

INVESTERING

2010 // JULI

SIDE // 22

Oliekatastrofen

SIDE // 08

Finansverdenens alternative spåmand

SIDE // 13

Investering i en usikker verden

SIDE // 18

Euroens fremtid - drøm eller mareridt

SIDE // 30

Finanskrisen - hvad har vi lært?

SIDE // 32

Formlen på en finanskrise

SIDE // 38

Mennesket kan skabe kunstigt liv
- sådan da

KORT NYT 4-5

Too big to fail
Kreative græske skattesnydere
Tid til konvertering

AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV 6-7

Nye jobs skal trække aktiemarkedet

AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV 8-13

Finansverdenens alternative spåmand
Investering i en usikker verden

UDVALGTE AKTIER 14-15

Getinge, Hasbro, Heineken, Metso

FINANS & ØKONOMI 16-17

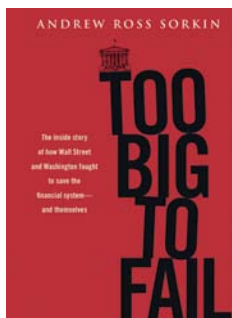
Verdensøkonomien er blevet stærkere
– men det er usikkerheden også

FINANS & ØKONOMI 18-21

Euroens fremtid – drøm eller mareridt

AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV 22-29

Oliekatastrofen vil løfte alternativ energi
– men det sker ikke endnu

**FINANS & ØKONOMI 30-33**

Finanskrisen – hvad har vi lært?
Formlen på en finanskris

FINANS & ØKONOMI 34-37

Japans krise er ikke ovre endnu

VIDENSKAB & TEKNOLOGI 38-39

Mennesket kan skabe kunstigt liv – sådan da

EMERGING MARKETS 40-41

Kinas vanskelige balancegang

OBLIGATIONER & RENTER 42-43

Ikke udsigt til rentestigninger foreløbig
Nye skatteregler vedtaget for privatpersoner

SKAT 44-45

Udligningsskatten er vedtaget
Ændret beskatning af investeringsbeviser
Nye regler for beskatning af obligationer
Genopretningspakken

PENSION 46-47

Livsvarige livrenter er en central del af pensionen

PROGNOSE & OBLIGATIONSOVERSIGT 48**VERDENSØKONOMIEN - KORT FORTALT 49****GLOBALE AKTIER & AKTIEALLOKERING 50****NORDISKE AKTIER 51**

INVESTERING udkommer 6 gange årligt. Hensigten med magasinet er at give primært bankens investeringsaktive privatkunder et godt overblik over de mest aktuelle investeringsmuligheder og anbefalinger og samtidig skabe den bedst mulige indsigt i andre emner af økonomisk karakter. Udgiver: Danske Bank · Holmens Kanal 2-12 · 1092 København K · Telefon 33 44 00 00 SWIFT: DABADKK www.danskebank.dk/kontakt · Redaktion: Anders Nellesen (ansvarshavende) og redaktør Flemming Østergaard · Redaktion afsluttet den 6. juli 2010 · Grafisk design og produktion: Sylvester Hvid & Co A/S · Tryk: Rosendahls · Kommentarer, spørgsmål, ris og ros, bedes sendt til flste@dankebank.dk · Forsidefoto: Asger Aamund.

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

Too big to fail

Sommeren er over os. Men alverdens politiske ledere kan ikke holde sommerferie med god samvittighed (!). For der er et væld af problemer, som kræver handling, og som giver stof til eftertanke.

Umiddelbart kunne man fristes til at tro, at det kun handler om at få økonomierne til at køre igen trods de tømmermænd, som finanskrisen medførte. Det er i sandhed også en vanskelig opgave. De rige lande har en historisk høj statsgæld at slås med efter diverse *bail-outs* af bankerne, finanspolitiske hjælpepakker og en global økonomisk krise.

Bedst ser det måske ud for dynamiske USA med en noget yngre befolkning og mere politisk handlekraft. Værst ser det måske ud for det forskelligartede Europa, der med aldrende befolkninger, skrumpende arbejdsstyrker og forvoksede velfærdssystemer er i risiko for at havne i samme suppedas som Japan med tårnhøj gæld, lav/ingen vækst og mulig deflation. Samtidig balancerer euroen på kanten af et kollaps. Selv om mange hævder, at projektet er ”Too big to fail”, så er risikoen voksende.

FINANSKRISENS SYMBOLIK

Men den økonomiske ballade er kun toppen af isbjerget. Finanskrisen var et skræmmende symbol på menneskets grådighed. Men reelt blot et eksempel blandt mange på, at vi i jagten på vækst og rigdom presser planeten og vores samfund til det yderste - en proces, som ingen af os kan sige os fri for at deltage i på en eller anden måde.

Få måneder før finanskrisen eskalerede med Lehman Brothers' kollaps havde vi set rekordhøje priser på råvarer, fødevarer og olie. Og en hel masse andre advarselssignaler i mange år forud. Som f.eks. den globale opvarmning, der accelererer med foruroligende hast. De stadigt flere døde zoner i havene. Afskovningen, overfiskeriet, den truende vandmangel, befolkningstilvæksten, den drastisk faldende biodiversitet, absurd masseproduktion af husdyr under urimelige forhold, genmodificerede fødevarer, sprøjtegifte og kemikalier, der siver ned i grundvandet – *og så videre*.

Alle disse problemer får ikke den store opmærksomhed, hverken politisk eller i medierne. Nu har vi så fået en ny udfordring – oliekatastrofen i den mexicanske Golf, der fortsætter for fuld skrue, men ikke længere kan finde plads til blot en lille notits eller et lille filmklip i medierne.

Verden mangler stærke politiske ledere, der kan blive enige om en fælles, bæredygtig vej. Vi skal også have økonomierne til at køre stabilt igen for, at statsgældsproblemet ikke skal blive endnu værre, men det skal ikke være nogen undskyldning for at lade de store visioner blive i skuffen.

USA's præsident Barack Obama var af mange udset til at være en politisk Messias, men resultaterne er udeblevet. Og det hænger unægteligt sammen med vanskelige arbejdsforhold. En konservativt ind-

stillet forbrugerorienteret befolkning, der har meget svært ved at ændre adfærd. Et republikansk modstanderparti, som er konsekvent imod skatteforhøjelser for at imødegå den truende gældsudvikling - og som bruger *filibuster*-taktikken til at tale en ambitiøs miljøløve ihjel i Senatet. Demokraternes afhængighed af ”svinger-staterne”, som også er stærke kulstater.

Ikke desto mindre holdt Obama for kort tid siden på baggrund af oliekatastrofen en opsigtsvækkende tale til det amerikanske folk om nødvendigheden af at ændre energipolitikken til en mere bæredygtig. Men i stedet for at se det som et vigtigt pejlemærke i den globale politiske debat om fremtidens samfund syntes medierne i både ind- og udland mest forhippede på at kritisere Obama for ikke at have nået noget endnu.

TEKNOLOGIEN SOM REDNINGSPLANKE

Mange synes trods mangelen på stærke politiske ledere og en fælles kurs at have en uforgængelig tro på, at vi nok alligevel skal klare problemerne – vi er jo så dygtige til at finde på. Som f.eks. russerne, der foreslår, at hullet i den mexicanske Golf, skal lukkes med en atombombesprængning – den slags har de selv gjort 5 gange i lignende situationer, med succes i de 4. Global opvarmning fikser vi med *geoengineering*. Og sygdomme og alderdommens gåde fikser vi fremover med genforskernes hjælp, så nyfødte om 50 år måske kan se frem til at blive 150-200 år. Og hvis det ikke er nok, så kan vi snart lave en klon af os selv. Eller opfinde helt nye livsformer, som Craig Venter og andre er godt på vej til (se s. 39),

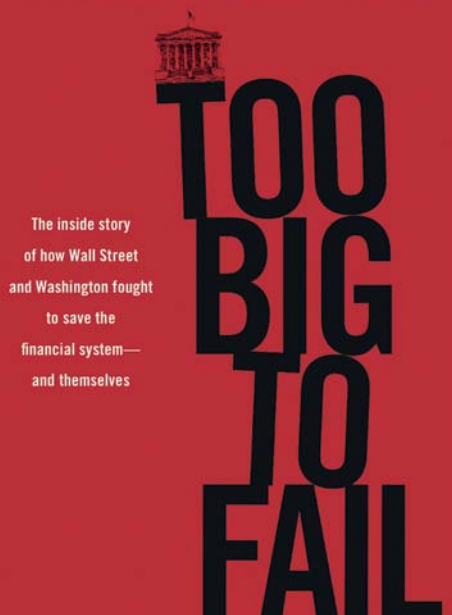
Men teknologi er jo i den grad et tveægget sværd, og sandsynligheden taler for, at vi i mange sammenhænge er i en udvikling, som vi ikke selv kan overskue konsekvenserne af. Langt den største del af det vi ved i dag, og de teknologier vi råder over, er reelt resultatet af de sidste 100 års udvikling. Det kræver selvtillid at tro, at man på 100 år kan lære at kontrollere naturen. Vi kan påvirke den, ja, desværre i ekstrem grad. Men kontrollere den kommer vi aldrig til.

Jorden og det menneskelige samfund er *Too big to fail* – som nogle af finansverdenens giganter blev skønnet at være (se s. 4). Problemet er bare, at der ikke er nogen, der kan lave en ”bailout” for os. Vi må selv fikse det. Men vi kunne jo starte med at sund fornuft blev genindført. At det igen bliver en naturlig del af adfærden, at gæld er noget, der skal betales tilbage, hvad enten det er penge eller naturen, det handler om.

Det er svært for de ”voksne” generationer at ændre adfærd - de har fremtiden bag sig, og er groet fast i vaner og forstokkede verdensopfattelser. Så det er de unge, der skal få fornuften til at blomstre. Det er de unge, der har fremtiden foran sig, de har drømmene, visionerne, energien, åbenheden og kreativiteten.

Men hvem skal fortælle dem, hvad sund fornuft er, hvis de ”voksne” ikke længere selv ved det?

ANDREW ROSS SORKIN



Too big to read, vil nogen måske sige. Over 500 sider om finanskrisen lyder også af meget, men det kommer an på måden, det er skrevet på. Og denne bog, "Too big to fail", skrevet af den prisvindende journalist, Andrew Ross Sorkin fra New York Times, er virkelig godt skrevet.

Bogen er ikke skrevet for økonomer og finansielle nørder, men kan lige så vel læses af de almindelige skatteydere i hele den udviklede verden, som endte med at betale regningen på den ene eller anden måde for den ufattelige grådighed og en forudgående forbløffende mangel på overblik fra alle aktørernes side som endte med at blive den største finansielle katastrofe i historien.

Sorkin har lavet interviews med over 200 implicerede nøglepersoner og har fået adgang til alt fra håndskrevne noter og emails til båndoptagelser fra kritiske møder. Bogen er fyldt med intense samtaler i det dramatiske forløb, og det gør bogen medrivende – man føler det, som om man er en flue på væggen.

Der lægges ud med forløbet omkring Bear Stearns – investeringsbanken, der som den første tynges i gulvet af kollapsende subprimeobligationer, og ender med at blive købt for en slik af J.P. Morgan, støttet af et lån fra Federal Reserve på 29 mia. dollars – et non-re-

Too big to fail

course lån, som betyder, at Fed tager sig af de dårlige realkreditobligationer, uden ret til at modregne i J.P. Morgans aktiver, hvis låne- ne ikke bliver betalt. Dette er starten på det finansielle drama. Det står hurtigt klart, at også mange andre af de store banker har været alt for voldsomt gearet i de famøse obligationer – heraf ser det værst ud for en af de største, Lehman Brothers.

Da først Bear Stearns går ned er det, som om de finansielle markeder pludselig vågner op. Der kommer ekstrem fokus på, hvem der er smurt ind i dårlige lån og hvor meget. Hedgefondene lugter blod og går short i de trængte bankers aktier. Der laves et succesfuldt lobbyarbejde for at få indført et forbud mod shortselling – selv om "you live by the sword in Wall Street" betyder det tydeligvis ikke, at man også gerne vil "die by the sword".

Vi får en meget intens beskrivelse af for- søgene på at redde Lehman Brothers – og i dramaets centrum befinder den amerikanske finansminister Henry Paulson sig – tidligere topchef for Goldman Sachs og med en formue på over 700 mio. dollars. Britiske Barclays Bank er stærkt med inde i billedet som en potentiel opkøber og indvilliger principielt, hvis de får lov at købe kun den "gode" bankdel.

Men en sådan handel kræver godkendelse af den britiske regering. Alistair Darling, den britiske finansminister, er kritisk. Det britiske banksystem har sine egne dårligdomme og han har ikke lyst til at inficere systemet yderligere ved at importere USA-krisen. Han ved, at Bank of America har trukket sig. "Was Barclays going to be left buying leftovers?" Så han afviser. Henry Paulson modtager besked og siger, at briterne "grinfucked us."

Også Warren Buffet, rigmanden fra Omaha var inde i billedet, men hans snusfornuft får ham til at tøve. Den dag han modtager beskeden om Lehman Brothers endeligt styrer mod bankerot, er han på vej til middag med den ene af Googles stiftere, Sergey Brin og hans kone.

"You may have saved me a lot of money", he said to the Brins with a laugh in the grand dining room. "If it wasn't for getting here on

time, I might have bought something".

Lehman Brothers kolliderer, men det er ikke enden. Goldman Sachs og andre er også i skudlinjen. Men måske værst af alt: AIG, forsikringsselskabet, der udsteder Credit Default Swaps (CDS) – forsikringer til obligationsejere mod default – har CDS'er ude for astronomiske summer, som de ikke kan honorere i det kollapsende boligmarked og må ikke gå ned af frygt for de uoverskuelige kaskadeeffekter i det finansielle system. J. P. Morgans topchef James Dimon er med i løsningsarbejdet.

"Geithner called. He wants us to find a private-market solution for AIG. It's a big hole. This could be the mother of all loans."

AIG bliver reddet, det samme gør andre banker med støtte fra TARP redningsplanen på 700 mia. USD, og realkreditinstitutterne Freddie Mac og Fanny Mae overtages af staten. For en gangs skyld har amerikanerne ikke turdet lade markeds kræfterne råde. Skatteborgerne ender med regningen ligesom de gjorde i andre hårdt ramte lande, og i dag har vi en statsgældskrise i den udviklede verden som aldrig før.

Smid sommerferiens kriminalromaner ud og læs denne i stedet, hvis du vil have et skræmmende indblik i de uhyrlige og usympatiske egoer, der styrer centralnervesystemet i den kapitalistiske verden, og som slet ikke er så begavede, som vi måske har troet.

Mest skræmmende og tragikomisk i bogen er det, da Henry Paulson i sommeren 2008 - hvor aktiekurserne i Freddie Mac og Fannie Mae er ude i noget, der ligner en dødsspiral – søger råd hos tidligere chef for Federal Reserve, Alan Greenspan. Manden, der i sin embedsperiode var beundret og respekteret, men som set i bakspejlet grundlagde hele udviklingen af finanskrisen med sin alt for lempelige pengepolitik i alt for lang tid. Greenspan havde et forslag til at løse problemet med boligmarkedet:

"He suggested that there was too much housing supply and that the only real way to really fix the problem would be for the government to buy up vacant homes and burn them."

Kreative grækere

Grækenland. Landet, der opfandt demokratiet for 5.000 år siden og har beriget os med mange af verdenshistoriens største tænke-re, er i den grad faldet af på den. Hvis nogen skulle være i tvivl efter mediernes fokus på det sydeuropæiske land i månedsvis. Grækenland, med 10,2 millioner indbyggere, ser ud til at være et af de mere korrupte lande i EU. Regeringen har snydt med de økonomiske nøgletal for at komme med i euroen og blive derinde. Og en del af de græske skatteborgere snyder så meget, at det forekommer uforståeligt, hvordan landet egentlig har kunnet holde sig kørende.

Det er 29 år siden Grækenland kom med i EU, og siden da er forskellen mellem fattige og de superrige blevet udvidet ganske markant. 20 pct. af befolkningen menes i dag at leve under fattigdomsgrensen, mens andre 20 pct. – dvs. 2 millioner mennesker – menes at tjene over 100.000 EUR årligt. Men det er ikke det, man kan læse i skattestatistikken. Antallet af personer, som opgiver indkomster over 100.000 EUR årligt, er på kun 15.000.

Så godt nok står Grækenland over for en hestekur, hvis de skal rette op på statens finanser og med tiden betale den store udlandsgæld tilbage. Men til gengæld har skattevæsenet sandelig også noget at komme efter.

I de seneste 8-9 måneder har landets rige nok anet, hvor det bar hen. I hvert fald har der været massive pengeoverførsler til schweiziske og cypriotiske banker samt ejendomsinvesteringer i udlandet. Ejendomsmæglere i London beretter om rekordforretninger med grækere.

Det sidste nye i Den Græske Skatteundersøgelses ABC udspringer af, at de rige hørte rygter om, at skattevæsenet var begyndt at bruge Google Earth for at spotte de huse, der har swimmingpools – der i øvrigt ofte er bygget uden tilladelse. Rygterne taler sandt. Skattevæsenets begrundelse for den usædvanlige satellitjagt er, at en swimmingpool er en indikator for velstand – og hvis man har en, og den opgivne skattepligtige indkomst for husstanden er påfaldende lav, så er der lagt op til torskegilde.

Hvad gør den rige så? Man dækker svømme-pølen til. Vangelis Vasilopoulos er chefingeniør for et selskab, som bygger swimmingpools i de rige, nordlige forstæder i Athen, og fortæller til *The Guardian*, at selskabet er blevet kimet ned på det seneste af swimmingpool-ejere, som spørger om, hvordan de kan camouflere deres våde velstandsindikator.

”Formlen er enkel. Alt, hvad du behøver, er et grønt dækken af en slags, og så kan poolen

ikke ses fra oven. Men hvis vandet kan ses, eller dækket er blåt, så er det sket med dig.”

De skrappe reformer, der skal sættes i værk, kommer til at gøre ondt på efterkommerne af Sokrates, Platon, Aristoteles og alle de andre. Mange vil opleve, at deres indtægt efter skat pludselig bliver voldsomt beskåret af staten – i nogle tilfælde fra under 10 pct. til 38 pct. – oven i købet med den særligt skærpende omstændighed, at det nu får konsekvenser, hvis man ikke betaler. Arbejdere, som havde set frem til en komfortabel pension fra midten af 50’erne på op til 80 pct. af deres slutløn, må nu se i øjnene, at de må blive på arbejdsmarkedet mindst et årti mere, og så oven i købet få en lavere pension til den tid.

Men for skattevæsenet selv er reformerne også hårde – de skal pludselig til at arbejde for føden.

”Omfanget af skatteunddragelse er ikke overdrevet”, siger Irini Skouzou, som står i spidsen for Company Set Up – et konsulentfirma, der hjælper virksomheder med skattemæssige og juridiske forhold i Grækenland. ”Og bureaukratiet er så slemt, at selv selskaber, som ønsker at betale skat, har fundet det meget vanskeligt. De har været ude af stand til at registrere sig hos de lokale skattemyndigheder.”

Tid til konvertering

Vi har stadig en meget lav rente, og det skyldes i høj grad, at centralbankerne – af frygt for at kvæle opsvinget – holder renten historisk lav, selv om økonomien er i vækst. Det er ikke normalt at gøre den slags, men med historisk høje og stadigt voksende statsgældsbyrder i mange udviklede lande, vil det hele blive endnu værre, hvis vi ender med en ny økonomisk nedtur. Så derfor bruges den samme medicin, der egentlig grundlagde krisen – ekstremt lempelig pengepolitik.

Det gælder for låntager naturligvis om at udnytte situationen. Som oven i købet er blevet mere gunstig på det seneste, hvor den finansielle uro i Syd-europa har øget risikoaversionen i de finansielle markeder og fået en del investorer til at søge væk fra usikre papirer og over i de mere sikre – og i den kategori falder danske realkreditobligationer. Efterspørgslen har fået de lange renter til at falde

så meget, at den 30-årige 4 % obligation nu er blevet toneangivende. I øjeblikket ligger kursen på den 30-årige 4 % obligation med afdrag omkring kurs 97, mens den afdragsfrie version ligger lige under 96. På den baggrund er det værd at overveje en konvertering til et fastforrentet 4 %-lån, hvis du har

- et fastforrentet 7 %-lån
- et fastforrentet 6 %-lån
- FlexGaranti® 6 % uden rentefald, der har ramt loftet
- FlexLån® - og ønsker at skifte til fast rente for at få mere sikkerhed eller spekulere i restgældsreduktion.

Hovedmotivet for konvertering til 4 % for låntagere med de tre første låntyper er naturligvis chancen for at fastlåse renten på et historisk lavt niveau og sam-

tidig fra starten opnå en lavere månedlig ydelse. Men ligesom en del låntagere med FlexLån® vil foretage konverteringen i håb om en senere restgældsreduktion, så er det jo en mulighed, som alle vil få, hvis de vælger konverteringen til 4 %. Restgældsreduktion vil være mulig i det tilfælde, hvor rentestigninger – måske først om flere år – sender kursen betydeligt ned på 4 %-lånet, og derved gør det muligt for låntager at købe lånet tilbage for væsentligt færre penge, end der oprindeligt blev udbetalt. Det nye lån skal så enten være et fastforrentet lån med højere kuponrente eller et FlexLån®.

Har du et fastforrentet lån, er der stadig noget tid til næste opsigelsesfrist den 31. juli. Jo tættere du kommer på et opsigelsestidspunkt, jo lavere bliver dine differencerenter. Men husk, at hvis du venter, kan kursen på 4 %-lånet være faldet i mellemtiden.



Nye jobs skal trække aktiemarkedet

AKTIESTRATEG // MORTEN KONGSHAUG



Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug, tror på, at aktiemarkedet vil løfte sig herfra. Men det forudsætter, at vi får jobvækst i USA. Og at Emerging Markets holder væksten.

Verdens største aktiemarked er stadig suverænt det amerikanske. Og kursen for de øvrige aktiemarkeder i det forbundne finanssystem er i vidt omfang udstukket herfra. USA's økonomi er nu inde i en fase, hvor de finanspolitiske lempelser er ved at være udfaset, og økonomien skal vise, om den kan køre selv. Det kan den kun, hvis forbrugerne bruger penge - og det gør de kun, hvis ledigheden begynder at gå nedad.

Gør den så det?

