



Danske Bank

INVESTERING

FEBRUAR 2014

**OPSVINGET
TAGER FART I 2014** 04

UK ER STADIG EN STORMAGT 17

3D PRINTING – Den tredje industrielle revolution 30

ER BOLIGMARKEDET I BALANCE? 40

INDHOLD

Chefstrateg: Opsvinget tager fart i 2014	4
Husk at justere porteføljen	12
Damark og Finland skiller sig positivt ud	15
UK er stadig en stormagt	17
Verden går online. I 3D	27
3D printing – den tredje industrielle revolution	30
Priser og anerkendelse til Danske Bank	39
Er boligmarkedet i balance?	40
Boligprisernes udvikling	44
Strukturerede produkter kan forbedre porteføljen	46

INVESTERING udkommer 6 gange årligt

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

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

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

Chefredaktør · Flemming Østergaard

Redaktionspanel · Ansvarshavende Allan Soon Lorentzen · Chefredaktør Flemming Østergaard
Jesper Simonsen · Jes Linnert · Lars Skovgaard Andersen · Redaktion afsluttet den 12. februar 2014.

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

Forsidefoto · Andy Warhol

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

LEDER

VERDEN VAR ENGANG BRITISK

OG NU KAN DEN PRINTES I 3D

"Heaven is the place where the lovers are Italian, the police are English, the mechanics are German, the cooks are French and the place is run by the Swiss. Hell is where the lovers are Swiss, the cooks are English, the mechanics are French, the police are German and the place is run by the Italians."

Man skal altid være påpasselig med at sætte folk i bås. Men de fleste, der har stiftet nærmere bekendtskab med andre europæiske kulturer, vil med et grin kunne nikke genkendende til ovenstående.

Vi har i dette nummer valgt at tage det folkeslag under behandling, som har ry for at være de ringeste kokke: Briterne. Men briterne er naturligvis meget mere end det.

Briternes ukuelige kampvilje under anden verdenskrig er mejslet ind i historien og europæernes bevidsthed. Knap så velkendt er det måske, at vi skal mindre end 100 år tilbage for at finde et britisk imperium, der omfattede en femtedel af menneskeheden.

Men briterne har unægteligt fyldt meget i verdenshistorien gennem de seneste 300 år og var i det 19. århundrede og starten af det 20. verdens ubestridte supermagt. Det var her, industrialiseringen startede, og det er herfra, vi har set et væld af videnskabsmænd, epokegørende opfindelser (bl.a. fodbold), store tænkere, forfattere, filmskabere, (højtuddannede) komikere og en musikkultur i efterkrigsperioden, som brød nye grænser og påvirkede resten af verden i en grad som ingen anden nation.

Men UK i dag er ikke, som det var for blot 20 år

siden. Vi tegner et portræt af det, der engang var verdens stærkeste magt.

VERDEN - NU I 3D

Det er ikke kun verdens nationer, der ændrer sig – teknologi gør også, og det går meget hurtigere. Da 3D printing begyndte at blive omtalt hyppigt i medierne for 2-3 år siden, lød det som taget ud af en science fiction roman. Ifølge rygterne kunne man ikke blot printe sin egen

kaffekop men endda også sin egen guitar eller cykel – i ét stykke. Rygterne var skam sande nok – printerne til hjemmebrug kan ikke så meget endnu, men de professionelle printere kan ting, som ikke engang science fiction forfattere har kunnet drømme om. 3D printing stammer helt tilbage fra midtfirserne, og teknologien er vokset eksplosivt, så man i dag kan printe elektroniske kredsløb, mad, menneskeligt væv, fosterstamceller, DNA osv. – og med tiden sågar organer som nyrer og hjerter.

3D printerne vil ikke erstatte masseproduktionen men blive en vigtig integreret del, og teknologien vil påvirke produktion, kreativitet og innovation radikalt og påvirke samfundet på mange måder. 3D printing har potentialet til at blive det 21. århundredes dominerende industrielle revolution.



ERIK CARSTENSEN,
Investeringsdirektør, Danske Bank



Janet Yellen, ny chef for Federal Reserve



INTERVIEW MED CHEFSTRATEG
BO BEJSTRUP

CHEFSTRATEG: OPSVINGET TAGER FART | 2014

MEN HELLER IKKE DETTE ÅR BLIVER UDEN STORE
UDFORDRINGER OG RISIKOFAKTORER.

Det er nu knap fire et halvt år siden, at kollapset i Lehman Brothers fik en spirende finanskrisen til at eskalere til skræmmende proportioner. Det har ført til selvransagelser og kritik ikke mindst af finanssektoren, som efter mange års liberalisering og deregulering havde fået alt for lang snor til overdreven udlånspolitik og kreative konstruktioner af værdipapirer, hvis omfang hverken politikere, tilsynsmyndigheder, ratingbureauer eller bankerne selv kunne gennemskue eller havde overblik over.

Den efterfølgende krise har været hård og er stadig ikke overstået, og det har kostet dyrt på statsgælden, som i mange ellers solide lande er tæt på 100 pct. af BNP – eller over som i USA. For at undgå en situation, der kunne føre til noget, der lignede depressionen i 30'erne, har flere store centralbanker også udvist en hidtil uset kreativitet med ledende rentesatser tæt på nul – og i realiteten negative renter, idet man samtidig har foretaget massive obligationsopkøb med nytrykte penge.

MARKEDSTEMA 1: QE UDFASES

Anstrengelserne har båret frugt. Europa kom ud af efterkrigstidens længste recession i 2013, og USA har vist positive, om end beskedne, vækstrater siden 2009. Især i USA er der forventninger om, at opsvinget vil vise stærkere takter, og det er baggrunden for, at Federal Reserve (Fed) er begyndt at drosle ned på sine månedlige opkøb af obligationer (QE – Quantitative Easing).

Det gav ballade i Emerging Markets i forsommeren 2013, da Fed varslede det. Hvorfor skulle effekten være anderledes denne gang?

”Forskellen i forhold til sidste år er, at det er forventet

denne gang. I 2013 kom det derimod som lyn fra en klar himmel, da Bernanke pludselig nævnte, at det snart kunne finde sted. Få havde set det komme. Men nu er kaninen ude af hatten, og spørgsmålet går nu på hastigheden, hvormed Fed vil bremse opkøbene,” siger Bo Bejstrup Christensen, chefstrateg i Private Banking i Danske Bank.

Men vi har på det seneste set en voldsom uro i dele af Emerging Markets – hvad er den egentlige baggrund for det?

”Vi mener den umiddelbare årsag til uro i starten af året skal findes i nogle svage nøgletal fra Kina – især en skuffende erhvervstillid for januar. Ikke alene var den markant lavere end ventet, men den fortæller også, at væksten i Kina nu igen er faldende. Til manges overraskelse. Tager vi de lidt længere briller på, er det specielt de lande, der de seneste år har haft en ”uholdbar” udvikling, der rammes hårdest. Lande, hvor udlånsveksten har været alt for høj, og de lande, hvor handelsbalancen er blevet kraftigt forværret. Det drejer sig f.eks. om Brasilien, Indonesien, Sydafrika og Tyrkiet. Landene har brug for strammere pengepolitik for at dæmpe væksten lidt og svagere valuater for at rette op på handelsbalancen. De lande, der ikke lider af samme problemer er ikke – og vil ikke efter vores vurdering – blive ramt lige så kraftigt. Når det så er sagt, så vurderer vi, at Kina er igang med at få styr på deres udlånsvekst, og det er grundlæggende set gode nyheder. Det kommer til at gøre lidt ondt nu og her, men sikrer stabiliteten på den længere bane. Der vil fortsat være interessante investeringsmuligheder i udvalgte dele af de Nye Markeder. Vi skal som investorer bare være mere påpasselige end hidtil.”

Hvordan har effekten af QE været?

”Siden sommeren 2012 er der foretaget en del forskning i netop det, og konklusionen er, at QE ikke har været særlig betydningsfuld. De lange renter er f.eks. kun blevet presset ned med 5-10 bp. Men psykologisk har det haft stor effekt. Via QE har Fed signaleret, at når de gik i gang med det, så var det et signal om en lempelig pengepolitik langt ud i fremtiden. Det har været en vigtig signalfaktor.”

Hvor er pengene egentlig blevet af?

”Når Fed køber en statobligation af en bank eller en forbruger, så får disse kontanter i hånden, og de er i stort omfang endt i centralbanken som reserver. Lad os sige, at Fed køber X obligationer af nogen. Når sælgerne af obligationerne har fået pengene, så kan de købe et andet værdipapir, bruge pengene eller sætte dem i banken. Fed har hidtil købt obligationer for i alt 3.000-3.500 mia. USD, men de 2.500 mia. USD er endt i Fed som ”excess reserves”. Den største del af pengene er altså røget tilbage til Fed selv. Men nogle af pengene er gået til andre ting. Det, som Fed selv siger, er, at de har øget risikoappetitten i de finansielle markeder. Nogle investorer, som har solgt deres statsobligationer til Fed, har købt Investment Grade (IG) erhvervsobligationer. Nogle har købt High Yield (HY) erhvervsobligationer, nogle har købt aktier, og nogle har købt aktiver i Emerging Markets. Fed har således med QE stimuleret risikoappetitten, da vi havde brug for det.”

Men er det smart at gøre det, når realøkonomien ikke er med?

”Man skal huske på, at da Fed startede med QE, var der ingenting, der virkede. Alternativet var en dyb recession eller ligefrem depression som i 30’erne. Det er nemt at se tilbage nu med den viden vi har i dag og sige, ”det her burde Fed ikke have gjort”, eller ”dette skulle de gøre anderledes”. Men hvad havde alternativet været? I det mindste har vi haft fremgang i over fire år trods

historisk stram finanspolitik, arbejdsløsheden falder, og der er skabt over otte millioner jobs i den private sektor siden bunden i 2009. Faktum er, at indtjeningen i specielt de første par år af dette opsving overraskede mange mennesker ved at stige stærkt. Det skete primært fordi, virksomhederne beskyttede deres profitmarginer i uhørt grad. Det er først det sidste års tid, at aktierne er blevet dyrere i forhold til indtjeningen. Og med store fremskridt mht. at få sænket det offentlige underskud og udsigt til pæn vækst omkring tre pct. i 2014, er det nu på tide og fornuftigt, at Fed tager foden lidt væk fra speederen.”

MARKEDSTEMA 2: DEFLATIONSRISIKO

Størstedelen af de udviklede lande har inflationsrater under 1,5 pct. En recession nu ville være en katastrofe.

”Ja, recession eller stagnation i økonomierne nu ville være en katastrofe for ikke blot den overordnede inflation men også kerneinflationen – dvs. forbrugerpriserne ekskl. fødevarer og energi – er historisk lav lige nu. Men det er bestemt noget, centralbankerne har meget stor opmærksomhed på, ikke mindst Fed. Amerikanerne har jo en ubehagelig historisk erfaring med deflation, og Fed har fremhævet, at netop fordi inflationen er meget lav, så fortsætter den lempelige pengepolitik. Vi får samme signaler fra den Europæiske Centralbank (ECB). Vi vurderer ikke, at vi kommer til at opleve egentlig deflation – vi forventer, at opsvinget fortsætter og roligt æder den ledige kapacitet i f.eks. arbejdsmarkedet op, og dermed mindskes det deflationære pres.”

MARKEDSTEMA 3: LAV EFTERSPØRGSEL

En del af forklaringen på den svage efterspørgsel er ledigheden, i hvert fald i Europa, men også at reallønsvæksten i årevis har været meget lille. I USA er den gennemsnitlige stigning i den reale timeløn kun på 0,3 pct. siden 2007.

”Man kan dele verden op i to. Lønsvæksten i Emerging Markets fejler ikke noget, her er kraftige lønstigninger gennem længere tid tværtimod ved at være et problem

VI SKAL SOM INVESTORER BARE VÆRE MERE PÅPASSELIGE END HIDTIL

flere steder, idet virksomhedernes profitmarginers pres ses af løn og omkostninger. Men i den udviklede del af verden er reallønsvæksten ekstremt svag – både i Europa og USA. Vi mener dog efterhånden, at vi har set bunden i USA, hvor ledigheden med 6,6 pct. er kommet så langt ned, at vi måske allerede næste år vil se, at niveauet for den såkaldte naturlige ledighed er nået, og dermed vil vi se et mere normalt lønpres. Men i Europa har det længere udsigter med en ledighed på 12 pct., og det er også en af årsagerne til, at vi ikke forventer en vækst højere end 1-1,5 pct. her mod 3 pct. i USA.”

Hvordan er de europæiske virksomheders muligheder for at tjene penge i et sådant ret dystert miljø?

”Vi ser samme dynamik, som startede i USA allerede i 2009. De amerikanske virksomheder viste, at selv i en lavvækst økonomi kan man via rationaliseringer og effektiviseringer nå langt. Situationen i Europa er meget den samme – her er der stadig masser af ledig kapacitet, men der er stor fokus på effektivitet, og reformer i flere lande gør økonomierne mere fleksible. Og dertil kommer så, at lønomkostningerne kan holdes i ro. Vi forventer derfor pæn indtjeningsvækst i Europa i 2014 på omkring 10 pct.”

Men hvornår er virksomhederne færdige med at rationalisere og effektivisere?

”Det er svært at sige. Vi ville have fortalt samme historie i 2010 og 2011, men så kom eurokrisen og virksomhedernes fortsatte deres kraftige fokus på omkostninger. Vi mener, at det har noget at gøre med, at usikkerheden omkring økonomien og den politiske fremtid har været høj. 2011 var jo et politisk kaos med pressede banker og ingen virksomheder, der havde lyst til at investere – fokus var rettet mod overlevelse. Mange virksomhedsledere vil naturligt nok have tid og sikkerhed, før de investerer i fremtiden. Og med en vækst på 1-1,5 pct. vil vi heller ikke i år se en stærk vækst i investeringer og nyansættelser, men snarere en fortsættelse af den stramme linje.”

MARKEDSTEMA 4: LEDIGHED

Automatisering og onlinehandel er trends, der vil tage ekstra fart i de kommende år. Kan man ikke forestille sig, at vi må til at leve med højere niveauer af naturlig ledighed – altså den ledighed, hvor inflationen er stabil – og derfor når vi bare ikke samme efterspørgselsniveau som før?

