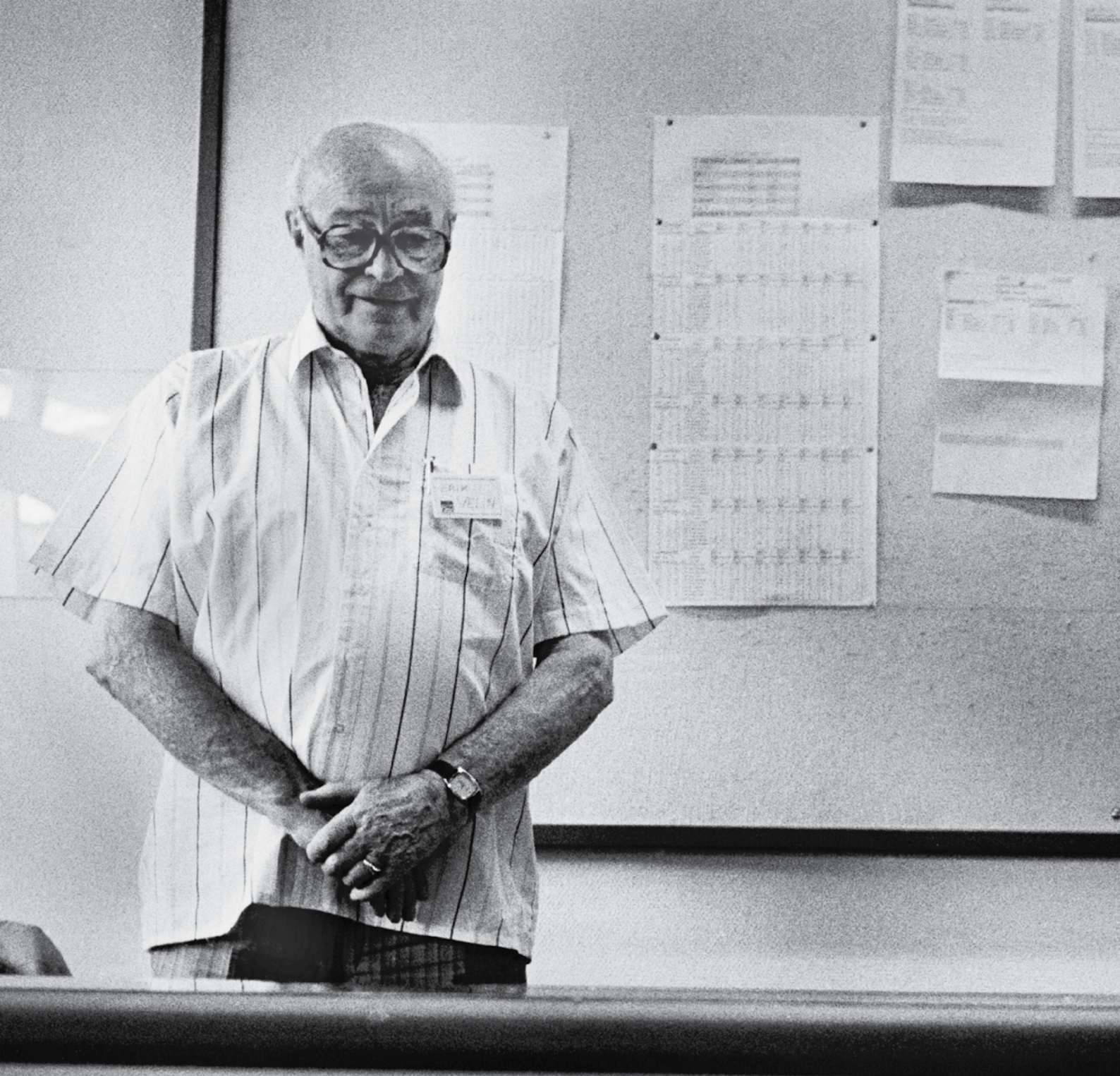
Hedgeweek: Best Fixed Income Hedge Fund

FINANSKRISEN SKABTE MULIGHEDERNE



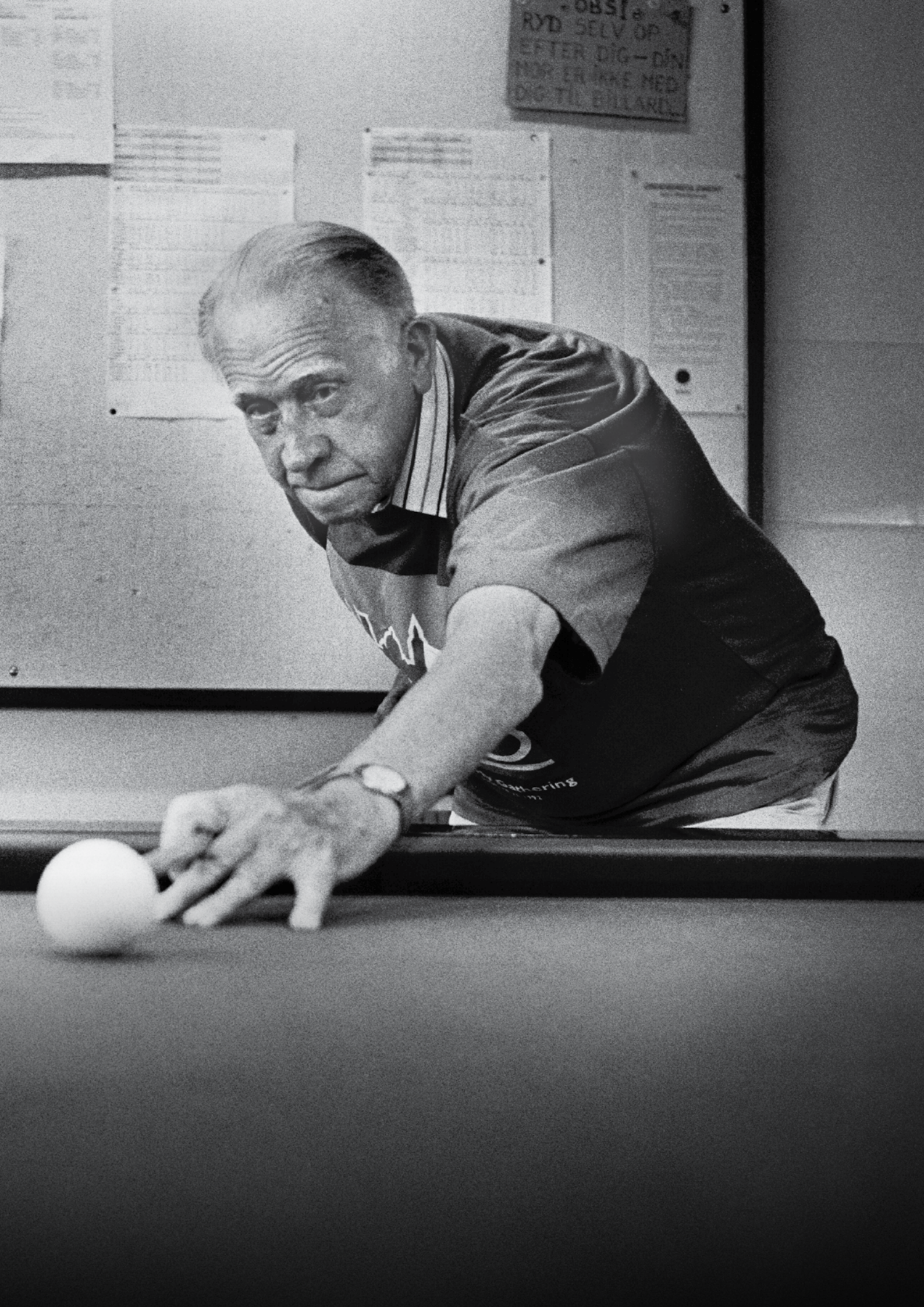
Kilde: DI Hedge

Bemærk: Tidligere afkast kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast.



SPARER DU NOK OP TIL PENSION?

SUNDERE LEVEVIS OG LÆGEVIDENSKABELIGE FREMSKRIDT GØR, AT VORES LEVEALDER KONSTANT FORØGES. DEN BEDSTE MÅDE AT IMØDEGÅ DET PÅ MED PENSIONSOPSPARING ER VIA LIVSVARIGE LIVRENTER.



I gamle dage var levetiden langt kortere end i dag. Man har fra analyser af knogler helt tilbage fra ældre stenalder og op igennem bronzealderen, jernalderen, det klassiske Grækenland, Romerriget og helt op til middelalderen estimeret, at den gennemsnitlige levetid i disse tidsperioder ved fødslen var 20-35 år. Krig, vold, sult, sygdomme og hårdt manuelt arbejde var hård kost, og især børn var hårdt ramt. Undersøgelser viser, at så sent som i 1730-1749 døde 74,5 pct. af børnene i London, før de blev fem år. Det ændrede den industrielle revolution på i dramatisk omfang. I 1810-1829 var denne andel reduceret til 31,8 pct.

På det tidspunkt kunne en nyfødt forvente at leve i gennemsnit 40 år. Siden er der sket en dramatisk stigning i levetiden i takt med de mange lægevidenskabelige fremskridt, sundere kost og generelt et liv med meget bedre livsbetingelser. I den udviklede del af verden er den gennemsnitlige levetid rundt regnet blevet fordoblet på 200 år. Og det er ikke slut endnu.