Generelt er jeg lidt skuffet over, at vi ikke har set fremgangen i jobs, men den slags tager tid. Vi må være tålmodige, men det er svært pga. gældskrisen, som har svækket manges tillid til markedet. Men der er lovende tegn. Indtjeningsfremgangen i virksomhederne og deres investeringer er gode indikatorer – det er et spørgsmål om tid, før vi også ser virksomhederne begynde at ansætte flere. Men det bliver en moderat jobvækst, og vi vil se en del outsourcing til Emerging Markets som vi også så under opsvinget i 2003. Hvis jobvæksten mod forventning udebliver, så bliver 2011 en uhyggelig udfordring.

Hvilke forventninger er afspejlet i markedet?

Markedet ligger til, at efteråret bliver ringe. Men hvis vi undgår chok – som f.eks. en stor bank, der går ned – så vil vi trods en vis vækstafmatning stadig opleve moderat fremgang, som giver basis for en højere indtjeningsvækst end afspejlet i kurserne, og USA-markedet vil overraske. Ser vi ind i 2011, så tror jeg, at analytikernes indtjeningsforventninger er for høje, men til gengæld er markedets forventninger for lave. Og det er interessant. Vi er ved at have en interessant værdiansættelse, hvor der er priset meget lav vækst ind i de kommende år – også i forhold til tidligere efterkriser.

Europæiske eksportvirksomheder har fået en massiv styrkelse af konkurrenceevnen med eurosvækkelsen. Det ser jo skidt ud for USA-eksportørerne.

USA-selskaberne har en udfordring, men faktum er jo, at de står så stærkt med nogle produkter, at europæerne ikke har noget

alternativ. Det gælder f.eks. selskaber som Apple, Google og Microsoft. Der hvor den skærpede europæiske konkurrenceevne vil slå igennem, er i Emerging Markets på forbrugsgoder og kapitalgoder. Der vil være stor vækst og stigende købekraft i Emerging Markets i de kommende år, men de leverer selv produkterne inden for forbrugsvarer og finansielle serviceydelser.

Hvis man som investor skal nyde godt af den stærke efterspørgsel i Emerging Markets er der masser af nordiske og danske virksomheder, der er godt eksponeret mod især Asien. Det gælder f.eks. Novo Nordisk, Mærsk, Carlsberg og FLS. Og netop Asien vil levere mere vækst end mange vestlige selskabers hjemmemarkeder i de kommende år. OECD-forbrugerne, der er tynget af privat og statslig gæld, vil have begrænset forbrugslyst og købekraft de næste 5-6 år - det bliver forbrugerne i Kina, Brasilien, Indien og andre store udviklingsøkonomier, der vil trække læsset. Kan de ikke det – hvilket vil være mod vores forventning – så får vi range trading i det brede aktiemarked.

I Europa er der meget fokus på gældskrisen. Er der en ny finanskris under opsejling?

Grækenland defaultter, hvis de selv vil. Vil de ikke selv betale, så må de defaultte, men jeg kan ikke læse det politiske billede anderledes, end de vil blive ved med at skære – der er masser af tilkendegivelser fra det politiske system i den retning. Jeg er mere bekymret for Spanien, hvor boligkrisen stadig gør meget ondt. Nu får vi snart mere at vide om de spanske banker, der normalt ikke er glade for at hensætte, men de vil måske blive presset. Men ellers synes jeg, man skal passe på ikke at overdramatisere gældskrisen i Europa. Det er en problematisk situation, især for de lande, som er ramt af høje renter. Men man skal også være opmærksom på, at i de fleste lande er renterne meget lave. Vi har en solid polarisering i de kreditstød, som kommer fra krisen, og som neutraliserer hinanden – det er slet ikke som i 2008. Og jeg tror ikke, at vi – selv om Europa er på vej ind i en svagere periode – vil se regionen i recession igen. Det

vil kræve en halv 2008-finanskris, og det er ikke realistisk.

Hvilke sektorer skal man købe?

Overraskelserne bliver størst i industri-sektoren. Siemens kom med en stærk profit upgrade for 2. kvartal i slutningen af juni og begrundede det med omkostningsbesparelser, stærk efterspørgsel i Emerging Markets og den svage euro. Denne indikerer, at den europæiske industri sektor vil overraske positivt, når regnskaberne for 2. kvartal offentliggøres (Siemens 29. juli). Men køb også sundhed, som jeg tror vil få stor fremgang i Emerging Markets i de kommende år sammen med stærke mærkevarer inden for stabilt forbrug, som f.eks. Nestlé, og forbrugs- og kapitalgoder, der står stærkt i udviklingsøkonomierne.

Energisektoren er også interessant. Hele sektoren er ramt af oliekatastrofen, men det er en isoleret BP-ting. Og selv om der kommer skrappe sikkerhedsreguleringer ved de amerikanske kyster, så vil de næppe blokere for dybtvandsboringer. USA har simpelthen brug for olien.

Så er der finans. Jeg vægter nu sektoren neutral i porteføljen, fordi jeg tror, det lyser for finansaktierne. Finanssektoren er tynget af reguleringsspøgelset, men nu begynder vi at kunne se konturerne af Basel 3, og mange lande har også indført visse stramninger allerede. Den 23. juli får vi en stress-test af bankerne, og jeg forventer, den bliver ok. Dermed vil finanssektoren ikke længe levere det negative bidrag til stemningen på markedet, og det er vigtigt. Når den afklaring er der, så vil valuering og moderat vækst bane vejen for et løft i aktiemarkedet i de udviklede lande på 10-15 pct. frem mod årsskiftet, slutter Morten Kongshaug.



Svend Jørgen Jensen, indehaver af finanshuset Demetra.

Finansverdenens alternative spåmand

Renten vil tidligst stige i 2013, aktiemarkedet står måske over for en ny stor nedtur, og Kina er den største risikofaktor. Siger Danmarks førende ekspert inden for teknisk analyse.

"Hvis jeg bliver spurgt til råds om
aktiemarkedet i den kommende tid, siger jeg
ganske enkelt: Ingen aktier"

*Aktionærens Nyhedsbrev 13. juni 2008,
Svend Jørgen Jensen*



FORTSAT FRA SIDE 9 ➔

"Jeg har ingen respekt for økonomer – slet ikke dem under 40 år, for de har ikke oplevet de fulde konjunkturcykler som professionelle. Og hvis man skal forstå de finansielle markeder, skal man forstå, at alting bevæger sig i bølger".

Ordene kommer fra Svend Jørgen Jensen, indehaver af finanshuset Demetra i Silkeborg, som yder rådgivning om finansielle markeder til privatkunder og virksomheder, især inden for landbruget. Rådgivningen adskiller sig imidlertid fra andre finanshuse ved at være udelukkende baseret på teknisk analyse.

Han har ikke meget til overs for økonomer og deres evner til at forudsige udviklingen i økonomi, renter, råvarer og aktier – og peger bl.a. på, at bankernes renteprognoser rammer forkert i 9 ud af 10 tilfælde, en påstand, som er dokumenteret af en undersøgelse foretaget af Nationalbanken for få år siden.

"Mange tror, at økonomi er en eksakt videnskab, men det er det overhovedet ikke. I økonomien er der mange eksakte formler, teorier og velargumenterede sammenhænge, men de er ikke meget bevendt i virkelighedens verden, fordi de ikke er i stand til at forudsige menneskers adfærd. Mennesker opfører sig nemlig ikke rationelt, som økonomerne antager. Menneskets adfærd er styret af psykologiske faktorer, som ikke lader sig indkapsle i en formel."

LÆS ADFÆRDEN I KURSCHARTS

Menneskelig adfærd og psykologi kan til gengæld lade sig aflæse i kurscharts. Ved at studere kurscharts kan man på enkel vis få et godt indtryk af, hvad der er ved at ske på de finansielle markeder – en information, som man ikke får ved at læse aktieanalyser og nationaløkonomiske prognoser, mener Svend Jørgen Jensen.

"Det grundlæggende udgangspunkt i teknisk analyse er, at de finansielle markeder er trend-cykliske. Markederne bevæger sig i langvarige trends, som hænger sammen med konjunkturcyklerne. Det afgørende er, at bestemme hvor vi er i konjunkturcyklerne, og hvornår vi får de store vendinger. Til det formål ser vi på flere forskellige forhold, herunder også nogle som økonomerne selv kigger på. Vi ser på indikatorer, som defineret af Conference Board i USA. Det gælder leading indicators, som advarer mod forestående ændringer i den økonomiske aktivitet. Det omfatter f.eks. pengemængden, byggetilladelser og aktiemarkedet. Her er der en markant forskel på økonomer og tekniske analytikere. Hvor økonomerne finder argumenter for, at

aktiemarkedet skal den ene eller anden vej med baggrund i økonomiske forventninger, så ser vi aktiemarkedet i sig selv som en indikator på, hvor økonomien er på vej hen. Coincident indicators er en løbende måling af økonomien – det er f.eks. industriproduktionen og beskæftigelsen. Og så er der lagging indicators, som er sene økonomiske indikatorer – arbejdsenhedsomkostningerne, kommercielle og industrielle lån m.v. – tidsserier, som viser omkostningerne ved at drive virksomhed. Disse indikatorer kan give et godt indtryk af, hvornår vi får vendingsfaser i økonomien."

Men økonomerne ser jo også på de indikatorer?

"Ja, og de ser også på output gap (forskellen mellem økonomiens produktionskapacitet og den faktiske, red.), som jeg også gør. Men de begår nogle klassiske fejl, som allerede Arthur Burns fra National Economic Bureau of Economic Research (NBER) gjorde opmærksom på i en rapport i 1950 – nogle fejl, som går igen blandt alle finansmarkedsaktører op til en stor økonomisk nedtur. Der tales om ny økonomi, grænseløs vækst uden konjunktursvingninger, aktiemarkedet boomer, der er stigende spekulation, kvaliteten af lån forringes, og dårlige nøgletal bliver ignoreret eller bortforklaret. Alle disse forhold var gældende i årene frem til 1929, og de var gældende frem til 2008. Økonomerne så ikke krisen komme. Og generelt ser økonomerne alt for lidt på karakteristika, der kendetegner vendepunkter i økonomierne."

Men du så krisen komme?

"Jeg advarede allerede i 2007 om, at USA med 80 pct. sandsynlighed stod over for en recession, men der var ingen økonomer, der var enige med mig."

Hvordan vil du karakterisere den seneste krise?

"Det er en boligkrise. Det er klassisk i en højkonjunkturs sene fase, at der bliver bygget flere boliger, end der er brug for. Det kunne man se allerede i 2002-2003. Og netop boligmarkedet er meget afgørende for, hvordan økonomien og de øvrige finansielle markeder arter sig. I 2003 sagde jeg, at man ikke skulle investere i aktier. Jeg tog fejl. Det var det år, bullmarkedet startede. Men jeg kunne ikke få det til at stemme – boligpriserne var allerede på det tidspunkt for høje, byggetilladelserne var for nedadgående, og jeg så et kollaps i byggeriet. Det var den amerikanske pengepolitik, der overraskede mig. Greens-

pan valgte at sætte renten ned for at gøre krisen efter IT-boblen kort, og han holdt den nede i alt for lang tid. Derved fik økonomien ikke en pause til at normalisere sig, men byggede i stedet oven på eksisterende ubalancer. Og derfor blev boligkrisen så voldsom – så voldsom, at det kun er set to gange tidligere i historien, nemlig i 1873 og 1929."

Er den danske boligkrise slut nu?

"Det tror jeg ikke. Når man skal vurdere boligmarkedet, er det forkert, som økonomerne gør, kun at se på ejerboligmarkedet. Man skal se på både ejerboliger og lejeboliger. Og en opgørelse fra Danmarks Statistik, som viser antallet af boliger uden tilhørende CPR-numre, viser et abnormt højt antal tomme boliger – det er svært at leje ud, og der er ikke tilstrækkelig køberpres til at få priserne op på ejerboliger. Man ser samme tendens i USA, hvor der ifølge CNN er 13,7 pct. af boligerne, der er tomme. Det betyder, at priserne ikke kan stige. Sammenlign det med en isoleret landsby, hvor der er 10 beboede huse og 13 huse i alt. Du får ikke nogen til at købe de 3 huse, før der kommer en ny generation – en nulrentepolitik hjælper ikke. Lige nu har vi skønsmæssigt omkring 70.000 tomme boliger i Danmark. Normalt vil efterspørgselen efter boliger være en funktion af indkomst og beskæftigelsesudvikling, men skal det aktuelle overudbud af boliger fjernes kræves en befolkningstilvækst – og det er typisk sådan, at der kommer 10-15.000 nye købere til årligt, hvorfor der vil gå mindst 2-3 år, før boligmarkedet er normaliseret."

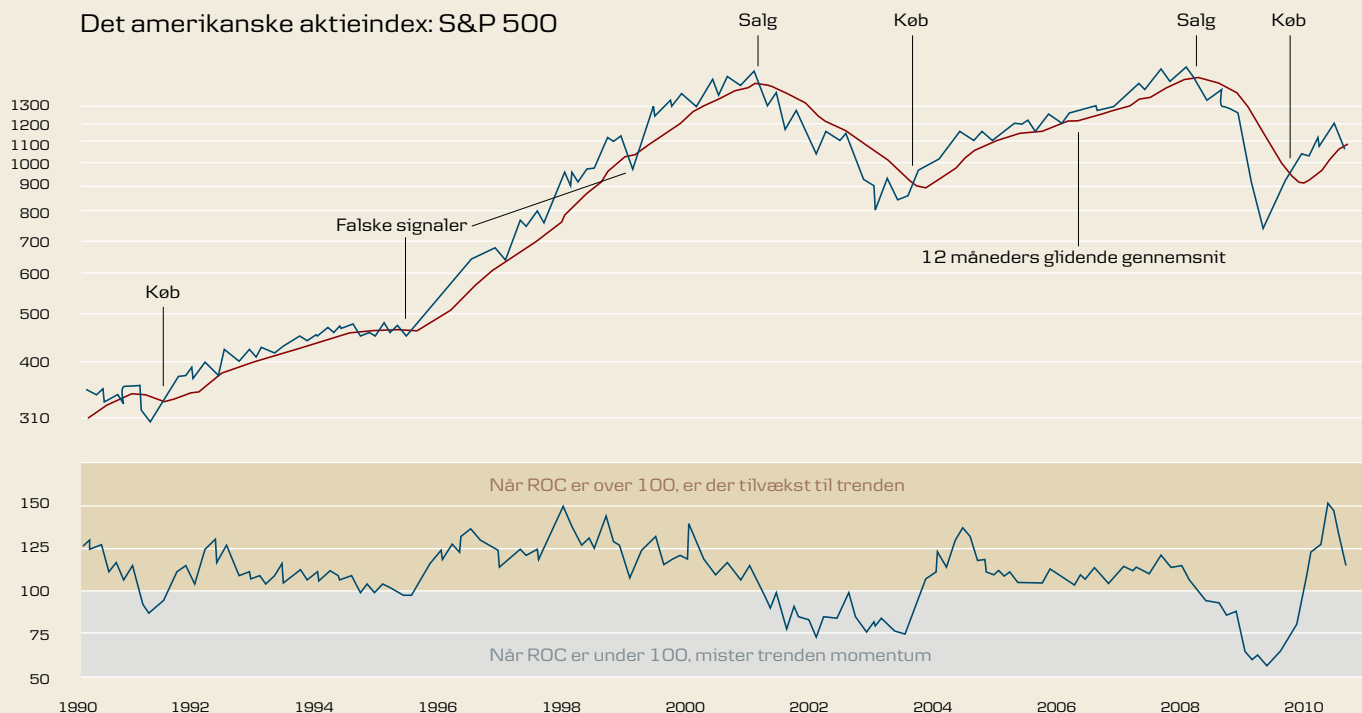
Hvad er din aktuelle forventning til renteutviklingen?

"Jeg tror ikke, at renten stiger før tidligst i 2013 – måske først senere. Ser vi på de to tidligere store boligkriser i historien i 1873 og 1929, så var renten lav i 10 år efter. Vi er i gang med en tilpasningsperiode, som vi også så i starten af 80'erne og 90'erne, og en sådan proces tager flere år. Byggetilladelserne er traditionelt en god indikator for befolkningens tillid til deres egen økonomiske situation, men med byggetilladelser i en nedtrend, et niveau omkring 25 pct. af toppen i 2007 og 70.000 tomme boliger, kombineret med en stor overkapacitet i økonomien, så er der intet, der tyder på rentestigninger foreløbig. Korte lån er helt oplagt."

Hvordan ser det ud på aktiemarkedet?

"Aktiemarkedet viser svaghedstegn. De vigtigste parametre for aktiemarkedet er de korte renter, virksomhedernes indtje-

Det amerikanske aktieindex: S&P 500



Cyklisk model baseret på 12 mdr. procentvis ændring

Kilde: Finanshuset Demetra. Opdateret 9. juni 2010.

Forklaring: Figuren viser, hvornår man i de seneste 20 år har fået salgs- og købsignaler genereret af, at kurven over daglige kursdata i det amerikanske aktieindeks S&P 500 krydser 12 mdr. gennemsnittet. Men det er også vigtigt, at man løbende vurderer styrken af trenden, understreger Svend Jørgen Jensen. Han anbefaler derfor, at man også bruger 12 mdr. Rate of Change (ROC), som ses nederst i figuren, og som kan medvirke til at identificere de falske købs- og salgssignaler. ROC måler den procentvise udvikling over 12 mdr. En faldende tendens og et brud under 100, indikerer, at trenden mister momentum. Mens en stigende tendens og et brud over 100 kan indikere det modsatte. Men selv uden denne indikator som støtte er den succes, som en investor med brug af det simple gennemsnit ville have opnået, ganske tankevækkende. Hvis du tænker tilbage, har du så købt og solgt med lige så stor succes?

ning, leading indicators og selve markedet. Virksomhedernes indtjening har været stigende, men det har aktiemarkedet også, og derfor er indtjeningen ikke et signal i sig selv. I stedet skal man holde øje med trenden i aktierne og udviklingen i de ledende økonomiske indikatorer. Rentestigninger er ikke nogen trussel mod markedet. Der vil først være stigende renter, når virksomhedernes omkostninger begynder at stige, og de falder faktisk stadig. Dette er også værd at hæfte sig ved, fordi det stadig ikke er stigende omsætning, der har skabt indtjeningsfremgangen, men besparelser. Medmindre omsætningsvæksten snart kommer, risikerer vi, at indtjeningen begynder at falde, fordi grænsen for besparelser er ved at være nået. Så er der selve markedet, og her ser det også skidt ud, at 200 dages gennemsnittet er brudt nedad. Det kan være en advarsel om, at yderligere fald er på vej. Dertil kommer, at markedsdeltagerernes holdning er klart positiv – hvilket er et advarselssignal. Jeg anbefaler vores kunder, at de skal reducere deres aktiebeholdninger eller helt skaffe sig af med alle aktier. I øvrigt kan man se, at der er ved at danne sig en topformation i S&P 500. Hvis det fuldføres, så indikerer det kursfald helt ned til 400 fra aktuelt 1100.”

Mange tror, at Asien og især Kina, som ikke er plaget af budgetunderskud og tyngende privat og offentlig gæld, uanfægtet vil fortsætte med at være verdensøkonomiens nye motor.

”Jeg tror, at man skal passe meget på Kina. For nylig var landets premierminister ude at sige, at der måske var en nedtur på vej. Aktiemarkedet er faldet over 20 pct., hvilket varslar en økonomisk svækkelse. Samtidig er landet ved at blive kvalt i forurening, og det oplever sin første boligbobbel. Råvarepriserne er faldende, og kineserne har købt stort ind af råvarer, som de måske ikke får brug for. Hvad sker der, hvis landet oplever sin første konjunkturedgang?”

Der findes et hav af værktøjer inden for teknisk analyse. Hvad fokuserer du selv på, hvis vi taler om aktier?

”Jeg ser som udgangspunkt primært på de korte renter, 12 mdr. glidende gennemsnit på aktiemarkedet og de omtalte leading, coincident og lagging indicators, som giver et godt indtryk af, hvor vi er i konjunkturcyklen. Det er vigtigt, at man løbende vurderer styrken af trenden, og man kan derfor supplere med 12 mdr. Rate of Change (ROC), som måler den procentvise udvikling over 12 mdr. En faldende tendens og et brud under 100, indike-

rer, at trenden mister momentum. Mens en stigende tendens og et brud over 100 kan indikere det modsatte.”

Men du holder meget fast i økonomiske indikatorer, og det vil måske virke overraskende for økonomer?

”Ja, det er en udbredt misforståelse, at tekniske analytikere ikke ser på økonomiske forhold – det gør vi i stort omfang, vi ignorerer ikke noget. Men det er for komplekst – også for økonomer – at forstå og forholde sig til alle økonomiske data. Derfor skal man forsøge at læse markedets adfærd i kurscharts, da aktiemarkedet i sig selv er en vigtig ledende indikator. Dels viser det markedsdeltageres adfærd, dels er al økonomisk relevant information afspejlet i kursudviklingen.”

Hvad er dine råd til privatkunder, landmænd og virksomheder, hvis du skal gøre det kort?

”Det er vigtigt, at man aldrig handler imod trenden. Lad være med at tro, du ved, hvor bunden er. De defensive strategier er de vigtigste. Du skal beskytte din kapital. Du skal være disciplineret og lade være med at skifte strategi i tide og utide. Hvis trenden er klart vendt ned i aktiemarkedet, skal du sælge alle aktier og købe obligationer i stedet.

FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE ➔

FORTSAT FRA SIDE 11 ➔

Hvis trenden er nedad, så er sandsynligheden for at du vinder i markedet på aktiekøb mindre end sandsynligheden for tab. Trenden skal være med dig. Folk tror altid, at de kan vinde i markedet, men du skal stille dig selv spørgsmålet: Hvor meget vil jeg tabe? Og så skal du være villig til at lukke tabsgivende positioner. Se driftsøkonomisk på det: Hvis

du har tabsgivende aktiviteter i en virksomhed, så lukker du dem. Og pas på bankernes rådgivning. Bankernes rådgivere har budgetter de skal opfylde, produkter de skal sælge og omsætningsmål de skal nå. Bankernes rådgivning er ikke uafhængig. De har det forkerte udgangspunkt, idet de prøver at få kunderne til at tjene penge for så tjener de også

selv penge. I stedet burde de forsøge at beskytte kundernes kapital bedst muligt. Det burde være sådan, at kunderne i stedet betalte et fast honorar til bankerne for rådgivning. Det ville lette presset på rådgiverne, og det ville sikre en mere objektiv rådgivning."

KAN TEKNISK ANALYSE GIVE ET OVERNORMALT AFKAST?