”Det korte svar er ”jo”. Vi mener, vi kan få en periode med højere naturlig ledighed. USA har i kriseperioden allerede oplevet en noget højere ledighed, end de har været vant til i opsvingsperioder. Og i Europa er der meget lang vej ned til normalen. Den største aktuelle trussel, når vi taler ledighed, er dog, at krisen har været så lang tid. Der er stadig en stor del langtidsledige i USA, og det betyder, at deres kvalifikationer eroderes, og de bliver mindre attraktive for arbejdsgiverne. Det samme gælder i Europa. Her er også folk, der har været i erhverv, som ikke når tilbage på samme niveau, f.eks. byggeri. Så der er nogle grupper, der oplever, at de har de forkerte kompetencer og færdigheder, og efterspørgslen efter deres arbejdskraft er lav. Uddannelse og omskoling skal modvirke det, men det er en langsom proces. Samtidig er der lavet betydelige reformer i Europa – især i kriselandene. Det vil gøre økonomierne mere fleksible og medvirke til at sænke den naturlige ledighed over tid. Tyskland er et godt eksempel på dette, hvor Gerhard Schroeders reformer i de tidlige 00’ere først for alvor bar frugt i slutningen af samme årti.”

MARKEDSTEMA 5: DEMOGRAFI

Babyboomerne – de store efterkrigsgenerationer – begyndte at gå på pension i Japan allerede i 90’erne. Nu rammer det USA og Europa. Det giver mindre forbrug, færre investorer og låntagere – og det betyder efter vores vurderinger, at økonomierne står til lange perioder med lav vækst og trykkede aktiemarkeder.

”Demografi er et vanskeligt emne, som vi ofte diskuterer. Historisk har det altid været et af de emner, hvis betydning har været uhyre vanskelig at fastslå og forudsige. Man kan dele den demografiske udfordring op i to

BUNDEN FOR DE CYKLISKE SEKTORER
BLEV NÅET I 2009 MED 22,5 PCT. –
DET LAVESTE NIVEAU SIDEN 1947



dele. Den første er, at befolkningsvæksten i de udviklede lande er faldende. Der bliver færre til at arbejde, og jo mindre vi kan producere, desto mindre vækst får vi. Den anden del går på, at ældning af samfundet har nogle konsekvenser, færre sparer op end ned, og det vil også påvirke afkastet på aktiver. Så demografi spiller en vigtig rolle, men hvordan det vil påvirke samfundet er svært at sige præcist, fordi der er så mange andre ting, der også ændres – ikke mindst inden for teknologiens verden.”

MARKEDSTEMA 6: GÆLD

Det er nævnt som hæmmende for efterspørgselen, at forbrugerne stadig forsøger at nedbringe den gæld, som de opbyggede i rigelige mængder frem mod 2008. Dertil kommer landenes statsgæld, der hæmmer finanspolitikken.

”Vi mener ikke, man skal lægge for meget vægt på nedgearing som forklaring. Gælds niveauer afhænger enormt af, hvordan samfundet er skruet sammen. I Danmark har vi f.eks. en høj deltagelse på ejerboliger og et finansieringsystem, som gør, at vi er højt forgældede. Men man skal også se på, hvor stor opsparing et land har. Jo højere opsparing, desto højere gæld kan det bære. Husholdningerne i USA opbyggede en høj gæld i det boomende boligmarked, men de nominelle indkomster er steget mere end i Europa, og dette kombineret med en moderat afbetaling af eksisterende gæld betyder, at gælden ikke er så tung i dag. I Europa er vi ikke kommet lige så langt pga. den noget svagere økonomiske udvikling, her udestår stadig nogle problemer, som vejer tungt på bankerne. Hvad angår de offentlige gældsbyrder, så er vi ikke i nærheden af at komme til at betale dem tilbage. Men budgetunderskuddene er trods alt blevet lavere. F.eks. er det amerikanske budgetunderskud reduceret til omkring fire pct. for 2013. Alligevel bliver det en stor udfordring at betale gælden tilbage, men den tid, den sorg. Det vigtigste er, at man sikrer en vedvarende økonomisk vækst – så kan man senere tage fat på gælden.”

MARKEDSTEMA 7: USA'S OPSVING

Kritiske røster peger på, at selv om USA's opsving siden 2009 ganske vist ikke er i nærheden af en overophedning, så er der visse tegn, som ses forud for en recession. Bl.a. aftagende produktivitetsvækst, historisk høje profitmarginer, stagnerende indtjening i virksomhederne og en vækst i 2013, der var den laveste siden 2009.

”Vi mener grundlæggende, at det er en fejlagtig analyse. Recession udløses primært af to årsager: Ubalancer i økonomien, f.eks. et overophedet boligmarked eller i en enkelt sektor som IT eller telekom som følge af overdreven optimisme. Den anden ting er, at noget skal prikke til dem. Boligmarkederne steg også i 2007, men så kom bankkrisen. Det amerikanske opsving er over fire år gammelt, men der er langt fra tegn på ubalancer. Og her har vi stort fokus på et forhold – nemlig de såkaldte ”cykliske sektorer”.

Disse sektorer omfatter, hvor meget der bliver købt af huse, biler, maskiner, varige forbrugsgoder m.v. Dvs. de ting som forbrugere og virksomheder kan skære ned på relativt hurtigt. Hvis man ser på, hvor meget de cykliske sektorer i dag udgør af BNP, så er de på et meget lavt niveau. Historisk er gennemsnittet på lidt over 28 pct. Det niveau afspejler helt fundamentale forhold som f.eks. befolkningstilvækst og investeringsbehov. Der er over en årrække bygget for få boliger. Og i 2009 kunne virksomhedernes investeringer ikke engang følge med afskrivningerne. Sidstnævnte er ikke set før i efterkrigstiden.

Bunden for de cykliske sektorer blev nået i 2009 med 22,5 pct. – det laveste niveau siden 1947 – og selv i dag er andelen lige under 25 pct., hvilket ikke engang svarer til niveauet i 1991 lige efter recessionen. Det opsving, der kom derefter, var i øvrigt USA's længste. Faktum er, at boligbyggeriet i USA ikke engang er nok til at følge med befolkningstilvæksten. Der ligger over tre pct af BNP og ”venter” på os, hvortil kommer årevis med udskudt forbrug oveni. Opsvinget har indtil nu været svagt, men vi ser slet ikke de ubalancer, som giver recession. Tværtimod mener vi, at dette opsving kan gå hen og blive USAs længste.”

VURDERING AF AKTIEMARKEDERNE

Er det amerikanske aktiemarked fair prissat i dag?

”Vi vurderer, at det er fair. Måske lidt til den dyre side, men det mener vi delvist kan retfærdiggøres med den lempelige pengepolitik og lave renter. Vores holdning er, at langsigtede investorer på basis af den nuværende prisfastsættelse kan forvente et årligt afkast på det amerikanske marked på 6-8 pct. – hvilket svarer til det langsigtede gennemsnit. Europa ser mere attraktiv ud med lidt billigere aktier og moderat højere afkast.”

Men det afspejler måske også en højere risiko?

”Ja. Usikkerhed om fremtiden er større. Vi mener dog, at risikoen ikke er så meget højere end normalt. F.eks. forventer vi, at politikerne vil fortsætte med at drive det europapolitiske samarbejde frem. Ingen talte for tre år siden om bankunion, men det får vi nu. Et eksempel på, at der leveres på den politiske front, og givet forbedringer med budgetter og reformer er der udsigt til vækst over de kommende år. Men der er udfordringer. I maj er der lokalvalg i Grækenland, som kan blive et protestvalg. Og samme måned er der valg til Europa-Parlamentet. Her kan vi måske se en afspejling af den højredrejning i Europa, som hænger sammen med høj ledighed, problemerne med immigration og en stigende modstand mod det europæiske samarbejde, der kræver solidaritet og suverænitetsafgivelse. Men risiko er jo en sjov ting. Havde du spurgt i 2006, om risikoen var høj, så ville de fleste mennesker nok have sagt ”nej”. Ledigheden var lav, boligmarkedet stærkt, væksten høj og aktiemarkeder steg og steg. Men det viste sig jo netop, at risikoen derfor var høj – mange ting kunne ”gå galt”. I dag føler vi, at risikoen er høj, fordi vi har været igennem en lang krise. Men krisen betyder netop, at boligmarkedet er væltet, virksomhederne er forsigtige. De kan altid blive mere forsigtige, men det er svært for boligmarkedet i f.eks. USA at vælte igen.”

Men det kan jo godt ramle nu – hvis vi lige tager sortser brillerne på.

”Ja, men pointen er, at der er langt færre steder det kan ramle nu end for fem år siden. I 2006-07 var der massive investeringer i boliger, fabrikker, maskiner. Når der så kommer chok i et sådant miljø, kan man skære ned. I dag er vi mindre eksponerede over for chok, fordi der ikke er så meget at skære ned på. Skal vi pege på et sted, hvor vi er bekymrede, er det Emerging Markets.”

JAPAN

Japan er verdens tredjestørste økonomi, men investorerne står ikke i kø for at sætte penge i de japanske virksomheder, selv om der er mange i verdensklasse.

”Nej, og det er der flere årsager til. Der er mange specielle forhold i Japan, som har medvirket til at skabe den langvarige lavvækst. Det positive er, at man forsøger at gøre noget drastisk ved den fastlåste situation med ”3-trins raketten” – meget lempelig pengepolitik, store offentlige investeringer og strukturelle reformer. Det halter med det sidste trin. Skulle det lykkes, kan Japan overraske positivt. Men der er mange ting, der skal ændres i japansk økonomi. Og en af de ting, der gør, at vi helst holder os derfra, er den høje volatilitet. Det japanske marked svinger simpelthen mere end de amerikanske og europæiske markeder.”

KINA

Der er mange problemer i den kinesiske økonomi – f.eks. vandforsyning, energiforsyning, forurening, indkomstilighed – men er der ikke en tendens til, at man forsøger at simplificere Kinas problemer til et enkelt – nemlig en løbsk kreditgivning? Og hænger det ikke sammen med, at det faktisk er meget vanskeligt at få gennemskuelige statistikker om, hvad der egentlig foregår?

”Jo, det er meget svært at tale om Kina. Det er svært at gennemskue landet. Det er meget stort geografisk, forskellen mellem rig og fattig enorm, datakvaliteten er meget dårlig. Vores grundlæggende holdning er dog, at vi er bedre stillet i dag end for 5 år siden, og kvaliteten af statistikkerne er bedre. Men vi kan selvfølgelig ikke se alt herfra, og derfor samarbejder vi bl.a. med børsmedglere



i Kina, der indsamler deres egne data. De samler f.eks. fødevarepriser, ser på nybyggerier, vurderer boligprisers udvikling, taler med små og mellemstore virksomheder om ordrer og jobs osv. Men helt gennemslagtigt bliver det aldrig. Vi arbejder med at forudsige fremtiden, og der må vi erkende, at vi er mere usikre på Kina end USA. Der er mange problemstillinger i Kina, men den helt overordnede økonomiske har med 2009 at gøre. Dengang lempede Kina finanspolitikken helt enormt og finansierede det via bankerne. Det var godt for resten af verden, da den globale økonomi var sendt til tælling af finanskrisen. Men det har ført til overdreven kreditgivning og overophedning i ejendomssektoren. Et andet problem er lidt det samme, som vi har haft i Vesten – man har gennem en årrække liberaliseret det finansielle system, og det betyder, at der er mange forskellige "off balance sheet" finansieringsmuligheder, som også har været med til at skabe et kreditboom og en overophedning i dele af ejendomsmarkedet, som nødvendigvis skal standses. Det er en vanskelig og svært gennemskuelig proces, der ikke er overstået endnu."

EMERGING MARKETS

Goldman Sachs har analyseret, hvorfor nogle lande har mere succes end andre. Og hovedkonklusionen er, at udover beliggenhed, ressourcer og demografi, så er den vigtigste faktor institutionernes kvalitet. Og hvis udgangspunktet er lav kvalitet, som det netop er i udviklingsøkonomierne, så tager det mange år at hæve niveauet.

"Institutioners kvalitet er et godt eksempel på, at du kan diskutere prisfastsættelsen i EM. Nogle vil sige, at landene har bedre demografi, større potentiale, højere vækst osv. Det taler for en høj prisfastsættelse. Men hvis en virksomhed kan levere 15 pct. indtjeningsvækst i EM mod en vestlig virksomheds 10 pct., så skal man huske, at risikoen er højere. Du ved ikke, om du kan stole på ledelsen, banksystemet, politikerne osv. Tyrkiet er et godt eksempel på det. Det der startede som protester mod etablering af et stort indkøbscenter i en park udviklede sig til store protester og demonstrationer rundt om mod den siddende regering og Erdogan samt krav om forsvar for ytringsfrihed og forsamlingsfrihed m.v. De færreste havde set det komme. Det er et godt eksempel på, at hvis man vil investere i mindre udviklede lande, skal man gøre sit benarbejde godt og vide, hvad der foregår.

Vi er lidt påpasselige med EM lige nu. Vi er bekymrede for den fremadrettede vækst, mange lande har haft for høj udlånsvækst i lang tid, og ubalancerne er steget. Nogle siger, at EM er billige relativt til udviklede markeder. Det er delvist rigtigt, men vær også opmærksom på, at du køber sektorer, der prises billigere end andre steder. Mange EM-lande har typisk en sektorsammensætning, der er mere eksponeret mod råvarer, og de prissættes lavere end f.eks. teknologi i USA, så sammensætningen af EM-markeder er strukturelt billigere end udviklede markeder. Det er en vigtig detalje."



INTERVIEW MED INVESTERINGSDIREKTØR
ERIK CARSTENSEN

HUSK AT JUSTERE PORTEFØLJEN

Erik Carstensen, investeringsdirektør i Danske Bank, forventer ikke, at 2014 bliver et lige så godt aktieår som 2013, men forsvarer en fortsat neutral til svag overvægt i aktier i forhold til obligationer.

AKTIER

”Vi er **positive på både USA og Europa**. Væksten i USA er noget højere end i Europa, og forbrugerne er ikke lige så gældstyngede som de europæiske, som også slås med højere ledighed. Til gengæld er de europæiske aktier naturligt nok billigere prissat. Men både i USA og Europa tror vi på positive aktiemarkeder i år, og Europa vil vise samme tendens, som USA gjorde sidste år med et mere bredt funderet opsving i sektorerne. Vi vil ikke se lige så høje afkast som sidste år, og i den forbindelse er det vigtigt at pege på en **klassisk problemstilling**. Efter et stærkt aktieår som 2013 undlader private investorer typisk at rebalancere porteføljen, og det betyder, at deres aktier fylder for meget i forhold til andre aktiver i porteføljen og i forhold til deres grundlæggende risikoprofil. De bør justere deres aktiebeholdning, så en korrektion i markedet ikke betyder, at de mister en stor del af deres gevinster. De skal simpelthen se deres aktier igennem og spørge sig selv, om de ville købe hver enkelt på det nuværende kursniveau,” siger Erik Carstensen og fortsætter:

”Hvad angår **Emerging Markets (EM)** tror jeg, man skal holde lav profil. Mange EM-lande har store ubalancer, både interne og eksterne, og har mange forskellige økonomiske og samfundsmæssige udfordringer,

så jeg tror EM får nogle hårde tider på kort til mellem-langt sigt med afkast, der i bedste fald matcher udviklede markeder.”