PENSIONSSKABER OG KUNDER SKAL SÆTTE MERE TIL SIDE

Finanstilsynet indførte for tre år siden et officielt benchmark for levealder for at sikre, at alle pensionskaber hensætter tilstrækkelig mange penge til kunderne. De enkelte selskaber skal enten følge Finanstilsynets benchmark eller dokumentere, at deres kunder lever i væsentlig kortere eller længere tid end tilsynets gen-

nemsnitbetragtninger. De senere år er den gennemsnitlige restlevetid for en 60-årig steget med 2-3 måneder årligt, men det vakte opsigt, da Finanstilsynet for nylig i sin årlige opdatering havde en stigning på fem måneder. En understregning af, at den stigende levealder bestemt ikke er noget, der hører fortiden til.

I forvejen er det ikke nemme tider for pensionsbranchen. For 30-40 år siden var det meget anderledes. Dengang var det relativt små generationer, der gik på pension, og renten var høj. Det fik pensionsbranchen til at love ydelser baseret på grundlagsrenter på 4,5 pct. til kunderne, og det har været et problem det seneste par årtier, hvor renten har været meget lavere. Et andet problem er, at de store efterkrigsgenerationer, der nu begynder at gå på pension, også lever længere end forventet.

Disse udfordringer er naturligvis noget, som pensionskaberne skal forholde sig til. Især når en stadig større del af selskabernes pensioner er livrenter. Med en livsvarig livrente lover pensionskaberne nemlig, at kunderne kan få deres årlige garanterede ydelser, uanset hvor gamle de bliver. Set fra kundernes side er en livrente derfor den bedste måde at imødegå den stigende levealder på.

Når kunderne køber en livrente, fastlægger pensionskaberne de garanterede ydelser på livrenterne ud fra selskabernes egne beregningsgrundlag. Det er imidlertid ikke til at forudsige præcist, hvordan levetiderne udvikler sig. Selskaberne skal derfor hele tiden sik-

LIVSVARIG LIVRENTE

Der er ubegrænset indbetaling, og det er fradragsberettiget i den personlige indkomst. Udbetalinger finder sted resten af livet fra pensionsudbetalingsalderen og beskattes som personlig indkomst. Ønsker man at sikre sine efterladte, er det muligt at tilknytte en garanti og/eller en ægtefælledækning.

ALDERSOPSPARING

Der er ikke fradrag for indbetaling, men heller ikke beskatning ved udbetaling. Grænsen for den årlige indbetaling er i 2013 27.600 kr. Aldersopsparingen har afløst kapitalpensionen i år som pensionsopsparing med engangsudbetaling. Den fungerer ved, at du skyder penge ind som på en helt almindelig konto. Du kan få rente af pengene, eller du kan investere dem i værdipapirer. Men du skal kun betale 15,3 procent i skat af afkastet. Normalt er skatten mel-

lem 27 og 42,5 procent, afhængig af størrelsen og af, om afkastet kommer fra aktier.

Ulempen er, at du helst skal vente med at hæve pengene, til fem år før du når pensionsalderen. Du kan godt hæve dem før, men så skal du betale en strafafgift til staten på 20 procent.

Et eksempel: Du investerer 27.600 kroner i obligationer, som over tid viser sig at give et afkast på fire procent om året. Hvis du bruger aldersopsparingen, bliver afkastet efter skat 10.913 kroner på ti år. Hvis du investerer på almindelig vis (og din skat er 37,3 procent), bliver afkastet efter skat kun på 7.758 kroner. Afkastet bliver altså godt 40 procent større med aldersopsparingen.

Både i 2013 og 2014 kan du ændre en eksisterende kapitalpension til en aldersopsparing. I så fald kan du reducere beskatningen ved udbetaling fra 40 pct. til 37,3 pct. I de fleste tilfælde anbefaler vi en ændring til aldersopsparing, men tal med din rådgiver.

re sig, at deres beregningsgrundlag er på den sikre side, så risikoen for tab på livrenteprodukterne minimeres. Pensionsselskaberne justerer derfor løbende deres beregningsgrundlag ud fra deres egne vurderinger af den forventede levetid for deres kunder. Dette sker normalt ved at se på den historiske udvikling i levetiderne og så antage at levetidsforbedringerne bliver endnu større fremadrettet.

For kunder der i forvejen betaler ind på en livrente, vil en forhøjelse af levetidsalderen i pensionsselskabets beregningsgrundlag i øvrigt ikke betyde, at de lovede årlige ydelser nedsættes. Men kunder, der opretter en livrente efter opjusteringen, vil opleve, at de garanterede ydelser alt andet lige bliver mindre. Også den danske stat har en udfordring med, at der i de næste årtier vil blive relativt flere på pension og færre i arbejde til at spytte i stats-

kassen. I 1983 var der flest borgere i de unge aldersgrupper, mens der i 2013 er en stadigt højere andel af befolkningen, som er ældre. I 1983 var det således kun hver femte dansker, der var over 60 år. I dag er det hver fjerde. På baggrund af den tendens, som fortsætter i de kommende år, må man som udgangspunkt påregne, at pensionsydelse fra staten bliver mindre.