Der er lavet utallige statistiske analyser af kursudviklingen på aktie-, valuta-, rente- og råvaremarkederne, og overordnet viser de, at der ikke er nogen signifikant lineær afhængighed mellem de daglige kursændringer. Der er altså ikke umiddelbart noget, der tyder på, at det kan lade sig gøre, at finde mønstre i markedet, som kan udnyttes økonomisk og føre til et afkast, der er højere end markedsafkastet.

Betragter man diverse kurscharts, så er det imidlertid tydeligt, at markederne bevæger sig i trends – korte, mellemlange og lange. Hemmeligheden er så, at identificere vendingerne. Det har tilhængerne af teknisk analyse et bredt udsnit af værktøjer til - lige fra identifikation af mønstre i kurschartet som Head and Shoulder og Double Top til indikatorer som RSI, ROC samt glidende gennemsnit.

Der er, bl.a. af centralbanker og universiteter, lavet en hel del akademiske analyser af, hvorvidt teknisk analyse kan generere købs- og salgssignaler, som giver et resultat højere end markedsafkastet. Langt de fleste støtter konkluderende teknisk analyse. Kritikere peger på, at det kan være, fordi man bruger tekniske metoder til at teste historiske perioder, hvorunder metoderne faktisk blev udviklet. Omvendt hævder de tekniske analytikere, at det er vanskeligt, og nærmest umuligt at lave en fair test af teknisk analyse, idet metoden indebærer subjektive vurderinger, som ikke kan automatiseres i en neutral test.

Om teknisk analyses brugbarhed må det overordnet konkluderes, at der med den udbredte brug blandt professionelle markedsdeltagere, også i bankernes markedsafdelinger, er noget, der tyder på, at teknisk analyse kan give information, som man ikke får fra traditionel fundamentalanalyse. Tag f.eks. 200 børsdages glidende gennemsnit (eller 12 mdr.). At bruge det til at generere de overordnede købs- og salgssignaler i aktiemarkedet, lyder så latterligt enkelt og banalt, at enhver

økonom med respekt for sig selv og sit fag, vil løbe skrigende bort. Men man kan også vælge at se på metoden med en pragmatisk tilgang: Det er en ubestridelig kendsgerning, at der er langvarige trendbevægelser i aktiemarkedet. Det er lige så ubestrideligt, at økonomiske data ikke er i stand til at forudsige vendepunkterne – i hvert fald har ingen formået at finde netop den kombination af data, som giver troværdige og stabile resultater. Men det gør et simpelt glidende gennemsnit – og det behøver ikke være præcist 12 mdr. eller 200 dage. Det kan lige så vel være 217 eller 177 – et relativt langt snit er det, der fanger vendingerne i lange trendbevægelser.

Det er en afspejling af markedets adfærd og dermed også den økonomiske information. Og historien viser, at blot ved at følge signalerne fra et banalt gennemsnit, kan man klare sig ganske godt. Men hvor mange mennesker vil være bekendt at sætte deres lid og sparepenge til noget så simpelt? Rigtigt, ikke ret mange. Måske er det derfor, det stadig virker så godt.

UNDERSØGELSER AF TEKNISK ANALYSES PERFORMANCE

En analyse af University of Singapore i 2002 drejede sig om glidende gennemsnit samt Relative Strength Index (RSI). Konklusionen lød: *Using Singapore data, the results indicate that the indicators can be used to generate significantly positive return. It is found that member firms of Singapore Stock Exchange (SES) tend to enjoy substantial profits by applying technical indicators.*

I en rapport fra 1997 konkluderer Federal Reserve Bank of St. Louis:

The success of technical trading rules shown in the previous section is typical of a number of later studies showing that the simple efficient market hypothesis fails in important ways to describe how the foreign exchange market actually functions. While these results did not surprise market practitioners, they have helped persuade economists to examine features of the market...

that might explain the profitability of technical analysis.

I en analyse blandt Londons valutahandlere konkluderer Bank of England i 1989:

... financial market researchers should not dismiss technical analysis: some chartist's forecasts were remarkably good and could not be improved upon by a range of alternative forecasting procedures. Further empirical and theoretical work on foreign exchange markets should not preclude the consideration of non-fundamentals.

Federal Reserve Bank of New York konkluderer i 1995:

Technical analysis, the prediction of price movements based on past price movements, has been shown to generate statistically significant profits despite its incompatibility with most economists' notions of "efficient markets."

Journal of Finance, 2000:

By comparing the unconditional empirical distribution of daily stock returns to the conditional distribution - conditioned on specific technical indicators such as head-and-shoulders or double-bottoms - we find that over the 31-year sample period, several technical indicators do provide incremental information and may have some practical value.

Federal Reserve Bank of St. Louis University of Iowa konkluderer i 1995:

This paper presents a number of experiments in which Genetic Programming-evolved technical trading rules outperform a buy-and-hold strategy on the S&P500, even taking into account transaction costs.

Analyse af prisdannelsen i forskellige aktivklasser kan ske efter forskellige principper: fundamentalanalyse, behavioural finance, teknisk analyse. I Danske Bank benytter vi fundamentalanalyse som basis og supplerer med de øvrige discipliner.

Investering i en usikker verden

Hvordan gør man det? John William Olsen er som porteføljemanager i DI StockPicking tvunget til at have et bud.



John William Olsen, chefporteføljemanager i Danske Invest.

Vaklende global vækst, euro-problemer, truende statsbankerot i Grækenland, Asien tæt på overophedning, finanssektoren er stadig mærket af krisen og står over for skrappe reguleringer. Samtidig er aktiemarkedet steget pænt siden bunden i foråret 2009.

Hvordan navigerer man som investor i en så usikker verden?

"Man skal være kritisk på aktiemarkedet, og ikke tage for meget risiko i porteføljen. Det er blevet mere risikabelt at købe markedet bredt og ukritisk. Før finanskrisen havde vi et synkront, globalt opsving. I dag er der stor forskel på, hvordan de økonomiske forudsætninger er for de forskellige lande. Det betyder, at man skal se indgående på, hvilke lande de forskellige selskaber er eksponeret mod, men også på hvor modstandsdygtige selskaberne er over for en ny nedtur eller en længere periode med spareplaner og offentlige opstramninger, som mange lande er tvunget til for at rette op på statsfinancerne."

Hvor lægger I hovedvægten af jeres portefølje p.t.?

"Vores tyngde er klart på europæiske eksportører. Euroen er svækket voldsomt siden slutningen af 2009, og det betyder reelt, at f.eks. varer produceret i USA på relativt kort tid er blevet 20-25 pct. dyrere end de europæiske, og det giver nogle af de europæiske selskaber en stor konkurrencefordel. Desuden er europæiske selskaber generelt mere eksportorienterede end de amerikanske, som typisk henter mindst 50 pct. af deres indtjening på hjemmemarkedet. Eurosvækkelsen slår også igennem i forhold til Asien, hvor mange valutaer er knyttet til dollaren."

Hvilke sektorer lægger I mest vægt på?

"Som udgangspunkt forsøger vi at finde de selskaber, som kan levere vækst og øget indtjening til den lavest mulige pris. Men man skal skelne mellem cyklisk vækst og stabil vækst. I en situation hvor der er så mange usikkerhedsmomenter, kan det være en god idé rette blikket mod såkaldt defensive selskaber, som vokser relativt uafhængigt af økonomien. Det gør eksempelvis medtech-selskaber – som St. Jude Medical og Becton Dickinson – selskaber, som leverer udstyr

til medicinalbranchen, og som har vist sig i stand til at vokse gennem alle konjunkturfaser gennem årene. De kan tilmed fås til P/E-niveauer nogenlunde svarende til det brede marked, hvilket er billigt i forhold til hvad de historisk har kostet og i forhold til deres langsigtede vækstpotentiale.

Fødevarerektoren er et andet eksempel på en stabil sektor, som kan fastholde indtjeningsniveauet i svære tider. Nestlé er et godt eksempel på et stærkt selskab i denne sektor. I tobaksindustrien finder man også selskaber med stabil indtjeningsvækst til trods for, at rygning gennem de seneste 20 år er blevet stadig mindre populært. Og så er der de store forbrugsselskaber som Colgate-Palmolive, Coca Cola og andre stærke brands, der som regel også holder kursen. Der er også selskaber, som nyder godt af stærke strukturelle tendenser, der ikke forsvinder trods kriser. Det gælder f.eks. eBay, der er stærk på online handel, som er en stadigt voksende del af detailhandlen. Selskabets betalingssystem PayPal voksede hele vejen igennem finanskrisen, og er på vej til at blive en branchevinder og selskabets største indtægtskilde."

Hvad med finansaktierne, der har fået så mange bank?

"Det finansielle system er stadig skrøbeligt, især i Europa pga. den store usikkerhed om den økonomiske fremtid og betalingsevne for lande som Grækenland, Spanien og Portugal. Svigtende betalinger på statsgælden vil ramme store banker i Europa hårdt. Dertil kommer, at der er udsigt til skrappe reguleringer af den internationale banksektor. Vi er helt ude af de europæisk orienterede banker, men har en enkelt amerikansk, en brasiliansk og to med stærke positioner i Asien – Standard Chartered og HSBC."

Så er der oliebranchen, oliekatastrofen og alternativ energi?

"Alternativ energi er en meget langsigtet trend, og det er stadig vanskeligt se, hvem vinderne bliver. Man kan brænde fingrene gevaldigt, men selskaber som GE og Siemens kan formentlig bruge deres industrielle knowhow til at opnå en fornuftig profitabilitet i deres aktiviteter inden for alternativ energi. Vi har dog p.t. ingen eksponering

mod de to selskaber. Hvad angår oliebranchen og den aktuelle katastrofe, så er det værd at overveje olieservicebranchen, der er trukket ned af katastrofen lige nu. Olieservicebranchen stilles ikke dårligere efter denne katastrofe. Efter perioden med totalt stop for dybhavsboringer i Den Mexicanske Golf, vil der blive skærpede sikkerhedskrav i forbindelse med boringerne, og det er netop olieserviceselskabernes forretningsområde. De store amerikanske olieserviceselskaber kunne være interessante, og de europæiske - f.eks. hollandske Fugro, som vi har i porteføljen - er også faldet tilbage."

Er informationsteknologi en interessant sektor?

"Ja, bestemt. Google ser f.eks. interessant ud p.t. Aktien er faldet 25 pct. i år bl.a. som følge af eksponering mod Europa og ballade omkring deres forretning i Kina. Det ændrer bare ikke på, at selskabet generer et højt og relativt stabilt cash flow, eller at de sidder tungt på deres forretningsområde i det meste af verden. Vi har også Qualcomm i porteføljen. Selskabet ejer CDMA-teknologien, som er basis i alle 3G-telefoner. Vi forventer, at markedet for 3G-baserede telefoner vil vokse meget kraftigt i de næste 4-5 år og rigeligt kompensere for faldende enhedspriiser. Man skal dog som investor holde sig for øje, at IT-selskaber er cykliske, og deres succes afhænger af deres evne til at tilpasse sig et marked i konstant forandring. Så risikoen er højere."

I slog benchmark med knap 10 procentpoint sidste år. I år er det dødt løb.

"Vi har flere europæiske aktier end vores benchmark, og blev derfor ramt direkte af euro-svækkelsen. Men vi tror, at konkurrenceevneforbedringen for de europæiske eksportører vil slå igennem i andet halvår, så vi også i år kan levere et højere afkast end markedet. Det er dog vigtigt for mig at pointere, at vi er langsigtede og tålmodige investorer, så vores fokus er på at investere i aktier, som vil give et godt afkast over de næste 3-5 år - ikke bare over de næste 6 måneder", slutter John William Olsen.

Aktier



Getinge



Getinge er et svensk selskab, der spiller en central rolle som producent og leverandør af systemer og udstyr til kunder inden for sundhedspleje, extended care og farmaceutisk industri. Getinge har 12.100 ansatte fordelt på produktionsenheder i blandt andet Sverige, Storbritannien, Frankrig, Australien og USA.

Getinge er interessant for tiden, idet selskabet har realiseret en markant ordreindgang de seneste 2 kvartaler, hvilket forventes at resultere i et stærkt 2. kvartalsregnskab. Specielt de første 3 måneder i 2010 har Getinge oplevet stigende vækst, hvilket har betydet, at forholdet mellem nye ordrer og fakturering af "gamle" ordrer (book-to-bill) er tæt på det rekordhøje niveau i 2006, hvor book-to-bill landede på 1,03. Hvis scenariet fra 2006 gentager sig, vil Getinge realisere en betydelig fremgang i organiske vækstrater og indtjening.

Af konkrete kurspåvirkende begivenheder forude er 2. kvartalsregnskab, der forventes at komme godt ud og løfte aktiekursen. Erfaringer viser, at selskabets opkøbsaktivitet (M&A) har bidraget til at løfte aktiekursen og outperformance af benchmark-indekset OMXS30. Danske Markets Equities (DME) vurderer, at det er mest sandsynligt med et evt. nyt opkøb i USA.

De primære risikofaktorer ved investeringen i Getinge er opstramning af offentlige udgifter – specielt inden for sundhedsområdet samt fornyet fokus på selskabets relative høje gæld.



Hasbro



Det amerikanske selskab Hasbro leverer fritidsprodukter og services til børn og familier, med en portefølje bestående af legetøj og spil, herunder actionfigurer kendt fra filmindustrien, traditionelle brætspil, kortspil, samt håndholdt elektronik. Selskabet opererer i tre segmenter – USA og Canada, Internationalt samt Underholdning og licenser.

Aktien ser interessant ud efter en længere periode med accelererende legetøjssalg – f.eks. steg salget af merchandise relateret til filmen Transformers til USD 500 mio. fra mindre end USD 100 mio. året forinden, og Hasbro har planer om at gentage succesen med andre varemærker. For nyligt identificerede selskabet muligheden for øget salg af dets legetøjsmærker ved at øge eksponeringen mod tv- og filmindustrien. Ifølge Goldman Sachs (GS) handler aktien med markant rabat, og GS tror på, at legetøjsindustrien som helhed står over for en solid vækst over de kommende år.

Af konkrete begivenheder forude, der kan påvirke kursen, er regnskabsaflæggelsen for andet kvartal den 19. juli, som vil afspejle, hvorvidt den øgede medieeksponering er en succes i forhold til stigende salg.

Den største risiko udgøres af fejlslagen tv- og filmeksponering i forhold til at stimulere salget. Endvidere er der risiko for, at legetøjsproducenterne ikke formår at hæve priserne i takt med stigende råvarepriser.



Heineken



Metso



Hollandske Heineken er blandt verdens største bryggerier og ejer og driver mærkerne Heineken og Amstel samt omkring 170 internationale, regionale og lokale specialøl. Heineken ejer 125 bryggerier i mere end 70 lande og har omtrent 54.000 ansatte

Goldman Sachs (GS) vurderer, at denne aktie er interessant, idet Heineken vurderes at handle til en discount sammenlignet med dets globale konkurrenter, SABMiller og ABInBev. GS's analyse peger på, at opkøbet af FEMSA Cerveza i Mexico vil betyde skalafordele og større eksponering imod hurtigvoksende nye markeder. Tidligere er Heinekens konkurrenter blevet værdiansat højere på grund af deres store eksponering i nye vækstmarkeder og større volumen, men disse huller synes at være lukket med opkøbet af FEMSA.

Af konkrete kurspåvirkende begivenheder vurderer GS at, at profitindtjeningen fra opkøbet af FEMSA vil stige som følge af vækstpotentialitet i Mexico på baggrund af den større segmentering, markedsføring og branding. Herudover forventes det, at Heinekens omkostnings-reduceringsprogram vil indbringe EUR 686 mio. og det skønnes, at bryggeriet vil realisere EUR 400 mio. i produktivitetsforbedringer.

De primære risikofaktorer ved at investere i Heineken er valutarisiko og eksekveringsrisiko. Disse risikofaktorer kan i værste fald udligne fordelene fra omkostningssynergier.

Metso er en finsk baseret industrivirksomhed, der leverer løsninger og services til de globale papir-, mine-, energi-, og miljøindustrier. Selskabet er organiseret i fire divisioner og har godt 29.000 ansatte fordelt på 50 lande, og genererede i 2009 en omsætning på godt EUR 5 mia. Selskabets største kunder er inden for papir- og mineindustri med henholdsvis 34 pct. og 29 pct. af omsætningen.

Den europæiske gældskrise, der har præget foråret i 2010, har i Danske Markets Equities' (DME) øjne fjernet fokus fra de stærke forhold i Metso's marked, hvilket gør aktien interessant. Senest i forbindelse med kapitalmarkedsdagen har selskabet givet udtryk for en stigende efterspørgsel i alle segmenter, og især inden for reserve-dele, hvor fortjenesten er høj. Baseret på den makroøkonomiske situation forventer DME stigende råvarepriser, hvilket vil stimulere sektoren. Endelig handler aktien i DME's øjne med en rabat til sammenlignelige selskaber på 17-31 pct.

Helt konkret udgør stigende råvarepriser samt vækst på markederne i Asien-, Nord-, og Sydamerika potentielle begivenheder forude, som kan påvirke kursen i positiv retning. Endvidere rapporterer Metso for andet kvartal 2010 den 29. juli.

De primære risici ved aktien er fornyet uro omkring den globale økonomiske vækst, aftagende vækst i den råvaretunge kinesiske økonomi, faldende råvarepriser, samt stigende risikopræmier på aktier.



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

Verdensøkonomien er blevet stærkere – men det er usikkerheden også

Jobløst opsving i USA og overophedning i Asien er blandt risikofaktorerne, men en eskalerende gældskrise i Europa er den største, mener økonomerne i Danske Markets Research.



Den globale vending er fortsat i år og har endda vist sig stærkere end ventet i de fleste regioner. I USA har vi set et kraftigt opsving i privatforbruget, og investeringerne er kommet op i omdrejninger. En bedring på arbejdsmarkedet er en afgørende forudsætning for et bæredygtigt opsving, og udviklingen på det amerikanske arbejdsmarked har trods en skuffelse i maj generelt vist tegn på bedring. Men frygten for et jobløst opsving lurer stadig.

Væksten i Asien accelererede kraftigt i starten af 2010, og eksporten og den private efterspørgsel har i stigende grad overtaget rollen som vækstmotor fra de offentlige investeringer og subsidier rettet mod at øge forbruget. I Euroland har billedet været mere blandet, og væksten var fortsat lav i 1. kvartal. Det er noget overraskende i lyset af de pæne tillidsindikatorer og industriproduktionstal i samme periode. En række stærke ordre- og produktionstal peger da også mod en pæn vækstfremgang i 2. og 3. kvartal.

Samlet set har makrobilledet været ret positivt, og den globale økonomi er blevet mere modstandsdygtig over for et tilbageslag.

MEN...

Desværre er den positive udvikling i makronøgletallene blevet overskygget af afsmittningen til de globale markeder fra gældskrisen i Euroland, der potentielt kan have meget negative virkninger på den globale økonomi og udløse et "double dip", hvor økonomien falder tilbage i recession.

Det kan blive tilfældet, hvis gældskrisen smitter endnu mere af på aktie- og kreditmarkederne, og hvis G7-landene følger op med mere aggressive og for tidlige stramninger af finanspolitikken. Den hidtidige tilbagegang på aktie- og kreditmarkederne ventes at have en vis negativ effekt på makroøkonomien, men vil ikke være nok til at sende den globale økonomi tilbage i recession.

Udviklingen i finansielle kriser som den aktuelle gældskrise i Euroland er imidlertid meget vanskelige at forudsige. En eventuel afsmittning kan vise sig på områder, man ikke havde forudset, og en negativ tillidsspiral kan udvikle sig voldsomt, når først den er startet. Et eksempel herpå er krisen i Asien sidst i 1990'erne, der hele tiden viste sig nye steder. Det startede med en devaluering i Thailand, som hurtigt blev fulgt op af Malaysia, Indonesien og Filipinerne - og tre måneder senere Sydkorea, hvilket var en overraskelse for myndighederne, fordi Sydkorea så langt sundere ud på de fundamentale forhold. Og det kulminerede med russisk default på statsgælden i

1998; et kollaps i hedgefonden LTCM som krævede indgriben af 14 centralbanker for at undgå en eskalerende finanskris; samt en dyb krise i Brasilien sent i 1998.

Penge- og finanspolitiske indgreb kan afbøde de negative virkninger af en finanskris, men vil ikke altid være tilstrækkelige. Hvis de underliggende kræfter, der skaber panik, er stærke nok, kan selv kraftige politiske indgreb være utilstrækkelige til at forhindre, at realøkonomien rammes alvorligt. Et andet eksempel herpå var finanskrisen efter sammenbruddet i Lehman Brothers.

Som udgangspunkt tror økonomerne i Danske Markets Research (DMR) ikke, at gældskrisen i Euroland udløser endnu en global finanskris. Frasalget af risikoaktiver på det seneste er formentlig blevet forstærket af, at mange investorer indtil for nylig har været overvægtet i risikoaktiver på baggrund af forbedringen i global økonomi. Da markedet kørte ned, og usikkerheden steg, valgte mange investorer på samme tid at løbe mod døren, og det forstærkede faldet. Da positionstagningen formentlig nu er mere neutral, skal der mere til, før markedet kører ned, og DMR venter et opsving på risikomarkederne på kort sigt.

"Men den stigende finansielle usikkerhed betyder, at vores vækstskøn er mere usikre end normalt," skriver DMR-økonomerne i den seneste rapport om verdensøkonomiens tilstand.

VOLATILITETEN VIL FORTSAT STIGE

ISM-indekset – den vigtige tillidsindikator i amerikansk erhvervsliv – vil ifølge DMR-økonomerne falde i den kommende tid fra godt 60 til 52-53 ved årets slutning, før det vender. Men breder uroen sig fortsat, kan det niveau nås allerede i efteråret med risiko for at bryde det psykologisk vigtige niveau i 50, der signalerer afmatning i økonomien. Selv om opsvinget i amerikansk økonomi er ved at bide sig fast, og vi har set en bedring på arbejdsmarkedet, vil et fald i ISM-indekset sandsynligvis øge nervøsiteten på markederne, givet det skrøbelige finansielle system. Volatiliteten i risikoaktiverne ventes derfor at fortsætte op. Risikoen er, at halen igen begynder at logre med hunden, som det var tilfældet under Lehman-krisen.

Forstået på den måde, at hvis tilbagegangen på risikoaktivmarkederne fortsætter, kan det ramme den globale økonomi så hårdt, at det i sig selv retfærdiggør ikke blot det oprindelige fald i risikoaktiverne, men også et eventuelt nyt fald senere på året.

