

INVESTERING

2011 // FEBRUAR

SIDE // 06

Uro i Mellemøsten kan blive historisk

SIDE // 09

Aktiestrateg forventer stigende nordiske markeder

SIDE // 10

Goldman Sachs tror på USA

SIDE // 21

Globale risici er større end nogensinde

SIDE // 24

Ny bog varsler dystre fremtid for Vesten

SIDE // 27

Videnskabeligt paradigmeskifte kan løse globale udfordringer

Globale udfordringer kræver globalt samarbejde



KORT NYT 4-5

INTERNATIONAL POLITIK 6-7

Uro i Mellemøsten kan blive historisk

AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV 8-13

Mellemøsten: Aktiestrategens tre scenarier
Aktiestrateg forventer stigende nordiske markeder
Goldman Sachs er optimistisk for 2011
Godt aktiemarked i Europa trods lavvækst
Goldman Sachs tror på USA
Asien tager en powernap
Japan er interessant lige nu
Tøse-økonomi og den japanske myte

UDVALGTE AKTIER 14-15

Abercrombie & Fitch, Petroleum GEO-Services, Technip, UPM-Kymmene

AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV 16-17

Tør du investere i sociale netværk, russisk energi og amerikanske ejendomme?

INVESTERINGSTEMAER - OVERSIGT 18-19

MAKROØKONOMI 20

Euroland: Cældskrisen kræver politisk lederskab



GLOBALT PERSPEKTIV 21-23

En verden af udfordringer
Globale risici er større end nogensinde
EU's miljøagentur advarer
Verdens madtilstand
Future Agenda - The World in 2020

INTERVIEW 24-25

Ny bog varsler dystre fremtid for Vesten

VIDENSKAB & TEKNOLOGI 26-27

MIT spår den tredje revolution i biovidenskab
Videnskabeligt paradigmeskifte kan løse globale udfordringer



RENTER & OBLIGATIONER 28-29

Renteforhøjelser fra ECB rykker nærmere
Hvor skal renten hen på længere sigt?

EMERGING MARKETS 30-32

Go East, Young Man
Kina kan ikke holde kadencen - og vil heller ikke
Vesten må opfinde nye forretningsmodeller

AKTIVALLOKERING 33

Rebalancering mellem verdens vækstmotorer

SKAT & PENSION 34-37

Ændrede skatteregler for pensionsudbetalinger vedtaget
Lempelse i beskatningen af sommerhusudlejning
Udenlandske pensionsordninger, aktieavancer og skattefrie udlodninger
Kursgevinstbeskatning og bagatelgrænsen

PROGNOSER 38

VERDENSØKONOMIEN KORT FORTALT 39



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

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

SWIFT: DABADKK www.danskebank.dk/kontakt · Chefredaktion: Flemming Østergaard, Allan Soon Lorentzen (ansvarshavende), Anders Nøllmose · Redaktion afsluttet den 8. februar 2011 · Koncept og design: Sylvester Hvid & Co A/S · Tryk: Rosendahl's · Kommentarer, spørgsmål, ris og ros bedes sendt til flste@danskebank.dk · Forsidefoto: Tovtrækkeri

Verdensøkonomiens Punkt 22

Vi bliver flere mennesker om at dele ressourcerne. Alene frem mod 2020 vil vi blive 750 mio. flere. Denne velkendte demografiske udvikling synes pludselig et meget større problem end for 15-20 år siden, og forklaringen er, at væksten i de store udviklingsøkonomier i over et årti har kørt - og i mange år fremover vil køre - i meget højt gear. Der investeres i infrastruktur, industri, kraftværker, bygninger osv. i enormt omfang, og en gigantisk middelklasse med stor forbrugslyst og købekraft til mere proteinholdig mad, biler, forbrugsgoder, elektricitet osv. er under fuld udvikling.

Den slags kræver ressourcer. Verdens energibehov stiger med 40 pct. frem mod 2030, og vi har i forvejen brugt så meget olie, at den globale olieproduktion formentlig toppes i disse år. Allerede nu er olieprisen tæt på 100 USD pr. tønde, og IEA advarer om, at vi nærmer os smertegrænsen for opsvingets holdbarhed.

Men det handler om meget mere end olie. Vandefterpørgslen vil om 20 år overstige det aktuelle udbud med 40 pct. I samme periode vil forbruget af stål, kobber og aluminium overgå det hidtidige forbrug i hele menneskets historie. Oven i det kommer eskalerende forurening, drastisk faldende biodiversitet, ødelagte økosystemer og accelererende klimaforandringer. Og så er der maden...

Den aktuelle uro i Mellemøsten handler om oprør mod de diktatoriske regimer, dårlig levestandard og de mange ting, der fungerer dårligt i landene. Men det, der har været tændsatsen til de mange oprør, er de høje fødevarerpriser.

Siden sommeren 2010 er prisen på hvede, majs, soya og ris steget med hhv. 120 pct., 75 pct., 53 pct. og 45 pct. Og den slags gør ekstremt ondt i lande, hvor mad typisk udgør 35-45 pct. af husholdningsbudgettet. Dybest set er prisstigningerne afledt af, at efterspørgselen overstiger produktionen, og i de kommende år er det essentielt, at den globale landbrugsproduktion øges, men det kræver udnyttelse af mere jord, mere effektive landbrug og frem for alt ikke "hamstring" til lageropbygning og eksportforbud af landbrugsprodukter, som ses i flere lande lige nu.

GLOBAL STYRING OG PUNKT 22

Men dette er begyndelsen på en æra, hvor det bliver stadig mere vigtigt for et land at råde over vigtige ressourcer – ikke blot fødevarer, men mange andre ressourcer. De lande, som har pengene eller andre vigtige strategiske elementer at tilbyde i "byttehandler" vil i stigende grad indgå bilaterale aftaler med de magtfulde ressourcelande, og der er stor risiko for protektionisme, nationalisme og eskalerende voldelige konflikter.

Der mangler et globalt lederskab, som modvirker denne udvikling og søger mod globale aftaler og koordination. Foreløbig må vi sætte vores lid til G20. Umiddelbart ser det ikke lyst ud, men til gengæld kan problemernes accelererende omfang i sig selv fremskynde den politiske proces. Det er meget tænkeligt, at når eksempelvis høje råvarepriser for alvor kan mærkes også i rige lande samtidig med, at uroen tiltager i den fattigere del af verden, så vil verdens politiske ledere tage sig sammen og tage de afgørende skridt mod et langt tættere globalt samarbejde. Men det skridt er næppe lige om hjørnet...

Der er også et problem med selve konceptet økonomisk vækst – **Verdensøkonomiens Punkt 22...**

Verden styres i dag ud fra følgende læresætning:

Økonomisk vækst sikrer velstand og samfundsmæssig stabilitet. Mangel på økonomisk vækst gør det modsatte. Derfor må økonomisk vækst være målet for ethvert samfund. Så vidt så godt.

Hvis et land vælger at skille sig ud ved en gennemført bæredygtig vækst med omlægning til vedvarende energi, økologiske landbrug, et bæredygtigt forbrug af naturressourcer og miljøbelastninger, som ikke ødelægger økosystemerne - så vil det koste penge og konkurrenceevne og føre til recession, social uro og et ustabil samfund. Så alle vælger den traditionelle vækstvej. En blindgyde, der i sidste ende vil skade alle. I et system med begrænsede ressourcer som Jorden nu engang er, kan der kun være begrænset vækst.

Et tilsyneladende uløseligt punkt 22. Men løsningen er et globalt, koordineret samarbejde og en ændret adfærd, som kan opnås bl.a. ved at give politikerne de rette mål at styre samfundet efter - en ny opgørelse af BNP, som også tager højde for sociale elementer, ressourceforbrug og miljøbelastning. Ligesom en nation er meget nøje med at overvåge nationens rent økonomiske tilstand, bør overvågningen af miljøbelastning og ressourceforbrug være lige så tæt. I sidste bliver det meget dyrt for et land, at man f.eks. har ladet landmændene bruge sprøjtegifte i et så stort omfang, at det mange steder har gjort grundvandet udrikkeligt. Eller man har fisket så heftigt, at fiskepopulationerne ikke kan genoprette sig selv.

Præsident Sarkozy nedsatte i feb. 2008 en kommission med Nobelprisvinderne i økonomi, Joseph Stiglitz og Amartya Sen i spidsen for netop at finde et bedre mål for BNP.

"Vi vil ikke ændre vores adfærd, medmindre vi ændrer de måder, vi måler vores økonomiske fremgang på," sagde Sarkozy.

Videnskab og teknologi er en vigtig del af løsningen i de kommende årtier. Hidtil har den teknologiske udvikling i meget høj grad været rettet mod kommercielle goder og kun i beskedent omfang bæredygtige løsninger til det globale samfund. Men de potentielle løsningsmuligheder er enorme med en massiv indsats. Den menneskelige kreativitet lader sig ikke fornægte. Men vi mangler et globalt *Sputnik Moment*.



PUNKT 22

"Der var kun én bestemmelse, og det var den i Punkt 22, der sagde, at ængstelse for egen sikkerhed over for virkelige og umiddelbare farer var produkt af en fornuftigt arbejdende hjerne. Orr var tosset og kunne få flyveforbud. Det eneste, han skulle gøre, var at bede om det, og så snart han gjorde det, ville han ikke længere være tosset, og skulle derfor flyve flere togter. Orr ville være tosset, hvis han fløj flere togter, og normal, hvis han ikke gjorde det, men hvis han var normal, skulle han flyve dem. Hvis han fløj dem, var han tosset og behøvede det ikke, men hvis han ikke ville, var han normal og skulle. Yossarian var dybt betaget over den absolutte simpelhed i denne passus i Punkt 22 og udstedte et fløjt, som udtrykte hans respekt."

Kilde: Punkt 22, Joseph Heller

En verden til forskel

Som det fremgår andetsteds i dette magasin præsenterede Goldman Sachs (GS) på det årlige strategimøde i januar en særdeles optimistisk holdning til både verdensøkonomien og de globale aktiemarkeder. På strategimødet hos Société Générale (SG), med den notorisk kontrære strateg Albert Edwards i spidsen, var holdningen den modsatte, skrev *The Economist* for nylig.

GS vurderer, at aktier er billige. De fokuserer bl.a. på, at risikopræmien i forhold til obligationer er ret høj, og banken spår afkast på 15-20 pct. over hele linjen. Og GS' verdenssyn er præget af en stærk tro på udviklingsøkonomierne, især BRIK – betegnelsen for Brasilien, Rusland, Indien og Kina, som GS selv har fundet på.

Ved præsentationen var der imidlertid ikke nogen graf over den cyklisk justerede P/E – tal, som sætter det aktuelle kursniveau i forhold til de seneste 10 års gennemsnitlige indtjening. Men denne P/E-værdi er faktisk aktuelt 40 pct. over det langsigtede gennemsnit, hvilket isoleret set indikerer, at aktierne mildt sagt ikke er billige.

Modsat havde alle fire talere fra SG netop det tal med i deres grafer over aktiemarkederne, og de argumenterede for, at det historisk set faktisk har været et godt pejlemærke. Den kvantitative strateg Andrew Laphorne pegede på, at hvis man havde købt aktier, når den cykliske justerede P/E var omkring det aktuelle niveau, så ville man i gennemsnit have opnået årlige reale afkast på 1,4 pct.

SG-strategerne har længe været fortalere for deres "istids-teori", som siger, at deflationære tendenser vil presse valueringen af aktier i forhold til obligationer ned, som det er sket i Japan.

GS mener, at pessimister som SG ikke tager tilstrækkelig højde for væksten i udviklingsøkonomierne og fokuserer for meget på kriser i mindre lande som Grækenland og Portugal. GS fastholder, at penge- og finanspolitiske stimulanser vil skabe et globalt opsving, som det har gjort så mange gange før i historien.

SG mener på deres side, at fremtidsudsigterne blev fundamentalt ændret af finanskrisen i

2007-08. Den gældsdrævnende model er ødelagt. Centralbanker prøver at genoplive den ved at holde renterne så lave, at aktivpriserne vil stige, og forbrugertilliden vil blive genoprettet. Men resultatet bliver bare endnu en boble og endnu et kollaps.

"At basere økonomisk vækst på en lempelig pengepolitik, som driver aktivpriserne op, er dømt til at fejle," sagde Albert Edwards.

Tiden vil vise, hvem der får ret. Kendsgerningen er i hvert fald – og det ved både Goldman Sachs og alle andre økonomer også – at det i høj grad var en alt for lempelig pengepolitik i alt for lang tid, der skabte opbygningen af den boble, der førte til finanskrisen. Om det lykkes at stramme pengepolitikken tilstrækkeligt i tide denne gang, må vi vente og se. Foreløbig synes de lave renter retfærdiggjort af, at uden de tilstrækkelige stimulanser ville vi risikere en ny global recession. Det ville måske nok være sundt, men konsekvenserne ville være uoverskuelige. Ligesom konsekvenserne af nye aktivbobler og efterfølgende kollaps...

Momentum Investing: Det kan betale sig at følge flokken

Talrige akademiske undersøgelser viser, at aktier, som har klaret sig godt i den senere tid, fortsætter med at gøre det i nogen tid. Studier over lange perioder har bekræftet, at denne "momentum" effekt har kunnet observeres i det meste af forrige århundrede. Ikke kun i aktiemarkedet, men også i råvare- og valutamarkeder har der kunnet observeres langvarige trends op og ned.

Dimson, Marsh og Staunton på London Business School of Economics har set på de største 100 aktier i det britiske marked siden 1900. De beregnede afkastet fra at købe de 20 bedst performerende aktier set over de seneste 12 mdr. og rebalancere hver måned. Det gav et årligt afkast på 10,3 procentpoint *mere* end, hvis man havde købt de 20 aktier, der havde klaret sig dårligst over de seneste 12 mdr. En investering på 1 GBP i 1900 ville være vokset til 2,3 mio. GBP ved udgangen af 2009. Men 1 GBP investeret i de 20 dårligste ville være vokset til sølle 49 GBP i perioden.

De tre forskere brugte samme tilgang til 18 andre aktiemarkeder og fandt en signifikant momentum effekt i 17 af dem (data tilbage til 1926 i USA og 1975 for større europæiske markeder). Japan var den eneste undtagelse.

Flere investeringsforeninger og ETF'er har nu planer om at udnytte effekten, berettede *Financial Times* for nylig.

Problemet med Momentum Investing er selvfølgelig, at den ikke burde blive ved med at eksistere, hvis den er kendt i markedet – den burde blive udnyttet i en grad, så den forsvinder. Det siger teorien om effektive markeder og rationelle investorer. Der er flere forklaringer på, hvorfor den så alligevel er der år efter år. Men de to mest oplagte forklaringer er:

Den vil altid være der, fordi det er en ganske normal psykologisk reaktion at købe dem, som går rigtig godt, og som netop derfor får ekstra meget medieomtale osv.

Og den er bestemt ikke ufejlbarlig, og derfor er det ikke et fænomen, der udnyttes systematisk og arbitreres væk – de færreste investorer tør lukrere udelukkende på momentum, men lader også deres investeringsstrategi påvirke af mange andre forhold. Momentum kan virke for de aktier, som har haft 12 eller lidt flere gode måneder, men sjældent for de aktier, som har haft en optur over flere år.

Og her kan en anden markedsanomali spille en rolle. Nemlig valustrategien, investerings-

filosofien, som har gjort Warren Buffet til en af verdens rigeste mænd. Den er baseret på, at investorerne har en tendens til at overse selskaber, som har leveret skuffende resultater i en periode. Sådanne selskaber kan gå så meget i glemmebogen, blive så meget "out of favour", at de bliver ekstremt billige vurderet på flere nøglekriterier, hvilket gør dem til oplagte købsmuligheder for den tålmodige valueinvestor. På et tidspunkt genopdages de af markedet, og så stiger de ganske voldsomt til en mere fair prissætning.

Hvor momentum virker over relativt kort sigt, så virker value investing på længere sigt, og resultatet kan blive pludselige vendinger i markedet, hvor markedet pludselig "opdager" både de billige og dyre aktier – og det kan blive ubehagelige overraskelser for momentum investorerne.

Et sådant vendepunkt sås i 2009. Investorer, som brugte en kortsigtet momentum strategi med køb af vinderne over de seneste seks mdr. ville have tabt 46 pct. i det britiske marked og 53 pct. i det amerikanske, ifølge forskerne på London Business School. Tilsvarende dårlige år for momentum investorerne var 1975, 2000 og 2003. Og der er helt sikkert nye i vente.

Indien kan overhale Kina

Verdensbanken tror Indien lige sniger sig foran Kina vækstmæssigt i det kommende års tid. Og ser vi længere frem, har Indien en klar fordel frem for Kina. Som bekendt indførte Kina i 1978 et-barns politikken, og det betyder faktisk, at antallet af 15-29 årige vil begynde at falde ret kraftigt efter 2011. Selv om Indiens totale befolkning først ventes at overhale Kinas i 2025, vil de unge indere i løbet af få år tælle flere end de unge kinesere. Og med en arbejdsstyrke, der skrumper (og flere andre grunde), kan Kina ikke fortsætte med de høje vækstrater.

Indien siges med en vis ironisk undertone at have sprunget over industrialiseringsfasen og gået direkte til servicesamfundet. En vis sandhed er der imidlertid i det. Hvor vestlig outsourcing til Kina, i hvert fald tidligere, primært har været rettet mod industrien, så har Indien typisk stået stærkt inden for serviceydelser lige fra at fungere som telefonomstilling for vestlige virksomheder til at være involveret i tunge vidensbaserede ydelser.

Det betyder også, at Indien mangler vigtige elementer i sin udvikling – især inden for tung industri, modernisering af landbruget og tekstilproduktion. Skal Indien overhovedet kunne leve op til høje forventninger som Verdensbanken og finansverdenen har til landet, så er det allervigtigste imidlertid en massiv udbygning af infrastrukturen. Indien har et meget stort behov for udbygning af vejnettet (kun halvdelen er asfalteret), jernbanenettet, havne, energi- og elektricitetsforsyning og anden infrastruktur.

Men der er lang vej endnu. Officielt skulle Indien investere, hvad der svarer til 9 pct. af BNP i infrastruktur i 2011 – et niveau, der er typisk for Kina. Indien har da også i den femårsplan, der løber frem til 2012 øremærket 500 mia. USD til investeringer, og 1000 mia. USD i de efterfølgende fem år. En prognose går på, at 46 pct. af de årlige offentlige udgifter vil blive anvendt til infrastruktur i de kommende år. Men det er ikke alle, der deler den optimisme, bl.a. *The Economist Intelligence Unit (EIU)*, som laver globale rangord-

ninger af økonomier ud fra deres infrastruktur baseret på alt fra bredbåndsudbredelse til vejnettets tæthed og elproduktion. Her ligger Indien i den seneste på en lidet flatterende plads som nr. 75 ud af 82 lande, et godt stykke efter de andre BRIK-lande og flere udviklingslande i Afrika, herunder Sydafrika. EIU forventer, at Indien i 2014 kun er kravlet op på en plads som nr. 73.

Vedvarende energi tæt på afgørende effektivitetstærskel

Kan det betale sig for virksomheder at investere i projekter baseret på vedvarende energi? Det korte svar er, at det har det ikke kunnet hidtil. I mange år har forsyningsselskaber, detailvirksomheder, fremstillingsvirksomheder og andre virksomheder med store energibehov undgået sol, vind og biomasse af den simple grund, at teknologierne var for dyre, ikke blot på kort sigt, men også langt sigt – og konkurrencen for virksomheder er for hård til, at grøn idealisme kan bruges som investeringsargument. Afkastet på investeringer i vedvarende energisystemer måles som de penge, der spares i forhold til hvad traditionel energi ville koste over en given tids-horisont. Er der ikke nogen besparelse, så er der ikke noget afkast.

Sådan har det været i mange år, men den store fokus på global opvarmning de seneste 5-6 år har sparket gang i den teknologiske udvikling, og det betyder, at omkostningerne ved alternativ energi er faldet drastisk. Nu kan både sol, vind og biomasse over langt sigt faktisk være billigere end el fra det traditionelle elnet, ikke mindst når statsstøtte medregnes, skriver Technology Review, der har

set på situationen for amerikanske virksomheder.

Når virksomhederne skal besvare spørgsmålet om, hvorvidt vedvarende energi er en god investering, er svaret dog stadig nej. I corporate finance har de fleste virksomheder ret høje standarder for, hvad der er en god investering – generelt kræves der et årligt afkast på 20-25 pct.

Der er de vedvarende energikilder ikke endnu, men i nogle tilfælde er de tæt på. Det viser en undersøgelse foretaget af researchselskabet Environmental Leader. Ud af 400 adspurgte selskaber, som har investeret i vedvarende energi, svarede de 20 pct., at deres ROI (Return on Investment) var 15 pct. eller højere. Et andet vigtigt element i den undersøgelse var, hvor få selskaber, der rent faktisk tabte penge på deres projekt.

Environmental Leader har også set på shipping-giganten UPS (350.000 ansatte), som for år tilbage undersøgte om vedvarende energi var finansielt fornuftig. Hverken vind eller sol var dog særlig attraktiv, men sol blev anset for "spiselig". Da effektiviteten af solcellerne også var væsentlig højere end hidtil, og man gerne ville reducere sin risiko over for stigende energipriser, valgte

selskabet at installere solpaneler som drivkraft for en større enhed af virksomheden i Palm Springs, Californien. Selskabet udtrykker i dag tilfredshed med det beskedne afkast på investeringen, men er altså ikke tilfreds nok til at rulle teknologien ud i hele virksomheden.

Technology Review konkluderer, at erfaringen fra UPS og andre viser, vedvarende energi skal krydse ikke én men to tærskler for at blive bredt accepteret af virksomheder. Den første er allerede krydset – teknologien er ikke længere en dårlig investering, men snarere sådan en midt-imellem, som en pengemarkedskonto for en investor. Men tærsklen, som nogle selskaber nu nærmer sig, er potentielt mere afgørende; i nogle tilfælde er vedvarende energiteknologier på grænsen til at kunne opnå betegnelsen "en god investering".

Når denne anden tærskel krydses, *så ændrer spillet sig*. Derfor er det vigtigt som investor at holde øje med den teknologiske udvikling i vedvarende energi. Når gennembruddet kommer, kan vi opleve en eksplosiv udvikling, som ikke behøver nogen global klimaaftale.



Det videnskabelige samfund er ikke skeptisk, ved du. Men lad os antage, at chancerne for en klimakatastrofe kun var 50/50. Hvis du har 50 pct. chance for at blive kørt over af en bil, når du krydser vejen, så vil du tegne en forsikring, eller også lader du være med at gå over vejen.

Richard Branson i Newsweek. Branson afholdt sideløbende med COP16 et klimatopmøde for erhvervsledere i Cancun.

Uro i Mellemøsten kan blive historisk

Det er endnu umuligt at sige, hvad slutresultatet bliver, men investorerne skal være særdeles opmærksomme på begivenhederne.

Det startede i Tunesien med utilfredse borgere – en ulmende utilfredshed, som eksploderede, da en 26-årig mand i december 2010 brændte sig selv på gaden i frustration over at være blevet arbejdsløs. Den 14. januar 2011 måtte præsidenten flygte ud af landet. Det umiddelbart overraskende var, at uroen så hurtigt derefter smittede – der var kort efter store demonstrationer i bl.a. Yemen, Algeriet og Jordan. Og det vigtigste – det igangsatte en mulig revolution i den folkerigeste muslimske stat, Egypten, der tegner sig for en femtedel af regionens 400 mio. mennesker.

Fælles for alle demonstrationerne er utilfredshed med de diktatoriske regimer, dybt rodfæstede socioøkonomiske problemer og mange frustrerede unge. For Mellemøsten som helhed er ledigheden på 10,3 pct. – den højeste regionale arbejdsløshed i verden. Men hvad værre er – ungdomsarbejdsløsheden (15-24 år) er næsten fire gange så høj, påpeger FN's arbejdsmarkedsorganisation ILO i en ny rapport. Og det fylder særlig meget, når 60 pct. af befolkningen i de arabiske lande er under 25 år – en befolkningsandel som ikke overgås andre steder i verden. Frem mod 2015 ventes befolkningen i de arabiske lande at vokse med over 50 mio.

"I en region, hvor ferskvand og landbrugsjord er svindende ressourcer, vil befolkningsudviklingen intensivere det socioøkonomiske pres i hele den arabiske verden," påpeges det i Arab Human Development Report 2009.