Man skal derfor regne med, at man selv må spare mere op – og i det regnestykke skal der ikke blot tages højde for, at vi lever længere, men også at vi er sunde langt op i alderen og også har et højere forbrug end tidligere generationers pensionister.

I Danica har man kigget på, om danskerne sparer nok op i forhold til denne virkelighed. Og konklusionen er, at det gør vi ikke. Vores pensioner er ikke tilpasset i tilstrækkelig grad. Mange forventer, at deres behov er dækket tilstrækkeligt af kapital- og ratepensioner. Men som Danmarks Statistik skrev i Indkomster 2011, så er 11,1 pct. af folk over 75 år i risiko for decideret fattigdom. Det er kun tilfældet for 6,3 pct. af de 65-74 årige og en væsentlig forklaring på det er netop, at en vigtig indtægtskilde for mange ældre er ratepensioner, som udbetales i en begrænset årrække –

typisk 10 år.

Løsningen er at spare mere op, og da den fremtidige levealder er svær at gætte på, så er livrenter det bedste bud – og også det som politikerne tilskynder til ved at sikre skattefri og ubegrænset indbetaling til livsvarige pensionsordninger.

RATEPENSION

Der er fradrag for indbetaling til og med topskat. Udbetales over 10-25 år og beskattes som personlig indkomst. For alle ratepensioner og ophørende livrenter er den maksimale indbetaling på 50.000 kr. i 2013.

RATEPENSIONER FOR SELVSTÆNDIGE

Til og med 2014 er selvstændigt erhvervsdrivende ikke omfattet af loftet på 50.000 kr. for indbetalinger. Det betyder, at man kan indbetale op til 30 pct. af årets overskud på en ratepension både i 2013 og 2014. Derefter kan man indbetale op til 30 pct. af virksomhedens overskud på en livsvarig pension og herudover 50.000 kr. på en ratepension.

DANSKE PORTEFØLJEPELJE PENSION FOR PRIVATE BANKING KUNDER

Danske Porteføljepleje blev introduceret i 2012 og er i år blevet udbygget med en pensionsløsning. Dermed har Danske Porteføljepleje en løsning til alle skattemiljøer, dvs. frie midler, virksomheds-skatteordning og pension. Alle Danske Porteføljepleje løsninger forvaltes af professionelle forvaltere, og er kendetegnet ved stor fleksibilitet - bl.a. vil løbende indbetalinger blive investeret automatisk efter den aftalte risiko og tidshorisont. Investeringsløsningen til pension har automatisk nedtrapning af risikoen i takt med, at pensionsalderen nærmer sig.



NÅR PENSIONEN UDBETALES: BRUG PENGENE I DEN RIGTIGE RÆKKEFØLGE

I følge Danica vælger mange i dag at bruge pensionsudbetalinger før den frie formue. Kapitalpensionen/aldersopsparingen udbetales i ét hug og sættes i banken. Ratepensioner udbetales over 10 år, og kun en lille del af pensionsudbetalingerne udgøres af livsvarige pensioner.

Men det er en forkert måde at "spare ned" på, påpeger Danica.

Man får nemlig mest ud af sin samlede opsparing ved at bruge de "billigste" penge først. Det skal forstås på den måde, at du skal vente med at bruge de penge, der giver dig det største afkast efter skat. Pensionsopsparing giver et højere afkast efter skat end frie midler (afkast på pension beskattes med 15,3 procent mod mellem 27 og

43,5 procent for frie midler). Hvis du har en betydelig fri opsparing ud over din pensionsopsparing, bør du derfor bruge den først og udskyde pensionsudbetalingerne. Hvis udbetalingerne fra kapitalpensionen således strækkes over 15 år, kan man opnå et højere beløb til forbrug hvert år.

I lyset af den længere levetid samt en sundere tilstand og større forbrug i pensionsalderen end tidligere bør man også sigte mod, at pensionsopsparingen i højere grad udgøres af livsvarige pensioner. Det anbefales, at pensionsopsparing med løbende udbetalinger udbetales som en kombination af 15-årig ratepension og livsvarig pension.

LÆGEVIDENSKABELIGE REVOLUTIONER I HORISONTEN

DEN VIDENSKABELIGE VERDEN KOMMER STADIG TÆTTERE PÅ AT LØSE ALDERDOMMENS GÅDE.