Euroland har været krisens epicenter. Det har påvirket udsigterne på mange måder, og en

række modsatrettede faktorer vil gøre sig gældende fremover. Opstramningen af finanspolitikken kommer hurtigere og vil være større end tidligere ventet og dermed trække endnu mere ned i væksten. Hidtil er det først og fremmest de mindre lande, der har strammet op, men DMR venter også flere stramninger i de større lande. Samtidig vil væksten også fortsat blive trukket ned af den stigende usikkerhed og tilbagegangen på risikoaktivmarkederne, der sandsynligvis betyder, at en række investeringer udskydes eller opgives, og vil lægge en dæmper på forbruget. Det er imidlertid svært at forudsige, hvor meget dette vil påvirke væksten. Den effektive euro er svækket mere end 10 %, siden den toppede, hvilket vil give nettoeksporten et betydeligt løft og samtidig øge BNP-væksten med næsten et procentpoint ifølge DMR's modelberegninger. Væksten vil også blive trukket op af, at obligationsrenterne i de fleste eurolande er langt lavere, end de ellers ville have været. Samlet set venter DMR en lille negativ effekt på væksten af ovennævnte faktorer, og har derfor nedrevideret vækstforventningerne for 2011 en anelse.

EMERGING MARKETS SOM VÆKSTMOTOR

Emerging Markets-landene er fortsat et vigtigt fundament i den globale økonomi, ikke mindst fordi der stadig er fuld fart på de asiatiske økonomier. Den stærke efterspørgsel fra Asien smitter positivt af på råvareeksportører som Rusland og Brasilien. EM-økonomierne udgør samlet set lidt over halvdelen af den globale økonomi (købekraftsjusteret), men har stået for 75 % af væksten i verdensproduktionen det seneste år.

Central- og Østeuropa (CEE) er fortsat det svage led, og her er risikoen for en nedtur stigende på grund af de mulige smittevirkninger af gældskrisen i Euroland.

Udsigterne for Asien er fortsat positive, selv om risikoen også er stigende her. Risikoen peger imidlertid i to retninger. På den ene side kan de negative virkninger af krisen i Euroland forstærkes og også ramme Asien. Det taler for at holde tilbage med opstramningen af pengepolitikken. På den anden side er der en stigende risiko for, at den lempelige penge- og finanspolitik fastholdes for længe. Outputgabet er stort set lukket i det meste af Asien, men de pengepolitiske renter er stadig meget lave. Kommer normaliseringen af pengepolitikken for langsomt, er der en risiko for, at vi vil se en overophedning af økonomien, der vil give sig udslag i inflation eller bobler i aktivpriserne. Det er en risiko, som alle verdens lande står overfor, men den er klart størst i Asien.

Euroens fremtid – drøm eller mareridt

Den massive redningsplan, som ECB, EU og IMF står bag, har ikke været nok til at genskabe markedets tillid til eurozonen.

Umiddelbart havde det en positiv effekt på de finansielle markeder, da EU i maj kunne offentliggøre en massiv redningsplan for Grækenland og andre trængte eurolande. Men optimismen lagde sig hurtigt igen. Størst fokus er der på Grækenland. Med redningspakken behøver Grækenland ikke bekymre sig over at låne penge til statskassen på markedstermer i de næste tre år. Landet kan koncentrere sig om at gennemføre de nødvendige meget kraftige økonomiske opstramninger, der skal til. Men det er til gengæld også en udfordring, der er så stor, at meget få tror, at grækerne rent faktisk kan gøre det.

Hvad sker der, hvis Grækenland fejler? Hvad sker der, hvis Spanien, Portugal og Irland skuffer med deres økonomiske genopretninger? Kan euroen overhovedet overleve? Og kræver det, at nogle lande smides ud?

Det er spørgsmål, der ikke kan gives entydige svar på. Og som det er med komplekse problemstillinger, kan man forsøge at danne sig et overblik ved at opstille forskellige scenarier. Financial Times (FT) gjorde forsøget for nylig. De efterfølgende vurderinger er altså FT's – ikke Danske Banks.

SCENARIO 1: VISIONEN - ORDENEN GENOPRETTES

KRISEN TVINGER REGERINGERNE TIL AT BRINGE DE OFFENTLIGE FINANSER I ORDEN OG FORBEDRE DYNAMIKKEN OG EFFEKTIVITETEN AF DERES ØKONOMIER. EUROOMRÅDET BLIVER EN MOTOR FOR VÆKST I DEN GLOBALE ØKONOMI.

Afgørende i dette scenario er, at Grækenland med støtten fra IMF og EU i kombination med egne hestekure formår at bringe de offentlige finanser tilbage på et holdbart grundlag og faktisk bliver en slags rollemodel for de andre eurolande. De års nøjsomhed, der ligger forude kunne skabe de betingelser, som udløser en selvstændig og initiativrig iværksætterkultur blandt grækerne, der kan kompensere for mange års mistet konkurrenceevne.

Andre steder i euroområdet fremmer Grækenlands traumer forebyggende foranstaltninger, der udløser vækst i lande som Portugal og Spanien. Tyskland kunne hjælpe processen ved at øge den indenlandske efterspørgsel snarere end at fokusere på eksport. Et stærkere, mere dynamisk euro-område kunne opstå.

Umiddelbart lyder det dog ikke realistisk, at et land, der har svindlet med de økonomiske nøgletal, og ikke er i stand til på effektiv vis at inddrage skatter fra befolkningen, skulle ende med at blive klassens duks, et pejlemærke for de andre lande. For landets regering er under et enormt pres for at genopbygge landets økonomi fra bunden, idet alternativet er katastrofalt: Sandsynlig konkurs, isolation fra de finansielle markeder og udbredte sociale spændinger.

Men faktum er, at når man ser tilbage i historien, så er der set en

del lignende kovendinger. Eksempelvis de asiatiske lande, der satte reformer på dagsordenen efter krisen i 1997-98 og bragte orden i eget hus. Eller Sverige, der genopfandt sig selv efter en nær-død bank- og økonomisk krise i 1990'erne. Men fordelen for svenskerne var dog, at de fik et konkurrencemæssigt massivt løft af en kraftig devaluering, som betød, at reformerne ikke kvalte vækstmulighederne. Den mulighed har Grækenland ikke, men de kan opnå det samme ved at skære kraftigt i lønningerne – som Irland allerede har gjort i år.

Alle i euroen bliver nødt til at være sparsommelige og disciplinerede, som tyskerne har været siden euroens start, og det vil højst sandsynligt svække efterspørgselen i Europa og dermed skabe lavvækst. Men erfaringen viser også, at dette vil gennemtvunge flere afgørende strukturelle reformer i mange lande, som kan bane vejen for en større ensartethed i eurozonen og styrke EU's økonomiske magt i den allerede igangværende globale omfordeling, der vil præge verdensøkonomien i dette århundrede.

SANDSYNLIGHED:

IKKE UMULIGT - MEN MAN BØR IKKE HOLDE VEJRET, MENS MAN VENTER.

KONSEKVENSER FOR EUROEN:

DEN FÆLLES VALUTA VIL BLIVE EN ALVORLIG UDFORDRER TIL DOLLAREN SOM EN STÆRK OG STABIL RESERVEVALUTA.



SCENARIO 2: DEN GRUMSEDE VERSION

EUROZONEN STABILISERES, MEN DER TAGES IKKE TILSTRÆKKELIG HÅND OM DE STRUKTURELLE PROBLEMER, SOM EKSPONERES AF KRISEN.

Redningspakken fra maj formår at dæmpe uroen på de finansielle markeder. Grækenland gennemfører de lovede reformer og genvinder gradvist investorernes tillid. Med udgiftsbesparelser og skatte-stigninger formår også Spanien og Portugal at finde den rigtige balance mellem at nedbringe de offentlige underskud, sikre en stram løndisciplin og samtidig undgå at sende økonomien ud i et vækstmæssigt frit fald.

Men stram økonomisk politik generelt i eurozonen, hvor også kernelande som Tyskland og Frankrig slås med en historisk høj statsgæld, medvirker til at holde væksten i lavt gear. Hvad værre er – de fundamentale fejl i den europæiske union, som er trådt tydeligt frem under krisen, består.

Tyskland kom ind i euroen på en for stærk valutakurs og blev Europas syge mand. Men landet formåede at etablere et dramatisk comeback ved at genoprette den internationale konkurrenceevne med stor fleksibilitet på arbejdsmarkedet, og skrap disciplin i lønninger og omkostninger.

En udpræget mangel på disciplin i finanspolitik og lønudvikling var imidlertid samtidig tilfældet i det forgangne årti hos andre af euroens medlemslande – med Grækenland som et af de værste lande. Herved blev dette lands konkurrenceevne – som i de øvrige PIIGS

(Portugal, Irland, Italien og Spanien) – svækket betydeligt. Nu er det disse landes tur til efterligne Tysklands fabelagtige evne til at skære omkostninger, men det er ikke sådan lige... Faktisk er dette euroens Akilleshæl – at landene har deres egne selvstændige, nationale arbejdsmarkeder og sociale institutioner med en indbygget inert. Selv om det skulle lykkes for de mest trængte lande at få vendt udviklingen, så skal man ikke forvente, at tyskerne pludselig slipper tøjlerne og hæver lønningerne markant i årevis og skruer op for finanspolitikken og privatforbruget – forhold, som ville gavne de øvrige landes konkurrenceevne og stimulere efterspørgslen.

**SANDSYNLIGHED:
DECIDERET SANDSYNLIGT.**

**KONSEKVENSER FOR EUROEN:
SVÆKKEDE VÆKSTPERSPEKTIVER OG FORVÆRREDE LANGSIGTEDE POLITISKE BEKYMRINGER VIL LÆGGE YDERLIGERE PRES PÅ EUROEN.**

SCENARIO 3: DEN LANGE KRISE

EUROZONEN HAR FÅET VARIGE MÉN, OG DENS LANGSIGTEDE FREMTID ER TVIVLSOM.

Kravene til de sydeuropæiske medlemslande viser sig at være for skrappe. Grækenland viser sig at være en "syg patient" længere end ventet og ender med at stå over for at skulle restrukturere gælden – dvs. landet må se i øjnene, at rentebyrden er for stor, og gælden ikke kan betales fuldt ud tilbage. I værste fald kan Spanien og Portugal blive trukket med i kølvandet på den turbulens, der vil opstå, hvis Grækenland defaultter. Social uro kan stige til uacceptable højder, hvis de skrappe krav pålagt af IMF og EU ikke ser ud til at give resultater. Spekulationer om et opbrud af eurozonen vil opstå.

Påvirkningen af franske og tyske banker, som ligger inde med mange græske statsobligationer, vil i kombination med en stærkt faldende økonomisk tillid kunne fremkalde en dyb recession over hele eurozonen, mens den faldende euro vil give næring til inflationen.

Dette kan blive resultatet, hvis det ikke lykkes for eurozonens ledere at finde en måde, hvorpå skæbnen for lande som Grækenland drejes i en mere gunstig retning. Jean Pisani-Ferry fra Bruegel, en tænketank baseret i Bruxelles, peger på, at kombinationen af dårlige offentlige finanser og ukonkurrencedygtige industrier har vist sig dødbringende for lande i den sydlige del af eurozonen. For at genoprette konkurrencedygtigheden er landene nødt til at "deflatere" ved at skære i lønninger og priser, "men hvis priserne går ned, din gæld forbliver høj, og økonomien skrumper, så stiger byrden af din gæld", argumenterer Pisani-Ferry. Han mener, at det ideelle vil være, at Tyskland tillader, at inflationen stiger over 2 procent-målet for at hjælpe andre lande med tilpasningen – men det er svært at se tyskerne gå med til det, da de har en historisk velbegrundet angst for inflati-

on, jf. hyperinflationen i 20'erne (se artiklen herom i *INVESTERING*, marts 2010).

Risikoen er derfor, at dele af eurozonen bliver "en slags Mezzogiorno (syd-Italien) eller Østtyskland, i hvilke du ikke får nogen tilpasning og høj arbejdsløshed", siger Pisani-Ferry til FT.

I modsætning til Sverige i 90'erne vil de trængte lande i eurozonen ikke have muligheden for at devaluere over for deres væsentligste handelspartnere, selv om euroens svaghed dog vil medvirke til at løfte eksporten uden for eurozonen.

Et sådant scenario vil være meget farligt for den fælles centralbank, ECB. Banken er allerede blevet stærkt kritiseret i Tyskland for dens – hidtil beskedne – interventioner i statsobligationsmarkeder. Faren er, at banken vil blive tvunget til at ekspandere denne såkaldt kvantitative lempelse i stor skala – og i det tilfælde kan den inflationære påvirkning ikke modgås ved at trække likviditet ud fra andre dele af det finansielle system.

Lignende tiltag blev ganske vist foretaget af Federal Reserve og Bank of England på højden af den globale økonomiske krise efter Lehman Brothers' kollaps. Men for tyskerne vil kvantitative lempelser af ECB være et brud med to principper, som de har set som fundamentale for etableringen af euroen i 1999: En centralbank, der er fuldstændig uafhængig af politik; samt de respektive regerings ansvar for at holde orden i deres landes offentlige finanser.

Frygten for yderligere inflation vil stige endnu mere – og føre til endnu større utilfredshed med den monetære union.

SANDSYNLIGHED: RIMELIG KONSEKVENSER FOR EUROEN: LANGSIGTET SVAGHED

EU STRAMMER SIG AN – MEN ER DET NOK?

På et nyligt topmøde med EU's 27 stats- og regeringschefer var der enighed om mere magt til EU-systemet gennem en stramning af EU's regler om budgetdisciplin og sanktionsmuligheder, og EU skal fremover også kigge landene over skulderen, når der skal udarbejdes finanslove. Desuden har stort set alle lande fremlagt massive, men upopulære spareplaner. Det er endnu uklart om de nye regler, der skal vedtages til efteråret, kræver traktatændringer. På mødet blev det også vedtaget, at man fremover skal offentliggøre "stress-tests" af bankernes lånepolitik, så man ikke får en ny situation som den, der accelererede finanskrisen – nemlig at der opstår en dyb mistillid mellem banker, fordi ingen har overblikket over hvem, der er mest sårbar.

Dertil kommer naturligvis redningspakken fra maj med de massive midler fra EU og IMF samt ECB's historiske beslutning om, at opkøbe statsobligationer i de mest trængte lande. Med andre ord: EU strammer sig an, og begynder at nærme sig noget, der minder om en finanspolitisk koordination mellem eurolandene – det, som modstanderne af euroen i sin tid hævdede, var afgørende for at få en monetær union

til at holde sammen. Men er det nok?

Kan man kæmpe imod, når markedet har lugtet blod? England sagde i 1990, at de ville gøre alt for at holde GBP i EMS'en. Det tog de finansielle markeder som en udfordring, der skulle testes, fordi det stod klart, at GBP var en pilrådden, synkende skude. Det er nærliggende at tolke Grækenlands position på samme måde.

For mig at se er euroen som et skib med huller i – det største har Grækenland leveret. Nu får de en pumpe, leveret af EU, IMF og ECB, men de skal selv lappe hullet, og det tror markedet ganske enkelt ikke, de kan. De har snydt med de økonomiske nøgletal for at komme med og blive i klubben, og har i euroens levetid ikke vist tegn på økonomisk ansvarlighed og fremsynethed overhovedet.

Grækenland fylder ganske vist kun et par procent af eurozonens økonomi, men det ændrer ikke ved, at hullet sidder i det samme skib, som de andre er med. Der er vel en grænse for, hvor længe skibet kan sejle med det hul – vi kan vel ikke vente flere år på, at se om grækerne

SCENARIO 4: MARERIDTET

ENDEN PÅ EUROPROJEKTET. SPÆNDINGERNE BLIVER FOR AT STORE AT STYRE; ET ELLER FLERE LANDE BESLUTTER, AT DE VIL STÅ BEDRE UDENFOR – ELLER ANDRE EUROLANDE BESLUTTER AT SMIDE DEM UD.

Grækenlands økonomiske kollaps, recession og stigende arbejdsløshed andre steder i eurozonen, som omfatter 16 lande; voksende modvilje i befolkningen mod euroen – hvis begivenhederne udfolder sig på den værst tænkelige måde, kan mareridtet komme tættere på virkeligheden. Snarere end at vise en nem vej ud af de aktuelle vanskeligheder, som nogen i de finansielle markeder synes at mene, så vil en default eller restrukturerings på statsgælden kunne udløse uforudsigelige, destabiliserende kræfter over hele regionen.

Ingen har nogensinde set opbrud af eurozonen som en mulighed. Indtræden i euroen blev set som en irreversibel proces; der er ikke nogen exit klausul. Men det betyder ikke, at det er umuligt.

En velordnet udtræden kan være fornuftig for eurolande, som er fundamentalt forskellige fra de andre, siger Ansgar Belke, økonomiprofessor ved University of Duisburg-Essen i Tyskland. "Portugal har kun lidt at eksportere. De konkurrerer med emerging markets, så for at vende økonomien, må de beskære lønninger så langt, at der vil blive en meget dyb recession. Det samme gælder naturligvis for Grækenland."

Han foreslår, at en mulighed er, at et institutionaliseret system, der skal organisere en "ordentlig default" også inkluderer muligheden for en exit fra euroen. Angela Merkel har faktisk foreslået, at genstridige eurolande, i fremtiden, kan blive bedt om at træde ud.

Problemet er, at en "ordentlig" udtræden vil være vanskelig, hvis ikke umulig, at opnå. De fleste økonomer er også enige om, at omkost-

ningerne vil være enorme – hvad enten det er et land, som forlader euroen i unåde (Grækenland eksempelvis) eller ved eget valg (Tyskland eksempelvis). Grækerne ville stadig stå overfor at skulle betale en massiv gæld i euro, men med en langt svagere drachma. Tyske eksportører ville få en meget svækket konkurrenceevne som følge af en langt stærkere D-Mark, og valutavolatilitet ville generelt blive en stor hindring for økonomisk vækst.

Hvis det blev klart, at en exit fra euroen alligevel var mulig, så kunne der blive et stort pres for at komme ud af døren. Og det kunne betyde, at den monetære union – en drøm for europæiske politikere siden anden verdenskrig – kunne falde fra hinanden. Fremtiden for Europas økonomisk integration ville blive sat i bagegear. Angela Merkel udtalte i april, at hvis euroen mislykkes, "så er det ikke kun valutaen, der mislykkes. Europa vil mislykkes og med det vil idéen om europæisk enhed også."

SANDSYNLIGHED:

FJERN – MEN IKKE SÅ FJERN SOM TIDLIGERE TROET.

KONSEKVENSER FOR EUROEN:

EUROEN VIL FALDE DRAMATISK, LÆNGE FØR ET OPBRUD TONER FREM.

kan lappe hullet, hvis det øger risikoen for forværring af andre huller, og at skibet kan synke eller ikke sejle videre med alle om bord?

"Markedet er i krisestemning, det kommer vi ikke udenom. Vi kommer heller ikke udenom, at Grækenland har meget store problemer. Alene renterne på gælden udgør, hvad der svarer til 8 pct. af BNP. Det ser meget svært ud for landet, der, når hjælpeprogrammet udløber i 2013, vil have en statsgæld tæt på 150 pct. af BNP. Det kan ikke udelukkes, at Grækenland defaultter på gælden på et tidspunkt, men det bliver ikke i år", siger Lars Tranberg Rasmussen, seniorøkonom i Danske Markets Research.

Der er også stor fokus på Spanien som et problembarn i euroen. Er det rimeligt?

"Nej, Grækenland er en isoleret historie, men Spanien er blevet trukket ned på græsk niveau i vores bevidsthed, og det er ikke helt rimeligt. Spanien er anderledes og har lavere gæld. Man har allerede fremrykket massive offentlige besparelser, man er ved at gennemfø-

re arbejdsmarkedsreformer, man hæver pensionsalderen og vil hæve skatterne. Desuden stress-tester man bankerne, og har pålagt dem, at de skal konsolidere sig på relativt kort tid."

Betyder det, at euroen kan reddes ved at smide Grækenland ud?

"Det vil være en katastrofe for Grækenland. Og det kunne få ubehagelige konsekvenser for de øvrige trængte lande som Spanien, Portugal og Irland – og dermed for euroens sammenhængskraft - hvis de ikke har overbevist markedet om, at de er ved at rette økonomierne op."

Tror du euroen overlever?

"Ja, som udgangspunkt tror jeg, at euroen overlever. Politisk gøres der aktuelt en meget stor indsats for at få mere overordnet styring på den økonomiske politik i eurolandene, og det bakkes op af massive spareplaner over hele linjen. Men ser vi længere frem, kan det ikke udelukkes, at det bliver en euro uden Grækenland."



Olien i den mexicanske Golf breder sig og ødelægger økonomier, natur og levemåder.

Oliekatastrofen vil løfte alternativ energi

*Men det sker ikke endnu.
Få forklaringen her.*

Den mexicanske Golf, 20. april 2010. *Deepwater Horizon* - BP's off-shore ultradeep water olieplatform, bygget til at bore efter det sorte guld helt ned til mange kilometers dybde, men aktuelt i 1500 meter - eksploderer. 11 mennesker mister livet, og den største miljøkatastrofe i USA's historie tager sin begyndelse. BP har endnu ikke ved redaktionens slutning fundet en løsning på at stoppe hullet i havbunden, hvorfra olien ifølge de seneste skøn vælter op med 35.000-60.000 tønder olie i døgnet – og allerede i midten af maj dækkede et område dobbelt så stort som Luxembourg.

Det er de svindende oliereserver, der er baggrunden for olieselskabernes stigende fokus på dybtvandsboringer. Der er delte meninger om, hvor lang tid verdens kendte olieresourcer kan vare ved endnu, men ifølge BP's egen årlige rapport, der tillægges stor troværdighed, så er det omkring 40 år. Det er ikke overvældende lang tid – især ikke når man betragter de udviklede landes modvilje mod at lægge mere vægt på de alternative, bæredygtige energikilder. Derfor leder verdens olieselskaber efter nye olieforekomster, og ny teknologi har gjort det muligt at bore efter olie på meget dybt vand. Verdensrekorden indehaves faktisk af Deepwater Horizon, da det i september 2009 i Keathley Canyon i 200 sømil vest for Macondo oliefeltet, hvor det mødte sin skæbne – borede hele 9 kilometer ned i klippelaget under havbunden.

BP er langt fra alene med store ambitioner om at udforske det dybe ocean, hvor 10 pct. af verdens resterende oliereserver menes at findes. I den mexicanske Golf, behageligt tæt på USA, er der masser af boreplatforme som Deepwater Horizon – på jagt efter de 60 milliarder tønder olie, som menes at befinde sig langt nede under havbunden. Men de findes også ud for Brasilien og Vestafrika, hvor der også er konstateret store oliereserver på dybt vand (over 30 mia. tønder begge steder).