OBLIGATIONER

Erik Carstensen får tit spørgsmålet om, hvad man skal med obligationer, når afkastet er så lavt, og sandsynligheden taler for, at vi nu står over for stigende renter i de kommende år.

”Hvis man køber obligationer med kort varighed, kan det godt være, at en halv pct. i afkast lyder uambitiøst og ikke værd at gå efter, men man skal huske på, at man var glad for at have obligationer i porteføljen i 2008. **Obligationer medvirker til at give en mere stabil og robust portefølje**, selv om renterne i sig selv ikke virker interessante.”

Mange investorer supplerer deres investeringer i stats- og realkreditobligationer med obligationer udstedt af virksomheder. Men det er ikke længere så god en forretning, som det har været.

”Aktier er muligvis prissat, som de bør være, men de er stadig de mest interessante værdipapirer relativt set. **High Yield (HY) kreditobligationer** – de dårligst ratede og mest risikable – er imidlertid det næstbedste. En bred portefølje af disse i en investeringsforening giver måske seks pct., defaults (manglende betalinger på obligationen) er meget lave og en forværring vil kræve en recession, men virksomhedernes balancer er sunde, og vi forventer et stærkere opsving generelt. Men det skal også siges, at vi er ved at være i den sidste



Placement is everything.



ERIK CARSTENSEN, INVESTERINGSDIRECTØR I DANSKE BANK, FORVENTER IKKE, AT 2014 BLIVER ET LIGE SÅ GODT AKTIEÅR SOM 2013, MEN FORSVARER EN FORTSAT NEUTRAL TIL SVAG OVERVÆGT I AKTIER I FORHOLD TIL OBLIGATIONER.

fase for HY obligationer. Hvad angår **Investment Grade (IG) obligationer**, de bedst ratede, så har du her nået et rentespænd i forhold til 10-årige statsobligationer, der må karakteriseres som værende lavt, så de er heller ikke så interessante, som de har været. De har dog stadig en berettigelse i porteføljen på selektiv basis eller via en investeringsforening, da de giver en højere rente end f.eks. realkreditobligationer med samme varighed.”

Statsobligationer i EM er også en mulighed, men ikke så meget på kort sigt, mener Erik Carstensen.

”En række valutaer kan svækkes yderligere, og der kan ske et vist salg af obligationerne i takt med Federal Reserves opbremsning af QE. På længere sigt er det imidlertid stadig en interessant aktivklasse – de seneste fire år har afkastet via en investeringsforening været 6,5 pct. i gennemsnit.”

ALTERNATIVER

Selv om udgangspunktet er, at vi går et stærkere globalt opsving i møde, så er der altid underliggende risici, som kan forstyrre billedet og give et andet udfald på de finansielle markeder, end man havde regnet med. Derfor bør man ikke blot supplere aktierne med obligationer men også andre alternativer i det omfang, det er muligt. ”Vi taler her bl.a. om den **private equity fond, Partners Group**, som kunderne i Danske Bank har adgang til. Men også vores **hedgefonde i Danske Invest** både i aktier og obligationer, som er lavt korrelerede og i perioder ukorrelerede med markedet, er vigtige. Dog kun for en mindre del, da man skal huske, at der er tale om gearede produkter og højere risiko. Blandt alternativer finder vi også **strukturerede produkter**, som giver mulighed for at lave produkter, der f.eks. ligner en call-option,

og dermed giver dig mulighed for at tage en risiko, du ikke ville tage, hvis du skulle investere direkte i det underliggende aktiv. Men der er mange andre muligheder med strukturerede produkter, og det er et område, vi vil udvide i de kommende år.”



DANMARK OG
FINLAND
SKILLER
SIG POSITIVT
UD



Med undtagelse af de store udviklingsøkonomier, så var de fleste aktiemarkeder i 2013, herunder også de nordiske, præget af markante kursstigninger.

MSCI Nordic steg med 17 pct., hvortil kommer dividender. Det svage punkt var de cykliske sektorer såsom den tunge industri. Ifølge konsensus fra Thompson Reuters så ventes det, at 2014 vil udvise en indtjeningsvækst på 17 pct., hvilket ifølge aktiestrateg Morten Kongshaug ikke er urealistisk under antagelse af, at bankens forventninger om et fortsat europæisk og globalt opsving holder stik.

Valueringen af markederne peger imidlertid på, at disse forventninger allerede er indregnet i kurserne. Nordiske aktier handles til en præmie på 7-8 pct. i forhold til de historiske gennemsnit, både når man ser på P/E og Kurs/Indre værdi. Der er desuden indregnet en årlig vækst i indtjeningen pr. aktie (EPS) på knap 10 pct. årligt over de næste fem år, og det betyder, at EPS-væksten nødvendigvis skal overraske, hvis aktiemarkedet skal fortsætte opturen. Det tvivler Morten Kongshaug på vil ske over en bred kam, og han påpeger derfor, at stockpicking bliver afgørende i 2014. Der er imidlertid forskel på de forskellige nordiske markeder.

DANMARK

I modsætning til de fleste andre markeder, så var det danske marked kendetegnet ved usædvanlig stærk selskabsindtjening i 2013. Det betyder, at de danske aktier ved indgangen til 2014 kunne udvise samme valuering på 12 mdr. forward P/E og Kurs/Indre værdi som ved indgangen til 2013. Og det betyder, at investorerne kan købe de danske aktier til den billigste kurs i forhold til MSCI Europe siden 2009. Baggrunden for den danske succes er en kombination af den relativt store vægt af defensive aktier kombineret med en del succesfulde turnaround historier. Det danske aktiemarked er blandt de markeder, som i de fem år siden den globale økonomiske krise har klaret sig allerbedst på selskabsindtjening, og det er et kvalitetsstempel, der vil blive efterspurgt i 2014, vurderer Kongshaug.

NORGE

Trods et afkast på 15 pct. klarede det norske marked sig dårligere end de fleste andre i Europa i 2013. Morten Kongshaug forventer en relativt bedre præstation i år. I forhold til MSCI Europe så tilbyder det norske marked således den billigste valuering udtrykt ved P/E og Kurs/Indre værdi siden 2008, og han forventer, at den svage norske krone vil sikre en

stærkere international konkurrenceevne i år sammen med en solid indenlandsk efterspørgsel (herunder olieinvesteringer) vil trække investorer til det norske marked. Olie- og gasservice fylder en del i det norske marked, og Kongshaug vurderer, at de vil kunne nyde godt af stigende fokus på udvinding af shale gas flere steder, herunder UK. Olieprisen må dog ikke falde for meget, hvis det skal blive et rigtig godt år.

SVERIGE

Det svenske marked var det svageste af de fire nordiske markeder i 2013. Dette hænger sammen med, at industri vejer tungt i det svenske indeks, idet denne sektor har klaret sig dårligt med skuffende indtjening. Det svenske marked steg dog 15 pct., men det var udtryk for en multipel ekspansion (dvs. bl.a. højere P/E) til niveauer, som er over det historiske gennemsnit. Det betyder, at de svenske aktier er relativt dyre og handles med en præmie i forhold til bl.a. europæiske aktier. Sverige er som Tyskland – høj kvalitet i industrien, men valueringen er mere presset. Morten Kongshaug ser ikke det store potentiale i det svenske marked i 2014 og tvivler på positive overraskelser i indtjeningen, da forventningerne allerede er høje. Ikke desto mindre er der visse sektorer, der har potentiale og indtjeningsmuligheder, bl.a. bankerne. Og i den cykliske sektor er der selskaber med stort strukturelt potentiale. Der vil med andre ord være muligheder for stockpicking i det svenske marked, hvor der trods alt ventes EPS-vækst i ni ud af 10 sektorer.

FINLAND

Takket være et stærkt andet halvår, hvor markedet skiftede fra lav risiko til en mere cyklisk eksponering, oplevede finske selskaber en meget stærk indtjening, og markedet steg med 20 pct. Selv om EPS-væksten i år ventes på 24 pct., så er forward P/E på 15 alligevel lavere end de 18,7 i starten af 2013. Morten Kongshaug tror mest på de cykliske aktier også i 2014, fordi de er så eksponerede på især eurozonen.

RELEVANTE NORDISKE AKTIER

Danmark: *Tryg, Carlsberg, Mærsk, Novo Nordisk*

Sverige: *Sandvik, Securitas*

Finland: *Pohjola*

Norge: *Opera Software*



UK
ER
STADIG
EN STORMAGT

FAKTA

Storbritannien består af England, Skotland og Wales.
UK består af Storbritannien plus Nordirland.

BRITERNE HAR GIVET OS MEGET GENNEM TIDERNE. DET GØR DE STADIG.

DET BRITISKE IMPERIUM, DER SÅ SENT SOM I 1922 OMFATTEDE NÆSTEN EN FJERDEDEL AF KLODEN OG EN FEMTEDEL AF MENNESKEHEDEN, ER SKRUMPET GEVALDIGT IND, MEN BRITERNE ER STADIG EN STORMAGT PÅ MANGE FRONTER.

I det 15. og 16. århundrede var det Portugal og Spanien, der primært stod i spidsen for europæernes udforskning af kloden og i den forbindelse etablerede store imperier på den anden side af Atlanten. I misundelse over den store velstand, som disse nye erobringer genererede, begyndte England, Frankrig og Holland at gøre det samme og etablerede deres egne kolonier og handelsnetværk i Amerika og Asien. En serie af krige i det 17. og 18. århundrede med Holland og Frankrig efterlod England (som blev til Storbritannien efter unionen med Skotland i 1707) som den dominerende kolonistormagt i Nordamerika og Indien.

Den amerikanske uafhængighedskrig førte til, at Storbritannien i 1783 mistede nogle af sine ældste og mest befolkede kolonier. Derefter rettede briterne opmærksomheden mod Asien, Afrika og Stillehavet. Da Napoleon var blevet besejret i 1815, havde briterne faktisk ikke en seriøs international konkurrent udover Rusland i Centralasien, og der fulgte et århundrede, hvor det britiske imperiums dominans nærmest ikke var udfordret, og de territoria-

le udvidelser fortsatte. Tiden frem mod 1914 betegnes af nogle historikere som Storbritanniens "imperial century". Det britiske imperium blev således udvidet med 26 mio. kvadratkilometer i denne periode og yderligere 400 mio. mennesker blev underlagt den britiske krone. Det 19. århundrede var også starten på industrialiseringen, og Storbritannien blev verdens første industrination, understøttet af dampmaskinen, telegraphen og andre nye teknologier opfundet i anden halvdel af århundredet, som gav bedre muligheder for at styre og forsvare imperiet. I 1902 var det britiske imperium forbundet

med et netværk af telegrafkabler, den såkaldte "All Red Line".

På dette tidspunkt var imidlertid også industrialiseringen ved at være godt i gang i USA og andre dele af Europa, især Tyskland. Og udbruddet af den første verdenskrig blev startskuddet til en forskydning af magtbalancen. USA kom ud på den anden side af krigen med kurs mod at blive den nye stormagt. Ganske vist omfat-

tede briternes imperium så sent som i 1922 en femtedel af Jordens befolkning og knap en fjerdedel af landmasserne, men nedturen var i gang med stadigt større pres for selvstændighed rundt omkring, som briterne ikke længere havde styrken til at modstå. Og i årene lige efter 2. verdenskrig var billedet klart. USA sad i førersædet med ikke mindre end halvdelen af verdens BNP.





BRITERNE GÅR SOLO

Briterne kan mange ting. Men madlavning har aldrig sikret dem en plads i historiebøgerne. Som Voltaire angiveligt har sagt:

England has 42 religions and only two sauces.

Også i nyere tid har briterne måttet høre for deres mangelfulde kogekunst. Således sagde den franske præsident Jacques Chirac i juli 2005 til Vladimir Putin og Gerhard Schröder:

"You can't trust people who have such lousy cooking. The only thing they have done for European agriculture is 'mad cow'."

Den slags fornærmelser har briterne vænnet sig til og tager med en *stiff upper lip*. Men i forbindelse med det britiske parlaments nej i september 2013 til deltagelse i den syriske borgerkrig kom der en fornærmelse fra Dmitry Puskin, Putins officielle talsmand, som gik rent ind hos David Cameron & Co.

"Britain is just a small island, no one pays any attention to them," sagde Puskin, som mente, at UK nu var diplomatisk irrelevant.

Cameron imødegik det straks og understregede, at UK stadig er en vigtig spiller i globale affærer, f.eks. i G20 vedrørende handel og skat, og at nationen i øvrigt – selv om den kun er en ud af 20 – sætter den humanitære agenda i relation til Syrien.

Men den russiske kommentar rørte trods sin primitive udformning alligevel ved noget centralt – at briterne engang kunne gå enegang med succes men måske ikke mere.

SPLENDID ISOLATION

I det britiske imperiums storhedstid i det 19. århundrede talte man om, at briterne levede i "splendid isolation". Mens resten af Europa i anden halvdel af det 19. århundrede var viklet ind i et komplekst net af alliancer og traktater, holdt briterne sig udenfor og koncentrerede sig om at fokusere på deres oversøiske kolonier.

Men en del ledende britiske politikere var bekymrede, da Tripelalliancen mellem Tyskland, Østrig-Ungarn og

Italien blev indgået i 1882, og flere begyndte åbent at stille spørgsmålstejn ved det smarte i at holde sig ude af formelle alliancer. Det indså andre efterhånden også, og i 1907 blev Tripelententen bestående af Rusland, Frankrig og Storbritannien indgået.

Betegnelsen "splendid isolation" dukkede op igen i 2011, da David Cameron afsløjede at medvirke til ændringer af Lissabon-traktaten for at løse gældskrisen. Briterne har løbende brokket sig og krævet særbehandling siden deres indtræden i EU (EF) i 1973, men det var første gang, at kongeriget brugte sin veto-ret.

Siden har briterne yderligere markeret deres vilje til at gå solo, da parlamentet med 304 ud af 350 stemmer for og ingen imod i 2013 vedtog, at der senest i 2017 skal afholdes en folkeafstemning om UK's fortsatte medlemskab af EU. I forvejen er der risiko for, at UK i sig selv bliver mindre, idet Skotland skal afholde folkeafstemning om selvstændighed i september 2014. Meningsmålinger tyder dog foreløbig på, at halvdelen af skotterne ønsker at forblive i UK, mens en tredjedel af de fem millioner indbyggere ønsker, at nationen står på egne ben.