Ringe levestandard, dårligt sundhedsniveau, begrænset pressefrihed, fængsling af systemkritikere, lavt uddannelsesniveau (Egypten i den dårligste ende med en tredjedel analfabeter, kun overgået af Marokko) er blandt regionens typiske dårligdomme. Og generelt økonomiske vækstrater, som halter et godt stykke efter dem, som BRIK-landene præsterer. De fattigere lande i regionen har aldrig høstet gevinsten af globaliseringen, som udviklingsøkonomierne i Latinamerika og Asien.

Fødevarepriserne var dråben, der fik bægeret til at flyde over i flere lande, som alle er nettoimportører af fødevarer. Siden juli 2010 er S&P GS Agricultural Commodities Index steget mere end 70 pct. Hvilket dækker over stigninger på hvede på 120 pct., majs 75 pct. og ris 45 pct. Og den slags kan mærkes, når 35-45 pct. af husholdningspengene går til mad, hvilket er typisk i disse lande.

HVEM TAGER OVER?

Et af de store spørgsmål er naturligvis, hvilket styre, der overtager i Egypten, for det kan være ekstremt afgørende for, hvordan resten af regionen udvikler sig. Egypten har historisk set tjent som fortrop for arabisk nationalisme, og landets karismatiske ledere, fra Nasser til Sadat og Mubarak, har påtaget sig ledermæssige nøgleroller i den arabiske verden de sidste 50 år. Og så har Egypten været en tæt allieret for Vesten, ikke mindst USA, og påtaget sig en vigtig balancerende rolle i arabisk-israelske relationer siden 70'erne.

Som situationen ser ud nu, har Mubarak meldt ud, at han ikke vælger at genopstille til efteråret. Men den melding har ikke tilfredsstillet demonstranterne, som kræver, at han trækker sig nu. Bliver presset så stort, at han giver efter, vil en kaotisk periode opstå. Der er ikke nogen nem vej til demokratiet – efter 30 år i undtagelsestilstand har landet ikke en demokratisk infrastruktur. Der er heller ikke nogen reel leder af oppositionen. Faktisk er det forbudte Muslimske Broderskab det mest organiserede alternativ – et alternativ, som imidlertid er ret bredt, hvorfor det er vanskeligt at sige konkret, hvordan et regime i deres regi bliver. I investorsammenhæng er uvished altid af det onde og giver en tendens til negative tolkninger, men faktum er altså, at man ikke ved hvad det bredt funderede broderskab vil stå for i praksis.

Men selv hvis det bliver en demokratisk udgang på det hele, mister vestlige lande og især USA en vigtig allieret, som fremover kan blive vanskelig at samarbejde med. En undersøgelse viste således sidste år, at kun 17 pct. af egypterne har et positivt syn på USA. Et markant fald fra 30 pct. i 2006.

På den anden side vil et demokratisk folkevalgt styre forventeligt være langt mere fokuseret på folkets vé og vel og sikring af nationens fremtid. Og det kræver tæt samarbejde med USA og resten af Vesten, hvis Egypten – og de øvrige arabiske lande – skal hæve levestandarden betragteligt de kommende år og herunder skabe beskæftigelse til mange millioner vrede unge mænd og kvinder. Det kræver, at de arabiske lande bliver en integreret del af globaliseringen for at kunne høste dens gevinster. Men den arabiske logik går ikke nødvendigvis i den retning...

Den aktuelle situation skaber usikkerhed på de finansielle markeder. Egypten ejer Suez-kanalen, hvor 8 pct. af verdens varetransport til havs går igennem, men midlertidige lukninger ventes ikke at føre til de store ændringer. Alternativet er nemlig, at skibene går syd om Afrika, hvilket blot vil føre til en øget transporttid på 15 dage og dermed lidt højere omkostninger. Samme argument bruges om olieleverancer.

RISIKO FOR OLIEPRISERNE

Men man kommer ikke uden om, at der er en risiko for energipriserne. Regionen sidder på hhv. 48 pct. og 61 pct. af verdens kendte gas- og olieserver og tegner sig for hhv. 18 pct. og 36 pct. af den globale gas- og olieproduktion. Går den politiske udvikling i retning af en mere islamiseret region, kan det, som Goldman Sachs formulerer det, medføre "øget regional usikkerhed (i det mindste psykologisk) og resultere i højere oliepriser og potentielt udgøre en mere alvorlig trussel for det globale opsving."

Professor Nouriel Roubini fra New York University, manden der forud så finanskrisen, advarede for nylig i Financial Times om, at der er en risiko for, at et kollaps i de mellemøstlige enevælder ikke vil føre til stabile demokratier, men mere radikale og ustabile regimer.

"Tre ud af de seneste fem globale recessioner er opstået efter geopoliti-



"I takt med at spændingerne mellem landene øges, risikerer vi at komme til at se en stigende protektionisme – inden for handel og finans. Og i takt med, at spændingerne internt i landene stiger, risikerer vi at komme til at se voksende social og politisk ustabilitet – ja måske endda krig."

IMF-chef Dominique Strauss-Kahn for nylig i en tale i Singapore.

It is not the strongest of species that survive, nor the most intelligent, but the one most responsive to change.

Charles Darwin

ske mellemøstlige chok, som har ført til markante stigninger i olieprisen. I de to andre har oliepriser også spillet en rolle. Yom Kippur-krigen i 1973 udløste en markant stigning, som førte til global stagnation – recession og høj inflation – i 1974-75. Den iranske revolution i 1979 førte til tilsvarende stagflationære olieprisstigninger, som udløste 1980 recessionen. Den irakiske invasion af Kuwait i august 1990 førte til en stigning i oliepriserne på et tidspunkt, hvor opsparings- og lånekrisen i USA allerede var ved at sende USA i recession; USA og de mest udviklede økonomier gik derefter ind i en kort recession, som varede indtil foråret 1991, hvor krigen mod Irak blev vundet. Selv i den globale recession i 2001 – udløst af IT-boblens kollaps – spillede oliepriser en vis rolle, idet den anden palæstinensiske intifada og bredere spændinger i Mellemøsten førte til en beskedent men signifikant stigning i oliepriserne," skrev Roubini.

Oliepriserne har en ubestridelig stor betydning for verdensøkonomien. Den globale recession i 2008 blev ikke udløst alene af følgeskaderne af Lehman Brothers' kollaps. I sommeren 2008 var oliepriserne fordoblet på et år og toppede i 148 USD pr. tønde. Meget negativt for verdenshandelen og et reelt indkomstchok for ikke blot USA, det meste af Europa og Japan, men også Kina og alle de andre nettoolieimportører i Emerging Markets. Verdensøkonomien var allerede skrøbelig, da Lehman Brothers krakkede, pointerer Roubini.

FØDEVAREPRISERNES VIGTIGE ROLLE

Uroen i Mellemøsten giver anledning til mange spekulationer, herunder om den breder sig til OPEC's vigtigste medlem, Saudiarabien, der sidder på den suverænt største del af verdens oliereserver. Saudiarabien er trods det diktatoriske styre ikke præget af en stærk opposition, og det hænger sammen med, at velstandsniveauet er højt sammenlignet med de fattigere lande i regionen. Et nyt regime i Saudiarabien og dermed meget stor usikkerhed om olieprisen anses derfor for meget usandsynligt. Men i fattigere lande spiller fødevarerpriserne en afgørende rolle. Man kan finde sig i meget, men når familien begynder at sulte, er grænsen nået.

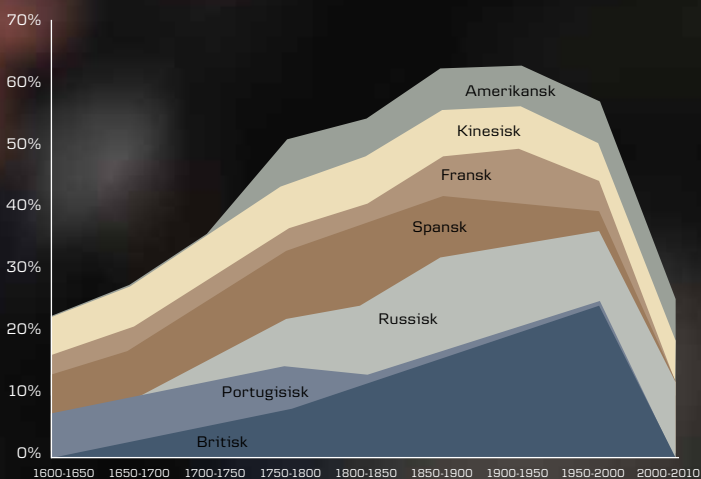
De aktuelt høje fødevarerpriser er dybest set resultatet af, at den globale efterspørgsel overstiger udbudet, og den aktuelle situation bliver - udover ekstremt vejr, som har reduceret høstdybytterne en del steder - forværret af, at en række lande, typisk udviklingsøkonomier, herunder også de arabiske, er med til at forstærke prisstigningerne via massive lageropbygninger, eksportforbud, prisstøtte og andre politiske tiltag. Og de nærmeste år er der ikke udsigt til, at fødevarerudbudet øges tilstrækkeligt, pointerer Goldman Sachs.

Investeringsbanken påpeger, at ikke siden 1600-tallet har koncentrationen af Jordens landoverflade været koncentreret på så mange forskellige lande som i dag. Det behøver ikke at betyde, at udbudet af fødevarer eller andre essentielle ressourcer er hæmmet, hvis blot kapital, arbejdskraft

og teknologi kan bevæge sig frit omkring. Men det er ikke tilfældet. Goldman Sachs pointerer, at stort set alle lande i en nationalistisk protektionisme af ressourcer har mange restriktioner, som hæmmer denne bevægelighed. Det betyder, at den normale investeringscyklus er sat ud af kraft. Fødevarerproblemet (og andre ressourceknapheder) handler derfor i Goldmans optik ikke om udbud af ressourcer, men udbud af kapital. Den eneste langsigtede løsning er derfor en politisk respons, som skal håndtere dette problem, pointerer Goldman Sachs, som også understreger, at vækst i afgrødernes udbytter ikke længere er tilstrækkeligt til at øge udbudet. Der kræves udvikling af endnu bedre afgrøder med hjælp fra genteknologien, der kræves mere effektive landbrug i udviklingsøkonomierne og frem for alt: Der kræves mere jord.

KONCENTRATIONEN AF JORDENS LANDMASSE PÅ SUPERMAGTER

Procentdel af totale globale landmasser styret af supermagter



Ikke siden 1650 har supermagternes besiddelser af Jordens landmasser været på et så lavt niveau. Sagt på en anden måde: Ikke siden 1600-tallet har Jordens ressourcer været koncentreret i så mange forskellige lande. I teorien burde det ikke betyde, at udbudet af ressourcerne er hæmmet, hvis bare der er fri bevægelighed af kapital, arbejdskraft og teknologi. Men det er der netop ikke - i alle lande er der en lang række restriktioner, som hæmmer denne bevægelighed. Det betyder, at den normale investeringscyklus og økonomiske dynamik er sat ud af kraft, og derfor kan udbudet af essentielle ressourcer i dag ikke følge med efterspørgslen. Løsningerne på de globale ressourceudfordringer er derfor først og fremmest af politisk karakter, mener Goldman Sachs.

Kilde: Goldman Sachs Commodities Research



Mellemøsten: Aktiestrategens tre scenarier

Investorer bør forholde sig afventende, mener chefstrateg Anders Nellemose.

Aktiestrateg Morten Kongshaug har opstillet tre scenarier for, hvordan situationen i Egypten kan udvikle sig.

Basis-scenariet: Der vil ikke være nogen konsekvenser for olieproduktion/udbud og transport som følge af situationen i Egypten, som dermed forventes at være begrænset til dette land. Det vi ser er uro, som mest kan henføres til de globale prisstigninger på fødevarer. Bevægelse mod demokrati er et langsigtet positivt element i dette scenario.

Risiko-scenarier 1: Uroen spredte sig til de fattigste lande i regionen som følge af de høje fødevarerpriser og årtier med undertrykkelse. Ruter for skibstrafik og luftfart kan blive påvirket, idet landene kan opleve strejkeaktioner. I Egypten er der en risiko for, at Suez-kanalen midlertidigt lukkes, men det vil kun ske, hvis radikale fundamentalister opnår kontrollen i Egypten, hvilket ikke er det mest sandsynlige scenario. Husk, at Tyrkiet allerede har et demokrati med en islamisk regering, så hvis det Muslimske Broderskab opnår kontrol, er det stadig positivt. De rige Golf-stater holder folkelig opstand under kontrol via bl.a. fødevarer subsidier, og hverken olieproduktion eller olietransportlinjer påvirkes.

Risikoscenarier 2: Smitte til de rige olieproducerende stater i Mellemøsten gennem folkelig opstand og krav om demokrati, herunder politik uro i det skrøbelige Irak, men muligvis også

i Iran og Saudiarabien som de vigtigste olieproducerende lande. Olieprisen stiger som følge af, at olieproduktionen og olieeksporten i Mellemøsten midlertidigt bremses. Mellemøstlig olieproduktion og olietransport påvirkes, og vi er på vej mod et olieprishok med makroøkonomiske konsekvenser for OECD, Kina og den globale økonomi.

HVORDAN SKAL INVESTOR FORHOLDE SIG?

For investor er det åbenlyst spørgsmål naturligt, hvordan man skal forholde sig i en så usikker situation. Det har vi spurgt chefstrateg Anders Nellemose om.

”Det der sker i Mellemøsten lige nu er et vanskeligt og følsomt emne at udtale sig om. Men faktum er, at hvis uroen breder sig og også fører til folkelig opstand i verdens stærkeste olienation, så får vi en kaotisk periode, som set ud fra et rent økonomisk synspunkt vil være det værste tænkelige, fordi olien har en så stor betydning for det globale samfund. Det ville blive starten på en periode med stigende oliepriser, som, medmindre der hurtigt var tegn på en demokratisk udvikling, ville skade det globale opsving. Men sandsynligheden for, at det sker, er meget lille, og det skyldes, at borgerne i Saudiarabien har et højt velstandsniveau, og ikke er påvirket af de høje fødevarerpriser som de fattige lande.

En anden udvikling, som kunne få negative økonomiske konsekvenser, ville være et regime med en endnu mere negativ holdning mod

Vesten. Det tror jeg også er urealistisk og uholdbart, netop fordi de undertrykte folk i de forskellige lande er så frustrerede over fødevarerproblemet og en række andre strukturelle problemer, som gør, at levestandarden er så lav.

Skal de arabiske lande rejses økonomisk og velstandsmæssigt kræver det tættere relationer til Vesten og integration i globaliseringen, som de ikke har høstet gevinsterne af – i modsætning til asiatiske og andre udviklingsøkonomier. Dette forhold er olieafhængige lande som USA, Europa, Japan og Kina naturligvis klar over, og man kan meget vel forestille sig, at i en situation med flere væltede regimer, vil disse lande og regioner stå klar med tilbud om hjælp, investeringer og overførsel af teknologi i et omfang, der kunne minde om Marshall-hjælpen efter 2. verdenskrig for at sikre en stabil udvikling.

Hvordan det hele ender, er stadig umuligt at sige, men som udgangspunkt vil vi råde investorerne til at forholde sig afventende. Vi anser det for mest sandsynligt, at uroen i Mellemøsten ikke vil bremse det globale opsving, som er ved at være selvbærende. Tværtimod kan det blive starten på en positiv demokratiseringsbølge. En proces, der bliver kaotisk og turbulent, men som på længere sigt er gavnligt for alle. Og nødvendigt for de arabiske lande i lyset af de globale udfordringer som verden står overfor med knappe ressourcer og befolkningsvækst – udfordringer, som nødvendiggør et tættere globalt samarbejde,” siger Anders Nellemose.

Aktiestrateg forventer stigende nordiske markeder frem til sommeren

Skal aktiefesten fortsætte derefter, skal vi se et stærkere, mere konsolideret opsving.

Virksomhedernes indtjening er naturligt nok steget markant efter, at vi kom ud af recessionen og efterspørgselen steg markant. Massivt momentum i indtjeningen har været brændstoffet for aktiemarkedet i 2011, og aktiestrateg Morten Kongshaug forventer, at det også vil være gældende her i første halvår, hvor det efter hans vurdering vil kunne løfte det globale aktiemarked yderligere 5-10 pct.

"Men momentum effekten vil sandsynligvis fortage sig i andet halvår. Allerede nu er konsensusforventningerne for indtjening i 2011 og 2012 på et niveau, der svarer til en mere beskeden global BNP-vækst på 3-4 pct. Hvis "aktiefesten" skal fortsætte – både for de nordiske og de øvrige aktiemarkeder i OECD – så skal vi have en kraftigere, mere bæredygtig økonomisk ekspansion, som vil føre til øgede udlån, bedre boligmarkeder og fremgang i beskæftigelsen. Hvis vi får disse tegn på et mere konsolideret opsving, så vil det kunne indlede en ny fase for globale aktier, drevet af fordelingen af likviditet, risikoappetit og multipel ekspansion – altså en fase, hvor investorerne er villige til at betale en højere pris for en forventet kroners indtjening. Og disse faktorer vil kunne løfte aktiemarkedet med yderligere 10 pct. i andet halvår," siger Kongshaug og tilskriver det scenario en 50/50 chance.

For der er ubestrideligt en række risikofaktorer, som gør, at der vil være et låg på både investorer og virksomheders risikovillighed frem mod sommeren og muligvis også i årets anden halvdel, hvis ikke vi får tilstrækkeligt opmuntrende økonomiske nøgletal. Det drejer sig bl.a. om eurozonen, de deflationære tendenser i økonomien og strammere økonomisk politik over hele kloden.

"Og så må man ikke glemme råvarerne. Alt tyder på, at råvarepriserne fortsat vil stige som følge af stærk vækst og lave renter, som er en kraftig cocktail. Betingelserne er til stede for, at vi får et råvareprischok som i 2008, og det er en af vores største bekymringer for 2011."

Aktieråd

Morten Kongshaug peger på flere tilgangsvinkler til det nordiske aktiemarked i første halvår af 2011.

Potentielle nordiske overtagelseskandidater.

Kapitalomkostningerne for virksomhederne har været lave de seneste to år, men der har ikke været adgang til at rejse den nødvendige kapital før nu. De globale økonomiske betingelser taler til fordel for et globalt opsving i M&A som set sidst i 2003-04. Kongshaug estimerer, at potentialt for opkøbsaktiviteter i Norden er ca. 9 pct. af den

samlede nordiske kursværdi. Aktuelt fremhæves følgende nordiske selskaber som potentielle overtagelseskandidater: Nokia, Tikkurila, Klövern, Oriola-KD, NKT, Royal Unibrew, Outotec, Nobia, Unibet.

Nordiske yield-aktier (høje dividender, tilbagekøb af egne aktier og stort frit cash flow). Dividende sæsonen nærmer sig hastigt, og med vækst i EPS (indtjening pr. aktie) på næsten 40 pct. i 2010 er udbetalingspotentiallet godt.

Nordiske catch-up aktier. Aktiemarkedet er steget 16-20 pct. siden september, og det får naturligt nok investorerne til at se sig om efter attraktive aktier, som kursmæssigt har klaret sig dårligere end konkurrenterne og det brede marked, men som af en eller anden grund er blevet overset. Value kommer mere i fokus. Lige nu er der meget fokus på opstramning og overophedning i Emerging Markets, men i løbet af andet halvår ventes fornyet fokus på nordiske selskaber med **stærk eksponering til Emerging Markets**.

Sektormæssigt fremhæver Morten Kongshaug energi, transport, biler, medier, pharma, health care udstyr, forbrugsvarer, fødevarer, detail, drikkevarer og tobak.



Alt tyder på, at råvarepriserne fortsat vil stige som følge af stærk vækst og lave renter, som er en kraftig cocktail. Betingelserne er til stede for, at vi får et råvareprischok som i 2008, og det er en af vores største bekymringer for 2011."

Morten Kongshaug

Goldman Sachs er optimistisk for 2011

På den årlige strategikonference præsenterede investeringsbanken forventninger til økonomisk udvikling og aktiemarkeder, som overgår de generelle forventninger.

Goldman Sachs overraskede alle på det årlige strategimøde i januar. Overraskelsen var ikke blot, at bankens forventninger for alle store regioners vedkommende – USA, Euroland, Japan, BRIK – var højere end konsensus, men at bankens økonomer og strateger har forventninger om en særlig markant styrkelse af amerikansk økonomi.

”Vores udgangspunkt er, at de amerikanske problemer vurderes overdrevent negativt af markederne,” sagde den amerikanske chefstrateg for amerikanske aktier, David Kostin.

Den stærke vækst i USA kombineret med en beskeden afmatning i Asien som følge af opstramninger er omdrejningspunktet for bankens forventninger og strategiske anbefalinger, der lyder sådan:

- USA's opsving vil for alvor bide sig fast i år.
- Europa vil være præget af lavere vækst, men har et betydeligt stigningspotentiale i sig – primært i andet halvår.
- Asien vil i første halvår fortsætte med stramningerne fra sidste år for at undgå overophedning. I andet halvår vil stramningerne være overstået i Asien, som igen vil blive et interessant investeringsområde.
- Japan har et godt udgangspunkt med konkurrencedygtige virksomheder inden for adskil-

lige produkter i den høje ende af værdiskalaen og vil især i første halvår nyde godt af et styrket opsving i USA, som stadig trækker 24 pct. af verdens BNP.

Blandt risikofaktorerne nævnes:

- Finanspolitiske stramninger og udviklingen i den offentlige gæld.
- Gældskrisen i eurozonen.
- Stigende renter.

- Stigende olie- og råvarepriser.
- Høj ledighed, svigtende forbrugertillid og virksomheders modvilje mod nyansættelser og investeringer.

I det følgende fremhæves de respektive strategers argumenter for de respektive regioner. Udover de ovennævnte risikofaktorer gælder naturligvis også risikoen for, at de specifikke forventninger til de enkelte regioner ikke bliver opfyldt.

FORVENTET AFKAST I PCT. FOR GIVNE TIDSHORISONTER

	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
USA - S&P 500	3,2	9	17
Europa - Stoxx Europe 600	-1,4	6	20
Japan - TOPIX	2,4	15	12
Asien ekskl. Japan - MXAPJ	3,6	8	22

Kilde: Goldman Sachs, 13. jan. 2011.

Godt aktiemarked i Europa trods lavvækst

GS har væsentlig lavere forventninger til væksten i Europa end i USA, men det er ikke ensbetydende med et tilsvarende svagt år på aktiemarkedet. Strateg Peter Oppenheimer tror, at det europæiske marked vil fortsætte tendensen fra sidste år og levere en stigning i 2011 på op til 20 pct. i forhold til medio januar – med den klart største stigning i andet halvår.

Der er en række argumenter for dette:

- Flere ledende indikatorer er positive.
- Der er udsigt til, at profitmarginier vil stige i både 2011 og 2012 i takt med stigende salg.
- Salget vil stige i takt med øget global økono-

misk vækst, som det var tilfældet i opsvingene i 1993 og 2003.

- De stigende profiler – dvs. øget nettoprofit i forhold til salget – vil også medføre bedre kapacitetsudnyttelse.
- Meget lav vækst inddiskonteret i aktierne. Risikopræmien i forhold til statsobligationer (ty-ske) er høj.

Oppenheimer peger på flere investeringstemaer, bl.a. selskaber med en høj operationel gearing. Sådanne selskaber har store faste omkostninger men lave variable omkostninger, hvilket betyder, at de kan have det svært i nedgangstider og

en ringe kapacitetsudnyttelse, men i opgangstider vil salgsmængde slå kraftigere igennem på bundlinjen end i selskaber med lavere gearing.

Et andet tema er, at fokusere på de europæiske eksportører, især dem med høj eksponering mod Emerging Markets. I den forbindelse fremhæver Oppenheimer det japanske marked som en analogi, idet eksportørerne her i mange år har klaret sig bedre end de selskaber, som er orienteret mod det vækstmæssigt noget svagere hjemmemarked.

Slutteligt nævner Oppenheimer selskaber med høje dividender som interessante.