Foreløbig dækker olie fra off-shore projekter 30 pct. af verdens olieproduktion, heraf kommer mindre end 1 pct. foreløbig fra boringer på mere end 1500 meter. Men med ud-sigt til en stigning i verdens energibehov på

FORTSAT FRA SIDE 23 ➔

næsten 50 pct. over de næste 20 år, og stigen-
de oliepriser, så er olieselskaberne ivrige ef-
ter at udforske de dybe felter. Med de aktuel-
le priser omkring 75-80 dollars pr. tønde kan
det allerede rigeligt betale sig. Sidste år esti-
merede IEA, at omkostningerne ved dybt-
vandsboringer er 35-65 dollars pr. tønde.

TEKNOLOGIEN ER IKKE SIKKER

For 10 år siden var den slags projekter
utænkelige – teknologien var ganske enkelt
ikke til det. I dag har man udviklet teknolo-
gier, der gør det muligt, men det er langt fra
sikkert.

”Det der er sket i den mexicanske Golf er
præcist det, som vi altid har advaret om,” ud-
talte geolog Klaus Blitzer fra Association for
the Study of Peak Oil and Gas for nylig til
Der Spiegel. Blitzer, der er professor i geolo-
gi ved Bayreuth universitetet i det sydlige
Tyskland, forudser, at vi vil opleve flere ka-
tastrofer, som den, der nu kan ses på kyster-
ne i Florida, Alabama, Mississippi og Loui-
siana. Teknologien er ganske enkelt ikke god
nok.

De tekniske krav ved olieboring forøges
enormt med dybden. Stærke underjordiske
havstrømme og stor temperaturforskel på det
kolde havvand og den næsten kogende olie
er faktorer, som udsætter materialet for me-
get stor belastning. Samtidig er det af vital
betydning, at olien holdes så varm som mu-
ligt for at forhindre, at den naturgas, som oli-
en indeholder, sammen med havvandet dan-
ner blandinger kaldet gashydrater, som kan
blokere rørledningerne.

Men den største udfordring er det enorme
tryk i de dybtliggende oliereservoirs. Bo-
ringer her indebærer risiko for, at olie og gas
skyder opad på en eksplosiv og ukontroller-
ret måde. Ingeniørerne forsøger at løse ud-

fordringen ved at presse en særlig væske ned
i borehullet. Denne væske skal udøve det
samme tryk som gas og olie, der søger opad –
og det er en særdeles vanskelig opgave.

Det var denne opgave, der mislykkedes på
Deepwater Horizon. Og *The Blowout Preven-
ter (BOP)* fungerede ikke. BOP bruger et mas-
sivt hydraulisk system, som skal lukke af,
hvis olien begynder at skyde op gennem rør-
ledningerne. Sådanne systemer er normalt
meget pålidelige, siger Per Holand fra Expro-
soft, et risikovurderingsselskab for olieindu-
strien, baseret i Norge. Der er en manuel og
automatisk afbryder og flere måder at lukke
rørledningen på. Hvorfor det ikke lykkedes
er endnu uklart – begge afbrydere kan være
kikset, eller også har de virket, men BOP er
kun lukket delvist. Kritikere peger på, at der
ikke var en backup afbryder.

”Akustisk kontrollerede fjernafbryde-
re er obligatoriske i Norge og Brasilien, men
ikke andre steder,” siger Per Holand til *New
Scientist*.

HVAD SKER DER SÅ NU?

Olieudslippet får uundgåeligt betydning for
oliesektoren fremover, idet det naturligvis
betyder noget, hvis 10 pct. af verdens oliere-
server viser sig mere problematiske og risi-
kable at udforske, end man har regnet med. I
lyset af de store miljømæssige risici ved kata-
strofer som BP's, så er det forventeligt, at der
må komme reguleringer og skærpede sikker-
hedskrav i betydeligt omfang.

Det vil med andre ord blive dyrere at hente
olie op fra dybderne, og nogle steder vil po-
litikerne sikkert bøje sig for pres fra en fol-
kelig opinion, hvis der er massiv modstand
mod at løbe risikoen. Om et sådant pres op-
står er uvist – folks grønne idealisme har det
med at forsvinde, hvis det betyder en større

FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE ➔

FINANSKRISEN OM IGEN

BP-katastrofen, der endnu ikke er slut, har
naturligvis affødt en debat om, hvorvidt oliesel-
skaberne kan tillade sig at løbe risici, som hele
det omkringliggende miljø og samfund må lide
under, hvis det går galt. Joseph Stiglitz, tidligere
Nobelpris-vinder i økonomi, har sammenlignet
olieselskabernes højrisikospil med finanskrisen:

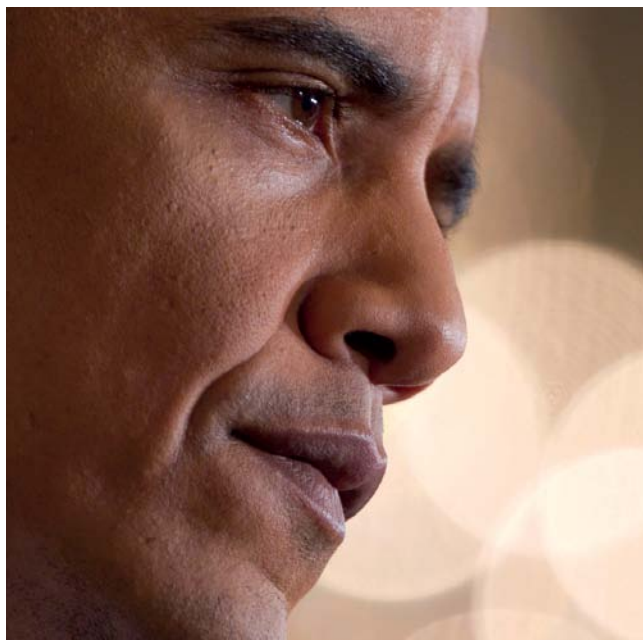
”Parallerne mellem olielækagen og den nylige
finanskrise er kun alt for pinagtig: den lovende
innovative udvikling, den ufattelige kompleksitet
og manglen på gennemsigtighed [videnskabs-
folk skønner, at vi ved en meget lille brøkdel af,
hvad der foregår på havbunden]. Rige og politisk

indflydelsesrige lobby-virksomheder lægger et
enormt pres på selv de mest robuste ledelses-
strukturer.... Det grundlæggende problem med
kompleksitet, teknologi og regulering vedrører
mange andre områder i det moderne liv. Nano-
teknologi og innovation inden for udviklingen
af kunstige organismer er en enorm potentiel
velsignelse for menneskeheden og giver mulig-
hed for en lovende udvikling af nye materialer,
medicin og behandlingsteknikker. Med alle disse
spændende teknologier er det ikke desto mindre
ekstremt vanskeligt at opnå balance mellem sty-
ringen af den såkaldte »tail risk« – en meget lille
risiko for en meget stor katastrofe – og støtten
til innovationen.”





En BP-arbejder i færd med at rense stranden i Grand Isle State Park i Grand Isle, Louisiana, USA, d. 6. juni 2010. Det største olieudslip i amerikansk historie, som begyndte da BP's olierig Deepwater Horizon eksploderede 20. april, har foreløbig ramt over 225 km kystlinje, stoppet yderligere dybtvandsboringer og lukket en tredjedel af regionens fiskeområder.



USA's præsident Obama, kom med en vigtig tale til det amerikanske folk fra det Ovale Værelse for kort tid siden, hvor han som den første præsident i 30 år gjorde op med USA's afhængighed af fossile brændstoffer.

FORTSAT FRA SIDE 25 ➔

regning på benzintanken. Men uanset hvad vil der højst sandsynligt komme visse stramninger, som fører til højere omkostninger - og det vil formentlig betyde, at kun de store selskaber vil kunne være med i olieagten.

Der er også en anden faktor, der burde gøre det mindre attraktivt at hente olie op fra dybderne. Den globale opvarmning – det ubehagelige problem, der ikke vil gå væk, selv om ingen for tiden ønsker at tale om det – burde være en kærkommen lejlighed for politikerne til at lægge mere vægt på de ikke-CO2 udledende alternativer. Den logiske reaktion på katastrofen burde derfor også være – udover, at olieprisen stiger – at der vil komme et betydeligt løft til de selskaber, der beskæftiger sig med alternativ energi. Faktisk burde vi allerede have set de reaktioner. Men nej. Selskaber relateret til alternativ energi og clean technology generelt er stadig ikke populære blandt investorerne, og olieprisen er faktisk faldet siden ulykkesdagen 20. april.

MARKEDET ER BEKYMRET FOR OPSVINGET

Hvis man ser på olieprisen d. 19. april og i dag, så er olieprisen faldet fra 82 til 75 – faktisk har den været helt nede på 70. Forklaringen på det er imidlertid, at der er så stor usikkerhed om det globale opsving for tiden med gældstyngede OECD-lande, et jobløst opsving i USA, eurokrisen, Kina på vej mod en blød eller hård landing.

En svagere global vækst afføder et mindre oliebehov. Men på langt sigt peger markedet klart på stigende oliepriser. Således fortæller futuresmarkedet om forventede oliepri-

ser i hhv. 2017 og 2018 på 93 og 95 USD – kun 1-2 USD under niveauet 19. april.

Hvad angår clean tech-selskaberne, så ligger de stadig under manglende politisk opbakning fra verdens ledere samt teknologier, som ikke er tilstrækkeligt effektive til at være betydelige alternativer til de fossile brændstoffer. Desuden er investeringsmiljøet aktuelt tyngt af generelt høj risikoaversion og vanskeligheder med at skaffe tilstrækkelig kapital – og statslige subsidier til sol- og vindkraft kan vise sig problematiske at fastholde i en tid, hvor de udviklede lande er tvunget til massive spareplaner for at holde statsgælden i ave. Alle er klar over, at selskaber, der arbejder med alternativ energi har en lovende fremtid i løsningen af verdens energi- og forureningsproblemer, men alle er også klar over, at teknologierne i de fleste tilfælde ikke er gode nok, samt at det afgørende ryk ikke vil komme, før der er skabt de politiske rammer for systemisk transformation af det oliebaseerede samfund mod et mere bæredygtigt.

USA's præsident Obama, kom imidlertid med en vigtig tale til det amerikanske folk fra det Ovale Værelse for kort tid siden, hvor han som den første præsident i 30 år gjorde op med USA's afhængighed af fossile brændstoffer.

Amerikanerne bruger 20 procent af verdens olie, men producerer kun to procent af den, og dette forbrug er en væsentlig årsag til man skal finde olien på dybere og dybere vand. Den nemme olies tid er forbi, og det bør olieafhængigheden også være, sagde

Obama.

Obama lagde sig ikke fast på en bestemt politik, han talte ikke om klimaforandring, cap-and-trade eller CO2-afgift, men han sagde, at han var åben over for alle forslag fra alle parter - hvis bare de var alvorlige og effektive. Og han understregede, at han ikke ville acceptere en holdning, som udtrykker, at udfordringen er for stor og for svær for amerikanerne.

"Tværtimod er en kamp for amerikansk uafhængighed af olie og for ren energi en moderne mission på linje med at sætte en mand på Månen og bygge fly og kampvogne under Anden Verdenskrig, og når Amerika kunne gøre det, kan Amerika også tænke højere og længere i energidebatten", sagde præsident Obama.

"Vi må bære omkostningerne for en energitransformation i stor skala. Vi har ikke råd til at undlade at ændre hvordan vi producerer og bruger energi, fordi de langsigtede omkostninger for vores økonomi, vores nationale sikkerhed og vores miljø er langt større."

Foreløbig er de politiske realiteter, at Obama kæmper med at få en strammere klimalovgivning igennem Senatet, men det lykkes næppe før på den anden side af midtvejsvalget i november. Ikke desto mindre er udmeldingen fra den amerikanske præsident interessant, og kan blive starten på vigtige politiske skred i klimaholdninger i de store lande – og det er godt nyt for clean tech selskaberne.

At COP16 senere på året måske heller ikke fører til noget, betyder ikke, at håbet er ude

Gas kan blive et rent alternativ til olien

Verden forbruger omkring 3.000 milliarder kubikmeter naturgas årligt, og EU har vurderet, at kendte, konventionelle reserver vil være udtømt i 2068. Men så er der de ukonventionelle reserver.

Nye teknologier - som beherskes og udvikles af bl.a. amerikanske Schlumberger og Halliburton - gør det nemlig muligt, at udvinde naturgas fra kilder, som før ikke var mulige - og det betyder, at tidligere gasfattige lande i Amerika, Asien og Europa pludselig har nok billig naturgas til at vare i 100 år. Ukonventionel gas er fanget bag uigennemtrængelig hård klippe eller sandsten, indeholdt i kulårer eller - og det er det mest lovende for gasproducenterne - bag skiferaflejringer.

Ifølge forskning foretaget i slutningen af 90'erne af Hans-Holger Rogner ved University of British Columbia, kan der være omkring 900.000 mia. kubikmeter ukonventionel naturgas i verden, og halvdelen vil være fanget i skiferdepoter. IEA estimerer, at omkring 180.000 mia. kubikmeter heraf vil kunne udvindes.

Udvindingen er dog ikke uproblematisk. En bekymring går på, at grundvandet kan blive forurenede af de kemikalier, der bruges i processen, men en undersøgelse i 2004 af USA's *Environmental Protection Agency (EPA)* viste, at det ikke er tilfældet. En ny undersøgelse af EPA er dog først afsluttet i 2012. En anden bekymring er vandforbruget, idet der bruges 4 mio. gallons vand per gasbrønd, når klippelaget skal gennembrydes med den specielle teknologi.

Men disse problemer får stor opmærksomhed, for fordelene ved naturgas er så store, at energikilden bør udnyttes. Når man brænder naturgas, udskilles der væsentligt mindre kvælstofilte og svovldioxid end ved afbrænding af kul. Og endnu vigtigere - CO₂-mængden er det halve. Eksempelvis tegnede naturgas sig i 2008 i Storbritannien for 45 pct. af elforsyningen mod 0,5 pct. i 1990, og det har betydet, at CO₂-udledningen i forbindelse med elektricitetsgenerering er faldet med 26 pct.

Men emissionerne kan beskæres yderligere, når det lykkes at udvikle *Carbon Capture and Storage systemer (CCS)*. Hidtil har statslig støtte til CCS demonstrationsanlæg typisk været rettet mod kulkraftværker, men der er i Storbritannien planer om gasanlæg.

I kulkraftværkers CCS opfanges CO₂ først efter afbrænding, men i CCS på gas opfanges carbon, før gassen brændes. Naturgassen reagerer først med damp ved høj temperatur sammen med en nikkel katalysator for at producere CO (carbon monoxid) og brint. Dette reagerer herefter med vanddamp ved lavere temperatur for at producere CO₂ (carbon dioxid) og mere brint. Denne gasblanding presses gennem en opløsning, hvor CO₂ absorberes, mens brinten brændes og genererer elektricitet.

En yderligere fordel ved naturgas er, at det er lettere at for gaskraftværker at operere mere fleksibelt. Kraftværket kan modtage og konvertere en jævn strøm af naturgas til brint, som så kan lagres og kun anvendes, når elektricitetsefterspørgslen kræver det. Denne fleksibilitet vil være vigtig i takt med, at vedvarende ustabile energikilder som vind og sol i højere grad skal implementeres i samfundets energiforsyning. Desuden har brint også den fordel, at i det omfang, der ikke er brug for den til elektricitetsproduktion kan den anvendes som brændstof for biler og andre køretøjer.

Vallourec er et eksempel på et attraktivt selskab, der bl.a. har en betydelig eksponering til olie- og gassektoren med produktion af rør, hvor selskabet er global markedsleder.

Verdens reserver af naturgas - magtskifte i naturgasbalancen

Opgjort i 1000 milliarder kubikmeter	Ukonventionelle reserver bag skiferlag	Konventionelle reserver
Nordamerika	109	8,8
Central- og Sydamerika	60	7,6
Europa	15,5	4,8
Mellemøsten og Afrika	80	87,4
Tidligere Sovjet	18	56,5
Central-Asien og Kina	100	5,6
Asien/Stillehavsregionen	74	6,6

Kilde: New Scientist; Oil & Gas Journal; Schlumberger

for en bred og bindende klimaløsning blandt verdens politiske ledere. Men lige nu er det altså sikring af det økonomiske opsving, der topper dagsordenen i de fleste lande. Lykkes det at stabilisere det globale opsving og euroen i år, kan 2011 blive året, hvor der etableres ambitiøse politiske mål for en mere målrettet transformation af det fossile baserede samfund.

Alt imens fortsætter forskningen i clean tech selskaberne på livet løs. Men fordi det stadig er uhyre vanskeligt at udpege fremtidens vindere inden for clean tech, så bør man som investor holde sig til brede investeringer inden for branchen - eksempelvis via køb af DI KlimaTrends. Så kan man evt. supplere med enkeltaktier som Vestas og ABB. Sidstnævnte beskæftiger sig med elnettet, og netop en udbygning af elnettet til at blive mere "klogt" - Smart Grid - er altafgørende for, at kunne implementere alternative energikilder i stor skala. ABB har netop købt et softwareselskab med ekspertise i software, som kan håndtere ustabile energiformer for forsyningsselskaberne.

Foreløbig kan det for aktieinvestorer være interessant at fokusere på selskaber i den norske del af olieservice sektoren. Eksempelvis Acergy, der har hovedparten af sine aktiviteter i den norske del af Nordsøen og derudover er eksponeret både ud for Brasiliens kyst og Vestafrika - to områder, som ikke vil blive berørt af de skrappe amerikanske reguleringer og sikkerhedskrav, som ligger i kortene.





Larose, Louisiana 5. juni 2010. Den lokale befolkning er dybt frustreret over oliekatastrofen og Obamas og BP's håndtering af den.

Finanskrisen – hvad har vi lært?

Sund fornuft og etisk forsvarlig rådgivning i bankerne er en af løsningerne.

Finanskrisen skabte et ragnarok på de finansielle markeder, som aldrig tidligere er set i så stor og global skala. **De skyldige** var **bankerne** (som ukritisk udstedte lån til Gud og hvermand uden skelen til betalingsevnen), **Kongressen** (som faktisk vedtog i 2003, at det skulle være nemmere for alle at få realkreditlån), **Alan Greenspan** (Federal Reserve-chef, som holdt renten alt for lav alt for længe), **kreditvurderingsbureauerne** (som glemte alt om den risiko de skulle vurdere, fordi de tjente tonsvis af penge på at lave ratings af de strukturerede produkter, som de ikke selv forstod), de **professionelle investorer** (som ukritisk jagtede alt, der gav et afkast uden skelen til risiko), **låntagerne** (der gladeligt tog for sig af lånetilbudene, selv om mange vidste, de aldrig ville kunne betale, hvis huspriserne faldt), **obligationsforsikringselskaberne** (især AIG, som udstedte Credit Default Swaps i så enormt omfang, at de ikke ville have en jordisk chance for at dække dem, hvis huspriserne faldt og defaultraten steg), **tilsynsmyndighederne** (som ikke anede, hvad der foregik), **derivaterne** (der blev så indviklede, at kun meget få forstod dem), **bank-reglerne** (der gav bankerne alt for lang snor til at lege med pengene) og **den magiske formel**. (trommehvirvel...se s. 32).

Hvordan undgår vi, at noget lignende sker i fremtiden? Det har vi talt med Søren Plesner om. Han er direktør for rådgivningsfirmaet Basispoint og en af Danmarks førende eksperter inden for derivater og risikostyring.

Men lad os lige starte med en observation. Finansielle institutioner bruger forskellige matematiske og statistiske modeller i deres risikostyring, herunder **Value at Risk (VaR)**. Den model er ofte baseret på en antagelse om, at kursændringerne på diverse finansielle værdipapirer følger en statistisk fordeling kaldet **normalfordelingen**, som er så behagelig at regne på. Men i mange år har man vidst, at disse antagelser, man baserer risikostyringen på, er forkerte. De undervurderer (eller ignorerer) sandsynligheden for ekstreme kursændringer, som dem vi så i efteråret 2008. Ikke desto mindre bruges VaR stadig, bl.a. til beregning af kapitalkrav i banker.

Hvordan skal man tage højde for, at modellens antagelser ikke holder?

"Man må ikke bruge VaR som mere end et benchmark, et pejlemærke for udsvingsinterval under "normale" markedsbetingelser. VaR udtrykker, hvor meget aktivernes værdi

maksimalt vil ændres med 95-99 pct. sikkerhed under antagelse af, at normalfordelingen holder. Men risikostyringen må også tage højde for de ekstreme begivenheder, så du er nødt til at kvantificere det på andre måder, f.eks. via stresstesting. Det vil sige, at bankerne skal beregne deres nødvendige kapitalkrav under forskellige scenarier. Men det er svært at lave en worst case. Du får ikke en bank til at lave en beregning og sætte kapital til side for at kunne imødegå en katastrofal og "urealistisk" situation som Lehman Brothers' krak. Den bank, der gør det, vil på den korte bane have svært ved at opnå et tilfredsstillende afkast på kapitalen, og får dermed svækket sin konkurrenceevne i forhold til andre banker."

Og der er vi også inde på et problem, som blev symboliseret af en udtalelse fra direktøren for verdens største bank i 2007, Citibank, som gik på, at "så længe musikken spiller, må vi alle danse med". Forstået på den måde, at man mister kunder, hvis man strammer op på udlån for de andre; trækker sig ud af det, der ligner en spirende aktieboble for de andre osv.

"Præcis. Det er jo bestemt ikke kun almindelige mennesker, der lader sig forblænde under en optur – også bankerne bliver grebet af hysteriet og vil af konkurrencehensyn ikke skille sig ud fra flokken, selv om de godt ved, festen slutter på et tidspunkt. Problemet med risikostyring er også, at det ikke er glamourøst. I gode tider vil den gode bank stramme op på risikostyringen, øge kapitalkrav, mindske udlån, men det sker yderst sjældent, fordi ingen vil være den, der først forlader "dansegulvet" – eller tager "the punchbowl" væk fra festen."

Når de ikke vil gøre det af sig selv, må de jo tvinges...