Hvad angår briternes holdning til EU, så er den ikke overvejende positiv længere, som den var før finanskrisen. Hvor 51 pct. af briterne i 2007 mente, at de skulle blive i EU, mener 55 pct. i dag, at de skal træde ud, og kun en fjerdedel mener, at de skal blive, viste en Gallup måling i juni 2013.

SHOULD I STAY OR SHOULD I GO

Men briterne står ikke alene med EU-skepsis, viser målingen. Borgerne i andre europæiske lande er også begyndt at tvivle på det europæiske projekt. Det er dog tvivlsomt, at andre end briterne får chancen for at vise deres utilfredshed med EU ved en folkeafstemning. Dertil er der for stor opbakning til EU blandt landenes politikere, der ikke har samme tiltro til egne nationale evner som briterne. Det store spørgsmål er så, hvordan briterne vil kunne klare sig udenfor.

Det korte svar på det er formentlig, at de økonomisk vil kunne klare sig fint, som Norge og Schweiz, der begge står udenfor. Begge lande har adgang til det indre marked, men er ikke bundet af EU's love om landbrug, fiskeri, retsvæsen og andre hjemlige forhold. UK vil

ENGLAND HAS 42 RELIGIONS AND ONLY TWO SAUCES.

VOLTAIRE

desuden kunne lave bilaterale handelsaftaler på egen hånd rundt om i verden.

Briternes ord vil stadig have en vis tyngde i international sammenhæng. UK er en tæt allieret med USA (som også er den største handelspartner), har en nøgleposition i Nato og en permanent plads i FN's Sikkerhedsråd. Men uden indflydelse i Bruxelles, Paris og Berlin er der en risiko for, at UK i stigende grad vil blive ignoreret af Det Hvide Hus (og det kinesiske styre) og sat på sidelinjen i vigtige transnationale spørgsmål som miljø, handel og sikkerhed.

Tyskland, Frankrig og andre førende EU-nationer vil næppe heller lade briterne få frit valg på alle hylder i relation til EU-blokkens regler. Norge og Schweiz må bøje sig for mange EU-regler men – og det er sagens kerne – de har ikke haft og får ikke nogen indflydelse på reglernes tilblivelse. Det er David Cameron udmærket klar over, og det er heller ikke ham, der er fortalere for at forlade EU, selv om han raslede med sablen ved at bruge veto-retten i 2011:

"Hvis det ikke var for os til at hjælpe med at skrive reglerne, så ville de blive skrevet uden os – den største tilhænger af åbne markeder og fri handel – og vi ville ikke kunne lide resultatet," sagde den britiske premierminister i en tale i 2012.

Men at dømmes efter den omtalte meningsmåling, så er et flertal af briterne ret ligeglade med, at han sagde det. Briterne er vant til at gå enegang, og den historiske vished herom præger deres holdninger og høje grad af nationalfølelse.

Og måske er en britisk exit fra EU i virkeligheden ikke så meget en enegang, som det er en flugt fra en synkende skude. Eurokrisen er – om end den tilsyneladende midlertidigt er holdt i ave af gældshjælp og ECB's løfte om at gribe ind med støtteopkøb af statsobligationer og andet, hvis et land kommer under hårdt pres igen – langt fra overstået endnu, og der er brug for nye gælds-saneringer på et tidspunkt. Og i sidste ende er landenes

økonomiske strukturer og kulturer fortsat så forskellige, at det på langt sigt er nødvendigt med en politisk union, hvis euroen skal overleve. Det er tvivlsomt, om borgerne på det europæiske kontinent er villige til at betale den pris. Og skulle det ende med en opløsning af euroen, så vil det ændre samspillet i Europa, og en genforhandling om europæisk samarbejde fra et nyt udgangspunkt kan blive en realitet, hvilket UK meget vel kan tænkes at deltage i.

Måske er det i virkeligheden slet ikke briterne, der er på galt spor, når de vægrer sig mod at fortsætte den nuværende kurs i EU. To britiske premierministre har tidligere markeret stoltheden og selvsikkerheden ved at stå alene, mens resten af Europa var på gale veje.

William Pitt the Younger, der var premierminister, da Napoleon forenede Europa med spidsen af sit sværd, udtalte, at "England har reddet sig selv ved hendes anstrengelser og vil, er jeg sikker på, redde Europa med hendes eksempel."

Da Frankrig i juni 1940 var faldet, stod briterne alene, og Churchill afsluttede en historisk tale med disse ord: *Hitler knows that he will have to break us in this Island or lose the war. If we can stand up to him, all Europe may be free and the life of the world may move forward into broad, sunlit uplands. But if we fail, then the whole world, including the United States, including all that we have known and cared for, will sink into the abyss of a new Dark Age made more sinister, and perhaps more protracted, by the lights of perverted science. Let us therefore brace ourselves to our duties, and so bear ourselves that, if the British Empire and its Commonwealth last for a thousand years, men will still say, "This was their finest hour."*



BRITERNE ER VERDENS BEDSTE - TIL HVAD?

Europas højeste trafiksikkerhed, verdens angiveligt bedste sundhedssystem (ifølge Commonwealth Fund Survey), de bedste naturprogrammer (David Attenborough), verdens mest pålidelige taxachauffører, et væld af verdens mest populære bands og solister og ifølge en videnskabelig undersøgelse også verdens stærkeste fornemmelse for fair play og ærlighed.

Briterne er også kendt for at have verdens bedste soldater – SAS, SBS. Ikke overraskende. Historikeren Stuart Laycock fortæller i sin bog, *All the Countries We've Ever Invaded: And the Few We Never Got Round To*, at briterne har invaderet eller angrebet alle FN's over 200 medlemslande på nær 22, når man tæller det hele med, inklusiv pirater, privateers eller bevæbnede opdagelsesrejsende, der agerede med regeringens godkendelse. Og så er briterne kendt for tolerance og høflighed – men i høj grad også for deres humor, selvironi og verdens bedste komikere. Som for øvrigt typisk er uddannet fra de bedste britiske universiteter, som er blandt verdens allerbedste.

Det giver sig bl.a. udslag, at UK inden for forskning i mange år har rangeret blandt verdens førende nationer. I en ny rapport, *Performance of the UK research base: international comparison – 2013*, sammenlignes UK med 10 andre lande – Kina, Frankrig, Tyskland, USA, Indien, Japan, Canada, Rusland, Italien og Brasilien. Og det konkluderes at landet "punches above its weight as a research nation and reflects the underlying well-roundedness and high impact of UK research across most disciplines."

Briterne udgør kun 0,9 pct. af verdens befolkning, men tegner sig for 3,2 pct. af forskningsudgifterne, 4,1 pct. af forskerne, 9,5 pct. af downloadede artikler og ikke mindre end 15,9 pct. af verdens mest citerede artikler – og landet fortrænger USA på førstepladsen med den bedste forskningskvalitet. UK tegner sig kun for 2,4 pct. af verdens patenter, men andelen af citeret britisk forskning i patenterne er 10,9 pct. - kun overgået af Tyskland. ■



RELEVANTE BRITISKE AKTIER

ONLINE HANDEL MED DAGLIGVARER, INKL. FØDEVARER

Booker Group, Ocado Group

TEKNOLOGI

Booker Group, Rightmove,
Monitise

DEFENSIVE AKTIER

Shire, BT Group

FØLSOMME OVER FOR UK OPSVING

FORBRUGSAKTIER

Sports Direct International

BOLIG OG BYGGERI

Persimmon, Taylor Wimpey,
Rightmove, Topps Tiles

REKRUTTERING

Hays

FINANS

Prudential



Newsweek

TWIGGY

WHY TWIGGY

SUCCESSION

THE INTERNATIONAL NEWS

EN AF VERDENS MEST GLOBALISEREDE ØKONOMIER

Tyskland var tynget af stor gæld efter krigen og havde vanskelig adgang til kapital fra kritiske kreditorer, men i 1953 blev halvdelen af gælden eftergivet – hvilket nogle hævder grundlagde fundamentet for det tyske økonomiske ”mirakel”. En tilsvarende eftergivelse oplevede briterne ikke – de var også tynget af en stor offentlig gæld ved krigens slutning, som beløb sig til 225 pct. af BNP – men de måtte tage den hårde vej og betale gælden tilbage og frem til 1970 lykkedes det at bringe gælden ned til 67 pct. af BNP.

Gældsbetalingerne gjorde ikke genopbygningen lettere. Briterne havde efter krigen bl.a. også en hårdt svækket fremstillingssektor, og det tog næsten 40 år for den britiske økonomi at forbedre sin økonomiske konkurrenceevne betydeligt. Medvirkende til forbedringen var bl.a. UK's indtræden i EF i 1973, som forstærkede nationens skifte i handelsmønsteret til at være mere rettet mod de andre europæiske lande og i mindre grad de tidligere kolonier.

Med Thatcher i spidsen (og Reagan i USA) startede en liberaliseringsbølge i den vestlige verden i 80'erne, og industripolitikken skiftede til at fokusere på at forbedre miljøet for alle virksomheder. Frem for 60'ernes fejlslagne forsøg i en række europæiske lande på at skabe nationale champions i udvalgte sektorer via offentlig støtte blev der nu lagt mere vægt på konkurrence.

VERDENS SJETTESTØRSTE ØKONOMI

De 63,7 mio. briter i UK står i dag for verdens sjette største økonomi målt på nominel BNP. I 2012 var kongeriget den 11-største eksportør i verden og den sjette største importør. Den britiske økonomi betegnes som en af verdens mest globaliserede og er nummer tre på verdensranglisten over nationer, når det handler om at tiltrække sig direkte udenlandske investeringer - ifølge Ernst & Young tiltrækker briterne sig 2,5 gange så store udenlandske investeringer som Frankrig og Tyskland tilsammen.

Udlandets interesse for UK har haft virkninger, som

langt fra alle briter er tilfredse med. Masser af ærke-britiske kronjuveler som Boots, Selfridges, Harrods, Savoy, Fortnum & Mason, Dorchester, Jaguar Rover, MG Rover, P&O Ports, Corus (tidl. British Steel), British Energy, Thames Water, Cadbury og mange flere er overtaget af udenlandske virksomheder. Globalisering, liberalisering og billig kapital, som har gjort det let og billigt for udenlandske selskaber at overtage britiske virksomheder gennem de seneste 30 år – mens andre lande gør det meget vanskeligere for udenlandske virksomheder at gøre det samme i deres eget land. Udenlandske selskaber sidder i dag på 39 pct. af de britiske patenter, langt over de tilsvarende andele i USA (11,8), Japan (3,7) og EU som helhed (13,7).

Financial Times beskriver trenden som en transition fra big business til niche produktion, men der er delte meninger om, hvorvidt det er en dårlig ting, idet beskæftigelsen tilsyneladende ikke lider skade. En undersøgelse af Economic and Social Research Council i 2011, som så på 300 M&A handler i UK 2005-2010, konkluderede, at beskæftigelse og output i fremstillingssektoren ville have været lavere uden de udenlandske selskabers indblanding.

SERVICESEKTOREN FYLDER MEST

Det er servicesektoren, der dominerer den britiske økonomi i dag, ligesom det også er tilfældet i andre udviklede lande. Men servicesektoren fylder særlig meget i den britiske og bidrager med 78 pct. af BNP. Finansielle services er særlig vigtige, da London er verdens største finanscenter på linje med New York.

Den britiske luftfartsindustri er verdens næststørste. Også pharma spiller en betydelig rolle i økonomien og UK tegner sig for verdens tredjehøjeste andel af medicinalbranchens forskning og udvikling. Kun USA har udviklet flere af verdens førende medicinalprodukter end UK. Bilsektoren er også relativt stor, ligesom også olie- og gasproduktionen i Nordsøen spiller en vigtig rolle.

En vigtig faktor at være opmærksom på i UK er også, at briterne er de mest aktive handlende på nettet. Seks ud af 10 voksne køber varer på nettet, dobbelt så mange som de fleste andre steder i den udviklede verden, siger tænketanken OECD. Det har bl.a. resulteret i virksomheden ASOS, den største britiske online beklædningsbutik, som handler med over 60.000 mærkevarer og sender varerne uden fragtomkostninger (og gratis returret) til over 190 lande.



A
TWO CITIE
FILM

**LAURENCE
OLIVIER**

KAY

SILICON VALLEY I UK

Briterne formår ikke at kommercialisere den konkurrencemæssige fordel af videnskabelig ekspertise og en række af verdens bedste universiteter i tilstrækkelig grad, og det er der begyndt at komme stigende fokus på – bl.a. opfordrer den britiske regering ihærdigt virksomhederne til at investere i innovation, som skal drive eksport i den høje ende af værdikæden. Men der er et stykke vej. En PwC-analyse af virksomheder i 25 lande viser således, at britiske virksomheder lægger mindre vægt på innovation og akademisk samarbejde end deres konkurrenter. Og i 2013 fastslog the Science and Technology Committee, at regeringen svigter de teknologiske entreprenører og ikke har en sammenhængende strategi til at støtte kommercialiseringen af teknologisk innovation. Blandt andet har britiske entreprenører vanskelig adgang til finansiel støtte og tvinges ofte til at sælge ud til private equity investorer eller større udenlandske virksomheder for at få føre deres idéer ud i livet.

Regeringen har dog allerede introduceret flere programmer, der sigter mod at hjælpe nystartede virksomheder med adgang til finans og talent på et tidligt stadie. Og dette kombineret med et højt niveau i mange nystartede virksomheder er forklaringen på, at Silicon Valley i USA, der har opkøbt teknologiske iværksættere over hele verden gennem de seneste 15 år, i høj grad også er begyndt at gøre det samme i UK gennem de senere år.