I det 20. århundrede fik lægevidenskaben bugt med en hel del sygdomme, men der er stadig en hel del på top 10 listen fra år 1900. I verdens fattige lande dør masser af mennesker stadig af sygdomme, man længe har været i stand til at bekæmpe med medicin. HIV/AIDS er på andenpladsen i de fattigste lande, men figurerer ikke på listen i de rige lande, viser en nylig opgørelse fra WHO. Men også i den udviklede del af verden er der sygdomme, hvis gåder vi stadig ikke har løst eller ikke kan imødegå. Kræft, hjertesygdomme og Alzheimer's er nogle af dem.

Da det humane genom blev kortlagt i starten af det nye årtusind, var der store forventninger til, at dette ville skabe en revolution inden for lægevidenskaben. Revolutionen er imidlertid udeblevet, idet det har vist sig, at der stadig er lang vej til forståelse af den genetiske verden. Revolutionen kommer på et tidspunkt, men det kommer formentlig i små enkeltrevolutioner inden for specifikke områder – den menneskelige genetik er så kompleks, at genforskerne næppe vil få en pludselig åbenbaring, så man knækker koden til de fleste sygdomme.

En af optimisterne med hensyn til lægevidenskabelige udvikling generelt er den amerikanske fremtidsforsker Ray Kurzweil. Han har i mange år med stort held forudsagt teknologiske innovationer, og hans kæphest er, at teknologisk udvikling foregår eksponentielt – og ikke lineært, som er den naturlige del af vores virkelighedsopfattelse. Den eksponentielle udvikling er ikke blot en påstand, men kan observeres tydeligt inden for mange sammenhænge i teknologi. Kurzweil mener imidlertid også, at vi vil se en tilsvarende udvikling inden for lægevidenskaben. 65-årige Kurzweil spiser selv over 200 piller dagligt og håber at kunne holde sig i live mindst 15 år mere. På det tidspunkt tror han, at lægevidenskaben er kommet så langt, at vi vil øge vores levetid med et år - hvert år – og tendensen vil fortsætte.

Kurzweil forventer, at i starten af 2030'erne vil de fleste af vores skrøbelige indre organer være erstattet af bitte-små robotter.

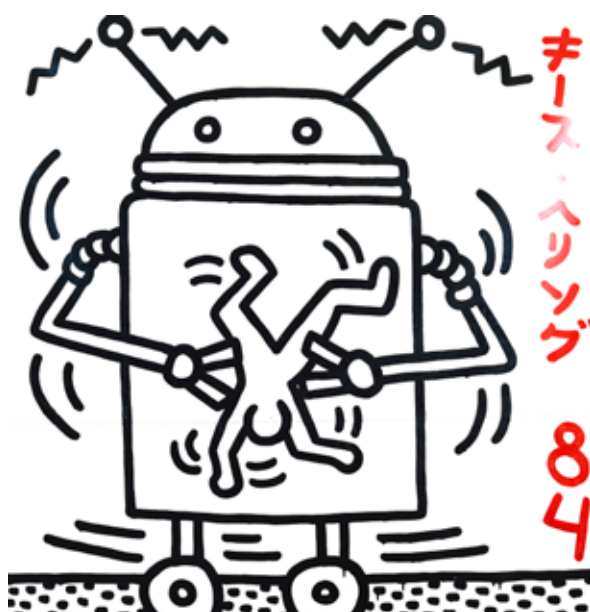
”Vi vil have elimineret hjerte, lunger, røde og hvide blodceller, blodplader, bugspytkirtel, skjoldbruskkirtel og alle hormonproducerende organer, nyrer blærer, lever, det lavere spiserør, maven, tarme. Det vi vil have tilbage på det tidspunkt er skelettet, huden, kønsorganerne, sanseorganerne, munden, det øvre spiserør og hjernen,” sagde Ray Kurzweil til WIRED i 2011.

Noget vil han formentlig få ret i. Vi er på vej mod en verden, hvor de fleste snart kan få kortlagt deres DNA for billige penge, vi får personaliseret medicin, og overvågning og forebyggelse bliver en naturlig del af hverdagen. Dertil kommer, at Big Data også vil holde sit indtog i den medicinske verden og give et nyt indblik i komplekse sammenhænge.

ALDERDOMMENS GÅDE

Den største udfordring for lægevidenskaben er ikke blot at forstå, hvordan forskellige sygdomme opstår, men hvorfor vi egentlig bliver gamle. Forskerne er på sporet ved at studere de såkaldte telomerer. Det har længe været kendt, at fysisk degenerering er forbundet med telomerer, som er beskyttelsessegmenter af DNA i enden af kromosomer. Hver gang en celle deler sig, bliver dens telomerer kortere, og denne proces forårsager en lang række aldersrelaterede lidelser - og når en celle til sidst går tør for telomerer, kan den ikke reproducere sig selv mere og dør.