Goldman Sachs tror på USA

USA er, trods forskydningen af den globale økonomiske magtbalance mod Asien med Kina allerede nu på andenpladsen, stadig verdens største økonomi, og selv de mest optimistiske skøn på Kinas fremmarch tyder på, at USA holder skansen frem til omkring 2020. Derfor – og også fordi USA stadig er verdens mest innovative nation, har verdens suverænt største aktiemarked og er en ubestridt supermagt – er det særdeles vigtigt, hvordan det går rent økonomisk for amerikanerne. David Kostin, chefstrateg for det amerikanske aktiemarked, peger på en række forhold, der giver anledning til at forvente, at dette bliver et godt aktieår i USA:

- Bedringen i privatforbruget fortsætter
- Opsparingskvoten forventes at stabilisere sig omkring de nuværende 6 pct.
- ISM-indekset, vigtig indikator for erhvervslivets forventninger til fremtiden, er steget 17 mdr. i træk.

- Bankers vækst i lån til kommercielle og industrielle virksomheder er blevet positiv.
- Træg bedring af ledigheden som efter de to foregående recessioner, men positiv tendens at spore i jobless claims, en ugentlig opgørelse over, hvor mange mennesker, der har søgt om understøttelse.
- Forventede stigninger i virksomheders salg, indtjening pr. aktie og profitmarginen – sidstnævnte er et udtryk for, hvor meget et selskab netto tjener i forhold til omsætningen. Sidstnævnte har p.t. større betydning for forventningerne til den samlede indtjening i aktiemarkedet end omsætningsfremgang. Årsagen er den kraftige tilpasning af omkostninger efter finanskrisen, som giver et stærkt udgangspunkt nu.
- Forventet kapitalinflow i amerikanske aktier fra ind- og udland på 750 mia. USD i år.
- Forventet 25 pct. vækst i virksomheders til-

bagekøb af egne aktier; dividender vil vokse med 11 pct.

- Forventet stigning i M&A (fusioner og opkøb) for kontanter på 15 pct. – en afspejling af, at en del virksomheder har ganske mange penge i kassen.
- USA's økonomi er 16 pct. større og virksomheders indtjening 19 pct. højere end i 2005; mens aktiemarkedet kun er 1 pct. højere og P/E 15 pct. lavere.

Alt i alt lægger disse forventninger og observationer op til, at S&P 500 slutter året omkring 1500, mener Kostin - ikke langt fra de tidligere toppe på hhv. 1527 og 1565 i hhv. marts 2000 og oktober 2007.

Kostin anbefaler, at man koncentrerer sig om cyliske aktier på bekostning af defensive aktier, og han fremhæver også selskaber med historisk høje dividender som en god investering. På sektorbasis fremhæver han energi, finans og IT.

Asien tager en power nap

Asien-boomet er langt fra slut endnu, men Timothy Moe mener, at regionen tager en *power nap* i dette halvår. Bekymringen over inflation på flere fronter; højere råvarepriser, større kapacitetsudnyttelse, kapitalstrømme fra rige lande og stigende aktivpriser, herunder ejendomme, begyndte allerede i i 2010, og det førte til pengepolitiske stramninger en del steder, heriblandt Kina. Yderligere stramninger er sandsynlige i dette halvår. Det forventes, at pengepolitiske myndigheder og regeringer er tilstrækkeligt opmærksomme på inflationsrisikoen og vil sørge for de nødvendige tiltag, så inflationsbekymringerne fortager sig, når vi når hen til sommeren. Derefter begynder det for alvor at blive interessant igen i de asiatiske udviklingsøkonomier, som i høj grad stadig lukrerer på eksport til USA, som ventes at rejse sig markant i år.

Bekymring over risikoen for opbygningen af en boble på de asiatiske aktiemarkedet er bl.a. næret af den amerikanske centralbanks beslutning om at trykke flere penge, som kunne føre til, at pengeligeligheden fik mange investorer til

at sende flere risikovillige dollars til Asien. Men det afviser Timothy Moe overraskende.

"Vores analyser viser, at flows fra "ikke-begrænsede" investorer – som f.eks. investeringsforeninger i modsætning til institutionelle investorer som pensionsfonde og forsikringselskaber - er langt mere stabile end forventet. Det er et faktum, der går imod den gængse opfattelse af, at ikke-begrænsede investorer blot står for meget flygtige, volatile "hot-money" i Emerging Markets.

Han forventer, at investeringsforeninger stadig vil søge vækst og afkast i Emerging Markets, mens pensionsfonde o.lign. forventes at øge andelen i regionerne.

Han afliver også en myte om, at en del investorer med base i de rige lande mere er i Emerging Markets af nød end lyst, fordi afkastmulighederne p.t. er ringere i de udviklede lande – og så snart billedet vender, trækker de pengene ud igen. Det afviser han blankt. Han mener, at den eksponering, som investorer i de udviklede lande i dag har mod Emerging Markets er me-

get lav, så der er en meget stor sandsynlighed for, at de vil øge andelen markant i de kommende år. I den forbindelse kan det være værd at nævne, at Kinas andel af Verdensindekset i 2030 ventes at være 29 pct. mod Nordamerikas 25 pct. og Europas 14 pct. I dag udgør alle Emerging Markets tilsammen kun 13 pct. af Verdensindekset – men økonomisk bidrager de med halvdelen af verdens vækst.

Moe mener, at Asiens aktier er attraktive på de nuværende kurser trods en P/E på niveau med de udviklede markeder. Som helhed er der basis for en stigning på 22 pct. i regionen, baseret på en forventning om, at investorerne vil acceptere en faldende risikopræmie, hvis forventningen om stærkere USA-vækst og fortsat stærke Asien-økonomier går i opfyldelse. Men potentialet bliver først for alvor udløst senere på året – 8 pct. det første halvår i regionens indeks, og derefter yderligere 14 pct. Han mener det største potentiale er i Taiwan, Korea og Singapore, mens Indonesien og Indien ser dyre ud. Kina ligger midt imellem.





Japan er interessant lige nu

Gæt hvem, der leverede den højeste økonomiske vækst i 2010: USA, Euroland eller Japan? (trommehvirvel...) Minsandten om det ikke var Japan, landet der har været i lavvækst siden 1990.

Det bliver dog ikke tilfældet i år. Japan har stadig udsigt til beskedne vækstrater, og det skyldes, at landet allerede i dag har udfordringen med en aldrende befolkning inde på livet, og samtidig er kvindernes deltagelse på arbejdsmarkedet trods massiv fremgang de seneste 15 år stadig langt fra vesteuropæisk niveau.

Men det er ikke ensbetydende med, at japanske aktier er uinteressante, mener strateg Kathy Matsui:

- Højere global vækst vil gavne alle japanske eksportører.
- Stærk USA-vækst vil være særlig gavnlig for dem med stor USA-eksponering. Og dem er der mange af, især inden for højteknologi, som nyder godt af de købelystne forbrugere i USA. Ikke blot som leverandør af færdigvareprodukter (og biler), men også elektronisk indmad. Tag f.eks. en iPhone. *Designed in California, assembled in China*. Hvad der ikke står på bagsiden er, at komponenter produceret af Toshiba og Murata står for en tredjedel af den totale materialeregning, en højere an-

del end noget andet land. En afspejling af, at Japan faktisk er verdens førende innovatør inden for højteknologi.

- GS forventer, at yen vil svækkes med 7-8 pct. over for USD i år = bedre japansk konkurrenceevne.
- For at imødegå den stærke yen har virksomhederne gennemført aggressive omkostningsbesparelser. Desuden har de i dag en rekordhøj beholdning af kontanter på 867 mia. USD – og da kapitalinvesteringer i forhold til cash flow er på det laveste niveau i 30 år, er der grund til at vente øgede investeringer, øgede M&A-aktiviteter, stigende dividender og øgede tilbagekøb af egne aktier.
- Mange japanske selskaber har en høj operativ gearing (høje faste, lave variable omkostninger) – dvs. et stigende salg slår i større grad ud på bundlinjen end i selskaber med mindre gearing.
- Prismæssigt har japanske aktier i årevis ligget væsentligt over amerikanske og europæiske aktier målt på P/E (kursen i forhold til næste 12 mdr. forventede indtjening), men de japanske aktier er nu på niveau med de øvrige store regioners.

- Internationale investorer er markant undervægtede i japanske aktier. I indekset MSCI EAFE, bestående af Europa, Australien og Asien, indgår Japans aktier med en vægt på 22,3 pct., men opgørelser viser, at internationale investeringsfonde kun har en porteføljevægt på 15,9 pct.

Matsui tror, at vi som sidste år vil se den største stigning – 15 pct. - i japanske aktier i første halvår som følge af, at bekymringen for inflation og dermed behovet for stramninger først vil aftage i de asiatiske udviklingsøkonomier, især Kina, mod slutningen af første halvår – og når Kina strammer op, er der en tendens til, at japanske aktier slår de kinesiske.

Matsui fremhæver biler, forbrugerelektronik, banker, industrial electronics, forsikring, maskineri, elektroniske komponenter og infrastruktur, som de mest interessante sektorer.

Som temaer peger hun på taktisk overvægt i banker og forsikring. Idet hun forventer, at Japan er på vej mod endeligt at bevæge sig ud af deflationens skygge, er der udsigt til en stejlere rentekurve, og det vil gavne de japanske banker, som siden 2000 (finanskrisen undtaget) har klaret sig dårligere end globale banker.

Tøse-økonomi og den japanske myte

Et helt specielt tema for Japan er *womenomics*. Begrebet blev lanceret af Newsweek i 1998, men allerede året efter markerede Kathy Matsui sig internationalt med praktisk at udnytte temaet i Goldman Sachs de følgende år med stor succes. Siden 2005 har GS haft en decideret pulje baseret på konceptet, og den har især siden 2008 slået TOPIX ganske markant.

Womenomics handler om kvinders indflydelse på økonomien. Forenklet sagt betyder det, at jo flere kvinder, der arbejder, jo større arbejdsstyrke, jo højere indkomster og dermed større potentiale for øget forbrug. Japanske mænd har med 80 pct. en af de højeste erhvervsfrekvenser i verden (Danmark og Norge 78,3 pct., Finland 69,5 pct., Sverige 74,2 pct., Tyskland 75,6 pct.), og hvis kvinderne matchede den, ville de kunne løfte BNP med 16 pct. For Europa og USA ville et tilsvarende match af mændene kun give et løft i gennemsnit på 7-9 pct. Med andre ord har Japan her en stadig uudnyttet ressource, selv om det aktuelle tal på 60 pct. er rekordhøjt. Matsui siger direkte, at sammenlignet med pengepolitik og andre makropolitikker, så er øget ligestilling sandsynligvis regeringens bedste kort for at øge Japans vækst på langt sigt. Erfaringer fra andre lande viser i øvrigt også, at modsat hvad man umiddelbart skulle tro, så øger en stigende feminin entré på arbejdsmarkedet faktisk fertiliteten – og flere børn er i høj grad noget Japan også kan bruge.

Investeringsmæssigt kan kvindernes stadig stigende erhvervsfrekvens og forbrugsmønster udnyttes ved at investere i børnepasningsservice, restauranter, leverandører af færdigretter, internetrelaterede ydelser, skønhedsprodukter, tilbehør, ejendomme, finansservice, rejser & fritid samt vikarbureauer.

DEN VILDLEDENDE MYTE

Men for lige at holde fast i det med fertiliteten, og hvorfor flere børn vil gavne Japan. Det er en fastgroet opfattelse, at Japan har tabt ikke blot ét men to årtier vækstmæssigt i forhold til andre OECD-lande efter kollapset i ejendoms- og aktieboblen i starten af 90'erne. Og den primære årsag til, at det er gået så galt, er mange politiske fejludstillinger.

Men virkeligheden er en anden. Som Daniel Gros, direktør for Centre for European Policy Studies pointerede for nylig på www.project-syndicate.org, så er det direkte misvisende, hvis man sammenligner landes vækst ved blot at se på BNP-tallene. Det rigtige mål opnår man ved at se på BNP-væksten per person i den arbejdsdygtige alder (20-60 år), da kun den erhvervsaktive befolkning repræsenterer en økonomis produktive potentiale.

Ser man på BNP/WAP (Working Age Population) er resultatet, at Japan faktisk har klaret sig bedre end USA og de fleste andre lande gennem det seneste årti. BNP-væksten var samlet set lav i Japan, men den blev opnået på trods af, at befolkningen i aldersgruppen 20-60 år faldt med omkring 0,8 pct. årligt, mens USA's til sammenligning steg med samme rate.

Når man skal vurdere et lands økonomiske performance, er det altså vigtigt, at man ser på BNP/WAP – derved får man et udtryk for landets evne til at presse den maksimale vækst ud af arbejdsstyrken. Ifølge Gros er en god tommelfingerregel for de gennemsnitlige vækstrater i G7-landene at tilskrive den erhvervsaktive befolknings vækste et procentpoint af produktivitetsvæksten. På denne baggrund har USA altså klaret sig en smule dårligere, Japan en smule bedre og de fleste andre rige lande kommer tæt

på den forventede værdi. Ser man på de demografiske fremskrivninger kan med således få en nogenlunde indikation af de fremtidige økonomiske vækstrater.

Daniel Gros peger på, at Tyskland oplever en stabilisering af den erhvervsaktive befolkning i 2005-2015, men derefter vil den faktisk falde hurtigere end Japans – og derfor synes et scenario efter japansk mønster uundgåeligt efter 2015 ligesom det er for Italien. I modsætning hertil står Storbritannien, Frankrig og USA, som sandsynligvis vil vokse hurtigere økonomisk af den simple grund, at deres erhvervsaktive befolkninger stadig vil vokse, om end i et langsommere tempo end hidtil.

Hvad angår den relativt begrænsede internationale interesse for Japans aktier, er det nærliggende at antage, at det hænger sammen med, at myten om et land i økonomisk stagnation ud fra den samlede BNP-vækst er så vedholdende og giver mange investorer den fejlagtige opfattelse, at Japan er et ineffektivt land på mange punkter.

Den sande historie er snarere den modsatte. Både op til og efter 1990 har japansk erhvervsliv været præget af høj produktivitet, effektivitet, innovation, nye forretningsmodeller og en udpræget evne til at læse tidens trends. Japan har i dag en lang række af verdens førende virksomheder inden for højteknologiske produkter, forbrugerelektronik og biler.

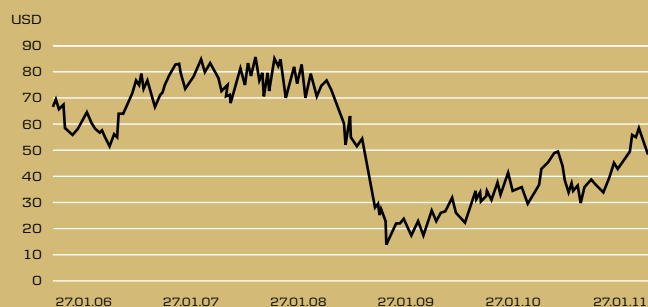
Nu hvor momentum-effekten i de globale aktiemarkeder er ved at fortage sig, og stockpicking igen kommer i højsædet, er det meget muligt, at japansk erhvervslivs mange guldklumper bliver "genopdaget".



Aktier



Abercrombie & Fitch



Modehuset Abercrombie & Fitch (A&F) blev stiftet i Delaware 1999. Selskabet sælger casual sportstøj, jeans, sweaters samt parfume m.m. A&F havde i begyndelsen af 2010 1.096 butikker placeret i USA, Europa og Asien.

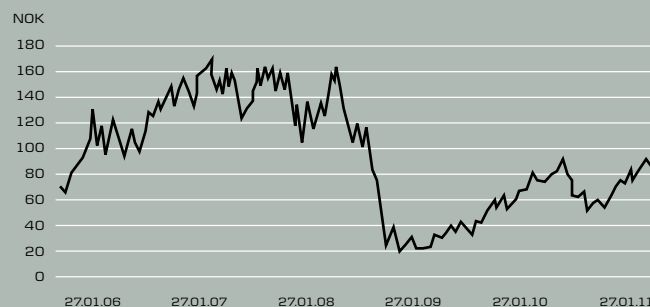
Genopretningen i det amerikanske privatforbrug forventes at smitte positivt af på omsætningen hos A&F. Selskabet har desuden ekspanderet markant globalt med succes og 'brandet' synes at ramme bredt. Desuden synes selskabet at have momentum og besidder en markedsledende position, når der kommer til profitindtjening, vækstplaner samt virksomhedskultur- og værdier. A&F tøjet sælges sjældent, hvis aldrig, til discountpriser for ikke at udvande det luksuriøse image. Dette sikrer også en konstant strøm af relativt høje indtjeningsmarginer på selskabets produkter.

Af konkrete kurspåvirkende events forude, forventer Danske Markets Equities (DME), at et potentielt globalt økonomisk opsving i 2011 vil smitte positivt af på omsætningen. Endvidere forventes det, at selskabets aggressive globale ekspansion vil bære yderligere frugt i løbet af 2011.

Blandt risikofaktorerne kan nævnes et mindre økonomisk opsving end ventet samt stigende konkurrence. Herudover kan det private forbrug opbremses af fortsatte ledighedsproblemer, hvilket vil slå ud i en lavere efterspørgsel efter A&F-produkter. Endelig kan ændringer i modetrenden betyde et fald i omsætningen.



Petroleum Geo-Services



Selskabet Petroleum Geo-Services (PGS) fra Norge er et af verdens førende inden for seismiske undersøgelser af havbunden, der skal hjælpe olieselskaber med at finde undersøiske depoter af råolie. Selskabet har en streamer flåde bestående af 16 skibe fuldt udstyret med seismisk udstyr, der kan levere afgørende data til olieselskaberne.

Flere olieselskaber har meddelt, at de hæver investeringerne relateret til søgen efter undersøisk olie, hvilket vil have en direkte effekt på efterspørgslen på de services og ydelser, som PGS leverer. Derudover er størstedelen af de skibe, der er ved at blive bygget til seismiske undersøgelser, allerede udlejet til olieselskaber. Der er hermed ved at opstå en flaskehals, hvor industriens udbud af skibe ikke kan følge med efterspørgslen. Dette vil naturligvis skabe et opadgående prispres, der vil komme PGS og de andre spillere til gode.

Olieselskabernes intensiverede søgen efter undersøisk olie ventes at fortsætte gennem 2011. Derudover vil der i løbet af 2011 blive afholdt en række udbudsrunder i Brasilien, hvor olieselskaber ventes at byde ind på licenser til at udvinde olie i en række områder ud for landets kyst. Dette alene ventes at kræve op mod 6 pct. af den eksisterende streamer flåde i adskillige år.

Trods de positive udsigter, er der dog en række risici ved investering i PGS. Heriblandt bør nævnes faren for endnu et olieudslip, som det BP var ude for i april 2010, og faren for en ikke-succesfuld lancering af en række nye teknologier fra PGS. Begge vil lægge en dæmper på væksten i selskabet.

Disse aktier er udvalgt, fordi de ud fra en samlet vurdering af selskabets branche, økonomiske situation, fremtidsudsigter, aktuelt kursniveau m.v., bør tiltrække sig særlig opmærksomhed fra investorerne lige nu. Aktierne har ikke nødvendigvis relation til de Trends og Megatrends vi ser, men er først og fremmest udvalgt fra en Stock Picking synsvinkel. Der er ikke tale om direkte investeringsanbefalinger. Aktierne skal primært tjene som oplæg til en snak med din investeringsrådgiver.



Technip



Olieserviceselskabet Technip er verdensledende inden for ingeniørdelser, teknologi og projektledelse i olie- og gasindustrien. Technip er kernebidrager til udviklingen af teknologier og vedvarende løsninger for udvindelsen af verdens energiressourcer. Selskabet opererer både under vandet, til vands og til lands.

Danske Markets Equities (DME) forventer en stærkt stigende vækst i ordreindgangen i 2011. Selskabet synes at have momentum og koblet med relativt stabile oliepriser samt gode strategiske investeringer forventer DME, at der er basis for et godt indtjeningspotentiale i 2011. Potentielt stigende oliepriser forventes desuden at gavne profitskabelsen i selskabet. Endvidere synes industrien nu ikke længere i samme grad at være negativt påvirket af BP's olieudslip i den Mexicanske Golf.

Af konkrete kurspåvirkende events forude er et stigende antal ordrer i pipeline, der forventes at generere pæne indtægter. Derudover antyder selskabet potentielle kapacitetsudvidelser, hvilket vil betyde større mulighed for at påtage sig endnu flere ordrer og dermed opnå en større omsætning.

Blandt de største risikofaktorer har DME valgt at fremhæve eventuelle problemer med at udføre projekterne og færre ordrer end forventet. Dette kunne opstå som følge af kapacitetsproblemer. Herudover vil et markant fald i oliepriserne betyde et fald i indtjeningen.



UPM-Kymmene



Det finske selskab er en af de førende papirproducenter i Europa og har en stærk position på markedet for papir til magasiner, aviser og specialpapir. Derudover har selskabet aktiviteter inden for energiproduktion, herunder atomkraft og vandkraft.

UPM-Kymmene annoncerede i december opkøbet af en af de største konkurrenter, Myllykoski, for EUR 900 mio. I kølvandet på opkøbet ventes det, at priserne på papir vil stige markant som en direkte effekt af konsolideringen af markedet, der ventes at fortsætte. Dette, kombineret med at selskabet har positioneret sig på de Emerging Markets, betyder, at UPM-Kymmene står til en betydelig vækst i omsætningen i den nærmeste fremtid.

Der er en række latente, positive triggers for aktien. Den største er klart godkendelse fra konkurrencemyndighederne af købet af Myllykoski. Derudover vil øget konsolidering af branchen betyde yderligere prispress opad på papir og afledte produkter.

Største risici i forbindelse med aktien er klart, hvorvidt de finske konkurrencemyndigheder godkender opkøbet af Myllykoski. Derudover er selskabet eksponeret over for en betydelig politisk risiko i de dele af Emerging Markets, hvor selskabet er til stede.



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



Tør du investere i sociale netværk, russisk energi og amerikanske ejendomme?

Lars Skovgaard Andersen peger på flere overraskende muligheder for den risikovillige investor på kort sigt.

Når man investerer i obligationer og beholder dem til udløb, ved man præcist, hvad man får. Sådan er det jo ikke med aktier. Her gælder det i højere grad om at købe dem, når de er billige – og det er de oftest, når tingene ser så grumsede ud, at man egentlig ikke har lyst til at købe aktien.

”Men aktieinvestering kræver nu engang, at man er risikovillig. Tag f.eks. balladen om euroen, som langt fra er overstået endnu. Hvis man havde trukket sig ud af aktiemarkedet, hver gang uroen blussede op, ville man ikke have klaret sig godt. Aktiemarkedet har ikke været synderlig påvirket af balladen, hvilket afspejler en urokkelig tro på, at euro-projektet simpelthen ikke får lov at kollapse, fordi konsekvenserne vil være uoverskuelige. Euro-balladen er blot en af de mange risikofaktorer, der har luret i baggrunden det seneste års tid, og har man ladet sig afskrække af det, har man ikke tjent penge,” siger Lars Skovgaard Andersen, senior account manager i Danske Bank, der har en del af ansvaret for at spotte både de langsigtede trends og de kortsigtede, mere risikable og ofte mindre iøjnefaldende mere eller mindre oversete trends.

Men nu hvor de store aktieindeks er tilbage på

før-krise niveauet, de rige lande i lang tid vil være tynget af de store gældsbyrder, og aktierne i det asiatiske vækstmirakel ikke længere er billige – hvad gør man så nu?

”Nu begynder mange investorer, der var risikovillige nok til at være med fra foråret 2009, at søge længere ud på risikokurven, og leder efter oversete ”lommer” inden for de forskellige sektorer og regioner. Kina og andre asiatiske landes opstramninger for at hindre overophedning har fået investorer til at genoverveje risikoen i Emerging Markets, og i den proces er opmærksomheden faldet på Rusland, som har været et overset BRIK-land de senere år. Den stigende globale vækst og olieefterspørgsel presser olieprisen op, og alt tyder på, at den snart bryder 100 USD. Det betyder, at interessen for energiaktier og energitunge lande er stor, og her skiller Rusland sig ud som et af de billigste aktiemarkeder i verden – og et aktieindeks, der består af 60 pct. energi.

De billige energiaktier afspejler den politiske risiko i landet og udsigten til fortsat stigende energiskatter. Men det vurderes, at den politiske risiko er aftagende i landet, idet den politiske ledelse i stigende grad er klar over den store af-

hængighed af udlandet og vigtigheden af, at oprette et tillidsvækkende miljø for udenlandske investorer og etablere tættere kontakter og styrke samhandelen med omverdenen – hvilket ventes at føre til snarligt medlemskab af WTO. Den risiko, som er afspejlet i de nuværende kurser, er ganske enkelt for stor, ikke mindst i betragtning af de gode udsigter for energisektoren. En potentiel driver for det russiske aktiemarked er også, at mange russiske fondsforvaltere ligger undervægtet i energi, som ikke klarede sig godt sidste år.”