SILICON ROUNABOUT

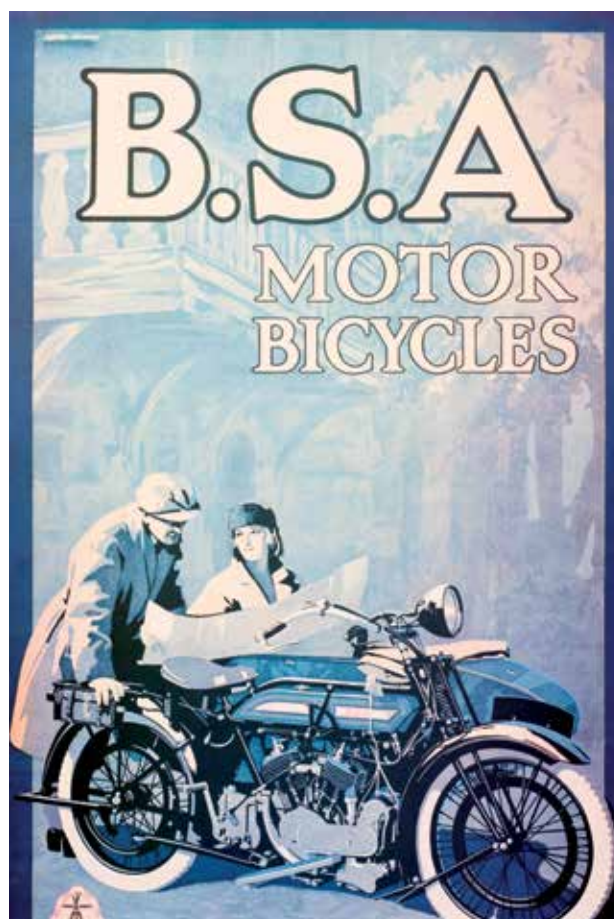
Men briterne selv ville naturligvis gerne se giganter som Google, Amazon og Apple blive fostret i UK. Det er der imidlertid ikke meget, der tyder på er realistisk, som det er i dag. Iværksætterne har i erkendelse af de vanskelige forhold som regel heller ikke så høje mål – deres ambitioner er typisk at gøre sig så interessante og unikke med deres forretningskoncepter, at de bliver købt op af netop de toneangivende teknologiske kæmper.

Det ændrer imidlertid ikke ved, at der visse steder i UK er så stor en viden og teknologisk ekspertise, der springer op i form af nye forretningsidéer, at nogle er begyndt at tale om et britisk svar på Silicon Valley. Sagen er nemlig, at selv om briterne ikke har kæmpestore brands inden for computerverdenen m.v., så har de en blomstrende teknologisk industri, der er spredt over mange forskellige mindre selskaber.

Området omkring Old Street Roundabout i London er således kaldt Silicon Roundabout – og alene i marts 2012-marts 2013 blev der her oprettet 15.720 nye selskaber. Men der er adskillige andre “technological hubs” i UK, bl.a. i Cambridge, Bristol og Manchester. Her finder man selskaber som ARM, hvis processor sidder i hjertet af Apples produkter, og Cambridge Consultants, der har udviklet den næste version af wifi med brug af rumteknologi. XMoss multichip arkitektur er udviklet af briterne, og det samme gælder den Pikochip, der giver trådløs adgang i mobile enheder, samt virtuel lagring og ethernet. Og en hel masse andet.

Det ved de store multinationale selskaber, som holder nøje øje med, om der er noget at opkøbe. Bristols ICE-RA blev f.eks. solgt i 2011 for 367 mio. USD til Nvidia. I Manchester købte IBM Transitive i 2008, og Fujitsu tog sig af ICL.

Briterne kan noget med videnskab, kreativitet og teknologi. Mange teknologiske og videnskabelige eksperter vurderer, at briterne er ved at genopdage det drive og den kreativitet, som sparkede verdens første industrielle revolution i gang for to hundrede år siden. Hvis de får ret, så gælder det om at være med. —



VERDEN GÅR ONLINE. I 3D.

ONLINE HANDEL OG 3D PRINTING ER TO POTENTIELLE
"GAME CHANGERS", DER VIL TAGE TIL I STYRKE I 2014.

Traditionen tro har tidsskrifter, aviser og TV omkring årsskiftet bragt masser af bud på, hvilke begivenheder, opfindelser og trends, der vil præge 2014. Sådan har det altid været, men sammenligner man med lignende spådomme for 20-30 år siden, så har indholdet ændret sig dramatisk. Teknologiske forudsigelser er i dag det altoverskyggende tema – en afspejling af, at den teknologiske og videnskabelige udvikling går hurtigere end nogensinde og stadig accelererer.

Det gør det stadigt vanskeligere at følge med – også selv om man har indsigt i mange teknologiske forhold. Det interessante er nemlig ikke, hvad de enkelte teknologiske innovationer i sig selv kan – men hvordan de ændrer samfundet. Indimellem er der som bekendt nogle opfindelser, der kan skabe helt nye behov hos forbrugerne eller hos virksomheder - opfindelser, der kan ændre konkurrencen i en sektor radikalt og i nogle tilfælde have effekter, der påvirker hele samfundet.

Hjulet, trykpressen, bilen, flyvemaskinen, penicillin og elektricitet er nogle af de opfindelser/opdagelser, som har ændret verden dramatisk. Nostalgikere vil hævde, at opfindelser med så voldsom gennemslagskraft hører fortiden til, og det er der måske noget om. Men sandheden er måske snarere, at vi gør så mange små fremskridt på så mange områder, som forbedrer vores levevilkår og muligheder hele tiden i en løbende proces, at vi ikke lægger så meget mærke til det.

Der kan dog trækkes en enkelt revolutionerende udvikling frem, som har sat et meget stort præg på verden gennem de seneste 30-40 år: Computerteknologi. Med den utrolige udvikling og udbredelse af computere og siden internettet har vi fået fantastiske muligheder for at digitalisere alting og kommunikere i en grad,

som ingen havde forestillet sig, da Henry Ford sendte masseproducerede biler på gaden for 100 år siden. Og den revolution – den digitale – er først lige begyndt.

Det er efterhånden snart 23 år siden Tim Berners-Lee's tanker om et World Wide Web blev til brugbar virkelighed for offentligheden, og internettet har forandret samfundet på mange måder. Men det er først i disse år, at folk for alvor er begyndt at handle på nettet som alternativ til de traditionelle besøg i detailbutikkerne. Det går til gengæld hurtigt.

MÆLKEMANDEN VENDER TILBAGE

"At spotte trends med produkter eller ydelser, som vi ikke vidste, vi havde brug for, er altid interessant. Men ud fra et investeringsmæssigt perspektiv er det mindst lige så vigtigt at kunne spotte, hvilke af de spirende trends, der går fra at være en interessant tendens til at være en markant udvikling med stor kommerciel gennemslagskraft. Og det er sådan, vi vurderer online handel nu. Online handel vil stige markant i de nærmeste år, og hvor det nok stadig primært vil være IT, hårde hvidevarer og tøj, vi køber på nettet, så vil vi se et stigende antal, der køber endnu flere fødevarer og dagligvarer på nettet og får dem bragt til døren," siger senioranalytiker Lars Skovgaard Andersen, Danske Capital.

Han påpeger, at som altid kræver en ændring af forbrugernes adfærd, at de kan se fordelene overstige ulemperne – og i dette tilfælde vil de hæfte sig ved, at der er sikkerhed i produkter og leverancer.

"Som vi har set det med online handel af varer som bøger, computere og tøj er det svært at sætte fingeren på, hvad der er den afgørende trigger men i takt med,



MÆLKEMANDEN VENDER TILBAGE

at vi nu i flere år har handlet på nettet og oplevet, at der er sikkerhed i det, så bliver springet til også at købe dagligvarer i cyberspace mindre. Vi forventer at se mere online handel i de kommende år, og dagligvarer er der, hvor trenden virkelig tager til. Et af de lande som på mange måde er "front runner" i online handel er UK. Ingen andre steder i verden udgør online handel så stor en del af den samlede detailhandel. Det er også her, vi ser de stærkeste trends inden for online handel med dagligvarer og fødevarer, som ellers er supermarkedernes domæne. Der er en række spændende selskaber inden for segmentet, bla. Ocado Group og Booker Group."

3D PRINTING

Da medierne for få år siden begyndte at rapportere om 3D printing, lød det som noget, der var taget ud en science fiction roman. Ikke mindst fordi emnet blev "hypet" på en måde, så det lød som om, at det om kort tid ville blive muligt at printe alt fra cykler og legetøj til sko, tøj og reservedele til bilen. Men det var ikke nogen overdrivelse. Det kan teknologien allerede håndtere, og fremtidsperspektiverne går langt videre. Derfor er mange virksomheder i fuld gang med at tage 3D printing til sig.

"Jeg tror, at 3D printing vil få et større kommercielt gennembrud i 2014, da f.eks. 3D print teknologien med metal nu er så udviklet, at større maskinproducenter vil tage teknologien i brug. Fra at disse tidligere har brugt teknologien til R&D, hvor man hurtigt har kunnet lave tilpasninger og på den måde sparet tid og penge i udviklingen af nye produkter, så sker der nu et trendskifte mod, at de nu også benytter 3D printing til de komponenter og reservedele, de anvender i

maskinerne. De besparelser, som producenterne opnår herved, er ikke uvæsentlige. Således nedbringes spild ganske markant, da man går fra at skære en del ud af en metalblok til at "printe" en del af metal. En anden vigtig faktor er, at test viser at visse dele, som tidligere var sat sammen af en række underkomponenter, fremstår endnu mere solide, når de er printet i ét stykke."

Jetmotor producenter såsom GE og Rolls Royce er i fuld gang, men ingen fly kommer på vingerne, før de rette godkendelser er på plads fra myndighederne. GE forventer, at den første jetmotor med 3D printede brændstofdysen vil ramme markedet i 2016.

Så længe skal man ikke vente på, at Siemens 3D printede produkter bliver en realitet. Ifølge Financial Times vil Siemens allerede i starten af 2014 begynde at anvende 3D printede komponenter til deres gasturbiner.

"Hvilke selskaber skal man så købe? Vores råd er ingen p.t. Vi finder selskaberne for dyrt prisen fastsat ud fra den indtjening, vi aktuelt kan regne os frem til. Her er der om noget tale om en sektor, som er kørt på forventninger, og hvor vi som rådgivere vil anbefale at vente på, at selskabernes regnskab og fremtidsforventninger berettiger til, at aktierne kan stige fra nuværende kursniveauer. Rådet er derfor at afvente regnskaber fra selskaber såsom 3D systems og Stratasys Ltd i slutningen af februar/start marts, og ellers bare følge godt med i hvad der sker inden for branchen, og hvilke nye selskaber, der opstår. Vi er i starten af industriel revolution, og det vil få store samfundsmæssige og industrielle konsekvenser, som det er svært at overskue på nuværende tidspunkt," siger Lars Skovgaard Andersen. ■

SELV OM DE FLESTE
AF OS HAR EN NATUR-
LIG SKEPSIS OVER FOR
NOGET SÅ GRÆNSE-
BRYDENDE OG UVIR-
KELIGT SOM 3D PRIN-
TING, SÅ ER DET
CHOKERENDE, HVAD
TEKNOLOGIEN
ALLEREDE NU KAN
HÅNDTERE. **MEN DET
BLIVER MEGET
VILDERE.**

3D PRINTING

DEN TREDJE INDUSTRIELLE REVOLUTION

3D printing går ud på, at et fysisk objekt bygges op af et bestemt materiale via printeren, mikrolag på mikrolag – frem for den traditionelle måde at fremstille ting på ved at skære, bore, slibe, skrue, lime osv. Derfor kaldes processen ”additive manufacturing”. Med software og en digital 3D tegning giver man printeren besked om, hvordan det færdige projekt skal se ud. Som udgangspunkt er det en teknologi, der giver enestående muligheder for at lave prototyper eller kopier af... næsten hvad som helst. 3D printing er ikke en ny opfindelse. Flere 3D printprocesser blev opfundet og taget i anvendelse i midten af 80’erne, primært anvendt til at lave prototyper i industrielle sammenhænge, som derefter blev anvendt som udgangspunkt for masseproduktion. Blandt pionererne var Charles Hull og S. Scott Crump, som udviklede hver deres 3D processer og etablerede henholdsvis 3D Systems og Stratasy – to selskaber, der i dag er blandt verdens førende 3D selskaber.

I 80’erne var 3D printing en dyr og langsommelig proces. Men i løbet af årene har den teknologiske udvikling skabt enorme fremskridt, og anvendelsesmulighederne er øget radikalt. 3D printere kan i dag håndtere mange forskellige materialer lige fra plastic, nylon, gummi, sand- og limblandinger, biologiske materialer, keramik, cement, papir, mad, glas og PVC til titanium, stål, aluminium og sågar træmasse, så man kan printe møbler i træ. Som udgangspunkt er princippet i 3D print, at det færdige produkt kommer ud i ét stykke, så der ikke skal samles noget bagefter – og det gælder overraskende nok også produkter med bevægelige dele.

Processen er baseret på den digitale CAD 3D tegning. Man kan selv designe det ønskede objekt fra bunden, eller man kan nøjes med at lave en kopi af noget eksisterende. Allerede i dag findes der apps, så man ved at tage billeder med sin mobil af et objekt fra mange forskellige vinkler får tilstrækkeligt med data til, at man kan printe en 3D model af objektet. Hvis man f.eks. er på besøg i Louvre museet i Paris og gerne vil have sin egen version af Venus fra Milo, så tager man bare en masse billeder af den berømte statue fra vinkler hele vejen rundt. Har man sin egen 3D printer, så bruger man den nødvendige software til at bearbejde billederne, skabe designfilen

og trykke på print, så får man en model i miniskala. Eller også afleverer man designfilen eller billedmaterialet til en 3D Printing Service og får en større model. Det er foreløbig begrænset, hvad 3D printere til forbrugere kan lave udover legetøj, lampeskærme, plasticsandaler, smykker, kopper, kagedåser, små figurer og ”dimser” af forskellig slags som f.eks. en holder til cykelygten. De er ret små og langsomme. I prisklassen 1000-3000 dollars tager det fra 15 min. til tre timer at printe et smart phone cover. Og en printer til 1.299 dollars testet af New York Times tog 20 min. om at printe en kaffekop. Forbrugerprintere kan som regel kun anvende ABS (hård plastic som Lego) eller PLA.

I februar 2014 udløber patenter på den billigste af 3D teknologierne, som kaldes ”laser sintering”. Som følge af dens høje opløsning i alle tre dimensioner kan laser sintering producere varer, der kan blive solgt direkte som færdige produkter, og derfor menes patentudløbene at give 3D industrien et vigtigt skub i år og et prisfald i printere baseret på denne teknologi, skriver den teknologiske nyhedstjeneste Quartz. Tidligere har udløb af patenter på en mere primitiv form for 3D printing, kendt som Fused Deposit Modelling (FDM) haft netop denne effekt. Markedet for printere baseret på denne teknologi steg voldsomt og skabte fundamentet for Makerbot, der blev førende producent af printere til forbrugere. Og i løbet af fem år faldt priserne fra 14.000 dollars til i dag helt ned til 300 dollars, og der blev hurtigt etableret et open source miljø.