Forskere fra Kings College i London præsenterede i 2008 et studie af 2.401 tvillinger, hvoraf det fremgik, at hvis man laver meget motion, kan man øge telomerernes længde. I undersøgelsen fandt forskerne ud af, at i gennemsnit mister telomererne 21 komponentdele, kaldet nucleotider, hvert år. Men de mænd og kvinder, der la-



vede meget lidt fysisk aktivitet i deres fritid havde kortere telomerer end de mere aktive. Den gennemsnitlige længde af telomerer for dem, som lavede mindst fysisk – 16 minutter om ugen – var 200 nucleotider kortere end hos dem som lavede mest – 199 minutter ugentligt (f.eks. løb, tennis, aerobics). Og det mest interessante: De mest aktive mennesker havde telomerer med længder, der svarede til længden hos inaktive mennesker, der var op til 10 år yngre.

Tre andre forskere har fundet ud af, at et enzym kaldet telomerase kan reversere processen med telomerernes forkortelse, og det fik de Nobelprisen i fysiologi/medicin for i 2009. Forskere på Harvard beskrev i 2010, hvordan de behandlede normale celler med telomerase i mus, som led af aldersrelateret degenerering. Skaderne forsvandt. Aldringen var ikke blot sat i stå, den var vendt om. Musene blev faktisk yngre.

Andre forskere har studeret det samme. Ikke blot ansporet af, at dette muligvis er vejen til ungdommens kilde men også at kortere telomerer udover at relatere sig til aldersrelaterede sygdomme, herunder hjertesygdomme, også har forbindelse til en række forskellige kræftformer. Forskere fra University of California offentliggjorde i september 2013 i Lancet Oncology resultatet af en undersøgelse, hvor en gruppe på 35 mænd blev fulgt over en periode på fem år. Alle 35 mænd havde i starten af perioden prostatakræft. 10 mænd blev udvalgt til at skulle følge en vegetar diæt, en skemalagt motionsplan samt meditation og yoga. Efter fem år var telomerernes længde i gennemsnit forøget med 10 pct. for disse mænd, mens de resterende 25, der ikke var blevet bedt

om at ændre deres livsstil, fik konstateret at deres telomerer var forkortet med gennemsnitligt 3 pct.

Selv om en forsøgsgruppe på 35 personer er for lille til at konkludere noget, giver det dog sammenholdt med de andre undersøgelser en vis indikation af, at man er på sporet af noget vigtigt.

Telomerer er dog næppe hele forklaringen på aldringsprocessen, og der ledes naturligvis også efter andre. Og her er det bemærkelsesværdigt, at en slægtning til musen tilsyneladende selv har fundet en måde at bekæmpe alderdommen på. Den østafrikanske nøgenrotte kan ikke føle smerte, er tilsyneladende immun over for kræft og kan blive op til 32 år gammel – mod maksimalt fire år for musefætteren. Et internationalt forskerhold fra med deltagelse af professor Jun Wang fra Københavns Universitet beskrev deres observationer i 2011 i Nature.

”Vi er nu kommet et stort skridt nærmere i at forstå, hvad der er hemmeligheden bag nøgenrottens helt ekstraordinære karaktertræk. For eksempel begynder vi at forstå, hvorfor nøgenrotten kan blive op til ni gange ældre end en mus på samme størrelse, og hvorfor dens dødelighed ikke stiger med alderen. Det kan også blive nøglen til at forstå, hvorfor vi mennesker ældes hurtigere og er mere modtagelige for at udvikle kræftsygdomme. For selvom nøgenrotter og mennesker har mange gener til fælles, så er der også nogle vigtige undtagelser. Og det er de undtagelser, der kan gøre os klogere både på nøgenrottens og menneskets biologi,« sagde Jun Wang til Eksperimentarium i 2011.

Nøgenrotter lever deres liv i mørke i underjordiske huller, og deres døgnrytme er ikke styret af lys og mørke.

Og mørket har sat sine spor på nøgenrottens arvemas-
se. Mange af de gener, der sørger for at forsyne menne-
sker med et skarpt syn og en sund døgnrytme, mangler
eller er blevet inaktiveret hos nøgenrotterne. For eksem-
pel var 200 af de gener, som mus og mennesker bruger
til at se med, forsvundet eller inaktive hos nøgenrotten,
påpegede Jun Wang.

Forskningsresultaterne indikerede også, at nøgenrotten
har et særligt genetisk setup, som i højere grad forhin-
drer slid på kromosomerne – en forklaring på hvorfor de
kan blive så gamle. Derudover er cellerne udstyret med
effektive bremsere, som tilsyneladende forhindrer celler
i at dele sig ukontrollabelt, hvilket kan forklare mod-
standsdygtigheden over for kræft.