Apropos energi, så tyder COP16-aftalen jo ikke på, at alternative energikilder vil få så meget politisk støtte, at de i større grad kan afløse olien. Ikke desto mindre synes der at være en bred politisk accept af, at den globale opvarmning er en realitet, og der skal gøres noget. Hvordan skal investor udnytte det?

”Problemet er, at de fleste landes hjemlige økonomiske udfordringer overskygger alt andet. Det eneste, der kan for alvor kan sætte gang i processen er fortsat stigende energipriser, som tvinger politikerne til at se på andre alternativer.

Der er ingen tvivl om, at alternativ energi er en meget stærk og vedholdende trend, men det anbefales, at man frem for enkeltsselskaber søger eksponering til temaet via investeringsforeninger som f.eks. DI KlimaTrends. Frem mod COP17 vil stigende energipriser og højere økonomisk vækst støtte temaet, men de enkelte selskaber vil stadig kunne aflægge relativt svage regnskaber, og hvis temaet ikke er "hot" i markedet, så vil det trykke aktierne, selv om det langsigtede potentiale er enormt. Problemet med alternativ energi er også, at vi endnu ikke med sikkerhed kan identificere vinderne – derfor skal man sprede sine investeringer meget. Men vær opmærksom på, at når verdensøkonomien først kører godt igen og flere risikofaktorer fortoner sig, så kan det pludselig gå stærkt i alternativ energi og Clean Technology generelt."

Mange taler om dem – og stadig flere i dem. Smartphones. Hvorfor er de så interessante?

"Smart Phones/tablets gennembrud vil skabe nye interessante investeringsmuligheder, fordi de ændrer vores adfærd, indkøbsmønstre og sociale samvær via koblingen til internettet. Jeg tror, vi vil se en udvikling med mere avancerede dyre apparater her i starten, men med tiden vil vi få en priskrig, som udbreder mobildata til næsten alle. Investeringsmuligheder er mobilproducenter og underleverandører, men man skal også se på de muligheder, som ændringer i vores mobiladfærd og forbrugsmønstre giver –

hvad det betyder, at vi med en tændt mobiltelefon reelt er på nettet 24 timer i døgnet og kun et klik fra et indkøb.

Jeg tror, vi vil se en udvikling, hvor flere udbydere af onlinesalg vil forsøge at indkredse dig til deres lukkede univers og dermed få maksimalt ud af deres henvisninger fra annoncer. Sociale netværk vil spille en vigtig rolle i den udvikling. Goldman Sachs har investeret 450 mio. USD i Facebook og deres værdiansættelse af selskabet på 50 mia. USD har gjort det meget aktuelt. Jeg er dog også ret sikker på, at der inden for denne gruppe vil opstå en boble, som vi før har set inden for nye spændende områder, og den vil briste. Men om 10 år vil vi stå tilbage med nogle store spillere, som er specialiserede inden for sociale netværk, online spil og shopping. Måske har endda et par af de store medieselskaber set muligheden for at udnytte krydsfordele i forhold til annoncerne."

Selv om ledigheden stadig ikke vil falde, så er der flere, der peger på USA som interessant i år. Hvad siger du til det?

"USA har stadig sine problemer, bl.a. har vi kun set spæde tegn på bedring i det amerikanske jobmarked, hvilket i høj grad skyldes, at små og mellemstore virksomheder har svært ved at låne penge. Men det er i bedring nu, og det er vigtigt, fordi netop dette segment er afgørende for jobskabelse i USA. Og jobskabelse vil have en positiv effekt på boligmarkedet.

Vi har set en styrkelse af kursen på flere homebuilders siden december i takt med, at nøgletal og de seneste regnskaber fra sektoren har vist bedring. Skulle man vælge en sektor som det definitive spil på, at US er vendt rundt, er det svært at komme uden om netop home-builders. Ser vi på potentiel gevinst i forhold til risiko er vores nuværende tilgang dog primært relateret til banker – en investering, som er forbundet med lavere risiko end homebuilders, men som også vil nyde godt af forbedring i økonomien.

Helt overordnet er det i øvrigt påfaldende hvor lidt fokus, der er på en anden del af boligmarkedet, nemlig erhvervsejendomme. Erhvervsejendomme kan give mulighed for inflationssikrede lejeindtægter. Vi har allerede set opkøb i både Stockholm og London og forventer, at tendensen fortsætter i år med mere fokus i USA. I relation til aktieinvesteringer kan hoteller vise sig at være en mulighed i forventning om et styrket generelt opsving med mulighed for at overvælte inflationært pres i hotelpriiserne, og samtidig nyde godt af stigende ejendomspriser."



Investeringstemaer

TEMA	BAGGRUND	RELEVANTE SEKTORER/ UNDERSEKTORER	RELEVANTE AKTIER/FONDE
MEGATRENDS			
RESSOURCER Generelt	En af de store udfordringer i dette århundrede er, at mange essentielle råvarer bliver stadig knappere i takt med, at de store udviklingsøkonomier gennemgår industrialiseringsfasen og udbygningen af deres indenlandske økonomier med meget stor hast.	Råvareproducenter, mineselskaber	DI KlimaTrends DI Europa Bæredygtig Indeks
Energi	OEPC er yderst tilfreds med det aktuelle prisniveau, og den globale efterspørgsel, drevet af væksten i EM kombineret med vanskeligere tilgængelige olieressourcer peger på støt stigende oliepriser mindst 20-30 år frem, fordi omstillingen til andre energiformer end de fossile er meget træg.	Olie og gas	
Vand	Vand bliver en stadig knappere ressource som følge af befolkningsvækst, øget urbanisering, klimaændringer, forurening, øget landbrugsproduktion osv.	Vandrensning, afsaltning, forsyning	
Fødevarer	Efterspørgselen efter fødevarer stiger som følge af befolkningsvækst og især den stærkt voksende middelklasse i Emerging Markets.	Landbrugsjord, såsædsproducenter, gødning, landbrugsmaskiner, fødevareingredienser, fødevareproducenter.	
CLEAN TECHNOLOGY Clean Tech/Alternativ energi	Den globale opvarmning er ikke længere et diskussionsspørgsmål, og lige så stor enighed er der om, at reserver af fossile brændstoffer svinder hurtigt ind og skaber højere priser og mindre forsyningssikkerhed. Udviklingen af alternativ energi er derfor ikke et kortvarigt modfænomen, men en sikker langsigtet trend. Usikkert er det imidlertid, hvilke energiformer, der vinder frem. Solenergi er utvivlsomt en af fremtidens energiformer, men endnu er solcellernes effektivitet ikke god nok. Generelt er det svært at sige hvilke energiformer og selskaber, der vinder, hvorfor fonde anbefales. Vær opmærksom på, at teknologierne til udnyttelse af flere vedvarende energikilder er tæt på at bryde afgørende effektivitetstærskler. Når det sker, betyder det, at vedvarende energi ganske enkelt er en god investering - og det vil skabe en eksplosiv udvikling uden en global klimaaftale. Oplagt på kort sigt med fokus på energieffektivitet og Smart Grid. Clean Tech generelt vil komme i stadig stigende fokus de kommende år, idet belastningen af Jorden og de økologiske systemers bæreevne er uholdbar, hvilket betyder, at emner som affaldshåndtering, forureningsbegrænsning og generel teknologi til miljøbeskyttelse vil blive stadig mere efterspurgt.	Smart Grid, energieffektivitet/-besparelse, alternative energiformer, batterier, hybridbiler, elbiler, gasbilteknologi, miljøteknologi.	DI KlimaTrends DI Europa Bæredygtig Indeks
EMERGING MARKETS BRIK, Next 11	Stærk vækst i udviklingen af den indenlandske økonomi samt middelklassen og dens købekraft. I 2030 forventes middelklassen i Emerging Markets at være vokset med to mia. mennesker, hvilket gør at forbrugerne især i de største udviklingsøkonomier er uhyre interessante.	Råvarer, energi, mærkevarer, teknologi og infrastruktur fra Vesten.	Adidas, Mead Johnson Nutrition DI Nye Markeder DI Kina DI Nye Markeder Small Cap DI Fjernøsten DI Teknologi
Afrika	Enorme ressourcer i form af råvarer, potentiel landbrugsjord og billig arbejdskraft. Afrika er et meget forskelligt sammensat kontinent, oftest med stor politisk risiko, lav forretningsmoral og høj korruption, og man bør overveje eksponering via vestlige selskaber med aktiviteter i regionen.	Infrastruktur, kommunikation, pharma og generelt teknologi fra Vesten. Selskaber, der får adgang til Afrikas ressourcer på forskellig vis.	
TRENDS			
TEKNOLOGI Smart phones	Meget kraftig vækst i smartphones, der om få år ventes at kunne lige så meget som en laptop i dag. Især dele af udviklingsøkonomierne ventes at få stor vækst her, og nærmest springe PC'en over. Udviklere af indhold samt sociale netværk er værd at holde øje med. Med en værdiansættelse af Facebook på 50 mia. USD har Goldman Sachs henledt opmærksomheden på netop de sociale netværk. Der kan vise sig interessante investeringsmuligheder i forbindelse med børsnoteringer af sådanne selskaber samt opkøb, men det afhænger af prisen. Der kan meget vel vise sig en eufori om sociale netværk, som minder om IT-euforien i 1999-2000, hvor mange selskaber, hvis potentiale ikke kunne gennemskues, blev prissat for højt.	Teleselskaber, indholdsudviklere, infrastruktur, mobilproducenter, underleverandører til mobilproducenter, sociale netværk.	DI Teknologi, Apple, Nokia
HEALTH CARE Pharma og biotek	De store farmaproducenter har i årevis været plaget af manglende innovation, kopiproducenter og stadig flere patentudløb, der kulminerer i 2011-2013. Innovationsproblemet betyder, at mange opkøber biotekselskaber, - en trend, der ventes at fortsætte. Vær opmærksom på, at der forventes vitale gennembrud på mange forskellige områder i biovidenskaben i dette årti - herunder ikke mindst inden for genetikken. Der ventes samtidig et langt tættere, integreret samarbejde mellem mange forskellige videnskabsgrene i de kommende år, som vil bidrage til massive fremskridt i vores forståelse af biologiske organismer - herunder også menneskets. Dette årti kan meget vel blive det, hvor vi får løsninger på de store sygdomsgåder som kræft og Alzheimer's. Et lyspunkt for farmaselskaberne er i øvrigt, at en del forbrugere, herunder på det enorme marked Kina, har oplevet ubehagelige bivirkninger af kopiprodukter, hvilket øger efterspørgselen efter originalprodukterne.	Biotekselskaber	DI Bioteknologi
FASTE INVESTERINGER	Kapitalgodesektoren er godt positioneret til at nyde godt af et opsving i faste investeringer og virksomhedernes anlægsinvesteringer i 2011. En kombination af fremgang i virksomhedernes profitabilitet, gode finansielle betingelser og stærke balancer i både USA og Europa understøtter øgede kapitalinvesteringer.		Siemens

TEMA	BAGGRUND	RELEVANTE SEKTORER/ UNDERSEKTORER	RELEVANTE AKTIER/FONDE
TRENDS - KORTSIGTEDE HANDELSTEMAER			
HØJERE OLIEPRISER, OLIESERVICE	Den globale produktionskapacitet af olie får stadig sværere ved at følge med den globale efterspørgsel, som vokser meget hurtigt som følge af udviklingsøkonomiernes stærkt stigende energibehov. oliepriserne ventes fortsat at stige, og stadigt vanskeligere tilgængelige olieletter vil blive søgt udnyttet, især i havområder, og det vil øge efterspørgselen efter olieservice og udstyrsproducenter.		Diamond Offshore Drilling, Technip
Rusland	Den politiske risiko er stadig høj, men der er belæg for at vente den aftager i de kommende år. Rusland har en katastrofal demografisk udvikling og med store globale udfordringer forude er det vigtigt at sikre sig udenlandske investorer tillid, da landet er afhængigt af udlandet på mange fronter. Rusland er tæt på optagelse i WTO, og er blevet tildelt vigtige sportsbegivenheder som vinter-OL 2014 og fodbold-VM 2018 - forhold, som stimulerer den politiske "modning". Aktuelt er Rusland særlig interessant fordi kursniveauerne og en vis økonomisk opstramning i bl.a. Asien får investorerne i Emerging Markets til at søge risiko andre steder. Med et af verdens billigste aktiemarkeder, en oliepris omkring 100 USD/tønde og en meget stor energisektor (olie og gas), så ventes Rusland at tiltrække sig meget stor opmærksomhed fra internationale investorer i de nærmeste måneder.		DI Østeuropa
Japan	Farvel til deflationsspøgelset, stærk vækst i USA, yen-svækkelse, høj operationel gearing, kursmæssigt attraktive aktier og globale fonde, der er undervægtede i japanske aktier, er blandt de faktorer, der ventes at drive det japanske marked i år. Det er i øvrigt værd at bemærke, at Japans BNP i forhold til arbejdsstyrken vokser med en af de højeste vækstrater blandt de rige lande. Desuden vil en øget deltagelse af kvinderne på arbejdsmarkedet også blive en vigtig faktor i de kommende år. Det japanske aktiemarked ventes at udvise den stærkeste vækst i 1. halvår, hvor opstramninger præger det øvrige Asien.		DI Japan
GLOBAL VÆKST/ CYKLISKE AKTIER	Der er en tæt korrelation mellem cykliske nyheder og aktiemarkedets performance. Udsigten til stærkere global vækst øger fokus på sektorer med størst operationel gearing og størst BNP-følsomhed. Det drejer sig om biler, industrielle goder og services, sektorer, som også i stigende grad fokuserer på de hurtigt voksende BRIK-lande.		Mitsui Chemicals, Rolls-Royce
USA's forbrugere	Det forventes, at USA's opsving tager fart i år, drevet af et stabiliseret boligmarked, lave renter i en rum tid endnu kombineret med en forlængelse af finanspolitiske lempelser og skattemæssigheder og et stigende antal nyansættelser og investeringer. Forhold, som vil ændre forbrugernes syn på fremtiden og øge forbruget mærkbart.		Abercrombie & Fitch, Apple, Walt Disney DI USA

TRENDSPOTTING

USA turnaround	USA hænger stadig lidt i bremsen, men trods en stadig høj ledighed, tilbageholdende forbrugere m.v. er der flere store banker og finanshuse, der tror, at dette bliver USA's år, heriblandt Goldman Sachs, der netop har opjusteret USA sammen med Japan. Vi tror også, at USA er på vej ind i en afgørende turnaround, hvor vi vil se et stigende indenlandsk forbrug, øgede investeringer, øgede udlån til også de mindre virksomheder samt et stabiliseret boligmarked og en fremgang i boligbyggeriet. Japanske eksportører, der har en stor eksponering mod USA, vil nyde godt af et styrket amerikansk opsving.	Finans, homebuilders, hoteller, indenlandsk forbrug, japanske eksportører	Du bedes kontakte din rådgiver
----------------	---	---	--------------------------------



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

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

TRENDS - kortsigtede handelstemaer, har som udgangspunkt en varighed på 3-6 mdr., men kan sagtens vare længere. Udnyttes bedst med enkeltaktier.

TRENDSPOTTING er spirende trends og udviklingsmønstre, som kan slå igennem på kort sigt typisk 1-6 mdr. Temaerne er forbundet med større usikkerhed/risiko, og kan udnyttes bedst med enkeltaktier.

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

BEMÆRK:

Ovenstående trends og udviklingstendenser er baseret på bankens vurderinger og må på ingen måde ansues som en ufejlbarlig prognose af fremtiden. Det er tendenser, som vi aktuelt anser for de mest sandsynlige, men der er tale om et komplekst samspil af mange faktorer, og mange forhold af økonomisk, politisk og samfundsmæssig karakter kan påvirke de identificerede udviklingsmønstre. Med andre ord skal man være opmærksom på, at det bestemte ikke er uden risiko at forfølge de nævnte trends og tendenser i en investeringsstrategi. Vi opfordrer til, at du benytter oversigten som inspiration til en samtale med din investeringsrådgiver.

Euroland: Gældskrisen kræver politisk lederskab

Euro-krisen er et symptom på en sygdom, som ikke går væk af sig selv.

PIGS - Portugal, Irland, Grækenland og Spanien – er euroens problembørn. Grækenland har den højeste statsgæld af dem alle, tæt på 120 pct. af BNP. Gældsbyrden er ikke forbeholdt PIGS. I EU er den gennemsnitlige statsgæld på omkring 75 pct., og kernelandene Tyskland og Frankrig ligger omkring det niveau. Portugal og Irlands gæld er nogenlunde på niveau med Tysklands, og Spaniens er faktisk mindre.

Men PIGS-landene er karakteriseret af alvorlige strukturelle problemer, typisk præget af adskillige år med overforbrug, overbelåning, løbske ejendomsmarkeder og lønstigninger, som slet ikke er blevet matchet af produktivitetstigninger. Det gjorde ondt i Irland, da finanskrisen kom – og for ikke så længe siden måtte Irland krybe til korset og bede om hjælp fra EU's redningsfond til at hjælpe nødstedte banker. I 2010 fik landet et budgetunderskud på over 30 pct. af BNP og en voldsom hestekur er i gang. I Portugal har den private sektor en af de højeste gældsbyrder i verden, og i Spanien er ledigheden på 20 pct. – ungdomsledigheden på 45 pct. Krisen afslørede, at Grækenland havde skjult mange dårligdomme. I dag betaler Euroland prisen for denne manglende gennemsigtighed, og i særdeleshed for Grækenland er prisen høj.

Markedet har mistet tilliden til Grækenland og de andre PIGS, og det giver sig udslag i, at der kræves en høj risikopræmie for at investere i landenes statsobligationer – og de højere renter gør det hele endnu værre. Betydelig omstilling i landets finanser kræves for, at de kan reducere gældsbyrden – eller bare få balance på statsbudgettet.

The Economist argumenterede for nylig for gældsomstrukturering - at man siger til ejerne af PIGS-landes statsobligationer, at de kun får en del af pengene tilbage. Men en løsning med drastiske gældsnedskrivninger kan vise sig risikabel. Det kan skabe en forstærket bølge af mistillid, og koste de europæiske banker mange penge, fordi de ligger inde med ret store beholdninger af statsobligationer i PIGS. Og en ny bankkrise kunne blive katastrofalt på dette tidspunkt i det skrøbelige opsving - og i en situation hvor de offentlige finanser i randlandene vil have vanskeligt ved at indskyde kapital i nødlidende banker.

SCENARIO 1: REDNINGSFONDENS LÅNEKAPACITET UDVIDES

"Vi tror, at eurokrisen overvindes på et tidspunkt, men der er udsigt til høj markedsvola-

tilitet et stykke tid endnu," lyder meldingen fra økonomerne i Danske Markets Research (DMR).

Der er i dag en potentiel redningsfond for de trængte økonomier på i alt 750 mia. EUR – fordelt med 60 mia EUR i EFSM, 440 mia. EUR i EFSF og en IMF-forpligtelse på 250 mia. EUR (Grækenland har egen pakke på 110 mia. EUR), og ifølge DMR er beløbet nok til at dække næsten alle annoncerede statslige finansieringsbehov for Irland, Portugal og Spanien de næste tre år. Men det er ikke nok til også at omfatte Italien, hvis statsgæld/BNP er tæt på Grækenlands. Størrelsen på den italienske økonomi og det betydelige bidrag, de har garanteret til EFSF (som falder bort hvis de selv får behov for hjælp) gør det scenario, hvor de får behov for hjælp, for alvorligt.

DMR anser det derfor for sandsynligt, at eurolederne vil udvide lånekapaciteten for at genoprette tilliden i markedet. Men at det til gengæld også vil være tilstrækkeligt til på sigt at skabe ro om euroen igen – under forudsætning af, selvfølgelig, at problemlandene får styr på deres økonomier og fortsætter implementeringen af nødvendige reformer.

SCENARIO 2: FÆLLES OBLIGATIONER OG DELVIS FINANSPOLITISK UNION

Et andet men efter tyske udmeldinger mindre sandsynligt scenario er udstedelsen af fælles europæiske obligationer (E-bonds) i kombination med en form for fælles finanspolitik.

Jean-Claude Juncker, præsident for gruppen af eurolandenes finansministre, har foreslået, at hvert land via E-bonds skal kunne dække lånebehov svarende til 40 pct. af landets BNP. Yderligere gældsudstedelse skal ske i landets "eget navn" til en forventet højere rente.

For at undgå "misbrug" af eurozonens (læs Tysklands) gode navn ville det kræve mere koordineret finanspolitik og tættere overvågning. Men foreløbig har Angela Merkel afvist forslaget, utvivlsomt påvirket af, at flertallet af den tyske befolkning ikke mener, at man skal hjælpe de trængte lande mere, end man allerede har gjort.

SCENARIO 3: LANDE DEFAULTER ELLER EUROEN OPLØSES

Dette katastrofale scenario tilskrives en meget lav sandsynlighed, men kan ikke udelukkes, hvis f.eks. der opstår et voldsomt pres på Italien eller en kombination af folkelig opstand mod yderligere hestekure i de trængte lande og en til-

svarende folkelig afvisning af yderligere hjælp i kernelandene.

DER ER FLERE MULIGE DELSCENARIER:

Det mildeste er, at et eller måske nogle få af de trængte lande – Grækenland, Irland og Portugal i nævnte rækkefølge – er nødt til at omstrukturere gælden. Hvordan er uklart, men det er ikke ensbetydende med, at de må forlade euroen. Ligesom ingen forventer Florida må forlade de Forenede Stater, hvis delstaten defaultter. Men nemt bliver det ikke, europæiske banker, især tyske og franske, vil kunne lide tab, og der vil uundgåeligt blive stor uro på de finansielle markeder med formentlig særligt pres på Italien og Belgien, der begge har en statsgæld/BNP á la Grækenlands. Og de lande, der defaultter, løser ikke deres konkurrenceevneproblem ved at blive i euroen.

Et alternativ kunne være, at de forlader euroen og genindfører deres egen valuta. Resultatet ville blive en voldsom devaluering; en endnu mere uoverskuelig gæld, som uændret ville være i euro, og dermed ville de europæiske banker med mange obligationer i klemme tabe endnu flere penge. Hvis landene i stedet samtidig vælger at gå bankerot, og dermed helt undsiger sig deres aktuelle gæld, vil adgangen til finansiering i de finansielle markeder i praksis være ikke-eksisterende i mange år fremover.

Et andet scenario er, at Tyskland træder ud og måske følges af andre lande – meget usandsynligt, vurderer DMR-økonomerne. D-Marken ville formentlig stige stærkt fra dag 1 og euroen svækkes – til ulempe for tyskerne og gavn for de tilbageværende eurolande. Formentlig et scenario, der i sidste ende bliver dyrere for Tyskland, end hvis de bliver i euroen og fortsætter støtten. Men spillet kan ændre sig, hvis Italien må bede om finansiell hjælp...

Det værste tænkelige er en total opløsning af euroen. Det kunne ske ved en fælles aftale eller blive slutresultatet af dominoeffekten, hvis Tyskland træder ud. Nogle lande ville nok knytte deres valuta til D-Mark; tyske banker ville opleve store tab obligationsbeholdninger som følge af devaluerende lande og defaults; og en periode med store rentespænd og høj volatilitet ville blive indledt. Et eurosammenbrud ville påvirke verdensøkonomien, hvilket er en af årsagerne til, at både Japan og Kina har erklæret sig klar til at købe europæiske obligationer op i større stil for at støtte EU's finansielle støttefond.

En verden af udfordringer

Mange risikofaktorer kan ødelægge det skrøbelige opsving. Men endnu værre er verdenssamfundets manglende evne til at håndtere de globale, langsigtede udfordringer.

Efter finanskrisen i 2008 og den efterfølgende økonomiske krise i 2009 voksede den globale økonomi med 3,9 pct. i 2010. Med en vækst på gennemsnitligt syv pct. kunne udviklingsøkonomierne bryste sig af vækstrater mere end dobbelt så høje som i de rige lande og tegnede sig samlet set for 46 pct. af den globale vækst, viser en opgørelse fra Verdensbanken.