3D markedet for forbrugere i dag er blevet sammenlignet med den første computer, Altair, der med en pris på 400 dollars var inden for almindelige forbrugeres økonomiske rækkevidde. Altair kunne umådelig lidt i forhold til, hvad personlige computere kunne 10 år senere – og er helt til grin i forhold til den billigste laptop på markedet i dag.

Men udviklingen går hurtigt, og med tiden får forbrugere mulighed for at kunne printe mange dagligdags produkter. Som f.eks. tøj og sko. Eller reservedele til bilen, som TV-værten Jay Leno gør (med sin dyre printer), når han mangler vanskeligt tilgængelige reservedele til sin samling af veteranbiler.





PRINT MENNESKELIGE RESERVEDELE

Et af de områder, hvor vi finder de måske mest spændende perspektiver for 3D printing, er sundhedssektoren, som har taget teknologien til sig for mange år siden både i den akademiske og kommercielle verden, hvor der eksperimenteres og forskes på livet løs.

Blandt de interessante trends er muligheden for at printe med "bioblæk" lavet af levende cellemiksturer. Et af de mere opsigtsvækkende resultater i 2013 fra den akademiske verden, var da skotske forskere på University of Edinburgh viste sig i stand til at printe fosterstamceller. Fosterstamceller kan man teoretisk set bygge nyt væv og hele organer af, idet sådanne celler kan udvikle sig til en hvilken som helst menneskelig celletype lige fra knogle- og muskelceller til hjerneceller.

I den kommercielle verden er amerikanske Organovo blandt de førende, og er bl.a. inde på samme spor. Selskabet er således i stand til at printe organisk væv fra celleprøver, som kan bruges til opdagelse og udvikling af nye medikamenter – og reducerer brugen af forsøgsdyr.

Men perspektiverne for 3D "bioprintere" går langt videre end relativt enkle former for menneskeligt væv – målet er med tiden at kunne printe vitale organer som nyrer og sågar selve hjertet. Det ligger dog en del år ude i fremtiden – formentlig årtier – men Organovo er i fuld gang med at udvikle et andet vigtigt organ, leveren. En 3D printet lever til laboratorieforsøg, som kan overleve i 40 dage og testet med forskellige doser af samme præparat. Hvis projektet er succesfuldt, kan det blive en "game changer" for medicinalindustrien, idet 25 pct. af mislykkede eller tilbagetrukne præparater i perioden 1990-2010 blev forårsaget af uventet leverforgiftning sentidekliniske testfaser. Organovo forventer, at leveren bliver godkendt til laboratorieforsøg senere i 2014, skriver investeringsportalen Fool.com. Derefter kan andre vitale organer komme på tegnebrættet.

Selskabet Osiris har et produkt, Graftix, produceret ud af knoglemarvs stamceller, som er en cellulær matrix, der kan anvendes direkte på sår som forbrændinger. Der er tale om en organisk bandage, der vokser ind i patientens hud.

Bioprintede kunstige lemmer er også i stor fokus. Forskere fra University of Nottingham præsenterede i 2013 en ny type 3D bioprinting teknologi, hvor de brugte et særligt polymer til at producere en kunstig knogle. Med 3D printeren blev knoglen derefter belagt med voksne stamceller, som kan vokse til forskellige vævstyper. Selv om der er lang vej endnu, så vurderes det

af bl.a. Bespoke Innovations (ejet af 3D Systems), som har speciale i kunstige lemmer, kun at være et spørgsmål om tid, før blodkar, nerveender og muskler i et bioprintet ben eller arm kan forbindes med patienten efter en forudgående grundig scanning med forskellige metoder.

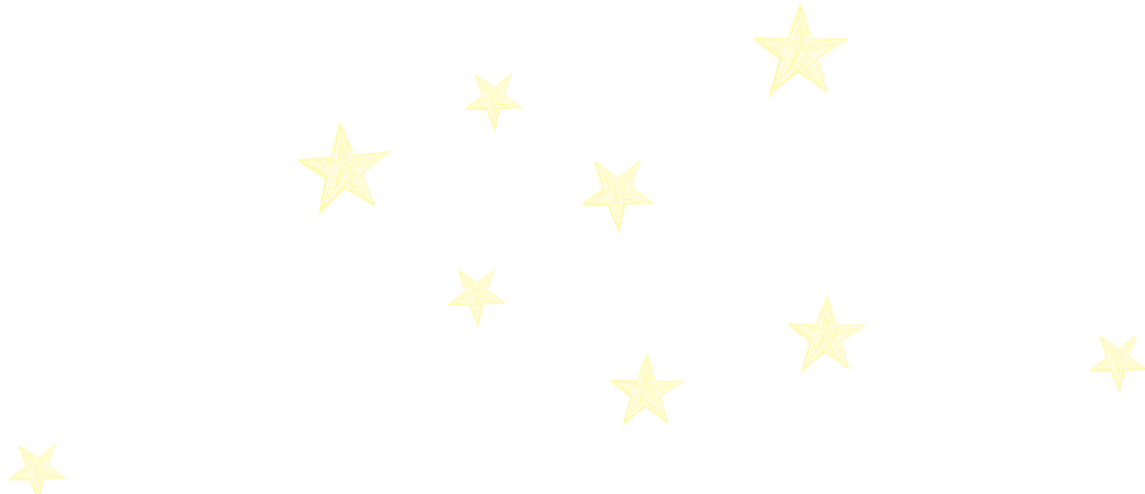
Men før det sker, har 3D printede lemmer allerede i dag en stor fordel. Traditionelt producerede proteser til under albuen koster normalt 10-15.000 dollars, men i september 2013 kunne en sydafrikansk tømrer og en designer fra Seattle præsentere Robohand, en 3D printet robothånd til 500 dollars.

Scanninger af patienters ørekan-ge betyder, at man er i stand til at lave høreapparater, der passer perfekt. 3D Systems har printet millioner af biokompatible høreapparater de senere år. 3D Systems har også arbejdet sammen med Align Technology i forbindelse med tandretning. I stedet for de velkendte metalbøjler bruger Align gennemsigtige plastic "aligners", som efter en scanning af patientens mund, printes i omkring 20 let forskellige versioner, som hver bæres i nogle måneder. I 2012 printede Align 17 mio.

MAD

Kan vi printe menneskeligt væv, så er der heller ikke





noget, der hindrer os i at printe dyrekød. Og i det hele taget er printning af mad noget, der interesserer NASA, der er i den første fase af tre i udviklingen af at printe mad på lange rumrejser.

Blandt de kulinariske print, der foreløbig kan laves med 3D printere, er chokolade, pasta, pizza og forskellige grøntsagsmasser. Umiddelbart skulle man tro, at printet mad aldrig vil få mere værdi end blot af underholdningsmæssig karakter. Men der er meget mere i det. Amerikanske Modern Meadow anvender de seneste fremskridt inden for vævsfremstilling til at udvikle nye biomaterialer, og sigter bl.a. mod at kunne lave læder og kødprodukter, hvorved slagting af dyr undgås. Hvis man kan opnå 3D printet kød i stor skala, så vil det miljømæssigt være et enormt fremskridt, påpeger selskabets CEO Andras Forgasc i en TED Talk.

INDUSTRI

De største investorer i 3D printing i første omgang forventes at blive højværdi industrier som luftfart, bilsektoren og medicinalteknologi, som vil anvende teknologien til at skabe objekter med en kompleksitet og præcision, som traditionelle fabriksmaskiner ikke kan matche. Anvendelsesmulighederne er enorme. Det bliver f.eks. almindeligt i fremtiden, at store fragtskibe har deres egne printere med, så de altid vil kunne printe vitale maskinreservedele om nødvendigt. Det amerikanske militær anvender efter sigende 3D printere til at producere dele til kampfly på hangarskibe. Og både NASA og European Space Agency planlægger at bruge printere i fremtidige rumfartsmissioner. Netop den manglende mulighed for at få nye forsyninger har altid været Akilleshælen for rumrejser, men nu kan man lave meget selv uden store lagerbeholdninger, hvis bare man har materialerne. På månen kan man eksempelvis anvende et stof som silicium, der er naturligt forekomende på overfladen. Alt hvad man skal bruge derudover er et bindemiddel, siger lederen af Bespoke Innovations, Scott Summit, til Forbes.

I Amsterdam har en gruppe arkitekter bygget en 3D printer, KamerMaker, på størrelse med en shippingcontainer. Printerens printer store Legolignende strukturer lavet af genbrugsplastik, som skal være byggeklodser til et hus i fuld størrelse. Behrokh Khoshnevis, professor i

Industrial & Systems Engineering og leder af Manufacturing Engineering Graduate Program på University of Southern California, har endnu større ambitioner. De går på at udvikle en gigantisk mobil 3D printer, som er i stand til at bygge et komplet hus i et vilkårligt arkitektonisk design på 230 kvm på 20 timer – inklusiv vand-rør, kloakering og elektricitet. Det lyder langt ude og er stadig på tegnebrættet, men planerne er skam alvorligt ment og støttes bl.a. af NASA, der gerne vil anvende den færdige teknologi til etablering af baser på månen. Nogle af verdens største 3D printere findes i Kina. Kinesiske astronauter sidder i 3D printede sæder, der passer perfekt til deres kroppe. Ingeniører, der arbejder på en kinesisk konkurrent til Boeing og Airbus, bruger gigantiske 3D printere, en af dem 12 meter lang, til at printe dele i titanium.

Optomec i Albuquerque har opfundet en metode, de kan printe elektronik på. Teknologien gør dem i stand til at printe elektriske kredsløb og komponenter, inkl. ledninger, modstande, kondensatorer og halvledere, fremgår det af Technology Quarterly i The Economist. Med tiden vil det blive muligt, at printe de fleste elektroniske komponenter direkte ind i et produkt, siger Michael Renn, leder af Optomec's udviklingslaboratorium.

Luftfartsindustrien har taget 3D printing til sig. Allerede i dag indeholder et typisk F18 kampfly omkring 90 3D printede dele, selv om flytypen har været i brug i over 20 år – før teknologien kunne bruges i industrien til andet end prototyper, skriver The Economist. Men i dag bruges 3D til at lave mindre reservedele, som bl.a. dele af cockpittet og kølerør. F35 – et nyt kampfly i det amerikanske forsvar, har omkring 900 dele, der vil egne sig godt til 3D printing, oplyser 3D Systems.

General Electric (GE), et multinationalt konglomerat, som er verdens største fremstillingsvirksomhed, har også blikket rettet mod 3D. Luftfartsdivisionen, verdens største leverandør af jetmotorer, vil producere brændselsdyser til en ny jetmaskine med 3D laser printing – og det kan markere et afgørende skridt mod hvordan GE vil designe og lave mange af de komplekse dele, som indgår i alt fra gasturbiner til ultralydmaskiner, skriver Technology Review. I 2020 forventes det, at GE 3D printer titusinder af dele til jetmotorer alene. ■





THE DARK SIDE

Som de fleste andre nye teknologier kan 3D printing også misbruges – og bliver det allerede. Den 24-årige amerikanske jurastuderende Cody Wilson vakte opsigt i 2013, da han lavede verdens første 3D printede og funktionelle plasticpistol og åbent erklærede, at han ville lade de digitale tegninger blive tilgængelige for alle. Myndighederne tvang ham til at lukke sin website, men det løser naturligvis ikke problemet. Alle med en 3D printer vil snart kunne printe deres egne våben, og det giver udfordringer, ikke mindst i lufthavne. Ganske vist er der i dag teknologier, der kan spotte ikke-metal våben, men det er de færreste lufthavne, der har denne teknologi.

Og så er der den kemiske trussel. Professor Lee Cronin fra Glasgow University fortalte i en TED Talk i 2012 om sine visioner, som går på at forvandle en 3D printer til et universelt kemisæt. Næsten alle medicinalmedikamenter er lavet af kulstof, brint og ilt såvel som let tilgængelige stoffer som vegetabiliske olier og paraffin. Cronins idé er, at man skulle kunne downloade den digitale opskrift på et receptpligtigt medikament og i realiteten printe sin egen medicin. I udgangspunktet en fin idé, men et sådant system vil naturligvis også blive misbrugt. I princippet vil man kunne printe marijuana, kokain og LSD, hvis blot man har opskriften på den

kemiske sammensætning. Og som Forbes skriver – hvordan vil organiseret kriminalitet reagere, hvis store indtægstkilder som narko og våben forsvinder, fordi folk pludselig selv kan lave det?

Som om det universelle kemiske laboratorium ikke var nok, så er DNA laserprinterens også opfundet - af Genome Compiler i Tel Aviv og Cambrian Genomics i San Francisco. Med denne teknologi kan man lave 100 pct. præcis DNA syntese, meget hurtigere og billigere end i dag – med en faktor 1000 og ifølge nogle estimerer helt op til en million. De videnskabelige perspektiver er, at man kan printe alt fra personaliseret medicin til helt nye organismer. Biologiske våben får en ny dimension, men forskerne selv mener at de har gjort menneskeheden en stor tjeneste.

I øvrigt en observation, som synes at gælde mange videnskabsfolk inden for 3D printing. Fascinationen af perspektiverne overstiger langt de bekymringer, der burde følge med. Men spørgsmålet er, om forskerne gør noget forkert. Hvis de kan lave en DNA printer, så kan andre også – det ville kun være et spørgsmål om tid. Derfor kan man på politisk hold nu begynde at fundere over, hvordan man skal forholde sig til de nye perspektiver.

SAMFUNDSMÆSSIGE PERSPEKTIVER AF 3D PRINTING

3D printing er måske i toppen af sin "hype" lige nu, men der er ingen tvivl om, at teknologien har enorme perspektiver. Fordelen ved 3D printing er, at printeren er ligeglad med, om det er et kompliceret eller simpelt produkt. De mest utrolige ting kan lade sig gøre med den rigtige CAD tegning. Aldrig tidligere har vi haft en teknologi, der så let kan transformere selv de vildeste idéer til fysisk virkelighed.

En sådan teknologi skaber hurtigt nogle myter. Blandt disse er, at det vil erstatte masseproduktion som vi kender det.

"Men ligesom mikrobølgeovnen ikke erstattede alle andre former for madlavning, så vil 3D printing heller ikke erstatte fremstillingsteknologier og slet ikke i industriel skala af mange årsager. Den vil komplementere dem," siger Carl Bass til WIRED, CEO i Autodesk, der bl.a. leverer 3D design.

Han påpeger, at selv om medierne har formået af bygge en magisk aura omkring 3D printing, så er det stadig en umoden teknologi. Og enhver, der prøver at bruge en 3D printer vil øjeblikkeligt ønske hurtigere og større print, højere kvalitet, billigere og bedre materialer osv. Mediernes billede af endeløse kopierings- og skabelsesmuligheder overser en vigtig ting: Hvor 3D printing måske ikke er hæmmet af kompleksitet, så er det hæmmet af volumen. Alt fra omkostninger til tid stiger eksponentielt.