"Ja, og noget af det, der ligger i Basel 3 er, at banker tvinges til at være mere velpolstrede og opbygge kontracykliske kapitalbuffer. Der vil være grænser for bonus og dividende, og der skal i gode tider hensættes ekstra. Som man faktisk også gjorde indtil 2005. Men med nye regnskabsregler i 2005 blev det sådan, at hvis man rent faktisk ikke fik brugt de penge, der var hensat til kredittab, så skulle hensættelserne tilbageføres. Det betød i praksis, at bankerne ved et trylleslag fik frigjort kapital, og det benyttede de i stort omfang til at øge deres eksponering og dermed risiko. Forslag til nye regler lægger op til begrænsninger for denne tilbageførsel, siger

Søren Plesner og tilføjer, at de nuværende generelt alt for lempelige kapitaldækningsregler m.v. er resultatet af en dereguleringsproces, der startede i 80'erne, og som i USA førte til afskaffelsen af Glass-Steagall loven i 1999.

Denne lov var blevet vedtaget i 1933 efter, at en massiv bankkrise havde tvunget præsident Roosevelt til at lukke bankerne i 4 dage. Loven opdelte det amerikanske banksystem i detailbanker og investeringsbanker og havde først og fremmest til formål at beskytte indskydere mod tab fra bankers mere spekulative forretninger."

Tilbage til risikomodelle. De virker jo ikke...

"De risikostyringsmodeller, som vi har stølet på, herunder VaR, er matematiske modeller baseret på forudsætninger, som ikke holder. Specielt problematisk er det, at modellerne var fejlkalibrerede pga. "bobler" og fejlprissætning af risici. F.eks. virker VaR ved, at du stopper historisk volatilitet ind. Men det dur bare ikke, hvis du i flere år har haft meget lav volatilitet. Op til 2007 nåede det såkaldte VIX-indeks (volatilitetsindeks, red.) helt ned på 10, men hvis man var gået tilbage til 2000, ville man have set, den var oppe på 60. På kreditsiden gjorde man samme fejl, idet man støttede sig til fejlagtige eksterne ratings og observerede kreditspreads, der var alt for lave. Grækenland havde således en høj rating før krisen, og det samme gjaldt i stort omfang for de famøse CDO'er (som var ompakkeede subprimeobligationer, red.). I dag er Grækenland kraftigt nedjusteret, og 60 pct. af de CDO-trancher, der var AAA-ratede, er nu rated B eller derunder. Problemet er ganske enkelt, at ratingbureauerne er private virksomheder, som tjener penge på at rate udstedelser fra banker og andre, og deri ligger en klar interessekonflikt. Ratingbureauerne har selv indrømmet, at de var mere eller mindre i lommen på bankerne og ikke gav produkterne en objektiv risikovurdering."

Så det bør vel være statslige instanser?

"Ja, der er kun de tre amerikanske private ratingbureauer (Moody's, Standard & Poor's, Fitch, red.), og derfor vil den model altid have indbyggede interessekonflikter. Tyskland og Frankrig vil gerne have statslige, uafhængige instanser."

Men ratingbureauerne har jo ikke hele skylden. Tilsyneladende var alle enige om, at for-



Søren Plesner, direktør for rådgivningsfirmaet BasisPoint.

di man ikke siden 30'erne har oplevet boligprisfald i alle stater på én gang, så kunne man fjerne risikoen ved at pakke subprimeobligationer fra mange forskellige stater i komplekse CDO'er. Og så tildele de højeste trancher, altså dem, der står først i betalingsrækkefølgen, den laveste rente og den højeste rente til de laveste trancher. Det forekommer mig absurd, at alle aktører kunne overbevise om det fornuftige i det.

"Ja, der var fejl hele vejen rundt. Og med til historien hører også, at man benyttede en **faktor copula model** i risikoberegningerne – en model, der blev udviklet til brug i i livsforsikringselskaber, men som rating-institutterne ukorrekt benyttede til at få porteføljer af subprime-lån til at se "velforsikrede" ud. Men hele historien viser også, at psykologi spiller en stor rolle i opbygningen af en sådan boble. Det er en klassisk illustration af **overconfidence**, folk får en overdreven tro på, at de kan forudse fremtiden med ganske stor sikkerhed. "Overconfidence" er nærmest en indbygget defekt i finanssektoren, herunder i investeringsrådgivningen. Tror man (eller hævder man) f.eks. at aktiemarkedet vil stige med 11 pct., er sandheden snarere 11 pct. +/- 80 pct. Men det kunne man aldrig finde på at sige til en investeringskunde, der forventer et mere præcist bud. Det er et mønster, som er svært at bryde. Og det bedste råd man kan give er, at folk ikke skal stole blindt på eksperterne. Vi undervurderer alle sammen, hvor usikkert det er på de finansielle markeder, men vi ved ikke, at vi ikke ved det. Så jeg siger til folk, at de skal være ydmyge og skeptiske og generelt gå mere defensivt til værks."

Nu har vi så eurokrisen. Kunne man have set den komme?

"Man kunne måske godt have set eurokrisen komme ved bare at regne på gældens udvikling og overveje markedets reaktioner på det. For et år siden spurgte jeg en af euroens "fædre" om euroen kunne overleve. Han blev nærmest fornærmet over spørgsmålet. I dag er billedet unægtelig anderledes. Jeg tror ikke, Grækenland kan holde til den hestekur, der er nødvendig. Det er alt for stramt. De er ikke konkurrencedygtige, og det vil være nødvendigt med intern devaluering i form af lønnedgang og generel tilbageholdenhed med offentlige udgifter i årevis ud i fremtiden. De vil få lav vækst og lave skatteindtægter. De vil få deflation, og virksomheder og private vil skære ned på forbru-

get. Den eneste løsning er eksport, og her er Grækenland ganske enkelt ikke særlig stærk. Og da de øvrige lande, inklusiv Frankrig og Tyskland, også har stor gæld, er de ikke interesseret i at øge importen. Grækenland bliver tvunget til at defaulte og/eller restrukturere gælden i en eller anden form."

Inden for eller uden for euroen?

"Det kan i teorien godt lade sig gøre indenfor, men jeg tror, at Grækenland – og muligvis også andre af de svagere euro-lande – før eller siden bliver tvunget til at gå ud af euroen."

Hvis vi skal undgå finanskriser i fremtiden, hvad skal der så til?

"Det, jeg savner, er markedsdisciplinen. Usunde banker skal gå ned. Bankbestyrelser skal sørge for at fyre uduelige ledelser, det er ikke myndighederne, der skal gribe ind. Det er generelt et problem, at bankerne er for komplekse og indbyrdes tæt forbundne enheder. Paul Krugman (nobelprisvinder i økonomi, red.) foreslår, at banker skal splittes op i mindre enheder, og hverken banker eller indskydere skal garanteres over et vist niveau. Icebank tiltrak indskydere ved at tilbyde en tårnhøj rente, og det var risikofrit for indskyderne pga. en (implicit ubegrænset) indskydergarantiordning. Det dur ikke. Markedet skal virke. Vi skal også ændre på bestyrelser og stemmeretsbegrænsninger. Det er meningsløst, at f.eks. ATP trods en stor ejerandel i en bank kun har 1 stemme."

Grunden til, at finanskrisen blev så slem var jo også, at det hele blev så indviklet med komplekse derivater og selskabskonstruktioner, så ingen havde et overblik over, hvor stor en gearing, der var i subprimeobligationerne og andre overvurderede lån. Kan man overhovedet regulere i derivatmarkedet, så det nytter? Eller opfindes der bare nye fantasifulde instrumenter for at omgå reglerne ligesom de dopedede altid vil forsøge at omgå dopingkontrollen i Tour de France?

"Finansiel innovation er godt, men det skal være produkter, der har en nytteværdi. Mange har en sådan nytteværdi, selv visse former for CDO'er, fordi markedet bliver mere komplet med sådanne instrumenter. Med CDO'er kan der som med danske realkreditobligationer, som jo også er en form for derivater, skaffes finansiering til boliger m.v. i kapitalmarkederne. Men selv om det er fint, at banker og virksomheder kan skaffe sig finansiering på denne måde, opstår et problem

i og med, at du spreder risikoen rundt i hele verden. Du mister kendskabet til låntager, og det, der gik galt med subprimeobligationerne, var, at man overlod risikovurderingen til ratingbureauerne."

Dermed er vi inde på det, der kaldes shadow banking – muligheden for at virksomheder kan skaffe sig finansiering et andet sted end i bankerne, og at bankerne selv kan sende kreditrisiko videre her, hvis de ønsker det. Shadow banking er vokset enormt de seneste 10-15 år. Hvordan skal man styre det?

"Det er et problem, at når den oprindelige långiver kan sende risikoen videre, bliver han mindre kritisk, og det svækker risikostyringen og overblikket. Der er 3 ting, man skal gøre for at gøre shadow banking sundere: Den, der har formidlet lånet i første omgang, skal tænke sig mere om, han skal f.eks. være den første til at bevæge sig ud i minefeltet ved at forpligte sig til at købe juniordelen (den laveste ratede tranche, red.). Investorerne skal være klogere, de må få uafhængig rådgivning, som de må betale for. Men det vil de ikke, fordi de kan få gratis rådgivning i bankerne, som til gengæld ikke er uafhængig. At det bliver komplekst, bliver vanskeligt at forhindre. Der tales om risikomærkning nu, men jeg tror ikke det er løsningen. Du får heller ikke folk til at holde op med at ryge, selv om der står på pakken, at det er livsfarligt."

Men selv avancerede professionelle investorer forstod jo heller ikke de komplekse produkter?

"Nej, derfor skal der sikres en form for uafhængig rådgivning. Banker skal være på udbudssiden, levere og sælge produkterne. Og folk skal lige fra skolen lære noget om investering. Som det sidste vil jeg gerne have mere etik ind i rådgivningen fremover, også fra bankerne. De skal opføre sig ordentligt, opfylde kvalitative krav, de skal beskytte folks formuer, de skal handle i kundernes bedste interesse."

Der tales om, at bankerne egentlig blot burde være forsyningsselskaber, der leverer likviditet ligesom kraftværkerne, der leverer strøm og varme.

"Jeg er til dels enig. Vi bør sigte mod en model, hvor bankerne splittes op, så en del har status som en slags forsyningsselskab, mens den anden del har større frihedsgrader. Vi skal tilbage mod **Boring Banking**, som Krugman kalder det."

Formlen på en finanskrise

$$\Pr[T_A < 1, T_B < 1] = \Phi_2(\Phi^{-1}(F_A(1)), \Phi^{-1}(F_B(1)), \gamma)$$

Coppola stod bag "Dommedag nu" i filmverdenen i 1979. Copula stod bag Dommedag i finansverdenen i 2008.

Her ses en af skurkene bag finanskrisen. En formel, som ikke bare væltede Wall Street, men næsten hele verden. Men for at forstå det, må vi lige introducere nogle begreber.

Korrelationer er et statistisk begreb, som i finansverdenen udtrykker, i hvilken grad f.eks. værdipapirer bevæger sig i takt med hinanden, modsat hinanden eller uafhængigt. Økonomen Harry Markowitz fik i 50'erne Nobelprisen i økonomi for at have opfundet porteføljemodellen, som netop med brug af værdipapirers korrelationer med hinanden, går på, at man for et givet afkastkrav kan minimere risikoen ved at variere på vægtningen af de enkelte værdipapirer i porteføljen og dermed udnytte deres indbyrdes korrelationer. Det var også en interessant og logisk model at arbejde med, men man burde måske nok have sparet på Nobelprisen, for det er en kendsgerning, at korrelationer ikke er stabile over tiden. Slet ikke i nedgangstider, hvor man særligt har brug for det - så har f.eks. alle aktier en tendens til at falde over en bred kam, både i sektorer og regioner. Og korrelationerne er blevet mere ustabile i takt med globaliseringen og sammenkoblingen af de finansielle markeder.

Securitization er et fænomen, der er vokset eksplosivt gennem de seneste 30 år. Det handler om, at man kan pakke traditionelle lån ind i strukturerede produkter og dermed sælge risikoen videre i markedet.

Collateralized Debt Obligations (CDO) blev populære fra slutningen af 90'erne. CDO'er bestod i starten typisk af store puljer af realkreditobligationer, både prime og subprime, samt en del kredittkortlån, studielån og erhvervslån. Hvis man ønskede, at en CDO skulle opnå en pæn rating af f.eks. et kreditvurderingsbureau som Moody's, så var det et krav om risikospredning, der skulle opfyldes.

En CDO blev opdelt i forskellige risikoklasser (mindst tre-fire), kaldet trancher. Den øverste tranche fik den højeste rating, typisk AAA, og den laveste rente, fordi det var investorerne i disse trancher, der stod først i betalingsrækkefølgen. Den efterstillede tranche fik lidt højere renter og lavere ratings, typisk mellem AA og BBB-, og så vide-

re - mens den sidste tranche fik den højeste rente og måske slet ingen rating.

CDO'er blev i stigende grad populære blandt bankerne, fordi de herved fik mulighed for at sende kreditrisiko videre i systemet og dermed fik en langt større fleksibilitet. Men det grundlæggende problem med CDO'erne var, at det var svært at kvantificere risikoen.

Man kan opremse en lang række risici, som kan svække låntagernes betalingsevne på CDO'ernes tungtvejende realkreditlån, og som er individuelle. Nogle kan blive arbejdsløse, nogle kan blive syge, nogle kan blive skilt, og nogle kan opleve, at ægtefællen dør. Men det er ikke risici, der rammer hele puljen af realkreditobligationer.

Det er der til gengæld andre, der gør - som f.eks. faldende huspriser eller lavkonjunktur. Hvis huspriserne falder i dit kvarter og udhuler din friværdis, er der stor sandsynlighed for, at priserne også falder i de omkringliggende kvarterer. Hvis det ender med, at du defaultter på dit realkreditlån, så er der en stor sandsynlighed for, at andre også vil defaulte. Der er med andre ord en betydelig *korrelation mellem realkreditobligationernes defaultsandsynlighed*. Men hvad er den i en bestemt region? Hvad er den i en bestemt stat? Og hvad er den mellem realkreditobligationer i forskellige stater?

Det havde Wall Street-økonomerne svært ved at greje. Defaultkorrelationerne kunne nemlig ikke udtrykkes i et enkelt tal, men måtte bero på subjektive vurderinger og antagelser.

KNUSTE HJERTER

Så dukkede kinesisk-fødte David X. Li op. Han var aktuar, og han havde et indgående kendskab til livsforsikringer og branchens beregningsmodeller. Herunder også noget om "knuste hjerter". I 1980'erne begyndte medicinforskningen at beskrive "stress kardiomyopati" og "apikal ballon syndrom". Navne for den besynderlige tilstand, hvor et individs hjerne efter et intenst emotionelt trauma på uforklarlig vis begynder at frigive kemiske stoffer ud i blodårerne, som svækker hjertet - og i nogle tilfælde i bogstaveligste forstand får det til at briste.

Denne forskning begyndte forsikringsbranchen naturligt nok at følge. De lagde især mærke til, at den nævnte tilstand ofte opstod hos en person, der netop havde mistet sin ægtefælle. Noget, der er bekræftet i flere undersøgelser - senest af en stor akademisk undersøgelse i 2008, der viste, at i det år, hvor ægtefællen/samleveren er død, har kvinder en dobbelt så høj sandsynlighed for at dø som normalt, mens den er seks gange så høj for mænd.

Forsikringsbranchen forsøgte at indarbejde *knuste hjerter* i deres matematiske modeller, som beregnede sandsynligheden for, at deres kunder dør. De kunne naturligvis ikke beregne sandsynligheden for et knust hjerte hos et specifikt par, men de kunne bruge en sandsynlighedsfordeling til at få et ret præcist billede af en stor gruppe af mennesker. De brugte en såkaldt Markov kæde, som udtrykker en statistisk serie af begivenheder, hvor udfaldene er afhængige af hinanden - Markov kæde processer er meget anvendt i fysikkens verden.

DAVID X. LI SER LYSET

David X. Li kom til New York i 1998 for at arbejde for RiskMetrics Group på Wall Street. Her blev han bekendt med den finansielle verdens kvaler med default-korrelationer. Og så så han lyset. Et selskabs default var jo som et selskabs død. Og så var det var jo oplagt at bruge "knust hjerte"-matematikken, for så ville han kunne beregne, hvilken effekt et enkelt selskabs default ville have på sandsynligheden for andre selskabers default.

I 2000 offentliggjorde David X. Li så i *Journal of Fixed Income* artiklen - "On Default Correlation: A Copula Function Approach" (Copula er latin for at sammenkoble og udtrykker i statistik, at man kobler adfærden af to eller flere variable sammen). Og bedst af det hele: Man kunne udtrykke en hel CDO's virvar af forskellige korrelationer og risici i et enkelt tal.

DEN MAGISKE FORMEL

Vi taler om det, som statistikerne kalder en *Gaussisk faktor copula model*. Den går i den forbindelse ud på, at man skal finde et ud-



Marlon Brando som oberst Walter E. Kurtz i filmen "Dommedag nu".

tryk for korrelationerne mellem defaults på obligationer i en portefølje. Hvis virksomhed A kaster håndklædet i ringen, hvordan påvirker det så virksomhed B. Og så videre. Det vil jo som udgangspunkt være frygtelig indviklede og i praksis umulige beregninger, hvis man har en obligationspulje i en CDO, som omfatter f.eks. 100 obligationer. Virksomheder i samme eller nært beslægtede brancher kan påvirke hinanden meget, men ligger de i vidt forskellige stater og/eller har ingen forbindelse med hinanden, kan effekten være minimal. Ikke desto mindre – der skal laves mange beregninger. Men hvad nu hvis man har en portefølje bestående af geografisk og branchemæssigt godt spredte obligationer – så er det måske fair at regne med en gennemsnitlig og konstant defaultkorrelation mellem virksomhederne.

Det kan også være fair at antage, at virksomhederne er påvirket af en fælles faktor, som f.eks. konjunkturbevægelser eller boligpriser. Og det vil være behageligt af regnemæssige årsager at antage, at defaultsyndligheden for den enkelte virksomhed følger en normalfordeling.

DAVID X. LI SKYDER GENVEJ

Alt dette tænkte David Li. Men han skulle bruge nogle data. I stedet for at se på historiske defaults på diverse obligationstyper – som for bl.a. subprimeobligationers vedkommende var yderst begrænset, da det var en ny låntype, først startet i 1993 – så valgte han en anden løsning. *Credit Default Swaps (CDS)* – en anden finansiell nyskabelse op gennem 90'erne. En CDS er en slags forsikring mod låntagers default, som obligationskøberne kunne tegne. Hvis en pris på en CDS stiger, så afspejler det, at defaultrisikoen er steget – og omvendt. Ved at bruge CDS'er antog David Li implicit, at markedet er i stand til at prissætte defaultrisikoen korrekt. Men det gav ham en kæmpefordel at bruge CDS'erne. Han slap for at beregne korrelationer mellem historiske defaults.

Han skød også en anden genvej: Han besluttede, at han ikke ville bruge tid på at kortlægge og kalkulere de næsten uendeligt mange forhold mellem de forskellige lån i lånepuljen

i en CDO. For eksempel hvad der sker, når antallet af lån i puljen stiger, eller når du blander positive korrelationer med negative.

Med den ret korte historik over CDS'er i 90'erne fik han et indtryk af defaultrisikoen i en virksomhed under forskellige CDS-priser. Og med antagelse om normalfordelingen kunne han så beregne, hvad den sandsynlige overlevelsestid for en virksomhed var for en given CDS-pris – hele tiden med *knuste hjerter* i baghovedet.

I forsikringsverdenen blev en sådan sandsynlighedsfordeling beregnet for en persons sandsynlighed for at dø med en given alder. Når man har sådan en fordeling og antager, den er normalfordelt, så vil den fælles sandsynlighedsfordeling, som kan beregnes ud fra mange stikprøver af to mennesker, også være normalfordelt – og denne fordeling vil vise sandsynligheden for at to mennesker dør kort efter hinanden. Altså, at to selskaber dør/default kort efter hinanden. Når man har koblet de to sandsynlighedsfordelinger sammen, har man copula modellen, og man vil kunne beregne defaultkorrelationen for en portefølje af obligationer.

WALL STREET TAGER FORMLEN TIL SIG

Så vågnede Wall Street op. Pludselig åbnede der sig en hel verden af muligheder. Man behøvede ikke længere bekymre sig om alle lånene – de skulle bare puljes sammen på en måde, så man fik et godt korrelationstal. Så det gjorde de. Pludselig væltede det ud med CDO'er, som alle blev AAA-rated. Alt blev pakket ind og forvandlet til en AAA-CDO. Man kunne med brug af copula-formlen skabe et AAA-værdipapir, selv om ingen af de underliggende papirer i puljen tilnærmelsesvist havde den rating. Man kunne endda tage de lavere trancher af andres CDO'er, putte dem i en pulje og lave en ny tranche-inddeling – et instrument kaldet CDO-squared – og opnå en AAA-rating. Med CDO-squared havde man et instrument, der var så langt fra de faktiske underliggende obligationer og lån, at ingen anede, hvad det indebar.

Både CDO'er og CDS'er voksede eksplosivt, især fra 2003-2004 og fremefter. Ved udgangen af 2001 var der aktuelle CDS'er for 920

mia. USD. Ved udgangen af 2007 var tallet over 62.000 mia. USD. Af CDO'er var der for 275 mia. USD i 2000. I 2006 var tallet 4.700 mia. USD.

Banker, hedgefonde, børshandlere og andre var vildt fascinerede af formelens enkelhed. Og selv kreditvurderingsbureauet Moodys lod sig rive med. Den 10. august 2004 indkorporerede bureauet David Li's *copula default function* model i sin ratingmetode for CDO'er. Blot en uge efter stod konkurrenten Standard & Poors på samme vogn. Glemte var tidligere skrappe krav om risikospredning på mange forskellige låntyper. Nu havde man en formel, som gjorde det hele meget nemmere.

Godt to år senere begyndte det at gå galt. I slutningen af 2006 begyndte der at opstå defaults på subprimeobligationerne. Resten er – som man siger – historie.

IKKE ALT KAN REGULERES...

Den vestlige verdens finansielle topfolk var blevet forført af en smuk formel, som gjorde noget meget kompliceret til noget meget enkelt. Det var de så fascinerede over, at de så stort på, hvad der lå bag formelen. David Li begik nemlig to afgørende fejl. For det første at han antog, at virksomheders og boligejeres defaults følger en normalfordeling. Det gør de ikke – når f.eks. en hård lavkonjunktur sætter ind, og boligmarkedet falder som en sten over hele landet, så ser man mange flere defaults end man skulle forvente ifølge normalfordelingen. Og det hænger også sammen med David Li's anden store fejl: At han så på nogle få års historik over CDS'er, da han skulle lave sandsynlighedsfunktionerne. Det var nemlig nogle få år, hvor boligmarkedet, økonomien og virksomheders indtjening boomed – hvilket gav et helt skævt billede af hvad risikoen i nedgangstider er for, at virksomheder og subprimelåntagere ikke kan betale deres lån.