Begge regioner ventes at udvise lidt svagere vækstrater i første halvdel af 2011, hvorefter der ventes en styrkelse, som bringer vækstraten for verdensøkonomien tæt på det langsigtede po-

tentiale. For året som helhed ventes en vækst på 3,3 pct. og 3,6 pct. i 2012. Desværre, skriver Verdensbanken, er det usandsynligt, at disse vækstrater er høje nok til at eliminere ledighed og overskudskapacitet i de hårdest ramte økonomier og økonomiske sektorer.

Lige nu er politikken fokuseret på at håndtere efterdønninger af den globale finansielle krise. Hidtil har det givet gevinst og sparet den globale økonomi for hvad, der kunne have udviklet sig til en langt dybere og langvarig recession.

Men det er ikke kun på kort sigt, at verdens-

samfundet har store udfordringer. På længere sigt er der nogle langt større, som ikke er cykliske men strukturelle, og politikerne skal fremover rette opmærksomheden mod disse, hvis solide vækstrater på mellemlangt sigt skal kunne genetableres, pointerer Verdensbanken.

Netop de strukturelle, globale udfordringer er der flere organisationer, der har gravet dybt ned i. Vi ser på nogle af rapporterne i det efterfølgende.

Globale risici er større end nogensinde

De risici og udfordringer, som verdenssamfundet står overfor, bliver specificeret i *Global Risks 2011* – en rapport udsendt af *World Economic Forum (WEO)* forud for det årlige møde med deltagelse af en række af verdens mest fremtrædende ledere inden for erhverv, økonomi og politik, som blev afholdt i januar.

Rapporten understreger, at verden ikke er klar til nye chok. Staterne i de rige lande har begrænset råderum med en allerede høj gæld, ledigheden er høj mange steder, forbrugerne er forgældede efter mange års overforbrug i de gode år, og boligejerne har måttet opleve en væsentlig del af friværdien forsvinde eller sidder endda i dag med en boliggæld, der overstiger husets værdi. Eksempelvis er 23 pct. af de amerikanske boligejere teknisk insolvente - dvs. boligælden er højere end husets værdi. Oven i det kommer, at energipriserne allerede nu er på høje niveauer og er stadig stigende såvel som fødevarepriserne og mange råvarer generelt.

"Samtidig er risiciene i det globale landskab formentlig større og mere forbundne, end de nogensinde før har været. Og det er en stor udfordring, at de globale styringssystemer ikke er designet til at identificere disse nye risikotyper og slet ikke håndtere dem," sagde adm. dir. for World Economic Forum, Robert Greenhill, for nylig.

Han påpegede, at mangelen på global kriseforebyggelse og styring hænger sammen med, at de nuværende politiske og administrative systemer er skabt i det forrige århundrede, og derfor slet ikke er gearede til at håndtere de langt mere komplekse, omfattende og globale udfordringer i det 21. århundrede. Dertil kommer et skrigende behov for bedre overvågning, hvilket fundamentet for finanskrisen - en årelang opbygning af absurde finansielle gearinger, overforbrug og ukritiske udlån - var et skræmmende eksempel på. Det har WEO selv taget ved lære af.

"Vi har bragt eksperter sammen fra hele verden med speciale i de forskellige områder, som vi afdækker her i rapporten, som indgår i *Global Agenda Councils*. Fordi disse risici er så tæt forbundne, har vi skabt et netværk af ekspertise som en parallel til netværket af risici, og det kalder vi *Risk Response Network*. Det omfatter risikoeksperter fra den private sektor, folk der beskæftiger sig med national sikkerhed samt ledere fra internationale organisationer som the World Food Program, Office for Coordination of Humanitarian Affairs osv., så de kan bidrage med deres ekspertise og perspektiver. Målet for dette Risk Responsive Network er at kunne identificere risici på et globalt niveau hurtigere men også at bringe de vigtige aktører sammen, så de

forhåbentlig kan adressere nogle af disse risici, før de bliver til kriser i fremtiden."

Rapporten fremhæver tre hovedgrupper af risiko: Makroøkonomi, ressourcer og kriminalitet.

"De involverede eksperter har inddelt risiciene i hovedgrupper, fordi de er så tæt forbundne. Makroøkonomi handler om alt fra valutastabilitet, handelsubalancer eller finanspolitiske udfordringer. Ressourcer vedrører føde, brændstof og vand. Alle vigtige delelementer fordi de er så essentielle, men også fordi de er forbundne. Energipriser kan påvirke fødevarepriser, fordi prisen på gødningsstoffer stiger eller brændstofudgifterne til at drive vandingssystemer stiger osv. Den tredje gruppe af risici handler om kriminalitet. Herunder korruption især i politisk skrøbelige stater, ulovlig handel og terrorisme. Igen er hver enkelt risiko vigtig i sig selv, men de forstærker også hinanden, hvilket gør dem endnu farligere.

Disse "klyngerisici" er særligt udfordrende for beslutningstagerne, for du kan ikke bare se på en enkelt af dem, du er nødt til at se på dem som en sammenhængende klynge for at kunne imødegå dem effektivt," understregede Robert Greenhill.



The only salvation for civilisation and the human race lies in the creation of world government.

Albert Einstein efter at atomvåben var taget i brug.

EU's miljøagentur advarer

Allerede i november var EU's miljøagentur ude med en stor rapport, *SOER 2010 Global Megatrends* - om globale megatrends med fokus på bl.a. muligheden for fortsat økonomisk vækst, konsekvenserne af en accelererende teknologisk udvikling ind i ukendt territorium, stigende forurening, konsekvenserne af de tiltagende klimaforandringer, risikoen for nye pandemier – og ikke mindst befolkningstilvæksten, skiftet fra en unipolar til en multipolar global magtfordeling og den intensiverede globale konkurrence om ressourcerne.

Rapporten pointerer, at årtier med intensivt forbrug af naturens kapital og degradering af økosystemer af de udviklede lande for at holde den økonomiske vækst på et højt niveau har resulteret i globale opvarmning, tab af biodiversitet og andre negative påvirkninger af miljøet.

Udviklingsøkonomier har i de senere år kopieret denne trend, men i en langt højere hastighed, drevet af stigende populationer, en eksplosivt voksende middelklasse af forbrugere og

forbrugsmønstre, der hurtigt ændrer sig mod niveauer i de udviklede lande.

Klimaforandringer fremhæves som en af de største bivirkninger af vores levevis gennem mange år og der efterlyses generelt skrappe politikker til at imødegå de store udfordringer. Tidligere årtiers miljøpolitik har eksempelvis medført et bredt spektrum af sociale og økonomiske goder via reguleringer, standarder og beskætning – og medvirket til at drive investeringer i infrastruktur og teknologi for at imødegå risici for miljø og menneskelig sundhed. Eksempelvis ved at fastsætte grænser for luft- og vandforurening, skabe produktstandarder, bygge rensningsanlæg, infrastruktur til affaldshåndtering og drikkevandssystemer.

Rapporten fremhæver, at europæiske landes udgifter til miljø og energiforskning er faldet drastisk siden 80'erne og halter efter store konkurrenter i grøn teknologi som USA og Japan og på det seneste Kina og Indien. På mange områder har Europa imidlertid stadig *first-mover* for-

dele. Disse kan udnyttes yderligere inden for en reguleret struktur, som fostrer yderligere innovation og sætter standarder baseret på effektiv brug af naturlig kapital. Tidligere årtiers anstrengelser har båret frugt: EU har f.eks. flere patenter relateret til luftforurening, vandforurening og affald end nogen anden økonomisk konkurrent.

Der peges også på nødvendigheden af, at man får implementeret bedre overvågnings- og informationssystemer, så man fremover langt hurtigere bliver i stand til at erkende miljømæssige problemer. Der er adskillige eksempler i historien på, at hurtig reaktion på troværdige advarsler fra videnskaben *kunne have været* af ekstremt høj værdi. Eksempelvis klimaforandringer, men også syreregn, blyfri benzin, kvikksølv og fiskepopulationer. Men faktum er, at der fra de første videnskabeligt baserede advarsler på et miljømæssigt problem er gået fra 30 til 100 år, før problemet er blevet politisk erkendt og imødegået.



... faktum er, at der fra de første videnskabeligt baserede advarsler på et miljømæssigt problem er gået fra 30 til 100 år, før problemet er blevet politisk erkendt og imødegået

EU's miljøagentur, SOER 2010, Global Megatrends

Verden i 2020

I december udkom bogen *Future Agenda – The World in 2020*. En bog, som kommer med et bud på, hvordan verden vil udvikle sig frem mod 2020 med fokus på de store udfordringer undervejs. Omdrejningspunktet er, at vi i det næste årti vil blive flere mennesker og ressourcerne bliver knappere, men bedre netværksforbindel-

ser over hele verden (via især mobiltelefoner) og et accelererende magtskifte mod Asien. Samt en række andre deltemaer, som vil ændre den verden, vi lever i, og som individer, selskaber og regeringer skal tage højde for.

En anden rapport udgivet i januar af *The Institution of Mechanical Engineers* med titlen *One*

planet, too many people? konkluderer, at svaret på titlens spørgsmål er "nej", men kun hvis madproduktionen forbedres drastisk via bioteknologi, mekanisering, fødevarerbehandling og vanding. Med andre ord: Vi er nødt til at innovere og tænke vores vej ud af befolkningsproblemet ved at bruge teknologi.

Verdens madtilstand

State of the World 2011 – Innovations that nourish the planet fra Worldwatch Institute, har denne gang verdens stigende problemer med madforsyning som tema.

Verden har aldrig produceret så meget mad som nu – men der har aldrig været så mange underernærede mennesker i verden. Ifølge rapporten 925 mio. mennesker, hvoraf mange er børn, der lever i Afrika og Syd-Asien. En udvikling, der kræver en massiv indsats at ændre i lyset af,

at vi alene i løbet af dette årti bliver 750 mio. flere mennesker i verden, og at klimaforandringerne tiltager (ifølge UN Development Programme kan 600 mio. flere mennesker i 2080 som følge af klimaforandringer alene mangle mad).

I for mange år har vi fokuseret på at øge tilgængeligheden af mad, men samtidig negligeret de fordelingsmæssige virkninger af fødevarereproduktion og de langsigtede miljømæssige påvirkninger, påpeger rapporten. Afgrøders ud-

bytte er øget markant, men rapporten fremhæver, at det ikke længere er nok at øge udbyttet – og at den voldsomme produktionsvækst i det forrige århundrede har grundlagt betingelserne for en større økologisk katastrofe i dette.

Rapporten sætter fokus på innovative bæredygtige løsninger inden for landbruget især i udviklingsøkonomierne, som kan medvirke til at løse problemet.



Verden har aldrig produceret så meget mad som nu – men der har aldrig været så mange underernærede mennesker i verden. Ifølge rapporten 925 mio. mennesker

State of the World 2011



BANKSY

Banksy er en berømt pseudo-anonym-kunstner fra Storbritannien, hvis identitet stadig er ukendt. Hans værker er oftest politisk-satiriske, og de budskaber, som går igen, er primært samfundskritiske.

Udvalgte forudsigelser og fakta fra Future Agenda –The World in 2020.

- I 2020 vil vi være 750 mio. flere mennesker, de fleste i områder som har de ringeste muligheder for at rumme dem.
- En nyfødt i dag i den rige del af verden kan forventes at blive 97 år. Den gennemsnitlige levealder stiger for hvert år i takt med sundhedsvidenskabelige fremskridt.
- 7,7 pct. af verdens befolkning er i dag over 65 år, i 2020 9,4 pct. I 2050 vil pensionister i den rige verden udgøre en tredjedel af befolkningen og 10 pct. vil være over 80 år ifølge FN. Men flere udviklingsøkonomier er ikke langt efter, heriblandt f.eks. Kina og Mexico. I 1980 var mexicaneren i gennemsnit 17 år, i dag 28.
- I 2020 vil andelen ikke-arbejdende folk i forhold til arbejdsstyrken - dvs. folk under eller over 15-64 år i f.eks. Finland, Japan og Italien være over 50 pct. I 2050 vil en stor del af verden have nået dette punkt. I lande som Spanien, Italien, Japan og Sydkorea vil andelen være over 90 pct., dvs. der vil være knap en pensionist per person i arbejde (en hævelse af pensionsalderen er ikke med i dette regnestykke).
- I 2020 vil der være 27 byer med over 10 mio., og 73 med over 5 mio.
- Frem mod 2030 vil det globale energibehov stige med 40 pct. Atomkraft og vandkraft bidrager i dag med hhv. 5,5 og 6,4 pct., mens øvrige "rene" energikilder bidrager med omkring 11-12 pct., hvoraf biomasse står for langt den største del.
- Skal vi have en chance for at afværge tilsyneladende uundgåelige klimæændringer, skal vi alle have halveret vores energiforbrug i 2020 - hver person og hver virksomhed.
- USA har potentialet til at halvere energiforbruget uden for transportsektoren med 23 pct. frem mod 2020.
- Undervurder ikke indflydelsen af de voksende middelklasser i Indien og Kina til at finde en alternativ vej (til energi-/CO2-problemet) og skabe en bedre ambition.
- Frem mod 2030 vil vi forbruge mere kobber, aluminium og stål, end vi har gjort i hele menneskets historie.
- I 2025 vil 2/3 af verdens befolkning leve i områder med vandknaphed.
- Ifølge en nylig undersøgelse af Verdensbanken/McKinsey vil befolkningsvækst og økonomisk vækst føre til, at den globale vandefterspørgsel i 2030 vil være 40 pct. højere end det aktuelle udbud medmindre der tages hånd om problemet med mere effektiv vandforvaltning i de kommende år.
- Stigende regeringsfokus på energisikkerhed og klimæændringer driver solenergi frem som den dominerende vedvarende energikilde. På lang sigt kan al energi blive solenergi.
- I takt med at økonomier vokser vil efterspørgselen efter energi, mad, protein, vand og metal stige proportionalt, idet stigende BNP pr. indbygger i stort omfang er direkte relateret til stigende ressourceforbrug pr. indbygger.
- I 2020 vil vi eje langt mindre end i dag - leasing bliver udbredt. Musikindustrien har allerede ufri-villigt været i fronten af denne udvikling, og har ændret vores opfattelse af ejerskab fra at have det fysiske produkt til en midlertidig eller mere langsigtet adgang til digitale versioner. Ligesom mobiltelefonen, hvor ejerskabet for mange kunder mere er blevet et biprodukt af en månedlig kontrakt om teleservice. I de kommende år vil langt større fokus på bæredygtighed, affaldsreducering og genbrug forstærke denne tendens. I 2020 forventet at se at konceptet om ejerskab i sektorer som huse, biler, hvidevarer og tøj vil være erstattet af et koncept om adgang via leasing.
- I 2020 vil vi være forbundet overalt - alt, der kan drage fordel af en netværksforbindelse, vil have en.
- I 2000 var der 700 mio. mobiltelefoner og 370 mio. mennesker havde adgang til internettet. I dag er tallene hhv. 4,6 mia. og 1,8 mia. Antallet af mobilabonnenter spås i nogle fremskrivninger at nå 6,5 mia. i 2014, svarende til en penetrationsrate på 91 pct. I 2020 vil det meste af verdens befolkning have adgang til internettet og meget af verdens data - og det meste vil foregå via mobiltelefonen. Op mod 50 mia. enheder (ikke kun mobiler) kan være forbundet til hinanden i 2020 og tilbyde nye typer af services og muligheder for mennesker, erhverv og regeringer.
- Over de næste 10 år forventes det, at hurtig effektiv netværksforbindelse vil styrke den voksende trend mod virtuelle selskaber i takt med at videnarbejdere i stigende grad bliver "frie agenter". Med flere frie agenter og outsourcing er ikke-kerne aktiviteter i organisationer udskiftelige og kan let bygges omkring værdiskabende enheder. "Corporate LEGO" bliver hverdag.
- Robot-assisteret hjælp og fjernstyret overvågning gør det økonomisk overkommeligt at sikre støtten til syge og gamle, så folk kan blive hjemme længere.
- Ekspertter forudsiger, at - foranlediget af udviklingen inden for militæret - vil bærbar "robotik" i stigende grad blive indlagt i mennesker, og det vil med tiden blive en del af kosmetisk kirurgi.
- Vi vil frem mod 2020 formentlig se 2-3 store pandemier starte i regioner med begrænset sundhedspolitik og hastigt sprede sig globalt og kræve hurtigt respons.
- En brasiliansk undersøgelse viser, at 70 pct. af sundhedsudgifterne for en person set over hele livet relaterer sig til det sidste år af livetiden.
- Skiftet i den globale kost fra ris til kød bringer nye proteinkilder på banen, herunder laboratoriefremstillet kød og grøntsager med højt proteinhold.
- Vi vil se en massiv vækst i "pharma-foods" - forarbejdede, sunderede fødevarer udvundet af genetisk modificerede afgrøder eller dyr. En modificeret laks, opfostret i en fiskefarm, kan vokse på den halve tid, være mindre fed, indeholde mere kød og flere næringsstoffer. Genetisk profilering bliver udbredt, og gør det lettere at tilpasse den optimale mad til den enkelte.
- Global gratis videndeling og "open source"-tendensen vil fortsætte. Det er uklart, hvordan man skal håndtere og prissætte intellektuel kapital. Sikkert synes det dog, at de som vil opnå det bedste afkast, er dem, der kan producere ikke-standard, differentieret viden.
- Digital betaling via mobil netværksforbindelse er under hastig udbredelse i typisk udviklingsøkonomier, bl.a. Afrika, og vi kan være på vej mod det "kontantløse" samfund, dog næppe i 2020.
- Asiens vækst og behovet for et alternativ til USD som reservevaluta kan betyde, at en asiatisk valuta knyttet til en bred kurve af valutaer bliver løsningen. Det er heller ikke optimalt for Asien at investere i USA's dollar-obligationer, når USA selv blot kan trykke flere dollars til at betale statsgælden med.
- Elektriske biler vil udgøre op mod 10 pct. af verdens køretøjer i 2020.
- Intelligente motorveje og biler er på vej - i 2020 vil ingen blive dræbt eller kvæstet i en Volvo (et mål for Volvo).
- Eskalerende affaldsproduktion og nye holdninger, tilgangsvinkler, regulering og forretningsmodeller får mange til at sigte mod et næsten affaldsfrit samfund. Affald vil ses som en ressource snarere end et biprodukt.

Kilde: www.futureagenda.org



KEY POINTS

De to kriser i 00'erne gav et yderligere skub til en udvikling, der allerede var i gang: Afslutningen på Vestens globale dominans.

Det blev også starten på en ny æra med protektionisme, statslig intervention i mange forhold og flere bilaterale aftaler, som gør, at det politiske risikobillede bliver langt mere grumset og uigennemskueligt.

Vi er på vej ind i The Age of The Twin Crisis. Vinderen bliver den tredje verden. Taberen bliver Vesten. Mener Marc de Vos i bogen "After the Meltdown".



Ny bog varsler dystre fremtid for Vesten

Globalisering og en verdensøkonomi i højt gear medvirkede til at en mia. mennesker undgik eller slap ud af fattigdom; der blev skabt 40 mio. jobs årligt; 200 mio. mennesker rykkede telt-pælene op og fik arbejde i andre lande; i udviklingsøkonomier som Kina og Indien skiftede flere hundrede mio. mennesker en forarmet tilværelse som landarbejdere ud med et bedre liv i de hastigt voksende megabyer. Det første årti i det nye årtusind var en nærmest mirakuløs tid for global økonomisk fremgang i en skala, som menneskeheden aldrig tidligere har oplevet.

Men det var også et årti med to store kriser i den vestlige verden. Og det var i høj grad medvirkende til at sætte ekstra gang i globaliseringen og dermed væksten i udviklingslandene, for kriserne fik mange vestlige virksomheder til at outsource produktion og serviceydelser i enorm skala til landene med de langt lavere lønninger.

Vi er nu med hiv og sving sluppet nogenlunde ud af den økonomiske krise, og det ser ud til, at de vestlige økonomier ikke synker tilbage i ny recession. Men det betyder på ingen måde, at fremtiden ser lys ud for Vesten – vi står over for en æra, hvor både kapitalismen og globaliseringen får et nyt ansigt. Det har Marc de Vos, leder af den uafhængige belgiske tænketank Itinera Institute, skrevet en bog om: *After the Meltdown*.

Det er ikke globaliseringens død, du spår, men globalisering i en anden form. Kan du forklare det?

Nej, det er bestemt ikke globaliseringens død

Globaliseringen er meget i live, den har aldrig været så meget i live som nu med handel, mobil arbejdskraft og økonomisk integration – og udsigt til blandt andet, at 3,5 mia. mennesker i Asien vil opnå en massiv vækst i de næste mange år. Men *naturen* af globaliseringen ændrer sig. Hvor der i den store vækstfase var en global intellektuel konsensus om at åbne grænser og reducere handelsbarrierer, og regeringerne overlod det til de frie markeds kræfter og konkurrencen at skabe udvikling og vækst, er vi nu kommet ind i en anden fase. Nu ser vi meget mere statslig intervention, meget mere nationalisme i handel og erhvervsstøtte, flere protektionistiske tiltag. Især i Kina og andre udviklingsøkonomier men også i de udviklede lande. Der var under højvækstperioden mange protester mod især Kinas model. Kineserne var meget åbne over for vestlig teknologi, men de definerede i høj grad spillereglerne for virksomhederne til egen fordel på deres hjemmemarked. Kina havde og har stadig et stort overskud af arbejdskraft, men i dag har de også et så stort overskud af kapital, at de med massive subsidier til egne virksomheder skaber konkurrenter til de vestlige virksomheder og er godt i gang med at erobre det globale marked. Rusland, som er rig på ressourcer, har en økonomisk model, der minder om den kinesiske. Modtrækket for de vestlige lande i en situation, hvor de tynges af massive budgetunderskud, store gældsbyrder, høj ledighed og lav vækst, er at gøre det samme.

Men ser man tilbage på historiske erfaringer, så

opnår man ikke de bedste løsninger ved statslig intervention og støtte. De bedste løsninger på langt sigt på samfundsmæssige og teknologiske udfordringer kommer fra frie markeds kræfter og åben konkurrence...

Jo, men på langt sigt er vi alle døde, som Keynes sagde. I mellemtiden, tag f.eks. den grønne teknologi. Udviklingen af den grønne økonomi har udviklet sig til et "rumfartskapløb" mellem landene, drevet af statslig intervention. Det er en ny fase af industrialiseringen, og du har to muligheder: Enten kan du vælge at holde staten ude af det og se, hvad markeds kræfterne frembringer, eller du kan vælge at gå med på legen og lade staten skubbe til processen. Det er ikke et spørgsmål om ideologi men pragmatisme. Vi kan ikke se "det lange sigt", og politikernes tids-horisont er kort. Før var der en konsensus om, at de frie markeds kræfter var den rigtige vej, men det er der ikke mere – og der er ingen ny konsensus. Du er nødt til at være realistisk. Hvorfor troede vi på internationalisme? Fordi det var i nationens interesse. Men har du ikke økonomisk vækst, er det svært at sælge internationalisme. Min pointe er, at nationale regeringer vil operere i nationale interesser. Det, der er ændret, er omstændighederne, og det vi ser ske er i virkeligheden meget forudsigeligt, selv om de historiske erfaringer siger, at hvis landene agerer primært i egen interesse, bliver verdensøkonomien mere et nulsumsspil. Se på EU – alle medlemslande har siden 2007 støttet nationale interesser. Det skete også for kort tid siden, hvor man

reddede banker for anden gang, og det sker også med grøn økonomi f.eks. i Tyskland, Frankrig og Storbritannien, hvor regeringerne investerer grønt.

Er du pessimist på Vestens vegne?

Jeg er bekymret. Selv om det er en forudsigelig udvikling, fordi det i virkeligheden er en naturlig reaktion, at man beskytter sig selv i krisetider, men se på det store billede. Vesten er i en relativ nedtur, demografisk marginaliseres vi, og i 2050 vil Vestens befolkning kun udgøre 10-15 pct. af Jordens befolkning. Der sker en rebalancering mod andre dele af verden, som ikke deler de samme værdier. Det er altså ikke kun en økonomisk rebalancering, men også et relativt fald i indflydelsen af Vestens værdier. Nationer har hidtil ikke været spillere, men organisatorer i den økonomiske udvikling, men det ændrer sig nu. Demokratier er i forfald, færre mennesker lever i demokratier i dag end for 10-15 år siden. Vi skal i Vesten indse, at krisen, der ramte Vesten, er en vestlig krise. En USA-livsstil blev til en vestlig livsstil, og det har accelereret den økonomiske nedtur for Vesten. Vores formuer er faldet, vores position er svækket, den geopolitiske magt skifter, og de nye stormagter deler ikke de samme værdier. Kina ønsker ikke at blive vestlig, kineserne er ikke individualister. For eksempel: Da Kina i 2001 blev medlem af WTO, troede alle, der kun var en vej frem for kineserne, og det var, at de blev mere og mere vestlige, også politisk. Men kinesisk politik er faktisk den modsatte af samme årsag – de siger selv, at jo rigere de bliver, desto lettere bliver det at fastholde kommunismen. Vi har været naive i vores antagelser. Vi troede, at alle på Jorden delte vores overbevisning. Men vi er ikke længere rollemødder, og USA kan ikke længere lede vejen, de har fejlet.