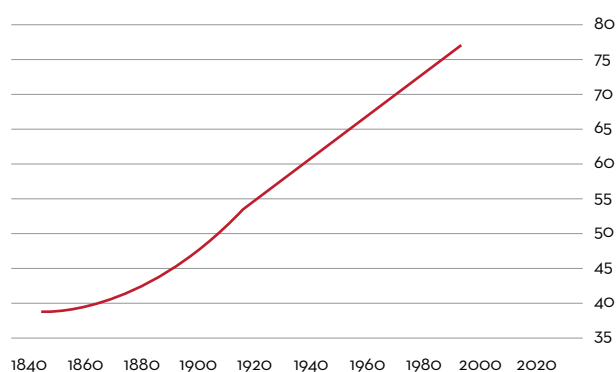
Resultaterne er blevet bakket op i år af forskere fra Uni-
versity of Rochester i New York i samarbejde med for-
skere fra Kina og Israel. De har fundet et klistret stof i
nøgenrottens hud, som udover at reparere væv tilsyne-
ladende også forhindrer kræft i at udvikle sig. Tilsva-
rende substanser bruges som smertestillende mod led-
degigt samt i anti-rynke injektioner.

Nøgenrottens biologi harmonerer i øvrigt ikke med to
teorier om aldring. For det første har den relativt kor-
te telomerer, og telomerase – enzymet, der kan forlæn-
ge telomerer – er ikke særlig aktivt i nøgenrottens celler.
For det andet så punkterer den også teorien om frie ra-
dikaler. Når dyr og mennesker trækker vejret, vil en del
af ilten omdannes til frie radikaler – det vil sige kemisk
ustabile molekyler, der gerne vil koble sig fast på vores
arvemateriale, vores DNA, inde i cellerne. Det har stor
betydning for den måde, vores celler fornyr sig på. Når

en celle skal dele sig, videregiver den en kopi af sit ar-
vemateriale til den nye celle. Hvis der sidder et frit ra-
dikal på det oprindelige DNA, vil det ikke kunne kopie-
res korrekt, og den nye celled DNA vil derfor have en
fejl, som vil videregives til de kommende generationer
af celler. Det resulterer i, at cellerne fungerer dårligere
– og jo dårligere cellerne fungerer, jo dårligere vil krop-
pen og dens organer, muskler, hjerne og knogler funge-
re, forklarer lektor i molekylærbiologi på Århus Univer-
sitet, Tinna V. Stevnsner, i tidsskriftet Augustus.

Undersøgelser viser, at nøgenrotten har relativt høje ni-
veauer af oxidative skader fra frie radikaler, men allige-
vel fungerer deres celler perfekt år efter år.

FORVENTET MENNESKELIG LEVETID



AKTIEINVESTORER KAN MED SKATTEMÆSSIG FORDEL REALISERE KURSTAB.

MANGE AKTIEINVESTORER HAR MINDRE LYST TIL AT REALISERE TAB PÅ DERES AKTIEINVESTERINGER, I FORHOLD TIL AT REALISERE GEVINSTER. UD FRA EN SKATTEMÆSSIG BETRAGTNING BURDE DET IMIDLERTID VÆRE OMVENDT.

Hvis du om aktieinvestor allerede har modtaget aktieindkomst i form af modtagne udbytter eller realiserede gevinster fra aktier optaget til handel på et reguleret marked eller udloddende aktiebaserede investeringsbeviser, skal de medregnes ved opgørelsen af din aktieindkomst. I en række tilfælde kan det være oplagt at realisere tab på aktier eller aktiebaserede investeringsbeviser for at reducere årets skattebetaling.

Aktieindkomst beskattes i 2013 med 27 pct. for aktieindkomst op til 48.300 kr. og med 42 pct. af den del af din aktieindkomst, der overstiger 48.300 kr. For ægtefæller er beløbet samlet set dobbelt.

Afhængig af størrelsen af din aktieindkomst og forventningerne til din fremtidige aktieindkomst bør du overveje følgende:

- Det er en god ide at realisere tab på aktier inden årsskiftet, hvis din aktieindkomst i år beskattes med 42 pct., og du i fremtiden har udsigt til en aktieindkomst, der kun beskattes med 27 pct.
- Du bør også søge at reducere din aktieindkomst, hvis du har større urealiserede tab, og hvis du i år beskattes med 42 pct. og også i fremtiden har udsigt til at blive beskattet med 42 pct. af din aktieindkomst.
- Hvis du kun betaler 27 pct. i skat af din aktieindkomst i år, og har udsigt til at betale 42 pct. næste år, kan det skattemæssigt bedst betale sig at vente med at realisere kurstabet.
- Ligeledes skal du overveje at vente med at realisere tab, hvis du ikke kender størrelsen af din fremtidige aktieindkomst.