Men det var der kun få, der bekymrede sig om. Mindst af alle dem, der tjente penge på den magiske formel. Så den egentlige lære af finanskrisen er vel dybest set, at grådighed var den største skurk. Kan man regulere den væk?



Japans krise er ikke ovre endnu

Men ungdomsoprør, kvinder og soft power er nye positive tendenser

USA var grebet af panik i 80'erne – *Japanik*. Den japanske økonomi havde rejst sig med en imponerende hastighed efter 2. verdenskrig og var godt på vej til at overhale amerikanerne på mange fronter. Og japanerne troede også selv, de kunne gå på vandet.

Ikke uden grund. Japanerne havde vist sig at have en formidabel innovationsevne og et væld af virksomheder opstod, drevet af visionære ledere, utroligt loyale medarbejdere og nye ledelsesprincipper, bl.a. just-in-time konceptet - alt sammen noget, der var medvirkende til at gøre japanske virksomheder væsentligt mere effektive og produktive end deres vestlige konkurrenter.

Aktiekurserne tordnede i vejret. I 1970 var Nikkei i 2000. Ved indgangen til 80'erne var Nikkei-indekset tæt på 7.000 og i 1984 brød det igennem 10.000. I starten af 1989 udgjorde værdien af det japanske aktiemarked over 40 pct. af det globale marked, P/E var på *indeksniveau 54* (32 med brug af amerikanske regnskabsregler men stadig meget dyrt...), og den 29. december 1989 satte indekset med 38.916 en rekord, der måske slet ikke kan slås.

Også ejendomspriserne gik amok, især i de store byer. På toppen var kvadratmeterprisen i Tokyos luksus-shopping distrikt Ginza på flere hundrede tusind dollars. Og værdien af fast ejendom i Tokyo overgik værdien af fast ejendom i *hele USA*. Lønningerne fulgte også godt med. Og det var daglig kost blandt mange ledere at bruge 1000 dollars på en golfrunde.

Luften gik ud af aktie- og ejendomsmarkedet i 1990-1991. Og det blev indledningen til en meget lang krise. I dag – to årtier efter – ligger Nikkei-indekset over 70 pct. under rekorden, og ejendomspriserne i byerne er faldet med næsten 2/3. Og ser man på den

økonomiske vækst, så er det en deprimerende kendsgerning, at japansk BNP i nominelle termer faktisk ikke er vokset siden 1992.

KRISENS PSYKOLOGISKE EFFEKT

Hvordan påvirker den slags den japanske befolkning rent psykologisk? Ikke i samme stil som Depressionen gjorde ved amerikanerne i 30'erne. Der er ganske vist flere hjemløse end før krisen, og selvmordsraten er steget. Men det ændrer ikke ved det faktum, at opsparingen i landet stadig er på ikke mindre end 1.500 trillioner Yen – svarende til 95.250 milliarder DKK - landet har stadig eksportører i verdensklasse, og mange borgere lever egentlig, som om intet var hændt. De fleste oplever ikke landets mangel på BNP-vækst som en egentlig krise – endnu.

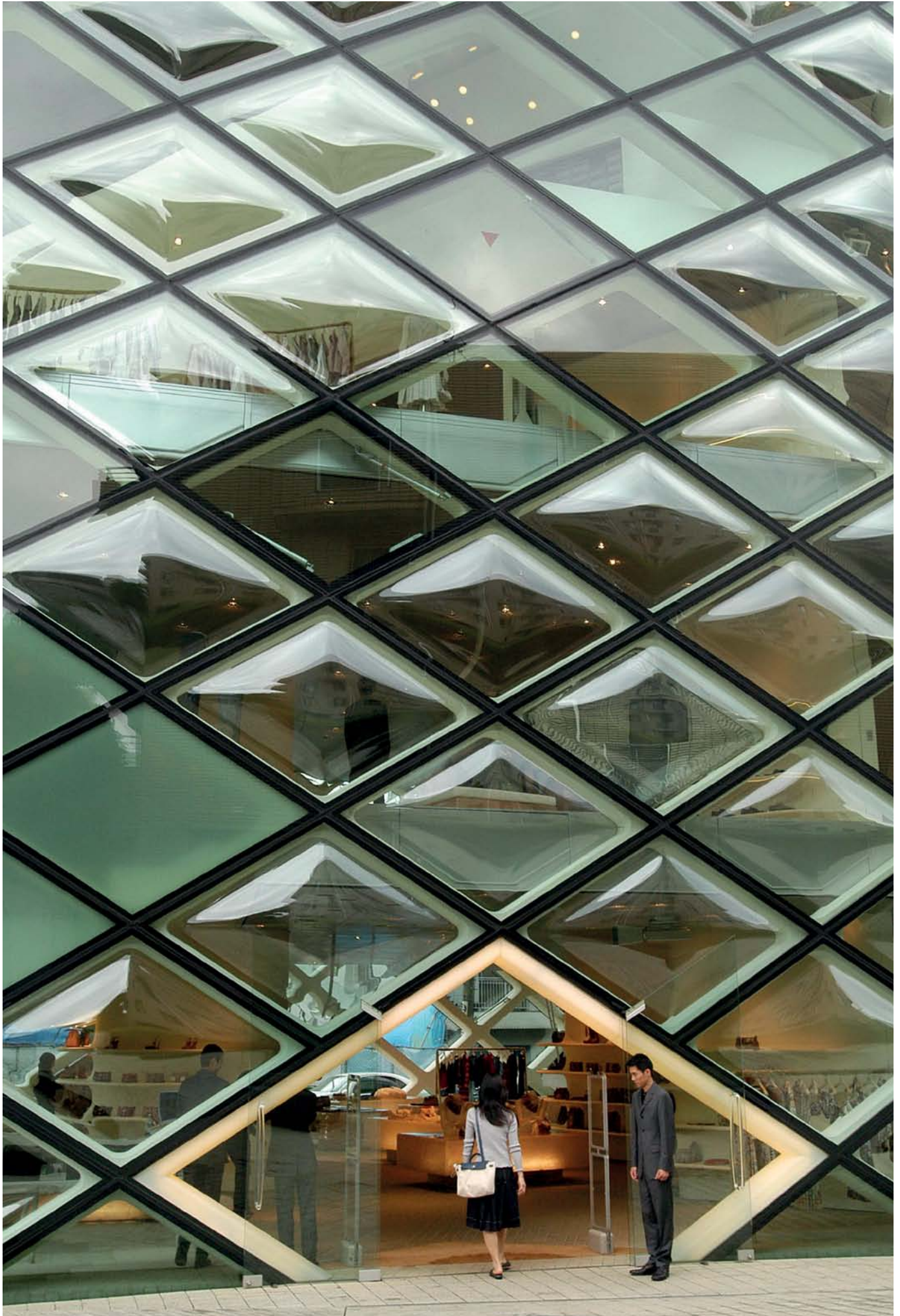
Men ikke desto mindre så har japanerne under overfladen fået et psykologisk sår. Peter Tasker, analytiker hos Arcus Research, har skrevet flere bøger om Japan, og peger på, at kollapsedet, krisen og regeringens fejlslagne forsøg på at redde landet fik folk til at miste tilliden til Japans økonomiske fremgang.

INVESTORERNE

Det har bl.a. haft den effekt, at de japanske investorer er blevet risikoaverse. De private investorer var de første til at flygte ud af det japanske aktiemarked og har været nettosælgere af japanske aktier i perioden 1991 til 2007, siger Kathy Matsui, chefstrateg for Goldman Sachs i Japan. De fire bear market rallies, der har været siden 1989, har alle været drevet af udenlandske investorer.

De japanske investorer har i stedet parkeret deres penge i regeringsstøttede fonde, som har investeret i sikre obligationer. Resultatet har været et rally på 78 pct. i 10-årige statsobligationer siden bunden i 1990. Til

FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE ➔



Prada butik, Tokyo.



gengæld er der ikke store kursgevinster at hente herfra med renter tæt på nul. Og derfor har japanerne i stigende grad vendt blikket mod udlandet og har investeret i alt fra islandske kroner og New Zealand-dollars til brasilianske obligationer og amerikanske aktier – men de er stadig ikke meget for deres egne aktier.

Virksomhederne har på deres side været meget fokuserede på at nedbringe gæld såvel som at håndtere deflationen i den hjemlige økonomi og konkurrencen fra prisbillig import. Store eksportører har været tvunget til at restrukturere og havde generelt gyldne år i den globale højvækstperiode fra 2003 til 2007. Men virksomheder i mere beskyttede områder af den hjemlige økonomi har klaret sig dårligt, og profitabilitet, lønninger og investeringer er faldet i det seneste årti.

Og det har ramt husholdningerne. I takt med, at virksomhederne har skåret ned, så er andelen af fuldtidsansættelser faldet fra knap 80 pct. af arbejdsstyrken i 1990 til 66 pct. i 2007, viser tal fra OECD. Andelen af lavere-lønnede deltidsjobs er samtidig steget – delvist forårsaget af kvindernes stigende andel af arbejdsstyrken som følge af, at faldende løn tvinger familier til at skaffe sig to indkomster. Men der er langsigtede sociale omkostninger ved denne forlængede indkomststørke i form af, at flere og flere tvivler på deres evne til at forsørge børn. Og færre børn er ikke, hvad Japan har brug for. Alleerede i 2007 kunne japanerne notere en lidet attråværdig førsteplads som verdens »ældste befolkning«. Forstået på den måde, at der var 37 pensionister i forhold til 100 arbejdsaktive – svarende til 2,7 i arbejde per pensionist. I 2050 vil der være 1,23. Til sammenligning er OECD-gennemsnittet 4,2 i dag og ventes at nå 1,92 i 2050.

For at gøre en lang historie kort: Japan står over for udfordringer, som bl.a. på den politiske front kræver kreativitet og nytænkning i stil med det erhvervslivet har demonstreret i efterkrigstiden. Det kniber bare gevaldigt med de politiske kreatører - Naoto Kan er den foreløbig femte premierminister siden 2006. Men også erhvervslivet skal reformeres.

Hvis vi skal prøve at se fremad, hvad er det så, japanerne skal ændre på for at komme videre?

”Mange virksomheder er meget traditionsbundne i den forstand, at de har svært ved at indføre vestlige ledelsesprincipper, men

holder sig til konservative ledelsessystemer. Tordentale til medarbejdere, der ikke præsterer tilfredsstillende, er meget udbredt. De ældre har per automatik altid ret – ikke kompetencen og kreativiteten, selv om den ofte kommer fra de yngre. Virksomhederne har nydt godt af den loyalitet, der har præget medarbejderne i mange år – en loyalitet, som gør, at mange er blevet i den samme virksomhed hele deres liv. Men i en moderne verden er det vigtigt, at man deler sin viden og erfaring med andre – at man kan tage den med sig til andre virksomheder, hvilket er en integreret del af det europæiske og amerikanske arbejdsliv”, siger Lisbeth Clausen, lektor på Handelshøjskolen (CBS) i København, der har speciale i japansk ledelse og har skrevet flere bøger om danske virksomheders udfordringer på det japanske marked.

Men der er vel lyspunkter – Nintendo for eksempel...

”Ja, Nintendo er et godt eksempel på en moderne virksomhed der har åbnet op for vestlige ledelsesprincipper og højt til loftet. De har skabt et kreativt miljø for unge medarbejdere. Der kan være meget stor forskel på virksomhederne og de forskellige brancher. Nogle arbejder med vestlige ledelsesformer, nogle videndeler rigtig meget inden for deres virksomhed eller branche, men kun inden for Japan.”

Men som i ethvert demokratisk samfund kan et ungdomsoprør vel være et vigtigt skridt til forandring...

”Ja, og de unge i dag har helt anderledes holdninger end de ældre. De er ikke blege for at sige deres job op og skifte til et andet – noget, der var næsten utænkeligt før i tiden. De vil gerne ud at rejse, videreuddanne sig i udlandet, de vil gerne være anderledes og bryde med de traditionelle mønstre. Unge mennesker elsker vestlige ting, kosmetiske ting og der er flere blondiner i Tokyo end andre steder. De unge er generelt meget åbne, og mange ser ikke fordele i at gifte sig. 8 mio. kvinder er såkaldte ’parasite singles’ – de vil hellere bo alene hjemme ved forældrene, og spare deres penge op til forbrug. Nogle vil også hellere til udlandet og arbejde. Det har også noget at gøre med kønsrollemønstret i Japan. Japanerne har endnu ikke haft den samme debat om ligestilling, som i Vesten, og der er lang vej på den front. Der er i dag kun 50 pct. af kvinderne fuldtids på arbejdsmarkedet.”

Kritikere peger på uddannelsessystemet som et andet område, der kræver nytænkning...

”Universiteterne har typisk tætte tilknytninger til specifikke virksomheder. Ph.D.-afhandlinger er sjældne, og efteruddannelse finder typisk sted i virksomhederne, som dermed lukrerer på loyalitet fra specialiserede medarbejdere. Mange akademiske artikler udgives kun på japansk. Der finder meget videndeling sted i Japan, men det sker typisk inden for specifikke virksomheder, brancher og akademiske enklaver. Japanerne har brug for et meget mere åbent, internationalt orienteret uddannelsessystem uden hæmmende bånd til japanske brancher og virksomheder.”

Japanerne har altid holdt lav international politisk profil. Men de senere år er de i stigende grad begyndt at bruge soft power, der er blevet defineret som ”kunsten at få andre til at kunne lide dig”. Hvordan udmønter det sig?

”Japan bruger soft power f.eks. gennem de populære Manga-tegneserier, Tamaguci, Pokémon, Bakugan, Dragonballs og animationer - og Japan er i mange tilfælde trendskabende inden for legetøjsuniverset. Det er velkendt i den liberale økonomi, at jo mere du får af den enkeltes mindset, desto mere vil du også købe. Soft power er en naturlig følge af japanernes forbrugerkultur. Der er meget stor fokus på forbrugerne i Japan. Forbrugerne skal have det, de skal bruge, er tanken. Produkterne udvikles sammen med forbrugerne. Og den model bruger de også på det globale marked. Vi får et væld af gadgets, gimmicks, produkter og tendenser fra Japan, lige fra soduku, sushi og biler til Nintendo DS, Wii og talende dukker. Det er soft power – at få andre til at synes om produkterne uden, at de egentlig bemærker det.”



Mennesket kan skabe kunstigt liv – sådan da

Amerikanske Craig Venter og hans forskerhold har skabt en ny livsform i laboratoriet. Den syntetiske biologis æra er startet. På godt og ondt.

Som man kunne læse i det akademiske tidskrift *Science* i maj, så er der blevet sat en ny milepæl i den biologiske forsknings historie. Baggrunden er et projekt, udført af John Craig Venter og hans forskere på J. Craig Venter Institute i Californien.

Craig Venter er en af verdens førende genforskere. Allerede i 1995 var han en pioner inden for genforskning, da han med sit forskerhold ved hjælp af gensekventering dengang var den første til at kortlægge et komplet genom hos et fritlevende væsen - *haemophilus influenzae*. Og i kortlægningen af det humane genom – alle 3 milliarder "bogstaver" – kom han ind på en delt førsteplads d. 26. juni 2000, da han sammen med konkurrenten Francis Collins fik prisen i form af et håndtryk fra daværende præsident Bill Clinton.

Projektet omtalt i *Science* for nylig var et forsøg, som efter 15 års forskning endelig lykkedes. At skabe det første væsen siden evolutionens start, som ikke havde nogen forfædre – og som var i stand til at reproducere sig selv.

"Dette er den første selv-replikerende celle, vi har haft på planeten, hvis forældre er en computer," siger Craig Venter.

Men selv om forsøget naturligt kalder på citater fra Mary Shelleys Frankenstein, så

er der trods alt et stykke vej, til vi behersker teknologien til at skabe et sådant monster. For der er kun tale om en bakterie.

SÅDAN GIK DET TIL

Craig Venter tog oprindeligt udgangspunkt i den mindste levende organisme, han kunne finde, og det var bakterien *Mycoplasma genitalium*. Med kun 485 gener er det den mindste, kendte, fritlevende bakterie. Derefter prøvede han at fjerne generne, én efter én, for at se hvilke gener, bakterien kunne klare sig uden. Målet var at gøre bakterien så lille som muligt for derefter at bruge den som model for syntese. Men det var en blindgyde.

Ganske vist viste det sig, at der var omkring 100 gener, som bakterien kunne undvære, men ikke alle på samme tid. Og at finde ud af hvilke af de mindre genomer, der klarede sig bedst, var for langsommeligt. I mellemtiden var DNA syntese teknologien blevet forbedret, og Craig Venter skiftede taktik. Han ville nu arbejde med blot en lettere modificeret version af hele genomet i *M. genitalium*.

På det tidspunkt havde han succes med et andet projekt, nemlig syntetiseringen af genomet i en virus, *Phi-x174*, som kun består af 11 gener. Det var ikke den første kunstige virus; et forskerhold på State University of New York havde lavet en kopi af poliovirus i 2002, men den var kun lige i stand til at reproducere sig selv. Venter puttede virus-DNA ind i værtsceller, som derefter begyndte at spytte nye vira på en lige så selvdestruktiv måde som celler inficeret med naturlig *Phi-x174*.

Nu ville Venter bruge samme taktik i en bakterie. Tage en celle, *Mycoplasma capricolum*, som havde fået fjernet al sin DNA, og indsætte et stort syntetisk genom. Forskellen var, at dette ikke ville være en celle, der producerede flere vira, men en celle, som producerede flere celler.

At syntetisere genomet viste sig rela-

tivt let. Det blev opdelt i "kassetter" på omkring 1000 basepar – et basepar er de genetiske "bogstaver", som DNA består af – som derefter blev sat sammen med kemiske metoder. Derefter brugte forskerne gærceller til at kæde "kassetterne" sammen i den rigtige rækkefølge for at producere de færdige genomer.

Nu var det egentlig bare at gøre "bakteriekadaverne" (Frankensteins opgravede lig) klar. Slet ikke nemt, da bakterier har et forsværssystem i form af restriktion enzymer, som hugger fremmed DNA i stykker. Men også den forhindring blev overvundet, og man havde et rent cellekadaver.

For at kunne genkende den nye bakterie slettede forskerne 14 gener, som var unødvendige for genomets funktion og evne til reproduktion. I stedet indsatte de noget DNA, de selv havde designet og som indeholder URL på en webside og tre citater (se boks).

Nu skulle bakterien med kunstig DNA så stå sin prøve. Om det kunne reproducere sig selv, og om de nye bakterier indeholdt de syntetiske genomer. Det kunne det. Forsøget var lykkedes.

KONSEKVENSERNE

Helt nyt liv er der dog ikke tale om. Det erkender Craig Venter også selv:

"Dette er ikke liv fra bunden. Vi drager fordel af 3 milliarder års evolution til at transplantere et genom ind i en celle."

Craig Venter og hans forskere har genskabt et genom, som er næsten identisk med det oprindelige, og det er implementeret i en naturlig celle. Faktisk er der kun udskiftet en procent af cellens vægt. Så kunstigt liv fra bunden er der altså ikke tale om – snarere har de demonstreret en metode, hvorpå man kan skabe og ændre liv, som vi kender det fra naturen, som det blev påpeget af professor Steen Rasmussen for nylig, leder af Center of Fundamental Living Technology ved SDU, der også arbejder med at skabe kunstigt liv.

FÅ EN KOPI AF BAKTERIEN OG SE "VANDMÆRKET"

Venters forskerhold satte "vandmærker" ind i genomet – særligt designede segmenter af DNA, som bruger "alfabetet" af gener og proteiner, der gør det muligt for forskerne at skrive ord og sætninger. Indkodet i vandmærket er en ny DNA-kode til at skrive ord, sætninger og tal. Desuden en webadresse, som du kan sende emails til, hvis du bryder den nye kode, navnene på 46 forfattere og andre vigtige bidragsydere samt tre citater: "TO LIVE, TO ERR, TO FALL, TO TRIUMPH, TO RECREATE LIFE OUT OF LIFE" - JAMES JOYCE; "SEE THINGS NOT AS THEY ARE, BUT AS THEY MIGHT BE." Citat fra bogen "American Prometheus"; "WHAT I CANNOT BUILD, I CANNOT UNDERSTAND." - RICHARD FEYNMAN.

Men det er bestemt heller ikke at kimse ad. For hvis man kan få et kunstigt genom til at styre en celle, så kan man også – på computeren - designe sine helt egne genomer og på den måde programmere celler til at gøre, som man vil.

Det åbner enorme perspektiver i så vidt forskellige brancher som medicinalindustrien, landbruget og energisektoren. Man vil kunne lave specialdesignede genomer i mikrober, der for eksempel kan producere medicin, kemikalier, brændstof eller mikrober, der er i stand til at absorbere eller bearbejde forurenende stoffer. Craig Venter har selv en vision om udviklingen af en form for alger, der skulle kunne absorbere kuldioxid fra atmosfæren og udnytte den til at skabe dieselolie eller benzin. Synthetic Genomics har allerede indgået en aftale til 600 millioner dollars med ExxonMobil om at få brændstof fra sådanne alger.

Faktisk peger mange på, at netop de miljømæssige perspektiver, som teknologien åbner op for, er meget lovende – især i betragtning af den aktuelle oliekatastrofe i den mexicanske Golf, samt ikke mindst den globale opvarmning, som næppe bliver løst med hverken koordineret global politik eller tilstrækkeligt effektive energialternativer foreløbig.

THE DARK SIDE OF THE FORCE

Men som altid er teknologiske landvindinger også et tveægget sværd. Og denne nyskabelse har sin egen mørke side. Celler har det f.eks. med at mutere over tid – og der er en risiko for, at oprindeligt harmløse celler, udviklet til et godt formål, f.eks. ender med at mutere til noget grimt. Og så er der risikoen fra terrorisme og krigeriske nationer.

"Dette vil være et fabelagtigt kreativt værktøj til at skabe billige, rene brændstoffer og andre gennembrud for landbrug, sundhed og miljøet. Det øger også risikoen for bioterrorisme, og derfor har vi stærkt brug for et hurtigt reagerende system (som vi har for

software virus), som kan beskytte os mod nye biologiske vira og andre livsformer. Teknologierne til at gøre det er på plads – vi kan nu sekventere en biologisk virus på en dag, en bakterie på få dage (HIV tog 5 år), og vi har et udvalg af værktøjer til at deaktivere disse patogener (såsom RNA interferens eller antigen-baserede vacciner)," siger den anerkendte videnskabsmand og fremtidsforsker, Ray Kurzweil.