Men hvor kan landene finde konsensus og lederskab, som kan modvirke den fragmenterede nye verdensorden og skabe en vis fælles kurs i håndteringen af de globale udfordringer?

Det kommer ikke fra en enkelt kilde mere. Globalt lederskab er det kritiske i de kommende år. Globalisering som model af økonomisk integration har sprængt rammerne – der er et ledelsesmæssigt gab, der skal udfyldes. Lige nu improviserer man. Vi har G20, G8, G-BRIK osv. – det er en stormagtsting, men det er en trussel mod FN-ideologien. Der var jo en idealisme efter den kolde krig, som Fukuyama beskrev, en periode med håb om, at menneskeheden var på en fælles kurs, men det kan meget vel være, at den ånd er forsvundet nu. Vi er på vej mod en periode med en globalisering drevet af store nationale enheder og nye hurtigt voksende stormagter, så vi får en globalisering, der minder om den, vi havde før 1. verdenskrig – en globalisering præget af mere nati-

onalisme og geopolitik end før krisen. Vi så det tydeligt ved G20-mødet i Seoul sidste år, vi har set det i USA's pengepolitik, Kinas politiske strategi og euroen, som er et politisk projekt med et økonomisk mål. Konteksten er ændret, der skabes flere spændinger end før, der er så mange forskelle i væksthastigheder, så mange ubalancer, og det er alt sammen blevet eksponeret af krisen. Der er ikke nogen brugbar løsning for øjeblikket.

Kan vi finde én?

Det kræver et stort lederskab fra de store lande, men jeg er meget pessimistisk i den henseende. Der er store spændinger i et udfordrende miljø, og der er mange nationale interesser på spil. Kina vil ikke hæmmes, det samme gælder Rusland og Brasilien, mens USA er besat af deres egne problemer, og Europa sidder fast i det europæiske projekt. Jeg ser ikke fælles interesser, der kan samle os i samme grad som finanskrisen, der fik regeringer til at lave koordinerede aktioner, fordi alternativet var et kollaps i det globale finanssystem. Se blot, hvor vanskeligt det har været at lave finansiell regulering.

Så du ser altså en verden, hvor nationale interesser vil dominere, og vi vil se mange bilaterale aftaler, men ikke store globale aftaler?

Ja, præcis. Og vi lever allerede i en verden med bilaterale aftaler i stor stil. Globaliseringen ændrer sit ansigt. Vi vil se *cherry picking*, når ressourcerne er knappe, og kommer vi til Peak Oil, så er det et spørgsmål om enten at have penge eller ressourcerne, som vi så i 70'erne. Jeg håber ikke, vi kommer til at opleve en periode med stor råvareknapphed, og umiddelbart tror jeg, at den menneskelige kreativitet vil finde teknologiske løsninger at imødegå knappere ressourcer med. Men vi skal hurtigst muligt rykke samfundet i retning af langt mindre anvendelse af fossile brændstoffer via langtidsholdbare løsninger, ny energiinfrastruktur osv. og en af vejene dertil er at hæve priserne på fossile brændstoffer – det er på sigt bedre end statsstøttet grøn udvikling. Ligesom decideret knapphed på andre råvarer og dermed prisstigninger også vil styrke incitamentet til at udvikle alternative løsninger.

En ting er, at man ikke kan få udviklingsøkonomierne med i store globale aftaler, men kan man forestille sig, at de udviklede lande finder et fælles fodslag?

Det er en god pointe. Vi må spørge os selv om, vi er i stand til at genetablere brede samarbejder. EU og USA bør gå sammen, eksempelvis i form af en transatlantisk frizone, og finde en vej som vi mener er den bedste mod stabil, global vækst. USA begår en stor fejl, hvis de anser strategiske interesser for bedst varetaget i Stillehavsregionen frem for Atlanten. Nøgleinteressen i den

nye verden er, at båndet mellem USA og Europa bliver mere sammenhængende, politisk, økonomisk og hvad angår menneskerettigheder. Men jeg ser det ikke komme. Sagens kerne er, at du kun bliver international, hvis det er i din nations interesse, og lige nu fokuserer alle på at gøre rent i eget hus.

Og det er jo ikke en rengøring, der er overstået i en ruf...

Nej, det vil gøre ondt i adskillige år endnu, og det vil få langsigtede effekter på den økonomiske vækst. I 30'erne imødegik vi krisen med en forkert politik og fik depression. Denne gang brugte vi pengepolitikken og finanspolitikken og håbede på en hurtig genopretning, men det er ikke sket, og nu har vi et problem med de store budgetunderskud. Vi skal af med "affaldet", men det kan koste en depression, gælden er det næste problem. Vi har løst nogle problemer, men skabt nogle nye, som er store. Vi har dog en løftestang, som vi ikke havde i 30'erne. 40 pct. af den globale befolkning oplever i dag årlig økonomisk vækst på 8 pct. Disse udviklingsøkonomier er en stor motor for verdensøkonomien, og lande som Tyskland nyder godt af det. En stor del af kloden er upåvirket af krisen, og kan vi drage fordel af det og gradvist slippe af med rodet, så ser det lysere ud. I 2020 vil Asien have en middelklasse på 1,2 mia. mennesker og formår vi at holde globalisering på en acceptabel platform, vil det være vejen for Vesten.

Som europæer bliver jeg til slut nødt til at spørge om dit syn på euroen. Bryder den sammen?

Euroen kan ikke bryde sammen. Det er et politisk projekt, som ikke er økonomisk rationelt, og et sammenbrud ville næsten være døden for EU. Det er basalt set umuligt at forestille sig, at euroen bryder sammen, men på den anden side har vi set umulige ting ske de senere år. En stabilitetsfond er ikke løsningen, det er bare en mekanisme til at købe tid. Jeg tror, at Grækenland og måske Irland er umulige at få på sporet igen uden at restrukturerer deres gæld, men spørgsmålet er, hvordan du skal gøre det. Bliver det inden for EU, vil det påvirke de europæiske banker ganske markant. Tager man landene ud af eurozonen, vil deres valuta svækkes drastisk, og gælden vil stige tilsvarende, fordi den stadig er i euro. En slags sydamerikansk restrukturering er uundgåelig, men hvordan må vi se. Uanset hvad vil Tyskland spille en hovedrolle. De bliver en del af løsningen eller en del af problemet. Lige nu ser jeg ikke det politiske lederskab i Tyskland til løsningen. Skal euroen gøres stabil, kræver det indførelse af de elementer, som økonomer pegede på ved starten af euroen – nemlig en betydelig grad af fælles finanspolitik, løn-udvikling osv.

MIT spår den tredje revolution i biovidenskab

Videnskabsdiscipliner smelter sammen i en helhed og åbner nye veje og muligheder.

12 forskere på verdens førende teknologiske universitet, *Massachusetts Institute of Technology (MIT)*, udgav for nylig en opsigtsvækkende rapport om et paradigmeskifte i videnskabens verden. *The Convergence of the Life Sciences, Physical Sciences and Engineering*.

Det handler om *Convergence* (konvergens), et nyt paradigme, som kan skabe afgørende fremskridt i et bredt spektrum af sektorer, fra health care til energi, mad, klima og vand.

"Konvergens er en bred gentænkning af, hvordan al videnskabelig forskning kan blive udført, så vi kan kapitalisere på et bredt udvalg af vidensbaser, fra mikrobiologi til computervidenskab til ingeniørmæssigt design. Det omfatter samarbejde mellem forskningsgrupper, men i form af en mere dybtgående integration af tilgangsvinkler til videnskabsdiscipliner, som oprindeligt blev anset for at være adskilte og udpræget forskellige. Denne fusion af teknologier, processer og apparater ind i en forenet helhed vil skabe nye veje og muligheder for videnskabelig og teknologisk fremgang," sagde MIT Institute professor og Nobelprisvinder Phillip Sharp i forbindelse med præsentationen af rapporten.

Selve tankegangen om integrerede videnskabsdiscipliner er ikke ny og begyndte allerede at blive udbredt i det forrige årti i store dele af den akademiske verden, men samspillet mellem de forskellige videnskabsdiscipliner har været tilfældig og ustruktureret og først og fremmest en konsekvens af, at grænserne mellem de forskellige discipliner er blevet mere utydelige i takt med udviklingen. MIT forsøger med rap-

porten at gøre opmærksom på, at en aktiv indsats med direkte investeringer i at indarbejde forskellige videnskabsfelter i en helhed vil føre til potentielt enorme gevinster.

Det påpeges i rapporten, at konvergens allerede påvirker et bredt spektrum af forskellige videnskabsfelter. Lige som fremskridt i informationsteknologi, materialer, nanoteknologi og relaterede felter sammen med fremskridt i computervidenskab, modellering og simulation har transformeret de fysiske videnskaber, så er de også begyndt at transformere biovidenskaberne. Resultaterne er kritiske nye biologi-relaterede felter som *bioengineering*, *computation biology*, *synthetic biology* og *tissue engineering*. På samme tid er biologiske modeller (forståelsen af komplekse, selvarrangerende systemer) allerede i fuld gang med at transformere ingeniørvidenskaberne og de fysiske videnskaber, hvilket muliggør fremskridt inden for essentielle udfordringer som f.eks. fødevareforsyning og bio-brændsel.

SÆRLIG FOKUS PÅ BIOMEDICIN

Rapporten lægger særlig vægt på biomedicin. Sharp og hans medforfattere påpeger, at konvergens baner vejen for den "Tredje Revolution" i biomedicin, som kan blive lige så markant som de to første revolutioner i biovidenskaberne; de gennembrud, som fulgte udviklingen i molekylær- og cellebiologi – og sekventeringen af det humane genom, som har gjort det muligt, at identificere den genetiske fundering af mange sygdomme.

Biomedicin er allerede transformeret i betydelig grad af konvergens. På MIT bruger forskere eksempelvis nanopartikler til at transportere anti-cancer medikamenter direkte til kræftframte celler, udvikling af medikamenter som bekæmper sygdomme uden at beskadige sundt væv og celler, samt forbedring af nye modeller til sygdomsprognoser.

STORE ØKONOMISKE PERSPEKTIVER

Rapporten opfordrer den amerikanske regering til massive investeringer i konvergens, som vil give et markant løft til innovation og teknologisk udvikling. Der henvises til historiske undersøgelser, foretaget af Nobelprisvinderen i økonomi, Robert Solow, som viser, at størstedelen af USA's økonomiske vækst netop skyldes teknologisk og relateret innovation. Der fokuseres i særlig grad på biomedicin, der i høj grad har været et amerikansk succesområde i mange år, og indebærer enorme samfundsmæssige gevinstmuligheder. Ifølge *Agency for Health Care Research and Quality* bruger USA en større del af BNP på sundhed end noget andet større, industrialiseret land.

Som eksempel på gevinstmuligheder nævnes, at en forlængelse af levetiden med et år forbedrer arbejdskraftens produktivitet med 4 pct.; mellem 1970 og 2000 tegnede forøgelse af levetiden sig for nationale velstandsforøgelse på 3.200 mia. USD årligt – og for hvert procentpoint kræftdødeligheden reduceres opnås kumulative sundhedsbesparelser på 500 mia. USD.

Videnskabeligt paradigmeskifte kan skabe løsninger på globale udfordringer

MIT-rapporten bygger videre på det tankesæt, der blev præsenteret i rapporten *A New Biology in the 21st Century* – udgivet af *The National Academies* i 2009 med flere af de samme forfattere, heriblandt formanden for Committee on A New Biology for the 21st Century, Dr. Phillip Sharp fra MIT, Nobelprisvinder i 1993, som i forbindelse med rapportens præsentation sagde:

”Essensen af Ny Biologi er integration i biologi af fysikere, kemikere, computervidenskabsfolk, ingeniører og matematikere for at skabe et forskningssamfund med kapacitet til at tackle et

bredt spektrum af videnskabelige og samfundsmæssige problemer.”

Ved integrere viden fra mange discipliner opnås en større forståelse af biologiske systemer, som vil føre til biologi-baserede løsninger på samfundsmæssige problemer og samtidig give de andre videnskabelige grene ny indsigt. Forskningskomitéen bag rapporten valgte at fokusere på de fire globale udfordringer fordi gevinsterne ved at nå netop de mål ville være enorme. Det drejer sig om:

- Mad-udfordringen: Tilpas enhver fødevareplante til alle vækstbetingelser
 - Miljø-udfordringen: Diagnosticér og reparér ødelagte økosystemer
 - Energi-udfordringen: Udvikling af bæredygtige alternativer til fossile brændstoffer
 - Sundheds-udfordringen: Opnå individualiseret overvågning og pleje
- ”Innovation og biovidenskab baseret på Ny Biologi bliver afgørende, hvis de fire globale udfordringer skal kunne imødegås,” påpegede Dr. Phillip Sharp.

Eksempler på biovidenskabens potentielle løsninger

- Et bredt udvalg af planter med hurtigere modenhed, tørketolerance og sygdomsresistens kunne bidrage til en vedvarende stigning i lokal fødevareproduktion. Ny Biologi kan skabe en mere effektiv tilgang til udfordringen ved at tilvejebringe et integreret samarbejde mellem genetikere, økologer og plantebiologer.
- Fødeafgrøder kunne konstrueres til at have højere næringsmæssig værdi, herunder højere koncentration af vitaminer og sunde olier. Kritiske habitater kunne overvåges med fjernstyrede sensorer, som ville gøre det muligt at opdage skader på habitaterne og levere feedback om fremskridt i genopretning.
- Vandforsyninger og andre naturlige ressourcer kunne overvåges og styres med brug af biosensorer og andre biologisk baserede processer.
- Ny Biologi kan hjælpe med at bevare økosystemer ved at kombinere den økologiske videnbase med andre aspekter af biovidenskab og ingeniørmæssige områder for at forbedre forståelsen af, hvordan økosystemer fungerer, til implementering af et overvågningssystem, der opfanger ændringer i økosystemer, identificere økosystemer i fare samt udvikle effektive interventioner til at beskytte og genoprette funktioner i økosystemet. Rapporten kalder dette nye potentielle videnskabsfelt *Ecosystem Engineering*.
- Biologiske systemer kunne fjerne mere CO₂ fra atmosfæren og således hjælpe med at fastholde et stabilt klima; det opfangede kulstof kunne anvendes til at skabe biologisk baserede materialer for byggeri og fremstilling.
- Biologiske kilder kunne bidrage med mindst 20 pct. af brændstoffet til transport gennem en 10-dobling af produktionen af biobrændsel. For ikke at belaste fødevarer afgrøder skal det udvindes af cellulose, en vanskelig proces, som endnu ikke er færdigudviklet. Ny Biologi har potentiale til at gøre produktionen af økonomisk konkurrencedygtig ved at se det som en systemmæssig udfordring – en som bringer ekspertise sammen fra forskellige sektorer til at udvælge eller avle planter, som producerer mest cellulose med det mindste input af gødning og vand, til genetisk at modificere planter til at producere biomasse mere effektivt eller producere cellulose, som er lettere at bearbejde, og tilpasse mikrobielle enzymer og metaboliske veje til den optimale konvertering af cellulose til brændsel.
- Bio-inspirerede tilgangsvinkler til at producere brint kunne levere en anden økonomisk overkommelig og vedvarende brændstofkilde.
- Biologisk inspirerede tilgangsvinkler til at opfange solenergi kunne øge effektiviteten og nedbringe omkostningerne for fotovoltaisk teknologi.
- Fremstillede produkter kunne i stigende grad blive lavet af genbrugsmaterialer og enten kunne genbruges yderligere eller nedbrydes biologisk.
- Industrielle fremstillingsprocesser kunne blive designet til at producere nulaffald gennem en kombination af biologisk behandling af biprodukter og et effektivt genbrug af vand og andre input i fremstillingsprocessen.
- En større forståelse af hvad det betyder, at være sund kunne føre til, at health care fokuserede på at fastholde sundheden frem for at reagere på sygdom.
- Individualiserede risikoprofiler og tidlige detektioner af sygdomstendenser kunne gøre det muligt, at give hver enkelt person den rette behandling på det rette tidspunkt.

Kilde: A New Biology for the 21st Century.

Renteforhøjelser fra ECB rykker nærmere

Danske Banks renteanalytikere forventer den første renteforhøjelse i slutningen af 2011. Derimod ventes Federal Reserve ikke at hæve renten før i slutningen af første halvår 2012.

Efter et pænt fald hen mod nytår er de 2-årige renter i Tyskland og Danmark igen steget og ligger nu på det højeste niveau i et år. Det er primært bekymring om den højere inflation, bedre økonomiske udvikling og udsigten til en mulig afklaring af gældsproblemerne i Europa, som har drevet renterne i vejret, ECB har tidligere udtrykt bekymring om den højere inflation, der nu ligger over ECB's målsætning på 2% p.a., men ECB har dog på det seneste rentemøde modereret deres bekymring en anelse. Danske Markets Research (DMR) forventer, at ECB vil hæve renten i andet halvår af i år.

De lange renter i USA har stort set handlet sidelæns siden medio december. Det skyldes fortsat, at de amerikanske obligationsmarkeder allerede har taget højde for udsigterne til mere robust global vækst i form af de kraftige rentestigninger tidligere i slutningen af november og starten af december. I Tyskland har vi derimod set de lange renter stige yderligere siden medio december primært som følge af de stigende korte renter. Rentespændene over for USA er blevet indsnævret over hele kurven.

Trods udsigten til et stærkere USA-opsving vil der gå langtid, før udviklingen i ledigheden og inflationen vil tale for reelle stramnninger. DMR forventer fortsat, at Fed påbegynder renteforhøjelser i slutningen af 1. halvår 2012, lidt senere end konsensus. Der er indregnet meget stærk vækst i de nuværende amerikanske obligationsrenter, og derfor tror DMR, at vi kanse mindre rentefald i de nærmeste måneder, men 6-12 mdr, vil både de korte og lange renter stige over det aktuelle niveau – mest de korte.

DMR's prognose for de 10-årige (tyske) statsobligationsrenter er løftet marginalt på alle horisonter op til 12 måneder i takt med, at de ameri-

kanske renter stiger, og renteforhøjelser fra ECB rykker nærmere. Også de 2-årige renter ventes højere på alle horisonter.

HVAD GØR MAN, NÅR RENTEN STIGER?

Det er umiddelbart skidt for en obligationsinvestor, at renterne stiger, for så falder obligationskurserne. En investor, der sælger en obligation efter rentestigningen, må altså indkassere et tab. Beholder han obligationen til udløb, får han ikke noget tab i absolutte termer, men man kan sige, at han får et relativt tab i forhold til en investor, der solgte samme obligation før rentestigningen, og købte den tilbage igen umiddelbart efter. Begge investorer får stadig samme kuponrente, men den investor, der trak sig ud før rentestigningen, købte obligationen igen til en lavere kurs.

Man kan sige, at med tiden vil alle obligationsinvestorer nyde godt af et højere renteniveau, når deres udløbne obligationer kan geninvesteres i papirer, der set over løbetiden giver et højere afkast. Men kunsten er selvfølgelig at undgå de større tab i selve rentestigningsperioden.

Som udgangspunkt anbefales det ikke, at man trækker sig ud af obligationer og afventer rentestigningerne. Det er svært at time, rentestigningerne kan foregå over en længere periode, og desuden mister man en vigtig del af risikospredningen i den brede portefølje, hvis man ikke har penge i obligationer – og man ved jo heller ikke med sikkerhed om renten stiger. Den bedste tilgangsvinkel er derfor at tilpasse porteføljen, så den har en mindre kursfølsomhed over for rentestigninger, dvs. en lavere varighed.

ANBEFALINGER

Vi forventer generelle og gradvise rentestigninger de kommende 12 måneder – og samti-

dig en fladere rentekurve mellem 2- og 10-årige renter, da de korte renter forventes at stige mere end de lange renter. Vi vælger derfor at nedbringe varigheden – hvor meget afhænger af obligationssammensætningen i den enkelte portefølje og investors investeringsprofil.

En måde at imødegå de forventede rentestigninger på er, at købe de variabelt forrentede CIBOR-obligationer, som er knyttet til 3- eller 6-mdr. CIBOR. Obligationerne udløber først om flere år, men alligevel har de en varighed på hhv. max. 0,25 og 0,5. Det skyldes, at renten på papirerne hver tredje, hhv. sjette måned, justeres i henhold til CIBOR-renten. Ved at købe disse papirer får man altså en obligation, som har meget lav rentefølsomhed og en kuponrenten der automatisk justeres.

En supplerende mulighed for investor er også de såkaldte "Cap-Floater" – dvs. variabelt forrentede obligationer med et tilknyttet renteloft. For låntager en god løsning, fordi konstruktionen giver et loft over hvor meget renten kan stige. For investor også en god løsning i et stigende rentemiljø, hvis der er om begrænsede rentestigninger, idet låntager betaler en præmie for renteloftet via et rentetillæg.

Vi fastholder en overvægt af realkreditobligationer, hvilket blandt andet skyldes forventningen om indsnævring af rentespændet, generelt stigende renteniveau med tilhørende lavere konverteringsaktivitet samt fladere rentekurve.

Vi anbefaler primært 1-, 3- og 5-årige flexere, 20 og 30-årige 4%-ere, 30-årige 5%-ere, 10-årige CF-ere samt CIBOR-obligationer. Samtidig anbefaler vi fokus på likvide og højt ratede udstedelser.



Hvor skal renten hen på længere sigt?

Centralbankerne vil ikke hæve renten, før de er sikre på, at opsvinget kan holde til det. Men der er delte meninger om, hvad der faktisk vil ske med renteniveauet i de kommende år.

Konsulenthuset McKinsey & Co. udgav for nylig en rapport, *Fairwell to Cheap Capital?*, hvori de argumenterer for, at vi i de kommende år vil opleve markant stigende renter – ikke blot de nominelle, men også realrenterne. Argumentet er som følger:

De langsigtede trends i global opsparing og investering, som bidrog til lave renter før i tiden vil vende om i de kommende dekader. Den primære årsag er, at udviklingsøkonomierne vil gennemgå et af de største byggebooms i historien. Hurtig urbanisering øger efterspørgslen efter nye veje, havne, vand og kraftsystemer, skoler, hospitaler og anden offentlig infrastruktur. Selskaber bygger nye fabrikker og køber maskineri, mens arbejdere forbedrer deres boligstandard. På samme tid vil aldrende befolkninger og Kinas bestræbelser på at stimulere indenlandsk forbrug begrænse vækst i den globale opsparing.

McKinsey estimerer, at i 2020 vil den globale investeringsefterspørgsel nå niveauer ikke set siden opbygningen af Europa og Japan efter 2. Verdenskrig og æraen med høj vækst i modne økonomier. Dette investeringsboom vil lægge et vedvarende opadgående pres på realrenterne medmindre global opsparing øges betydeligt. I de fleste scenarier af fremtidig vækst, viser

McKinseys analyser af opsparing, at det ikke vil være nok – og det efterlader et gab mellem villigheden til at spare op og ønsket om at investere. Og det vil presse realrenterne op.

Højere kapitalomkostninger vil være en fordel for opsparerne og måske føre til mere behersket låneadfærd, end vi har set i boble-årene. Men højere kapitalomkostninger vil også begrænse investeringer og i sidste ende dæmpe den globale vækst en del.

På kort sigt vil udviklingen betyde tab for obligationsinvestorerne. Men på længere sigt vil højere realrenter betyde, at de tjener flere penge på fastforrentede obligationer i reale termer end i årene med billig kapital.

NY BOG: RENTERNE VIL FALDE

Tømmermændene efter 00'ernes gældsætning, overforbrug, finanskrisen, bankredninger og kickstart af økonomierne er som bekendt stor offentlig gæld i mange lande – i nogle tilfælde så stor, at det er svært at se, hvordan de nogensinde skal kunne betale gælden tilbage ved normale vækstrater.