UDBYTTE FRA AKTIER, DER IKKE ER HANDLET PÅ ET REGULERET MARKED

Har du modtaget udbytte eller realiseret kursgevinster fra aktier, der ikke er handlet på et reguleret marked, eksempelvis fra aktier i egne selskaber, så skal du være opmærksom på, at det ikke er muligt at reducere aktieindkomsten herfra ved at realisere kurstab på aktier, der er handlet på et reguleret marked.

KIG PÅ OMKOSTNINGERNE

Det er naturligvis nødvendigt at medregne handelsomkostningerne, når du skal vurdere, om det er fordelagtigt for dig at realisere et kurstab. Jo større tab du kan realisere pr. fondskode, jo bedre er det for dig.

AKTIER I DEN SKATTEFRI BEHOLDNING

Hvis du har aktier i den skattefrie beholdning fra 31. december 2005, bør du være særligt opmærksom på, at realiserede tab på disse aktier, hverken kan trækkes fra eller modregnes. Salg af disse aktier medfører, at du mister muligheden for eventuelle fremtidige skattefrie kursgevinster.

Indgår der aktier i samme fondskode både i den skattefrie beholdning og den udenfor, anses de først anskaffede aktier for solgt først. Man kan således ikke sælge aktier i den pågældende fondskode uden at påvirke den skattefrie beholdning.

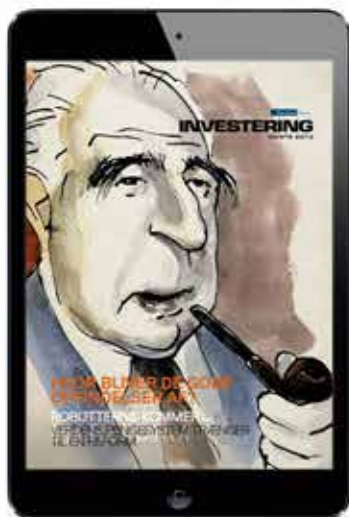
Du er velkommen til at kontakte din rådgiver i banken, hvis du har spørgsmål til dine aktieinvesteringer. —

DOWNLOAD MAGASINET INVESTERING OG KVARTALSFOKUS I APP STORE

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

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

KvartalsFokus udgives af Danske Invest og beskriver investeringstendenser, udviklingen i makroøkonomien samt udviklingen på investeringsmarkederne over hele verden. Derudover sætter magasinet fokus på de forskellige investeringsmuligheder i Danske Invest.



FÅREFEDT GØR VERDEN SMUKKERE



OG HAR VÆRET MED TIL AT GIVE ET AFKAST PÅ **42%*** SIDEN 2010

Fårefedt lugter ikke ligefrem af skønhed.

"Ikke desto mindre er denne ilde-lugtende substans en afgørende ingrediens i mange skønhedsprodukter – og en god forretning", fortæller Henrik Husted Knudsen, der rådgiver Danske Invest om europæiske aktier.

Et engelsk selskab, der forvandler fårefedt til rynkecreme, har været en del af Danske Invest Europa Fokus – Akkumulerende KL siden lanceringen i 2010 – og dermed bidraget til afkastet på 42 pct.* I samme periode har afdelingens benchmark givet 27 pct. i afkast.

Henrik Husted Knudsen står i spidsen for flere af Danske Invests europæiske aktieafdelinger med

samme strategi som Europa Fokus – Akkumulerende KL.

Læs mere

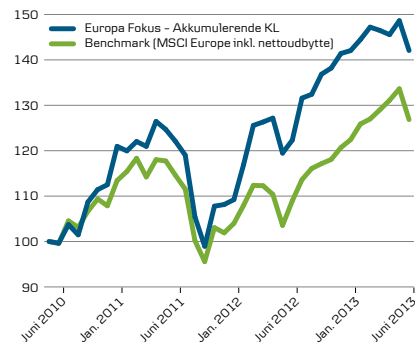
Der er høj risiko forbundet med at investere i europæiske aktier, og man må som investor forvente kursudsving. Du kan læse mere om Europa Fokus – Akkumulerende KL, herunder om afkast og risiko, på danskeinvest.dk. Her finder du også prospekter og central investorinformation.

Vil du investere?

Du kan investere i Europa Fokus – Akkumulerende KL via Danske Bank og andre udvalgte banker og pensionselskaber. Ring til Investering

Direkte på 55 85 04 35, hvis du vil vide mere.

Afkast for Investeringsforeningen Danske Invest, afdeling Europa Fokus – Akkumulerende KL



* Fra afdelingens start i juni 2010 til ultimo juni 2013. Historiske afkast er ikke en garanti for fremtidig afkast.