"Hvis vi vil lave noget dobbelt så stort, så vil det koste 8 gange så meget og tage 8 gange så lang tid at printe. Hvis vi vil lave noget 3 gange så stort, så vil det koste omkring 27 gange mere og tage 27 gange længere tid at printe. Og så videre," siger Carl Bass.

Ligesom 3D ikke vil kunne udkonkurrere masseproduktion, så vil den heller ikke kunne skaffe outsourcede jobs tilbage. Men set i sammenhæng med en anden trend – robotteknologi og automatisering – så vil den kunne skaffe mere produktion tilbage. Fremstillingsvirksomheder i fremtiden vil have design, ingeniørarbejde og fremstilling tættere integreret i den enkelte virksomhed – den stigende grad af automatisering vil koste manuelle jobs, men også skabe nye jobs til software udviklere og kreative designere.

3D teknologien kan lave noget, som vil tage en håndværker uforholdsmæssigt lang tid at lave, men den kan

ikke gøre det lige så hurtigt som en masseproduktionsproces. Teknologiens udbredelse og hurtigere printere vil kunne påvirke forsyningskæderne, mindske behovet for samleprocesser, og digitale designfiler vil kunne sendes via nettet over hele verden. I stedet for at have et centralt lager af reservedele, så bliver det muligt for virksomheder at gemme digitale designs på en server, som kan hentes og bruges i lokale 3D printere, hvor det er nødvendigt – f.eks. i bilsektoren og VVS-branchen.

En fremtidsvision går på, at forbrugerne snart vil kunne printe alt det, som de normalt køber i detailhandelen. Men selv om Gartners Group spår, at forbrugerne allerede i 2016 vil kunne købe en 3D printer, som virksomheder bruger i dag til under 2.000 dollars, så vil det næppe være endnu et dødsstød til detailbranchen, der i forvejen trues af onlinehandel. Ganske vist vil internettet florere med CAD tegninger af alt muligt – allerede i dag har en af de mest berygtede fildelingstjenester med illegale softwarekopier, film og spil, The Pirate Bay, oprettet en særlig kategori til 3D printing, og den slags forventes at eksplodere. Men virkeligheden bliver snarere, at detailbutikkerne får deres egne avancerede printere, så de kan lave produkter præcis, som kunderne gerne vil have det – en trend, der for alvor vil tage fart, når 3D printerne kan bruge mange forskellige materialer på en gang – herunder i øvrigt også genbrugsmaterialer.

En af de åbenlyse udfordringer ved 3D printing handler om copyright, og det er meget vanskeligt at se, hvordan man skal kunne forhindre "reverse engineering" – at virksomhederne og forbrugerne laver kopier af alt fra legoklodser til reservedele til bilen.

3D printing er kaldt demokratisering af produktionen – forbrugerne går fra at være passive forbrugere til at blive aktiv kreatører i fremtiden. Og dette er måske i virkeligheden det allermest interessante aspekt ved 3D printing: Vi vil se enorm kreativitet blive udløst på både forbrugersiden og i den kommercielle verden – og iværksættere får enestående muligheder for at afprøve nye idéer til få penge. Og om 30 år vil vi måske tænke det samme om 3D printing, som mange gør om computere, mobiltelefoner og internet i dag: Hvordan kunne vi nogensinde klare os uden?

PRISER OG ANERKENDELSE TIL DANSKE BANK

For niende gang ud af 11 mulige har det internationale finansmagasin Euromoney på baggrund af en rundspørge blandt danske finansielle virksomheder netop kåret Danske Bank som bedst til Private Banking i Danmark. Euromoney-prisen uddeles hvert år på baggrund af en omfattende undersøgelse blandt næsten 400 banker. Fornylig har "The Banker" – ejet af Financial Times Group – ligeledes udpeget Danske Bank som bedst til Private Banking i Danmark. Dermed har Danske Bank Private Banking modtaget anerkendelse fra både ind- og udland.

Også på et andet område er Danske Bank blevet hædret. I januar blev applikationen MobilePay tildelt hovedprisen "Årets App 2013" af juryen til Danish App Awards 2013. MobilePay kan hentes via App Store, Google Play eller Windows Store.

Endelig er Danske Bank blevet kåret som bedst til at betjene institutionelle kunder på de nordiske markeder. Det er sket på baggrund af en kundetilfredshedsundersøgelse gennemført af den svenske analysevirksomhed Prospera. 



ER BOLIGMARKEDET I BALANCE?

DER ER IKKE NOGEN ENTYDIG METODE TIL AT BESTEMME,
OM BOLIGMARKEDET ER BILLIGT, DYRT ELLER FORNUFTIGT PRISSAT.

Hvis man skal vurdere en akties værdi, så er man nødt til at gøre sig visse antagelser. Det gælder bl.a. selskabets indtjening i fremtiden, diskonteringsrenten man skal bruge, selskabets konkurrencesituation, branchens fremtidige vilkår, ledelsens kompetence osv. Der er så mange subjektive elementer i prisfastsættelsen, at det er umuligt at pege på en entydig sandhed om en akties værdi. Men hvordan forholder det sig med boligmarkedet?

Det har været et diskussionsemne blandt økonomer i mange år, og problemet er, at der er mange tilgangsvinkler til at vurdere boligprisernes niveau. Hos Realkredit Danmark (RD) kiggede cheføkonom Christian Hilligsøe Heinig og hans analytikere på problemstillingen i 2013 og identificerede fem typiske tilgange:

Boligbyrden – hvad koster det at købe og eje et parcelhus i forhold til indkomstudviklingen. Er det billigt i øjeblikket set i forhold til tidligere?

Økonometriske modeller for boligmarkedet – hvordan boligpriserne burde reagere på ændringer i faktorer som indkomster, boligskatte, ledighed, renteudvikling, boligbyggeriet og demografiske ændringer.

Tobins Q sammenhæng – udviklingen i huspriserne i forhold til udviklingen i byggeomkostningerne. Denne tilgang siger, at prisen på eksisterende byggeri på sigt skal følge omkostningen ved at bygge nyt.

Udviklingen i den historiske trend i huspriserne korrigeret for inflationen. At de reale huspriser stiger over tid, kan skyldes, at byggeomkostningerne typisk stiger mere end inflationen grundet lavere produktivtødvækst i byggeriet i forhold til resten af økonomien samt, at grundpriser, grundet knaphed på byggejord, er steget mere end inflationen

Omkostningsforholdet mellem at eje og leje en bolig. Hvis det eksempelvis er meget dyrt at leje en bolig, så vil flere automatisk søge over mod ejerboligmarkedet, og dermed presse boligpriserne op indtil en form for ligevægt er genskabt og vice versa

BOLIGBYRDEN ER LAV

Boligbyrden måler udgifterne til banklån, realkreditfinansiering og boligskatte i forhold til den disponible indkomst, og den er nu på det laveste niveau siden 1985, hvor datamaterialet går tilbage til. Boligmarkedet har altså ikke været billigere i over et kvart århundrede.

Boligbyrden er imidlertid følsom over for valg af variabel, og det kan især diskuteres, hvilken rente, der bør indgå i beregningerne. I beregningen er renten en sammenvejning mellem andelen af låntagere, der vælger henholdsvis variabel rente og fast rente på realkreditlånet. Efterhånden er det kun godt 30 pct., der har et fastforrentet lån og med en typisk lavere variabel rente, så forstærkes de seneste års rentefald i beregningerne af tendensen til, at flere låntagere vælger denne type lån.

Ser man derimod alternativt på boligbyrdeberegningen med udgangspunkt i et fastforrentet lån – som typisk betragtes som adgangskravet til boligmarkedet, da kreditvurderingen tager udgangspunkt i denne lånetype – så er boligmarkedet ikke længere historisk billigt, men det er dog stadig under det historiske gennemsnit i perioden siden 1985 og ligger nu på niveau med, hvad det gjorde i store dele af 1990'erne.

Det ser altså billigt ud, men man skal dog have med i betragtningerne, at gennemsnittet i perioden fra 1985 til i dag er trukket op af de kraftige boligprisstigninger gennem en længere årrække op til den seneste boligkrise. Der indgår heller ikke betragtninger om den generelle økonomiske udvikling i boligbyrden – herunder især udviklingen på arbejdsmarkedet – og det indgår i boligkøbernes betragtninger og købsmuligheder. Endelig er det værd at erindre, at boligbyrden trækkes ned af et unormalt lavt renteniveau. Det kan diskuteres, hvornår renterne stiger, og hvad det normale renteniveau er, men antager vi, at renten stiger med 2,5 procentpoint fra det aktuelle niveau, og renten på fastforrentede lån dermed vil være i omegnen af det gennemsnitlige niveau siden 1995, så springer boligbyrden med det aktuelle boligprisniveau noget op over gennemsnittet siden 1985.

BOLIGPRISMODEL SIGER BILLIGT TIL TÆT PÅ BALANCE

Økonometriske modeller forsøger at inddrage alle relevante aspekter for boligmarkedet i bestemmelsen af det langsigtede prisniveau. I RD's boligprismodel indgår eksempelvis arbejdsløsheden, demografien, det samlede boligudbud, byggeomkostninger og boliginvesteringer sammen med rente, indkomster og boligskatte i et estimeret ligningssystem. RD's boligmodel viser i øjeblikket, at huspriserne i Danmark faktisk er kommet 15 pct. under det niveau, man ville forvente ud fra alle de faktorer, som skønnes relevante for boligmarkedet. Heller ikke denne model er dog noget sandhedsorakel,

da de variable der indgår i modellen og vægtningen af dem selvsagt ikke giver en 100 pct. afspejling af virkeligheden. RD har i øvrigt som under boligbyrden også anvendt den aktuelle 70-30 blanding af variabelt-fastforrentede lån. Anvendes kun fastforrentede lån hvorved låntagerne ikke eksponeres over for udsving i renten, kan man få et indtryk af, hvilket niveau boligpriserne så burde være på. Her indikerer modellen huspriser i overensstemmelse med de faktiske – altså huspriser i balance.

Men balancen i boligmodellerne hjælpes godt på vej af det lave renteniveau – ligesom under boligbyrden. Det ses tydeligt, hvis det antages, at vi ikke havde oplevet det kraftige rentefald gennem de seneste år, og at den vægtede rente i boligmodellen fra 2009 og frem havde holdt sig på det gennemsnitlige niveau siden 1995. I så fald ville huspriserne være en smule for høje.

Den samlede konklusion fra den økonometriske tilgang synes dermed at være, at huspriserne er tæt på balance givet de lave renteniveauer.

TOBINS Q – HUSPRISERNE ER STADIG LIDT DYRE

Ifølge denne teori skal prisen på eksisterende byggeri på sigt følge omkostningen ved at bygge nyt. Er prisen på eksisterende boliger højere, end det koster at bygge nyt, vil det alt andet lige føre til øget nybyggeri og tendere til, at prisen på eksisterende byggeri nærmer sig byggeomkostningerne.

RD har set på udviklingen i huspriserne i forhold til byggeomkostningerne over de seneste 40 år. På trods af de seneste års kraftige prisfald viser det sig, at huspriserne i forhold til byggeomkostningerne fortsat ligger på et noget højere niveau end det historiske gennemsnit. For at vi skal ned på gennemsnittet, skal huspriserne falde med i omegnen af 15 pct.

Præcis som ved de andre tilgange er der faldgruber ved Tobins Q. For det første er der ingen, der kender ligevægtsforholdet mellem huspriser og byggeomkostninger. Gennemsnittet over de seneste 40 år er en form for

HOMES OLD and NEW

approximation, men "ligevægten" kan i princippet befinde sig både over og under dette niveau. For det andet er det ikke sikkert, at priserne skal følge byggeomkostningerne over en længere horisont - vi kan blive rigere og bruge en større andel af vores indkomst på boligposten, og der kan være finansielle liberaliseringer, som kan give en niveauforskydning i boligprisniveauerne. Endelig kan mangel på byggegrunde i visse områder være med til at presse de langsigtede prisstigninger op mod udviklingen i indkomsterne.

HISTORISK TREND - HUSPRISERNE TÆT PÅ BALANCE

De økonomiske vismænd har gennem de seneste år taget udgangspunkt i en lineær trend på de reale huspriser (huspriserne i forhold til inflationen) for at vurdere om huspriserne er over- eller undervurderede. At de reale huspriser stiger over tid kan skyldes, at byggeomkostningerne typisk stiger mere end inflationen grundet lavere produktivitetsvækst i byggeriet i forhold til resten af økonomien samt, at grundpriser, grundet knaphed på byggejord, er steget mere end inflationen. RD har indregnet en lineær trend i de reale huspriser siden 1938, og målt på denne måde er huspriserne tæt på balance. Samme overordnede konklusion fremkommer i Vismandsrapporten fra foråret 2012, hvor vismændene fokuserer på tiden fra midten af 1950'erne og frem til nu. Denne tilgang har dog sine klare mangler. Eksempelvis er konklusionen meget følsom over for perioden, man beregner trenden for. Har man eksempelvis ikke hele den seneste boligoptur med i beregningerne af trenden, vil huspriserne i dag være overvurderede. Det er også værd at bide mærke i, at der kan opstå begivenheder, der i længere perioder retfærdiggør brud i trenden – eksempelvis perioder med ekstraordinær velstandsfremgang eller finansielle liberaliseringer.

LEJE KONTRA EJE SIGER DYRE HUSPRISER

Hvis det eksempelvis er meget dyrt at leje en bolig, så vil flere automatisk søge over mod ejerboligmarkedet,

og dermed presse boligpriserne op indtil en form for ligevægt er genskabt og vice versa.

OECD offentliggør med mellemrum dette eje/leje forhold for forskellige lande, og tallene viser, at forholdet mellem at eje sin bolig i forhold til at leje sin bolig i Danmark er 12 pct. højere end det historiske gennemsnit.

Selv om den teoretiske tanke bag dette mål er attraktivt, så er selve begrebet dog knapt så relevant efter danske forhold. Det danske lejeboligmarked er således i en vis udstrækning reguleret med øvre grænser over lejeprisen, og dermed afspejler lejepriserne ikke markedspriserne gennemsnitligt set. Under alle omstændigheder kan vi dog konstatere, at eje/leje forholdet er blevet mindre de senere år. Sammenlignet med andre lande placerer vi os i den nederste del af det internationale felt i forhold til "faresignalet" fra denne kant.