Alternativerne er ikke spændende. Staterne kan defaulte helt eller delvist på gælden; man kan vælge at lade gælden vokse, som japaner-

ne har gjort (ingen aner, hvordan de nogensinde skal slippe af med en gæld på 200 pct. af BNP) eller man kan vælge at lade inflationen stige, så den reale værdi af gælden eroderes. Denne mærkelige situation er meget vanskelig at udnytte for en investor, fordi udfaldsrummet er så bredt.

Økonomen Gary Shilling argumenterer i sin nyligt udgivne bog, *The Age of Deleveraging: Investment Strategies for a Decade of Slow Growth and Deflation* for det deflationære scenario. Han forventer, at USA's realvækst i BNP i gennemsnit kun vil være 2 pct. årligt over det kommende årti, idet gældsbyrden vil tynge økonomien. Babyboomer generationen vil være tvunget til at øge deres opsparing, efterhånden som de nærmer sig pensionsalderen; tungere regulering vil tynge erhvervslivet, og regeringer vil være tvunget til at stramme finanspolitikken. Som et resultat af alt dette vil der ganske enkelt være for meget ledig kapacitet i økonomien til at generere inflation til trods for en ekspansiv pengepolitik.

Især Kina har involveret sig i et investeringsboom, som efter Shillings vurdering medfører en enorm overskudskapacitet, som vil lægge et nedadgående pres på globale priser.

Go East, Young Man

Men regn ikke med de gevinster, som prægede det forgange årti.

"Go West, Young Man" var et berettiget mantra i det 19. århundrede (og titlen på en amerikansk komedie fra 1933). Ligesom omskrivningen har sin berettigelse i dag, når det handler om globale investeringsmuligheder. Pengene er da også væltet ind i Emerging Markets de senere år. Nettoindstrømningen ind i aktie- og obligationsmarkederne det seneste årti beløber sig ifølge *Institute of International Finance* til 1.787 mia. USD. Med succes. MSCI Emerging Markets aktieindekset er steget med 236 pct. i perioden, mens de rige regioners pendanter S&P 500, FTSE 100 og FTSE Eurofirst 300 alle er lavere end i 2000.

Udviklingsøkonomierne er kørt i et højere økonomisk vækstgear end den rige verden, og vil gøre det i mange år endnu uden lig i lasten i form af store gældsbyrder og et forvokset velfærdssystem, der skal reformeres for at imødegå aldringen af befolkningen.

Høj økonomisk vækst er dog ikke ensbetydende med, at aktiemarkedet giver høje afkast. En undersøgelse foretaget af London Business School, baseret på data helt tilbage til 1900, peger på, at der ikke er nogen sammenhæng mellem aktiemarkedets afkast og økonomisk vækst. Men det er en bred overordnet analyse, der overser, at der i et land med meget høj vækst, en gigantisk spirende middelklasse og opbygningen af en indenlandsk økonomi opstår meget store indtjeningsmuligheder for de selskaber, der finder den rigtige forretningsmodel, produkt og strategi.

Hidtil har det dog ikke krævet de store evner

for stockpicking at få succes i Emerging Markets (EM) – alt er steget over en bred kam. Men nogle finanshuse og banker begynder at advare om, at aktierne ser lidt dyre ud, fordi de handles på niveau med de udviklede landes aktiemarkeder målt på P/E.

Men der er ikke noget, der foreløbig tyder på en mere forsigtig holdning blandt investorerne – heller ikke de professionelle. En undersøgelse af institutionelle investorers holdning foretaget af Deutsche Bank viser, at 46 pct. har planer om at øge deres eksponering i EM-aktier inden for de næste 12 mdr., det højeste tal for alle aktivklasser – mens 26 pct. ønsker en større andel i EM-obligationer. På et investorforum afholdt af Finanshuset Fidelity i december pegede alle tilstedeværende finanshuse og fonde på EM som det bedste sted at investere i 2011.

Men spørgsmålet er, om EM-investorer belønnes tilstrækkeligt for risikoen. Det politiske system, forretningsmiljø og –etik m.v. er langt bedre end for 10 år siden, men det er stadig et godt stykke vej til vestlig standard, og hverken obligationsejere eller aktieinvestorer i udviklingslande har næppe de samme legale rettigheder som i de udviklede lande.

"Skulle indiske aktier handle til så høje priser, når korruption er så udbredt? Burde investorer i lande med umodne legale systemer, hvor regler er svære at håndhæve, kræve en rabat for at eje aktier der?", sagde Jonathan Assante, chef for First State Global Emerging Markets Leaders

Fund med forvaltning af 40 mia. USD, for nylig til Financial Times

Det umiddelbare svar på det spørgsmål er ja, EM-investorer skal kræve en rabat. Men i samme åndedrag må tilføjes, at alle de transaktioner og uigennemskuelige strukturerede produkter, uhæmmet långivning og absurd gearing, som førte til finanskrisen i den vestlige verden var fuldt lovlige, ligesom det var lovligt for Federal Reserve at holde renten alt for lav i for lang tid og dermed lægge grundstenen til det andet store børskrak på otte år og en gældsbyrde, som vil tynge de vestlige lande i smertelig lang tid. Investeringer i de mest "civiliserede" lande er bestemt heller ikke nogen garanti for succes...

Men det er da altid et advarselssignal, når alle løber i samme retning i en aktivklasse. Problemet er bare, hvornår man skal begynde at løbe den anden vej. For erfaringen viser også, at man med fordel kan følge strømmen i lange perioder. Og desuden spiller det også en væsentlig rolle, at der er en udpræget mangel på alternativer. Aktiemarkederne i de fleste forgældede vestlige lande er allerede tæt på niveauet fra før verden brød sammen. Og med udsigt til rentestigninger er obligationer heller ikke fristende. Disse forhold kan medvirke til, at EM-eventyret varer en rum tid endnu – og "rum tid" er sådan en behagelig fleksibel måleenhed....



Kina kan ikke holde kadencen – og vil heller ikke

Kineserne er selv lidt bekymrede over, hvor hurtigt det går – og det endda på højeste plan. Premierminister Wen Jiabao har således kaldt den kinesiske vækst for "ustabil, ubalanceret – og i sidste ende uholdbar".

Det skrev Yu Yongding, præsident for China Society of World Economics og tidligere medlem af renteudvalget i Peoples Bank of China samt fhv. dir. for Chinese Academy of Sciences Institute of World Economics and Politics ultimo december i China Daily.

Han påpeger, at Kinas fremskridt over de seneste 30 år er en succesrig variation af den østasiatiske vækstmodel med en række træk arvet fra den socialistiske planøkonomi.

"Denne vækstmodel har nu næsten opbrugt sit potentiale, og dermed har Kina nået et altafgørende punkt: uden en smertefuld strukturel tilpasning kan landets økonomiske vækstkraft pludselig forsvinde."

Kinas hastige vækst er opnået med ekstremt høje omkostninger, og kun de kommende generationer vil kende den egentlige pris. En ustruktureret investeringsstrategi betyder, at Kina faktisk har en meget lav kapitaleffektivitet. Der foretages mange fejlagtige og overdrevne investeringer bl.a. som følge af, at lokalregeringer har indflydelse på en stor del af investeringsbeslutningerne. En uheldig udvikling ses i fast ejendom, som tegner sig for næsten en fjerdedel af de samlede investeringer.

"Nogle lokalregeringer graver bogstavelig talt

huller for derefter at fylde dem op igen for at skabe BNP. Følgelig er der simpelthen for mange luksuriøse ejerlejligheder, imponerende statslige kontorbygninger og himmelstræbende skyskrabere," skriver Yongding.

Et andet alvorligt problem er, at Kina er blevet et af verdens mest forurenede lande. Byerne kvæles af støv og smog; alle landets store floder er forurenede; der er trods fremgang stadig stor skovrydning og ørkendannelse; tørke, oversvømmelser og jordskred er almindeligt forekommende; og hård og vedvarende udvinding er hurtigt ved at tømme Kinas naturressourcer.

Et tredje problem er afhængigheden af eksporten til udlandet. Eksporten i forhold til BNP er over 30 pct., men da eksportsektoren beskæftiger mange millioner arbejdere er afhængigheden af udlandets efterspørgsel blevet et strukturelt problem, som ikke kan løses med blot en tilpasning af den økonomiske politik.

Og så er der et fjerde problem. Kina er blevet den globale økonomis værksted – og ikke andet. Kineserne har endnu ikke vist, at de også evner at være kreative og innovative. De bruger stadig den metode, de har brugt i efterhånden mange år, nemlig at kopiere vestlige mærkevarer. Men de senere år er de gået langt videre end til blot at lave piratkopier af CD'er og egne versioner af Adidas sko.

Det gælder eksempelvis det imponerende hurtigtog fra Najing til Shanghai. Toget er bygget af CSR Corporation, et kinesisk selskab, og det kunne umiddelbart se ud som om, at det netop var et

eksempel på, at kineserne selv kan levere innovation inden for højteknologi som er *state of the art*. Men sandheden var en anden. Det var blot endnu en demonstration af, at kineserne ikke skyr noget middel for at erhverve sig teknologisk viden fra de udviklede lande, og bearbejde den lige præcis så meget, at de kan hævde, det er deres egen. Denne strategi havde CSR brugt over for sin tidligere samarbejdspartner, Kawasaki Heavy Industries, som har lavet Japans "Bullet Train".

Det er langt fra et enestående eksempel. I mange tilfælde er vestlige selskaber tvunget til at afsløre detaljer af deres teknologi for at erhverve sig kontrakter i Kina for senere at konkurrere mod kinesiske selskaber, som tilfældigvis sælger produkter, der er stort set identiske.

Officielt har den kinesiske regering erkendt, at det er et problem med piratkopier og efterligninger, men det er et politisk problem, når der er tale om statslig anerkendelse af, at virksomheder som i tilfældet med CSR skaffer sig adgang til vestlig teknologi. Kina er allerede nu en supermagt, og det kræver etik, ansvarsfølelse og samarbejdsvillighed til gavn for alle parter. Noget, som Yongding også efterlyser på andre punkter.

"Når det gælder klimaændringer, globale ubalancer og reformer af det internationale monetære system kan og skal Kina i de kommende år indtage en mere aktiv rolle som en stor global medspiller. Det er vel ikke nødvendigt at sige, at det vil være nødvendigt med gensidighed."

Vestlige virksomheder må opfinde nye forretningsmodeller

Hold øje med de selskaber, der har forstået de anderledes spilleregler i udviklingsøkonomierne.

Mere end 20.000 multinationale selskaber opererer for øjeblikket i udviklingsøkonomierne, og generelt forventer de vestlige selskaber at finde 70 pct. af deres fremtidige vækst der – 40 pct. i Kina og Indien alene. Men lige som vækstmulighederne er store, således er forhindringerne det også. I sit *Ease of Doing Business Index* for 2010 rangerede Verdensbanken i 2010 Kina som nr. 89, Brasilien som 129 og Indien som 133 ud af 183 lande.

Tre ledende medarbejdere fra Innosight, et konsulentfirma for strategisk innovation og investering, erkender i en nylig artikel i Harvard Business Review, at forhindringerne ganske vist er store, men skal de vestlige virksomheder have fat i den store og hurtigt voksende middelklasse i de store udviklingsøkonomier, så kræver det, at de opfinder nye forretningsmodeller – og gentænker deres tilgang til Emerging Markets som en nystartet virksomhed, for hvilken alle markeder er nye.

I stedet for at forsøge at sælge den eksisterende produktlinje til de nye potentielle kunder, bør en virksomhed i stedet identificere hvilke uudannede behov, kunderne egentlig har.

Mange virksomheder er blevet fristet af at kunne sælge low-end produkter og ydelser i stor skala til de meget fattige i Emerging Markets. Og high-end produkter og ydelser har i mange år været vidt tilgængelige for de meget få, der har råd til at købe dem. I stedet bør man gå efter det store segment midt imellem. Denne gruppes får sine behov dårligt dækket af low-end løsninger,

og de har ikke råd til selv de billigste high-end løsninger.

Innosight tog kontakt til et indisk selskab, Godrej, der startede i 1897 som et låsefirma, men i dag fremstiller alt fra pengeskabe og hårfarve til køleskabe og vaskemaskiner. I workshops med ledende medarbejdere stod det klart, at køleskabe var et område med meget stort potentiale, men salgsprisen og omkostningerne ved at drive dem var høje, så penetrationen i markedet var kun 18 pct. Medarbejdernes første indskydelse var naturligt nok at spørge "hvordan kan vi lave en billigere version af vores high-end køleskab?". Innosight opfordrede dem i stedet til at spørge sig selv, om de var klar over, hvad kunderne ønskede. Og svaret var nej.

Undersøgelser viste derefter, at målgruppen, hvor flere familier typisk gik sammen om at købe et brugt, traditionelt køleskab, kun opbevarede få enheder i køleskabet, de handlede dagligt ind og købte små mængder af grøntsager og mælk, og elektriciteten var meget ustabil. Løsningen stod hurtigt klart: Der måtte simpelthen opfindes et nyt køleskab. Så det gjorde selskabet. Men først efter at 600 kvinder i et udvalgt område havde været med til at planlægge design, indretning og størrelse. Resultatet blev et køleskab på 7,8 kg til under halvdelen af prisen på traditionelle køleskabe, med det halve energiforbrug og evnen til at køre på batteri under de hyppige strømsvigt.

Som et andet eksempel på innovativ tænkning nævnes Nano-bilen, som kan købes for

2.500 USD. Direktøren i Tata Motors, Ratan Tata, var kommet frem til, at folk som lejede scootere for at transportere familien, var en oplagt målgruppe for en billig bil. Men han kom også hurtigt frem til, at han ikke bare kunne sende bilen igennem produktionslinjen og på en eller anden måde bruge færre penge til at lave den. Det var nødvendigt at reducere de faste omkostninger ved at designe en bil med færre dele, og ændre samlemetoderne og andre nøgleprocesser.

At implementere modeller, som kræver ændringer i overordnede faste omkostninger, marginer eller ressourceforbrug er ofte et problem for etablerede virksomheder, hvorfor det ikke er overraskende, at nystartede virksomheder ofte har et forspring i at få nye produkter på markedet, som kræver nye måder at tjene penge på, skriver forfatterne. De påpeger, at klassisk teori om disruptive innovation – innovationer, som er væsentlig anderledes end de gængse inden for et givet område – siger, at ideelt set bør innovationer først introduceres i markeder, hvor alternativerne kommer til kort på den ene eller anden måde (typisk pris) eller er helt utilgængelige. Den beskrivelse passer som fod i hose på Emerging Markets, der er fremragende arenaer til at afprøve nye produktinnovationer i. Men forfatterne understreger, at Emerging Markets skal ses som langt mere end prøvelaboratorier for nye produkter – det er endnu mere oplagt at eksperimentere med og udvikle nye forretningsmodeller.

Rebalancering mellem verdens vækstmotorer

Den nye vækstmotor Asien strammer op for at undgå overophedning, mens den "gamle", USA, er på vej stærkt tilbage. Japans eksportvirksomheder vil nyde godt af USA's comeback, og energitunge Rusland ser ud til at være et godt køb i det, som chefstrateg Anders Nellemose kalder "oliens år".

"2010 var mere et knald-eller-fald år. Økonomierne skulle vise, at de havde fået så meget dynamik i sig, at de blev selvkørende. Det var i perioder ikke overbevisende, og snakken om en double dip recession fyldte meget. Men i løbet af året så det bedre ud, og for 2011 ser vi et ganske lyst økonomisk billede. Afgørende for om det globale opsving bliver godt i år er, at USA viser en mere solid vækst – og den forudsætning ser ud til at blive opfyldt. Det afgørende er nu, at bankerne i højere grad åbner for mindre og mellemstore virksomheders adgang til kapital, og det ser vi også tegn på nu," siger chefstrateg Anders Nellemose.

Så vidt den "gamle" – hvordan er situationen i verdens nye vækstmotor, Emerging Markets, især Asien?

"Emerging Markets er stadig kendetegnet ved høj vækst som et fællestræk, men landene er vidt forskellige, så man skal se på, hvad der aktuelt giver de bedste muligheder. Det har i nogen tid været klart, at kineserne ønsker en mere balanceret vækst uden risiko for, at inflationen løber løbsk. Hidtil har de lettet presset på speederen via kapitalbegrænsninger. Frygten er, at de trykker for hårdt på bremsen ved at bruge renten mere aktivt. Kina har også mere fokus på mere kvalitativ vækst, ikke båret primært af kvantitet som hidtil. Det er ikke nok blot at fungere som verdens værksted, de skal også lære at blive mere innovative. Det kræver bl.a. øget fokus på uddannelse og udvikling af strategisk vigtige sektorer. Vigtigt er det også for kinesernes fremtidige vækst, at de har sikkerhed for energi, råvarer og fødevarer, og derfor ser vi i stigende grad landet indgå strategiske alliancer med andre lande omkring råvarer, fødevarer og senest energiaftaler med Rusland.

Og netop Rusland mener vi, tegner mere attraktiv end Kina her i første halvår, hvor vi tror, at Kinas opstramninger vil blive overstået. Vi tror, at 2011 bliver "Oliens År", og det vil oliesektorens selskaber og visse lande drage fordel af. Rusland er meget energitung, og selv om det stadig er et land med en høj politisk risiko, så sporer man i landets politiske ledelse en stigende erkendelse

af, at man er afhængig af udlandet på så mange fronter, så man ikke skal gøre sig alt for besværlig. Rusland nærmer sig optagelse i WTO, og det vil give dem bedre betingelser for eksport og import. De skal afholde vinter OL i 2014 og fodbold VM i 2018, og det vil også være en slags moralsk gulerod og i øvrigt kræve investeringer i en bedre infrastruktur. Fra et investorsynspunkt er Rusland særdeles spændende lige nu, da det er et af verdens billigste aktiemarkeder."

Så er der Japan – ikke manges investordarling...

"Japansk økonomi er godt gearret til at eksportere igen, og kommer der gang i amerikansk økonomi som vi tror, så vil vi se eksportvækst dertil. Også i Kina har man stor appetit på japanske varer, som er blandt verdens førende inden for forædlede produkter – dvs. højteknologiske produkter, forbrugerelektronik, biler. Jeg tror også, at mange investorer holder sig tilbage fra Japan, fordi landet er omgærdet af mange myter, f.eks. om et ufleksibelt arbejdsmarked. Japanske virksomheder fyrer stadig ikke så let, men til gengæld har de fleksible lønninger, som gør at i krisetider kan de reducere omkostningerne i en grad, som gør virksomhederne mere konkurrencedygtige."

Europa ser ud til at fortsætte i lavt gear...

"Ja, væksten kommer ikke i nærheden af USA's. I Nord-Europa er Tyskland en bragende succes. Virksomhederne har en god evne til at omstille sig, de er godt eksponeret mod vækstmarkederne, og de har produkter af høj kvalitet. Kina er f.eks. den største aftager af Mercedes S med 40 pct., og Volkswagen sælger godt til den kinesiske middelklasse. Tyskland nyder godt af euroens svækkelse, og der er også gang i den indenlandske økonomi med større privatforbrug og ejendomspriser på vej i den rigtige retning.

I kontrast står Syd-Europa. Vi tror ikke, at euroen knækker, men vi tror heller ikke, at vi får nogen vidtgående plan, der pludselig inddæmmer hele problemet. Vi tror, at vi humper igennem med forskellige politiske meldinger og hjælpeforanstaltninger i år. Men euro-krisen er

en latent risiko, der vil ligge og ulme hele året. Inflation er en anden risiko – hold øje med at olien ikke fortsætter himmelflugten. Som IEA og andre har påpeget, er vi ved at nærme os smertegrænsen for, hvor meget olieprisen kan stige yderligere uden at sætte væksten i stå."

Det er typisk, at private investorer helst holder sig til de 20-30 største aktier i deres hjemland. Det er vel ikke nødvendigvis en dårlig ting?

"I Danmark, Norge, Sverige og Finland er det typisk, at den private investor, som investerer på egen hånd, har koncentreret 85-90 pct. af sin aktieportefølje i hjemlandets aktier. Og netop fordi der er tale om internationale virksomheder, så er det fornuftigt nok, når vi taler om risikospredning – og desuden kan man følge selskaberne tæt i de nationale mediers nyhedsstrøm. Vil man have lidt mere Europa er velkendte tyske selskaber oplagte som supplement. Fjernere egne anbefaler vi, at man når via investeringsforeninger."

Der er optræk til stigende renter herfra – hvorfor skal man så supplere sin aktiebeholdning med obligationer?

"Jeg har nævnt to store risikofaktorer, euro-krisen og inflationen, og der kan komme flere. Obligationer giver en vis sikkerhed i porteføljen, et kapitalbevarende element. Og med udsigt til rentestigninger, skal man reducere varigheden – dvs. følsomheden over for rentestigninger. Men det behøver ikke kun være statsobligationer i de sikre lande. Man kan supplere med virksomhedsobligationer, som giver en højere rente – en aktivklasse, som vil understøttes af et stærkere økonomisk opsving og dermed færre konkurser. De mest sikre giver en begrænset merrente og man skal også være opmærksom på, at f.eks. de AAA-ratede har en korrelation på 70 pct. med statsobligationer. De dårligere ratede High Yield-obligationer har en væsentligt større merrente, som afspejler en høj risiko relateret til virksomhedens betalingsevne. Vi anbefaler investeringsforeninger til at nå sådanne papirer."

Ændrede skatteregler for pensionsudbetalinger vedtaget

I december nummeret af *INVESTERING* kunne du læse, at Skatteministeren havde fremsat et lovforslag om bl.a. forlængelse af udbetalingsperioden for pensionsordninger, der allerede er under udbetaling.

Folketinget vedtog dette lovforslag umiddelbart inden jul. De nye regler muliggør en løbende og langt mere fleksibel tilpasning af udbetalingsperioden for ratepensioner.

Udbetalingsperioden kan dog ikke forlænges udover 25 år. Den sidste rateudbetaling er derfor stadig maksimalt 25 år efter, du opnår efterlønsalderen, p.t. 60 år. Udbetalingsperioden kan heller ikke forkortes, når udbetaling er påbegyndt.

HVAD SKAL DU GØRE?

Hvis du ønsker at forlænge udbetalingsperioden på en pensionsordning, der allerede er under udbetaling, skal du være opmærksom på, at de nye rater først beregnes med virkning fra det førstkomende kalenderårs begyndelse. Det betyder, at du på nuværende tidspunkt først kan få ændret din rateudbetaling med virkning for indkomståret 2012.

HVEM ER OMFATTET?

Muligheden for at forlænge udbetalingsperioden gælder både den, der har oprettet ordningen og den begunstigede, som får udbetalt ordningen efter ejerens død.

OVERFØRSEL AF PENSIONSORDNINGER

Som følge af, at det nu er muligt at forlænge udbetalingsperioden for pensionsordninger, under udbetaling, er der også ændret i reglerne om overførsel af pensionsordninger. Hidtil har det været sådan, at du kun kunne overføre en pensionsordning til en anden tilsvarende ordning med samme udbetalingsforløb.

Fremover kan pensionsordninger under udbetaling tillige overføres til en ordning med længere udbetalingsperiode.

Har du spørgsmål til de ændrede regler i pensionsbeskatningsloven, er du velkommen til at kontakte din pensionskonsulent i banken.

Lempelse i beskatningen af sommerhusudlejning

Hvis du overvejer at udleje dit sommerhus i 2011, skal du være opmærksom på, at nye skatteregler træder i kraft fra og med indkomståret 2011. De kan være aktuelle, når sommerhuset udlejes en del af året.

Når du udlejer dit sommerhus, har de første 10.000 kr. af lejeindtægten hidtil været skattefri. 40 procent af den resterende lejeindtægt var tillige skattefri.

Med virkning fra og med indkomståret 2011 forhøjes bundfradraget til 20.000 kr., hvis du udlejer dit sommerhus gennem et bureau, der indberetter lejeindtægten til SKAT. Forestår du selv udlejningen udgør bundfradraget stadig kun 10.000 kr.

Eksemplet viser, hvordan den skattemæssige opgørelse ser ud ved udlejning af et sommerhus. Udover skatten af overskuddet af udlejningen, skal du også betale ejendomsværdiskat for hele året. Dette ændres der ikke på.

I eksemplet er der ikke taget højde for, at hvis du udlejer gennem et bureau, så skal der betales provision til bureauet. Provisionen fragår i lejeindtægten før skatteberegningen. Du skal dog være opmærksom på, at hvis du udlejer gennem et bureau, er der sandsynlighed for, at du kan opnå en højere årlig lejeindtægt.

EKSEMPEL

	Udlejet gennem bureau	Ikke udlejet gennem bureau
Lejeindtægt	120.000 kr.	120.000 kr.
- bundfradrag	<u>-20.000 kr.</u>	<u>-10.000 kr.</u>
	100.000 kr.	110.000 kr.
- 40% skattefrit	<u>-40.000 kr.</u>	<u>-44.000 kr.</u>
	60.000 kr.	66.000 kr.
33% skat	19.800 kr.	21.780 kr.
Overskud efter skat	100.200 kr.	98.220 kr.

Skatten af udenlandske pensionsordninger

Hvis du ønsker at have din skattebegünstigede pensionsordning i et andet EU land, skal både pensionsordningen og pensionselskabet godkendes af SKAT i Danmark. Der er en række betingelser, som skal være opfyldt bl.a., at det udenlandske selskab udbyder ordninger til danskere efter samme regler og love som i Danmark. Det indebærer f.eks., at det udenlandske pensionselskab tilbageholder skat ved udbetalingen samt PAL-skat undervejs for skattepligtige til Danmark.

Folketinget har netop indført flere betingelser for at SKAT kan godkende udenlandske pensionsordninger.

I lighed med danske pensionsordninger er det ikke længere muligt at anbringe midler i udenlandske pensionsordninger i

- fast ejendom med brugsrettigheder, rabatter eller dispositi-
onsret tilknyttet.
 - aktier og andeler i selskaber, hvor kontohaver ejer 25 procent
eller mere af kapitalen i selskabet.
 - aktier m.v., der kan give brugsrettigheder, rabatter eller lig-
nende i selskabet. F.eks. brugsret til et feriecenter.
 - andele i en personligt ejet virksomhed tilhørende kontohaver.
- Disse betingelser gælder for udenlandske ordninger, der god-
kendes den 23. december 2010 eller senere.

SKAT vil beregne aktieavance

Som noget nyt vil SKAT beregne automatisk gevinst og tab. Ordningen er frivillig, men hvis du ikke indtaster købsoplysninger, skal du selv beregne gevinst og tab og selvangive beløbet. Fra og med 2010 får SKAT automatisk information om handler med værdipapirer. Ejer du værdipapirer købt før 1. januar 2010, kan du nu registrere købet i SKAT's nye tast-selv system, så SKAT får mulighed for automatisk beregning.

Der er dog nogle situationer, hvor SKAT ikke automatisk modtager information, f.eks. hvis du får en aktie eller et investe-

ringsbevis ved en skattepligtig fusion. I disse situationer skal du selv sørge for at få registreret købet hos SKAT. Hvis du ikke selv registrerer købet, kan der være risiko for, at evt. tab ikke kan fratrækkes. Dette gælder også for aktier erhvervet via en uden-
landsk bank.

Du bør tjekke SKAT's automatiske avance- og tabsberegninger igennem i forbindelse med årsopgørelsen, ligesom du tjekker øvrige punkter. Du kan læse mere om systemet på www.skat.dk.

Skattefrie udlodninger i Danske Invest

Gennem første halvår af 2010 har vi set betydelige rentefald, hvilket har medført kursstigninger på såvel danske som udenlandske obligationer. Det har betydet, at alle obligationsafdelinger i 2. halvår af 2010 lå inde med pæne urealiserede gevinster.

Danske Invest har i 2. halvår 2010 hjemtaget en stor del af disse kursgevinster specielt i de afdelinger, der investerer i danske obligationer. Alle realiserede kursgevinster udloddes til investorerne, efter udbytteprocenten er vedtaget på generalforsamlingen i april 2011.

Derfor udbetaler Danske Invest i foråret 2011 forholdsvist store udbytter. I de afdelinger, der alle investerer i danske blåstemplede obligationer, vil en del af de udbetalte udbytter være skattefrie for personlige investorerne. Det gælder blandt andet afdelingerne:

Danske Invest Dannebrog
Danske Invest Indeksobligationer
Danske Invest Korte Danske Obligationer
Danske Invest Lange Danske Obligationer
Danske Invest Obligationer – 4 Udbytter

Du kan allerede nu på www.danskeinvest.dk se de forventede udbytteprocenter på de obligationsbaserede afdelinger.

Når udbyttet udbetales, vil kursen på dine investeringsbeviser falde næsten tilsvarende. Den del af udbyttet fra de obligationsbaserede afdelinger, der ikke er skattefrit, beskattes som kapitalindkomst.

FRADRAG FOR REALISERET KURSTAB

Fra og med indkomståret 2011 har du fradrag for realiserede kurstab på alle dine udloddende obligationsbaserede investeringsbeviser. Tidligere har du kun haft fradrag for realiserede tab på udloddende obligationsbaserede afdelinger, der udelukkende investerede i obligationer i fremmed valuta.

De realiserede kurstab medgår ved beregning af bagatelgrænsen på 2.000 kr. Reglerne for bagatelgrænsen er beskrevet i anden artikel i dette nummer af **INVESTERING**.

Overvej du at sælge nogle af dine investeringsbeviser i Danske Invest, hvor der forventes skattefrie udlodninger, kan det skattemæssigt være en fordel for dig at vente med at sælge til efter generalforsamlingen, og udbyttet er udbetalt. På den måde får du konverteret en skattepligtig kursgevinst på investeringsbeviser til et skattefrit udbytte. Den skattepligtige kursgevinst reduceres som følge af udbyttebetalingen, og realiserer du et kurstab ved at udskyde salget til efter udbytte betalingen, har du fra og med 2011 fradrag for realiserede kurstab på alle udloddende obligationsbaserede investeringsbeviser.

Du skal naturligvis være opmærksom på, at kursen på dine investeringsbeviser kan ændre sig i både positiv og negativ retning fremover. Det bør derfor ikke udelukkende være de skattemæssige overvejelser, der er afgørende for dine investeringsmæssige dispositioner.



Kursgevinstbeskatning og bagatelgrænsen

Som omtalt i tidligere numre af *INVESTERING* blev reglerne for beskattning af kursgevinster på obligationer ændret i 2010, og den tidligere gældende bagatelgrænse for gevinst og tab på obligationer i fremmed valuta blev udvidet. Udvidelse af bagatelgrænsens anvendelsesområde er særligt kompliceret. Bagatelgrænsen forhøjes fra 1.000 kr. til 2.000 kr.

I forbindelse med udarbejdelsen af selvangivelsen for 2010 er det første gang, at du som investor skal være opmærksom på at få udregnet dine skattepligtige kursgevinster og –tab på obligationer.

For obligationer udstedt i danske kroner, der er købt før den 27. januar 2010, gælder der særlige regler. Kursgevinster og –tab på disse obligationer er fortsat skattefrie.

KURSGEVINST OG –TAB PÅ OBLIGATIONER

Kursgevinst og –tab opgøres på realisationstidspunktet som forskellen mellem afståelsessummen og anskaffelsesværdien. Er obligationerne udtrukne, opgøres kursgevinst og –tab som forskellen mellem den udtrukne værdi og anskaffelsessummen. I den forbindelse skal du huske, at betalt kurtag i forbindelse med obligationshandler fragår ved opgørelsen af den skattepligtige kursgevinst og –tab. Hvis det kun er en del af beholdningen, der udtrækkes, så er det kun en forholdsmæssig del af kurtagen, der kan fratrækkes ved opgørelsen.

Personer skal anvende FIFO princippet ved opgørelsen af kursgevinster og –tab. Det har normalt kun betydning, hvis du har anskaffet obligationer i samme fondskode i flere omgange, da det så vil være de ældste obligationer, der sælges eller udtrækkes først. Det er den faktiske anskaffelsessum på de solgte eller udtrukne obligationer, der skal anvendes ved opgørelsen af kursgevinst og –tab.

Har du købt blåstemplede obligationer før den 27. januar 2010 og efter denne dato købt flere obligationer i samme fondskode, så er det altså de ældste obligationer - dvs. de skattefrie - der sælges eller udtrækkes først.

BAGATELGRÆNSENS VIRKNING I 2010

Ved opgørelsen af den nye bagatelgrænse på 2.000 kr. medregnes realiserede kursgevinster og –tab på obligationer, realiserede kursgevinster og –tab på lån i fremmed valuta, samt gevinst og tab på udloddende obligationsbaserede investeringsbeviser.

Dog skal realiserede tab på udloddende obligationsbaserede afdelinger, der investerer i danske obligationer ikke medregnes ved opgørelsen af bagatelgrænsen på 2.000 kr. i 2010. Det skal derimod realiserede tab på udloddende afdelinger, der udelukkende investerer i udenlandske obligationer. Fra og med 2011 skal alle realiserede tab på udloddende obligationsbaserede investeringsbeviser medregnes ved opgørelsen af bagatelgrænsen.

I 2010 kan du dog vælge at opgøre kursgevinst og –tab efter de hidtidige regler. Her er bagatelgrænsen 1.000 kr., og efter denne regel medregnes kursgevinster og –tab på obligationer og lån i fremmed valuta, samt skattepligtige kursgevinster og –tab på obligationer i danske kroner. Dog ikke kursgevinster og –tab på blåstemplede obligationer købt før den 27. januar 2010.

Det kan være en fordel for dig at vælge at anvende bagatelgrænsen på 1.000 kr. hvis dine samlede tab på obligationer og gæld i fremmed valuta ligger i intervallet 1.000 – 2.000 kr.

EKSEMPLER PÅ OPGØRELSE AF BAGATELGRÆNSEN

For at anskueliggøre kompleksiteten i reglerne om opgørelsen af bagatelgrænsen, har vi udarbejdet nogle eksempler.

Som det fremgår af eksemplerne er kompleksiteten i reglerne omkring opgørelsen af skattepligtige gevinster og fradragsberettigede tab på obligationer og udloddende obligationsbaserede investeringsbeviser ikke blevet mindre med indførelsen af bagatelgrænsen på 2.000 kr. Specielt problema-

tisk er det i indkomståret 2010, hvor du kan vælge at anvende den gamle bagatelgrænse på 1.000 kr., som tidligere kun var gældende for obligationer i fremmed valuta og lån i fremmed valuta. Det bliver heller ikke mere overskueligt af, at der i indkomståret 2010 kun er fradrag for tab på udloddende afdelinger, der udelukkende investerer i obligationer i fremmed valuta.

Hvis du har spørgsmål til reglerne om bagatelgrænsen, er du naturligvis velkommen til at kontakte din rådgiver i banken.

EKSEMPEL 1:

Du har i 2010 realiseret følgende tab på obligationer og tab på udloddende obligationsbaserede afdelinger, der investerer i danske obligationer	900 kr. 1.200 kr.
---	----------------------

Samlet realiseret tab i 2010	2.100 kr.
------------------------------	-----------

Tabet på 1.200 kr. skal ikke medregnes ved opgørelsen af bagatelgrænsen, og bagatelgrænsen er ikke overskredet, da der i forhold til bagatelgrænsen kun er et tab på 900 kr. Der er derfor ikke fradrag for hverken kurstabet på obligationerne eller kurstabet på de udloddende obligationsbaserede investeringsbeviser.

Der er heller ikke nogen fordel i at anvende den gamle bagatelgrænse på 1.000 kr., da den heller ikke vil være overskredet. Det skyldes at tab på udloddende obligationsbaserede investeringsbeviser ikke indgår i beregningen.

Stammer tabet derimod fra udloddende obligationsbaserede afdelinger, der udelukkende investerede i obligationer i fremmed valuta, som eksempelvis DI Globale Virksomhedsobligationer, skal tabet i forhold til bagatelgrænsen opgøres til 2.100 kr. Det samlede tab kan herefter fratrækkes ved opgørelsen af kapitalindkomsten.

EKSEMPEL 2:

Du har i 2010 realiseret følgende tab på obligationer og tab på udloddende obligationsbaserede afdelinger, der investerer i danske obligationer	1.200 kr. 900 kr.
---	----------------------

Samlet realiseret tab i 2010	2.100 kr.
------------------------------	-----------

Her kan du med fordel benytte den gamle bagatelgrænse, da tabet på de 1.200 kr. overskrider 1.000 kr., og derfor vil du have fradrag for tabet på de 1.200 kr. Tabet på investeringsbeviserne vil der ikke være fradrag for i 2010.

I forhold til bagatelgrænsen på 2.000 kr. medregnes kun tabet på 1.200 kr., og anvendes denne bagatelgrænse, vil der ikke være fradrag for tabet på obligationer i 2010.

EKSEMPEL 3:

Du har i 2010 realiseret følgende tab på obligationer og gevinst på udloddende obligationsbaserede investeringsbeviser	2.900 kr. 1.000 kr.
--	------------------------

Samlet realiseret tab i 2010	1.900 kr.
------------------------------	-----------

Både tabet på obligationerne og gevinsten på investeringsbeviserne skal medregnes under bagatelgrænsen. Når der er realiseret gevinst på de udloddende obligationsbaserede investeringsbeviser, er det ved opgørelsen af bagatelgrænsen uden betydning, om der investeres i danske obligationer eller i obligationer i fremmed valuta. Da tabet i forhold til bagatelgrænsen er mindre end 2.000 kr., kan tabet på 1.900 kr. ikke fratrækkes.

Det vil her være en fordel at anvende den gamle bagatelgrænse på 1.000 kr. I så fald kan tabet på 2.900 kr. fratrækkes, og gevinsten på 1.000 kr. fra investeringsbeviser er skattepligtig efter de almindelige regler. Begge beløb indgår ved opgørelsen af kapitalindkomsten.

EKSEMPEL 4:

Du har i 2010 realiseret følgende gevinst på obligationer og tab på udloddende obligationsbaserede investeringsbeviser	2.900 kr. 1.000 kr.
--	------------------------

Samlet realiseret gevinst i 2010	1.900 kr.
----------------------------------	-----------

Her er det vigtigt om tabet på 1.000 kr. på de obligationsbaserede investeringsbeviser stammer fra afdelinger, der investerer i danske obligationer eller udelukkende i obligationer i fremmed valuta. Samlet set er der gevinst på 1.900 kr.

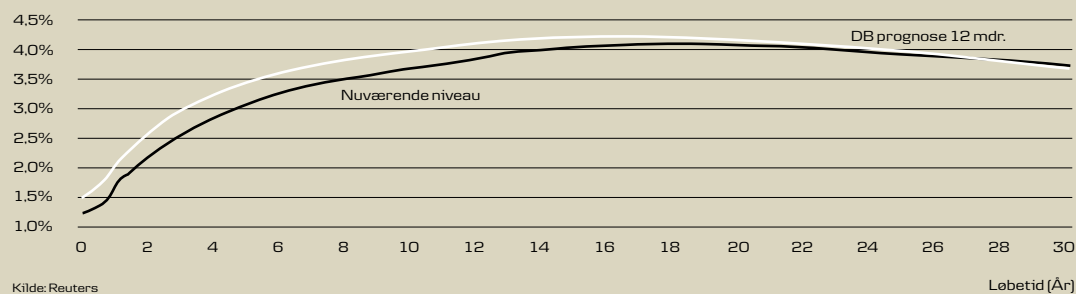
Stammer tabet fra afdelinger, der investerer i danske obligationer, skal tabet ikke medregnes under bagatelgrænsen og grænsen på 2.000 kr. er overskredet. Gevinsten på 2.900 kr. skal beskattes, mens der ikke er fradrag for tabet på investeringsbeviserne.

Er det tab på afdelinger, der udelukkende investerer i obligationer i fremmed valuta, skal tabet medregnes under bagatelgrænsen, hvilket betyder, at bagatelgrænsen ikke overskrides. Den samlede gevinst på 1.900 kr. er derfor skattefri.

Renteprognose - realkredit

	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
3 mdr. Euribor	1,01	1,10	1,15	1,50
6 mdr. Cibor	1,53	1,45	1,45	1,75
F1	1,03	1,15	1,25	1,75
F3	1,95	1,70	1,90	2,40
F5	2,70	2,40	2,50	3,00
F10	3,75	3,50	3,60	4,00
4 % 2031	4,29	4,05	4,10	4,30
4 % 2041	4,54	4,40	4,45	4,70
5 % 2041	5,02	4,85	4,90	5,00

Prognose for rentekurven



Renteprognose - statsobligationer/swaprenter

	Repo-renten	3 mdr. Cibor	2-årig stat	10-årig stat
DKK				
Spot	1,05	1,21	1,22	3,07
+ 3m	1,05	1,30	1,45	3,20
+6m	1,05	1,35	1,75	3,40
+12m	1,30	1,70	2,20	3,60
EUR	Refi-renten	3 mdr. Euribor	2-årig swap	10-årig swap
Spot	1,00	1,01	1,97	3,44
+ 3m	1,00	1,10	1,85	3,35
+6m	1,00	1,15	2,10	3,55
+12m	1,25	1,50	2,40	3,70
USD	Fed Funds	3 mdr. Libor	2-årig swap	10-årig swap
Spot	0,13	0,30	0,79	3,47
+ 3m	0,13	0,30	0,70	3,30
+6m	0,13	0,30	0,85	3,40
+12m	0,13	0,30	1,15	3,60

Valutaprognose

	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
USD/DKK	543,5	552	540	514
EUR/DKK	745,4	745	745	746
JPY/DKK	6,58	6,54	6,21	5,74
GBP/DKK	864,0	866	847	888
CHF/DKK	575,2	573	564	549
SEK/DKK	84,4	85,6	87,6	85,7
NOK/DKK	93,7	96,8	96,8	97,5
EUR/USD	137,1	135	138	145
USD/JPY	82,7	84	87	90
USD/GBP	159,0	157	157	173

Notationen er som følger:

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

Råvareprognose

	Spot	2011 kv. 4	2012 kv. 4	2011 - gns.	2012 - gns.
Olie - NYMEX WTI (USD/tønde)	86	95	103	92	100
Olie - ICE Brent (USD/tønde)	98	96	104	94	101
Kobber (USD/t)	9.441	9.990	10.300	9.725	10.150
Zink (USD/t)	2.260	2.415	2.435	2.408	2.428
Nikkel (1000 USD/t)	26	27	28	26	27
Stål (USD/t)	570	590	610	575	603
Aluminium (USD/t)	2.427	2.550	2.650	2.513	2.613
Guld (USD/oz)	1.312	1.475	1.375	1.438	1.413
Matif Mill Hvede (EUR/t)	265	220	220	235	220
CBOT Hvede (USD/bushel)	843	774	774	794	774
CBOT Majs (USD/bushel)	652	615	635	608	628
CBOT Soyabønner (USD/bushel)	1.397	1.380	1.420	1.365	1.405

Prognoser kan ikke anvendes som pålidelige indikatorer for fremtidige afkast.

Euroland: Pæn vækst i kernelandene

Der er udsigt til pæn vækst i euroområdet i 2011. Den tyske økonomi voksede 3,5 pct. sidste år, og vi forventer, at væksten kan blive næsten lige så høj i år. Sidste år blev Tysklands vækst i høj grad drevet af eksporten til Asien, men i år vil vi se, at væksten i stigende grad trækkes af den indenlandske efterspørgsel. Frankrig, Benelux-landene, Finland og Østrig har også udsigt til vækst over trend i år.

Samtidig med at kernelandene buldrer af sted, vil hovedtemaet for en række "periferi"-lande imidlertid fortsat være gældskrisen. Der bliver strammet kraftigt op på de offentlige finanser, og væksten vil blive meget beskeden eller ligefrem negativ. De eksisterende hjælpefaciliteter er næppe tilstrækkelige til at undgå, at f.eks. Grækenland undgår statsbankerot, eller en gældsrestrukturering, som det hed-

der med et pænere ord. Og der er helt sikkert ikke penge nok, hvis Spanien får brug for hjælp. En ny løsningsmodel vil formentlig blive meldt ud i marts. Et vigtigt element kan blive, at periferilandene kan låne fra European Financial Stability Facility (EFSF) til at opkøbe egne statsobligationer (billigt) i markedet.

Samlet set kan væksten i euroområdet godt blive omkring 2,0 pct. i år, hvilket vil få ledigheden til at falde langsomt. Inflationen er steget til 2,4 pct. i januar, og det har overrasket markedet, at ECB virker ret bekymret for inflationsudsigterne. Der er da også udsigt til, at inflationen vil forblive over 2 pct. i hele 2011. Vi har i lang tid forventet, at ECB vil hæve renten første gang i 4. kvartal 2011, og det holder vi indtil videre fast i.

Fokus på stigende inflation i Asien

I Asien er der fokus på stigende inflation. Det er der to grunde til.

For det første er væksten i Asien igen begyndt at accelerere i slutningen af 2010, ikke mindst på grund af fornyet styrke i den kinesiske økonomi.

For det andet er fødevarerpriserne i Asien steget kraftigt på linje med, hvad vi har set i den øvrige del af verden. I Asien slår højere fødevarerpriser forholdsvis kraftigt igenem i inflationen, fordi fødevarer udgør en forholdsvis stor andel af privatforbruget.

Der er frygt for, at den stigende inflation kan gøre det

sværere for Asien fortsat at agere vækstlokomotiv for den globale økonomi. Stigende fødevarerpriser mindsker direkte de asiatiske husholdningers købekraft, da der vil være færre penge tilovers til andet forbrug. Desuden vil centralbankerne også træde lidt på bremsen ved at sætte de styrende renter op. Endelig rummer stigende fødevarerpriser politisk risiko, hvad ikke mindst den seneste udvikling i Tunesien og Egypten har understreget. Stigende fødevarerpriser var en væsentlig årsag til, at folk gik på gaden og luftede deres utilfredshed i disse lande.

Opsvinget bider sig fast i USA

De økonomiske data fra USA har over de seneste måneder overrasket positivt og peger på, at opsvinget er blevet mere bredt funderet. Væksten lå pænt over trend i slutningen af sidste år, servicesektoren begyndte at ansætte igen, og generelt ser det ud til, at der nu er kommet gang i to af økonomiens tre vækstmotorer: fremstillingsindustrien og servicesektoren.

Det store spørgsmål er stadig hvornår den tredje motor, boligmarkedet, begynder at trække. Det er fortsat usikkert.

Der er dog udsigt til fortsat høj vækst i første del af i år, hvor husholdningernes indkomst, og dermed forbruget, får en salt-

vandsindsprøjtning fra den skattepakke, der blev vedtaget i Kongressen i december. Den gradvise bedring i arbejdsmarkedet ser altså ud til at fortsætte, men ledigheden er stadig skyhøj og langt over centralbankens ønskede niveau. Det betyder også, at på trods af fortsat pæn vækst vil Federal Reserve være meget påpasselig med at stramme pengepolitikken for tidligt. Kerneinflationen ligger lavt og med udsigt til meget moderate lønstigninger i de kommende år, er centralbankens primære bekymring deflation og ikke inflation. Vi venter derfor ikke at se den første renteforhøjelse før midten af 2012.

Central- og Østeuropa: Bekymring over inflation

Opsvinget fortsætter i CEE-landene, hvoraf de fleste også nyder godt af den stærke vækst i Tyskland. Euro-krisen har ikke fået investorerne til at sætte CEE-landene i samme bås som euroens problem børn. Og det er helt korrekt. Den økonomiske situation er væsentlig bedre i CEE-landene, som heller ikke har de samme gældsbyrder hverken i privat eller statsligt regi.

Investorerne har de senere måneder udvist en stigende risikoappetit generelt, og det har bl.a. medført, at flere har købt sig ind i flere østeuropæiske valutaer, som er blevet pænt styrkede. Flere lande har forsøgt at imødegå styrkelsen, som svækker konkurrenceevnen.

Til gengæld trækker det inflationspresset ned, men på det seneste synes flere centralbanker at være mere bekymrede over inflationen. Vores EMEA Monetary Policy Tracker, som følger de monetære udsigter for Europa, Afrika og Mellemøsten er ændret ganske markant den seneste måned og peger nu på rentestigninger i alle lande, som dækkes af trackeren. For Polen indikeres en rentestigning på 0,5 procentpoint over de kommende 9-12 mdr., mens der er lagt op til det halve i Ungarn, Tjekkiet og Rumænien. Det ser således ud til, at vi i år er på vej mod en normalisering af renteniveauerne, også for obligationsrenterne.



Disclosure

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

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