KONKLUSION

Som det er fremgået, så er det svært at svare entydigt på, om boligmarkedet er overvurderet eller undervurderet. Konklusionen afhænger af, hvilken tilgang man lægger ned over boligmarkedet, og hvor langt man tør gå ud af denne sti, trods de svagheder den enkelte tilgang indebærer. Denne gennemgang giver dermed også en indsigt i, hvorfor vi til tider oplever forskellige konklusioner i den løbende debat omkring boligmarkedet og det "rette" prisniveau.

"Selv om man altså på grund af de mange usikkerhedsmomenter ved de forskellige tilgange skal være påpasselig med at drage alt for håndfaste konklusioner, så er vores samlede overordnede vurdering, at huspriserne er nogenlunde i balance. Men man skal være opmærksom på, at denne balance især er hjulpet godt på vej af de historiske lave renter," siger Christian Hilligsøe Heinig.

BOLIGPRISERNE UDVIKLING

EJERLEJLIGHEDER STEG NÆSTEN 10 PCT. I 2013 PÅ LANDSPLAN,
MENS HUSPRISERNE VISTE EN LANGT MERE BESKEDEN FREMGANG.

Prisindekset for ejerlejligheder fra ejendomsmæglerkæden home viste for nylig, at ejerlejlighedspriserne på landsplan steg med 9,4 pct. i 2013. Prisen på en gennemsnitlig lejlighed på 85 kvm er dermed steget knap 150.000 kr. over det seneste år.

I forhold til niveauet i august 2006, hvor priserne toppede, lå ejerlejlighedspriserne i december 2013 16,7 pct. lavere. En gennemsnitlig ejerlejlighed på 85 kvm koster nu 1.800.000 kr., hvilket er omkring 360.000 kr. mindre, end den kostede på toppen i 2006.

homes ejerlejlighedsprisindeks for hele landet er primært drevet af prisudviklingen i København og Aarhus. Således udgør handlerne i Hovedstadsregionen ca. 60 pct. af de samlede handler, mens Region Midtjylland udgør ca. 20 pct.

Den seneste prisudvikling betyder, at en typisk lejlighed på 85 kvm i Region Hovedstaden nu koster 2.120.000 kr. Det er omkring 530.000 kr. eller 19,8 pct. mindre i forhold til toppen i 2006. I Region Midtjylland koster en typisk lejlighed på 85 kvm i øjeblikket ca. 1.680.000 kr. Priserne ligger dermed ca. 110.000 kr. eller 6,5 pct. under niveauet fra toppen i 2006.

FRIVÆRDIERNE

Ser man på de seneste samlede tal for boligmarkedet fra alle mæglerkæder, som er opgjort for 3. kvartal 2013, og kombinerer dette med udviklingen i boligejernes gældssætning i boligen hos banker og realkreditinstitutter, kan der udledes en aktuel status for friværdierne i de danske ejerboliger.

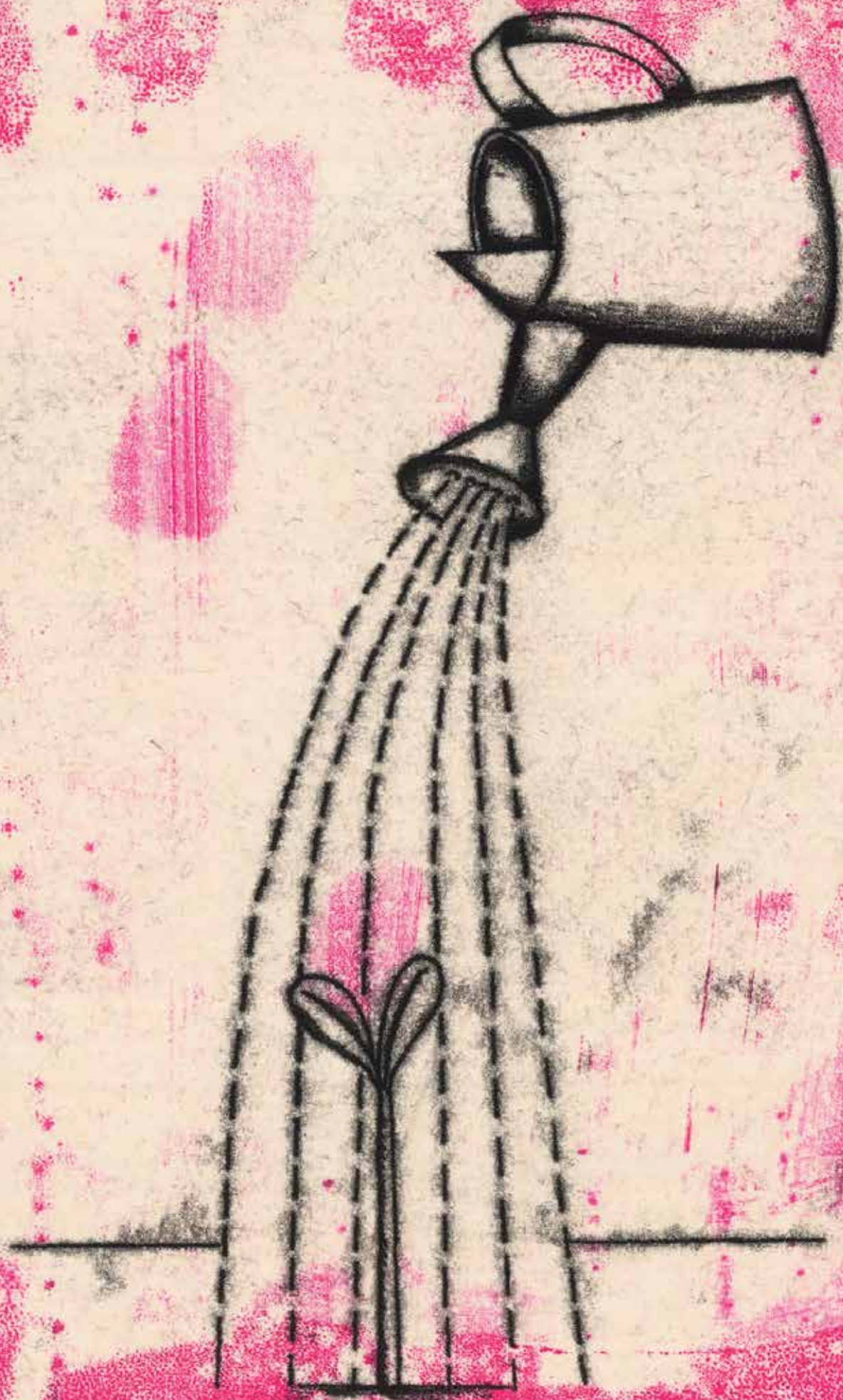
Det viser sig, at friværdierne faldt med 6 mia. kroner fra 2. kvartal til 3. kvartal 2013 til nu samlet set 1.050 mia. kroner. Faldet i friværdierne kommer ellers i kølvandet på stigninger de to foregående kvartaler, og faldet i 3. kvartal skal ses i lyset af svagt faldende boligpriser flere steder i landet og øget gæld til realkredit.

Der var tale om faldende friværdier på både parcelhuse og sommerhuse i 3. kvartal, mens friværdierne ikke overraskende steg på markedet for ejerlejligheder for

7. kvartal i træk – især drevet frem af de kraftige prisstigninger i hovedstadsområdet. Set i forhold til starten af 2012, hvor ejerlejlighederne for alvor begyndte at stige i pris, er den gennemsnitlige friværdi i ejerlejlighederne steget med 170.000 kroner. Det bringer den gennemsnitlige friværdi op på næsten 970.000 kroner pr. ejerlejlighed, mens den gennemsnitlige friværdi er på 515.000 kroner for parcelhuse. Der er dog store forskelle omkring disse gennemsnit, hvor nogle boligejere har væsentligt større friværdier, mens andre kan være teknisk insolvente.

Faldet i friværdierne i 3. kvartal skal ikke tolkes som om, at pilen nu atter peger nedad igen for friværdierne. Overordnet set er boligmarkedet i bedring, og boligpriserne som gennemsnit har været stabile til svagt stigen over det seneste års tid. Det afspejler sig også i udviklingen i friværdierne over det seneste års tid. Set i forhold til 3. kvartal 2012 er friværdierne således steget med 64 mia. kroner. Det er godt nyt for boligejerne, og det er også en af forklaringerne på, at forbrugertilliden har sneget sig op i positivt terræn. Svagt stigende friværdier og positiv stemning i husholdningerne øger sandsynligheden for højere privatforbrug i husholdningerne til glæde for aktiviteten i dansk økonomi.

Med udsigt til gradvis fremgang i dansk økonomi og beskeden boligprisstigninger, er der lagt op til, at friværdierne vil have en svag pil op gennem 2014. Også set i lyset af, at danskerne fortsat vil være tilbageholdende med at optage tillægslån i eventuel friværdi. Først og fremmest fordi danskerne i høj grad har været vidne til, at friværdier er noget, der hurtigt kan forgå – friværdierne er blevet reduceret med hele 45 pct. siden toppen tilbage i 2006 svarende til næsten 840 mia. kroner. Den gennemsnitlige parcelhusejer har alene set 635.000 kroner gå op i røg siden friværditoppen. Samtidig dæmper disse formuetab og den generelt høje gældssætning i husholdningerne også lånelysten i et miljø, hvor der stadig vil være usikkerhed omkring styrken og varigheden af den økonomiske fremgang.



STRUKTUREREDE PRODUKTER KAN FORBEDRE PORTEFØLJEN

Strukturerede produkter kan forbedre både afkast og spredning i porteføljen. Danske Bank vil løbende sende nye produkter på banen, når interessante investeringsmuligheder opstår.

Både det amerikanske aktiemarked og verdensindekset satte ny rekord i 2013, og også det europæiske aktiemarked havde et meget stærkt år. Men samtidig er der tale om et svagt økonomisk opsving selv her mere end fem år efter finanskrisen med høj ledighed, høj statsgæld og andre grumme tømmermænd. Og med det rekordhøje aktiekursniveau og et ekstremt lavt renteniveau, kan det være svært som investor at finde interessante investeringer med et godt afkastpotentiale. Strukturerede produkter er imidlertid noget, der kan sættes sammen til et attraktivt alternativ i et hvilket som helst miljø – og med praktisk talt hvilket som helst aktiv, lige fra aktiemarkeder til råvarer, valuta, rentekurver og bestemte temaer. Og det åbner mulighed for private investorer til at deltage i investeringer, de normalt ikke ville kunne få adgang til.

Strukturerede produkter er ikke lineære, hvilket betyder, at man kan tilsikre at investor deltager i en stigning i det underliggende aktiv, men ikke fuldt ud i et fald. Obligationsinvestorer kan på denne måde investere i aktier, råvarer eller andre aktiver med stort potentiale men med den sikkerhed, der ligger i en obligationsinvestering.

INDBYGGET FORSIKRING MOD TAB

Et struktureret produkt er en obligation, hvor afkastet kommer fra forskellige optioner knyttet til udviklingen i et underliggende aktiv. Nogle af optionerne giver både gevinstmulighed og tabsrisiko på aktivet, mens andre fungerer som forsikringer mod tab. Sammen får de den egenskab, at man mod at betale en given fast præmie får eventuelt afkast fra aktivet – uden at risikere tab (eller i det mindste begrænse det mulige tab til et givent niveau). De produkter, der rettes mod private investorer, er som regel relativt enkle og ofte med en garanti for en indfrielseskurs ved udløb tæt på 100. Ofte er der en besked eller ingen rente i løbetiden. Netop disse renter, som man alternativt kunne have fået ved at investere et tilsvarende beløb i obligationer med samme løbetid, anvendes i stedet af udstederen til at købe optioner for. Den garanterede indfrielseskurs på et struktureret produkt gælder i øvrigt kun, hvis man beholder papiret til

udløb, og udsteder er i stand til at overholde sin betalingsforpligtelse.

MANGE MULIGHEDER

Når man sammensætter et struktureret produkt, er der mange knapper, der kan skrues på. Er der meget stærke forventninger til, at det underliggende aktiv ikke vil falde, kan man vælge en garanteret indfrielseskurs på f.eks. 95. Dvs. investor påtager sig en risiko for et tab på op til 5 pct., hvis det underliggende aktiv mod forventning falder. Til gengæld for denne tabsrisiko får investor en forøgelse af sit afkastpotentiale. Det kan f.eks. synes rimeligt med forventninger om, at aktiemarkedet skal stige med 5-10 pct. om året i løbet af de næste 3 år – men det kan nogle gange også være relevant at forvente, at aktierne nok ikke stiger med mere end sammenlagt 25 pct. I den situation vil det således give mening at frasælge eventuelt gevinstmulighed for stigninger over 25 pct. og til gengæld opnå en forbedring af afkastpotentialet for stigninger op til 25 pct.

Man kan også forøge afkastpotentialet ved at udstede obligationen til overkurs, forøge løbetiden eller udstede produktet i en valuta med en højere rente. Eller man kan reducere den garanterede indfrielseskurs, hvilket åbner op for at man kan forøge sit afkast, hvis man får ret i den udvikling i det underliggende aktiv, som danner baggrund for produktet.

Disse er blot nogle af mulighederne ved sammensætningen af strukturerede produkter. Der er et hav af muligheder for at skrue unikke produkter sammen, og det er det, der gør det attraktivt som alternativ til indlån, obligationer og aktier for en mindre del af porteføljen. Danske Bank vil løbende sende nye produkter på banen, men da timingen altid vil afhænge af, om de rette markedsbetingelser er til stede, er det ikke muligt på forhånd at omtale specifikke produkter i dette magasin.

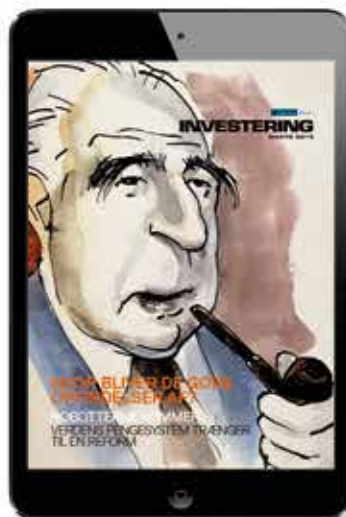
Men du kan holde dig opdateret via din rådgiver eller ved at klikke ind på www.danskebank.dk. Under **Privat, Investeringer, Alternative investeringer** finder du Strukturerede produkter, hvor du kan se de nyeste ideer.

DOWNLOAD MAGASINET INVESTERING OG KVARTALSFOKUS I APP STORE

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

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

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



MØD VORES MAND I BOSTON



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

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

af teamet fra Boston udvælger selskaber for Danske Invest.

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

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

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

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

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

Få mere at vide

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