Det går stærkt i menneskets verden, og med tanke på alle menneskets historiske og aktuelle tåbeligheder, så er det ikke umiddelbart betryggende, at vi bliver stadig dygtigere til at manipulere med naturen. Vi har i mange år haft genmodificerede afgrøder. For 14 år siden blev Dolly, det klonede får, præsenteret, og det er kun et spørgsmål om tid, før vi kan lave en klon af os selv. Om få år vil nanoteknologien gøre det muligt, at vi får nanoroboter implementeret i os, så vores hjer-

ne er *online* hele tiden, og nanobotterne bekæmper sygdomsceller i vores krop. Vi ender måske med *geoengineering* – f.eks. at sprøjte kemikalier ud i atmosfæren – for at løse klimaproblemet. Og selv om vi ikke vil finde intakt DNA, så vi kan rekonstruere en *Tyrannosaurus Rex*, så er det ikke helt utænkeligt, at vi en dag får så stor indsigt i hvordan genomer fører til komplekse strukturer så vi syntetisk kan gøre Jurassic Park til virkelighed. Mere realistisk er det måske oven i købet, at hvis vi kombinerer syntetisk biologi med genomet af Neanderthaleren, som blev kortlagt tidligere i år, vil vi snart være i stand til at genskabe en af menneskets forfædre.

Ser vi bort fra det moralsk angribelige i det, så kunne vi måske finde ud af, om sjælen kun er noget, der opstår ved naturlig undfangelse. Eller om vi rent faktisk bare er biologiske organismer.

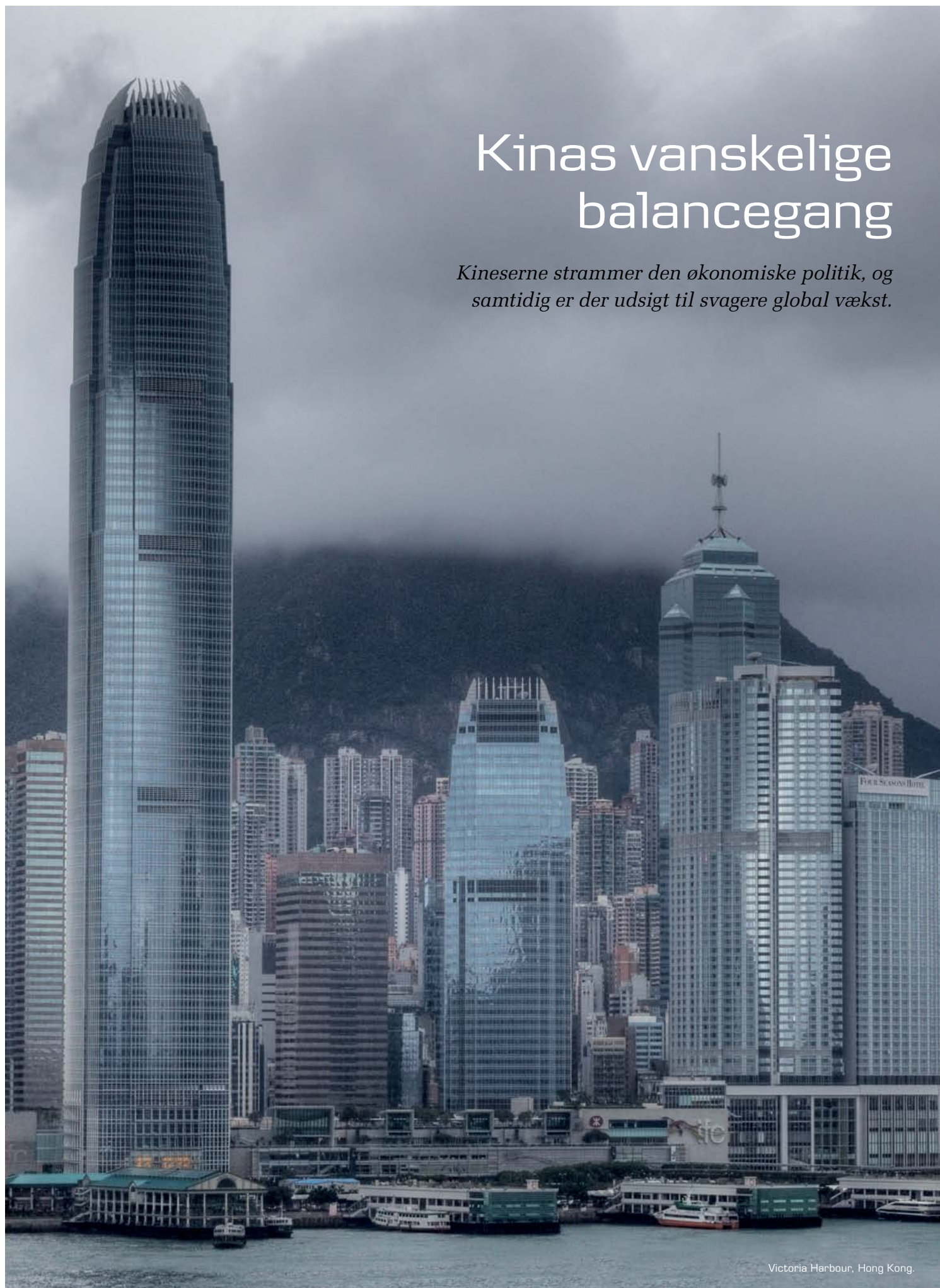


"How dangerous is the acquirement of knowledge and how much happier that man is who believes his native town to be the world, than he who aspires to be greater than his nature will allow."

Mary Shelley (*Frankenstein*)

Kinas vanskelige balancegang

*Kineserne strammer den økonomiske politik, og
samtidig er der udsigt til svagere global vækst.*



Victoria Harbour, Hong Kong.

Emerging Markets, især Asien, har været en sand pengemaskine for aktieinvestorerne gennem det seneste årti. Ingen er i tvivl om det langsigtede potentiale i regionerne. Men det kan også gå så stærkt, at der må strammes op, hvis en overophedning skal undgås. Den risiko er i høj grad til stede i Asien lige nu, og mest opmærksomhed tiltrækker Kina sig i den forbindelse.

Det er gået stærkt i Kina de sidste 10 år. Der var ganske vist en nedgang i kølvandet på Lehman Brothers' kollaps, finanskrisen og den efterfølgende økonomiske krise. Eksport betyder meget for Kina, og derfor kunne det mærkes, at verdenshandelen – og dermed også industriproduktionen i Kina, som er verdens industricentrum - gik mere eller mindre i stå. Men nedturen varede ikke længe for kineserne takket være en massiv redningspakke, og det faktum, at Kinas indenlandske vækst trækker en ganske stor del af økonomien efterhånden.

I redningsplanen indgik bl.a. store investeringer i offentlig infrastruktur samt forbrugersubsidier til køb af bl.a. biler, TV og varige forbrugsgoder, og det spillede en vigtig rolle for at stimulere økonomien, hvor privatforbruget får stadig større betydning. I løbet af 2009 kom så også den globale økonomi så småt i gang igen, og væksten i kinesisk økonomi var igen tocifret. Hvilket skabte bekymringer om, at det var ved at gå lidt for stærkt med voldsomt stigende ejendomspriser i visse områder og stigende lønpres.

Den kinesiske ledelse har været opmærksom på risikoen for overophedning og dermed accelererende inflation – og har derfor iværksat visse stramninger. Det høje niveau af investeringer i infrastruktur fastholdes dog, og forbrugersubsidierne ventes også fastholdt i år. Der har imidlertid været betydelige regulatoriske stramninger rettet mod især ejendomsmarkedet. Således er kravet til udbetaling steget markant, og der er stigende forventninger om, at en ejendomsskat snart bliver introduceret.

KREDITTERNE STRAMMES

På den pengepolitiske front er den hidtil ekstremt lempelige pengepolitik strammet op til at være mere moderat. I Kina kan man bedst vurdere den overordnede pengepolitik ved udviklingen i kreditvæksten, idet renter har mindre betydning i Kina. I det autoritære styre kan den øverste ledelse nemlig diktere bankernes udlånspolitik direkte – i modsætning til den vestlige model, hvor centralbankernes stramning af pengepolitikken via højere renter og likviditetsregulerende forhold virker mere indirekte, idet bankerne herved tvinges til at hæve udlånsrenter og evt. regulere andre kreditbetingelser.

Kreditvæksten er aftaget i år, men mindre end i 2005 og

2008, hvor Kina sidst strammede pengepolitikken markant. Regeringens mål for kreditvæksten i 2010 som helhed er 16 pct., og er dermed planlagt til fortsat at overgå væksten i BNP. Altså trods stramningen stadig en lempelig pengepolitik, og i den forbindelse er det værd at nævne, at realrenterne (nominelle renter minus inflation) er ekstremt lave. Og det er ikke uproblematisk, at realrenterne på indskud er blevet negative, da det kan føre til spekulative pengeoverførsler fra indskudskonti til ejendomme og aktier.

Foreløbig ser det ikke ud til, at justeringerne i den økonomiske politik har påvirket investeringslysten. Faktisk ser investeringerne ud til at være steget yderligere trods de strammere kreditbetingelser. Der er imidlertid tegn på, at de strammere reguleringer har påvirket ejendomsmarkedet, hvor salget er faldet 20 pct. i maj. Dette antyder, at ejendomspriser og –investeringer har påbegyndt en afmatningsfase. Dette giver belæg for at vente svagere investeringer i andet halvår, men ikke nogen væsentlig effekt før i 2011, hvor investeringer i infrastruktur vil begynde at falde.

Så længe statsgældskrisen i Europa i det store og hele holdes inden for regionens grænser, bør den direkte effekt på væksten i Kina være beskeden. Hvis finanspolitikken strammes med 1 pct. i hele eurozonen, så estimerer Danske Markets Research, at Kinas eksport til eurozonen vil falde med omkring 4,5 pct. Men da kun 15 pct. af Kinas eksport er rettet mod eurozonen, vil det barbere blot 0,2 pct. af Kinas BNP-vækst. Hvis gældskrisen i Europa skal have en markant effekt på Kinas vækst, kræver det, at krisen eskalere til en global finanskris, som skaber en ny periode med mistillid i det globale erhvervsliv.

Trods stigende inflationspres så er der stadig tale om en forholdsvis rummelig finans- og pengepolitik. Men den europæiske gældskrise har utvivlsomt øget risikoen for Kinas vækst, og i den forstand kan det retfærdiggøre, at det kinesiske lederskab er blevet mere forsigtigt og udskyder yderligere stramninger, indtil der er et mere klart billede af den globale økonomi. Men at Kinas ledelse er bekymret for inflationen, sås for nylig, da det overraskende blev meddelt, at man nu forlader den tilknytning til dollaren, der har været gældende siden midten af 2008, hvor finanskrisen begyndte at eskalere. I stedet vender man tilbage til at styre valutaen mod en kurv af valutaer. Det blev ikke angivet om dette indebærer en løbende opskrivning af den kinesiske valuta, men økonomerne i Danske Markets Research vurderer, at kineserne sigter mod en gradvis, men beskeden opskrivning af valutaen fremover - budet lyder på fire pct. over for USD i løbet af det kommende år.

Ikke udsigt til rentestigninger foreløbig

Af hensyn til væksten strammer centralbankerne ikke pengepolitikken foreløbig.

Uroen omkring den europæiske gældssituation er stadig den primære drivkraft på markederne. Over den seneste måned er investorerne lyst til risiko blevet endnu mindre, og det har øget efterspørgslen på statsobligationer i de mere sikre lande. På trods af relativt solide økonomiske nøgletal fra den globale økonomi er renterne derfor faldet yderligere. Samtidig har centralbankerne signaleret, at uroen vil forsinke den planlagte normalisering af pengepolitikken, hvilket også har bidraget til lavere renter.

RENTEUDVIKLINGEN

Federal Reserve (Fed) holder renten i ro indtil marts 2011. Det skyldes til dels, at kerneinflationen aftager henover året, men primært at den seneste uro på markedet har forsinket normaliseringen af pengepolitikken. Når markedet igen er faldet til ro, ventes centralbanken at genoptage normaliseringen.

Danske Banks renteanalytikere forventer dog højere 10-årige obligationsrenter i USA på kort sigt, drevet af robuste data og en bedring i risikoappetitten. Men analytikerne tror imidlertid, at de 10-årige amerikanske renter topper inden for tre måneder. Det skyldes, at et gradvist fald i de ledende indikato-

rer og lav kerneinflation vil lægge låg på renterne i andet halvår. De 2-årige renter ventes at stige gradvist i takt med at renteforhøjelserne fra Fed rykker nærmere.

Den Europæiske Centralbank (ECB) vil holde renten i ro indtil 2. halvår 2011 på grund af gældskrisen i euroområdet. Usikkerheden om vækstudsigterne som følge af, at de finanspolitiske stramninger er blevet fremskyndet, vil også afholde ECB fra stramminger.

De europæiske renter er nu på et historisk lavt niveau, og der er derfor udsigt til generelt højere renter fremadrettet. På kort sigt venter analytikerne en lille stigning i eurorenterne i takt med at risikosøgningen vender tilbage, men derefter vil en top i de amerikanske renter lægge en dæmper på fortsatte rentestigninger.

I USA ventes en fortsat stejl rentekurve på kort sigt, men der er udsigt til en pæn udfladning i andet halvår, hvor de 10-årige renter topper, mens de 2-årige fortsætter op.

I Tyskland vil den 2-10-årige rentekurve fortsat være stejl i lang tid fremover, idet ECB

forventes at holde renten i ro. I 2011 ventes en udfladning af kurven, når renteforhøjelserne fra ECB rykker nærmere.

Danske obligationsrenter vil som normalt udvikle sig parallelt med de tyske og ventes at stige lidt i prognoseperioden. Det 10-årige rentespænd til Tyskland er indsnævret til 10 bp og ventes uændret fremover.

Det officielle ledende rentespænd mellem Danmark og euroområdet ligger fortsat rekordlavt på 5 bp. Grundet det fortsatte opadgående pres på kronen nedsatte Nationalbanken i slutningen af maj igen indskudsbevisrenten fra 0,70 % til 0,50 % ad to omgange. Med en tilsvarende ECB-rente på 0,25 % er det relevante rentespænd til Euroland indsnævret til 25 bp. Skulle valutareserven igen begynde at vokse, er det ikke udelukket med endnu en indsnævring af dette rentespænd. Cibor-renterne er formentlig på bunden, men kan falde en smule mere, skulle Nationalbanken igen nedsætte indskudsbevisrenten.

Da valutapositionen ventes at forblive stærk, og renteforhøjelser fra ECB har lange udsigter, vil de korte obligationsrenter som f.eks. renten på F1 FlexLån® være lave i lang tid.

Anbefalinger

Rentefaldet på det seneste betyder, at realkreditobligationer er steget i kurs, og dermed er varigheden (se boks) på dem faldet. Modelporteføljerne (se s. 48) er derfor blevet justeret ved at tage obligationer ind med en lidt højere varighed for at kompensere herfor. Overordnet set fastholder vi stadig en undervægtet varighed set i forhold til det, der kaldes den langsigtede neutrale varighed. Baggrunden for det er, at vi – selv om der ikke er udsigt til strammere pengepolitik foreløbig – venter marginale rentestigninger fra et meget lavt niveau.

Vi anbefaler stadig 5-41. Ganske vist er varigheden på denne faldet markant, idet kursen er kommet over 100, men det er den relativt høje rente, der tiltrækker, og risikoen for konvertering anses for minimal (ekstraordinære udtrækninger ventes at stige til max. 10 pct.). Vi anbefaler samtidig 4-35 og 4-38, der også giver en pæn rente.

Der ventes konverteringer fra 6- og 7 pct.

30-årige (og måske også korte flex'er i et vist omfang) ned til 4-41. En hel del ventes at vælge 4-41 uden afdrag, da den har større varighed end 4 pct. med afdrag. Mange vil vælge 4-41 i den hensigt at opkonvertere på et senere tidspunkt. Dvs. stiger renten inden for et år eller to, vil kursen på 4-41 kunne falde væsentligt og dermed vil et tilbagekøb af låntager (og skift til 6 pct. eller flex) medføre, at en væsentlig del af restgælden kan skæres af.

Derudover anbefales investorer korte obligationer, da renterne er faldet til et historisk lavt niveau, og renten ventes at stige marginalt ifølge Danske Banks prognose for renteutviklingen. 2 % Flex-obligationer med 3-5-årig løbetid kan anbefales, da det kan være fordelagtigt at gå længere ud pga. den stejle rentekurve.

Alternativt kan investor købe korte variabelt forrentede obligationer og korte variabelt forrentede obligationer med renteloft, såkaldte "cap floaters", der netop nyder godt

af stigende renter og en fladere rentekurve. De variabelt forrentede obligationer har typisk fire renteterminer, og kuponen fastsættes ud fra 3 eller 6 måneders CIBOR-renter.

UDENLANDSKE OBLIGATIONER

Blandt udenlandske obligationer er det værd at nævne Emerging Markets som et interessant tema.

Det gælder ikke Central- og Østeuropa, som udover at have deres egne økonomiske problemer, også er ramt af gældsproblematikken i Syd-Europa og generelt står over for en periode med svækkelse i valutaerne – om end visse valutaer efterhånden er fundamentalt undervurderede, heriblandt især den tjekkiske koruna, som under antagelse af, at eurokrisen fortager sig, har et væsentligt stigningspotentiale på 12 mdr. sigt.

Men det er de fleste andre udviklingsøkonomier, der er interessante. Økonomier, som er karakteriseret af høj vækst, fundamentalt



sunde forhold og lav offentlig gæld. Det er muligt, at købe attraktive obligationer i mange af de mest attraktive lande, men som udgangspunkt anbefales det private investorer at søge eksponeringen via køb af DI Højrentelande.

Den europæiske gældskrise ses tydeligt i udviklingen på valutamarkedet. Euroen er svækket markant de seneste måneder, og nedturen vurderes af Danske Banks valutaanalytikere ikke at være slut inden for det næste halve år. Faktisk ventes generelt en stigning i "dollar-lande" – dvs. CAD, USD og AUD. Særligt sidstnævnte, australske dollars, tiltrækker sig opmærksomhed. Austral-

lien blev ikke særlig hårdt ramt af krisen; de hævdede renterne som nogen af de første, og generelt nyder de godt af væksten i Asien og regionens efterspørgsel efter råvarer. Ganske vist er AUD ud fra en langsigtet, fundamental betragtning overvurderet, men i den aktuelle situation med krisen i Europa, tager AUD sig klart stærkest ud. På seks måneders sigt forventer Danske Banks valutaanalytikere, at AUD styrkes med 12 pct. over for DKK. Dette taler for, at den risikovillige investor kunne overveje investering for begrænsede midler i australske statsobligationer, der giver en rente på 5 pct. Vi vil foretrække at anbefale Eurobonds denomineret i AUD,

da der er 10 pct. kuponskat på Aussie bonds.

Trods dette negative syn på euroen på kort til mellemlang sigt venter analytikerne dog stadig, at euroen styrkes over for USD på 12 måneders sigt (og dermed også AUD, idet korrelationen med USD er relativt høj). Hvis det lykkes Europa at tackle sine gældsproblemer, vil det understrege de budgetmæssige udfordringer, som USA står overfor. Dollaren skal også lægge ryg til et uholdbart stort og ikke mindst stigende underskud på betalingsbalancen, hvilket ikke er tilfældet i Euroland. Dertil kommer, at den svagere euro også fremmer den europæiske konkurrenceevne i forhold til USA.

Nye skatteregler vedtaget for privatpersoner

Lovforslag om ophævelse af skattefriheden for kursgevinster på blåstemplede obligationer, det vil sige, at alle stater, realkreditobligationer og erhvervsobligationer denomineret i danske kroner, som er udstedt med en rente på eller over mindsterenten, er nu vedtaget (se skatteartiklen s. 44).

En privat investor, der køber en blåstempled obligation erhvervet den 27. januar 2010 eller senere, er således skattepligtig af kursgevinsten og får fradrag for et kurstab ved salg på et fremtidigt tidspunkt.

Private investorers eksisterende beholdning af blåstemplede obligationer købt før 27. januar 2010 vil således fortsat være skattefri efter de hidtil gældende regler (kursgevinst er skattefri og tab er ikke fradragsberettiget). Der er en bagatelgrænse på 2.000 kr., som gælder samlet for alle obligationer.

Samtidig med ændringen bliver skattesatsen for den højeste skattesats for positiv kapitalindkomst gradvist nedsat fra 49,5 % i 2010 til 42 % i 2014.

HVAD GØR INVESTOR RENT PRAKTISK?

Investor bør overveje at købe i fondskoder, der ikke lå i depotet den 26. januar 2010. Samtidig kan man overveje, at oprette et nyt depot, hvor man anbringer de obligationer, man køber fremover. Et depot koster 75 kr. halvårligt.

Disse praktiske tiltag bør man gøre af den simple grund, at man herved bevarer overblikket, og kan skelne mellem obligationer købt efter de gamle og nye regler.

ANBEFALING VED NYE SKATTEREGLER

De nye skatteregler betyder fremover, at den

skattemæssige indgangsvinkel til investering af frie midler og pensionsmidler bliver ens, da der for frie midler ikke længere skal tages højde for skattefrihed for kursgevinster.

De nye regler betyder, at hvis man som privat investor har skattefrie kursgevinster på blåstemplede obligationer med begrænset kurspotentiale, kan man med fordel sælge obligationerne og købe nogle andre.

At private investorer har fradrag for kurstab på obligationer købt den 27. januar 2010 eller senere betyder, at man fremover bør se kuponrente og kurs under ét ved køb af obligationer. Det betyder, at det ikke er afgørende, om man køber over eller under kurs 100.

Som altid bør man tage udgangspunkt i investeringsprofilen – investeringshorisont og risikovillighed inden man foretager køb af obligationer.

VARIGHEDEN – ET VIGTIGT NØGLETAL FOR OBLIGATIONER

I obligationsuniverset har man et vigtigt begreb for obligationers rentefølsomhed, kaldet varigheden. Den udtrykker, hvor meget kursen på en obligation vil ændre sig, hvis renten stiger eller falder med et procentpoint. Varigheden udtrykker også den egentlige løbetid på obligationen, idet den fortæller hvor lang tid, der i gennemsnit vil gå, før man har modtaget alle betalinger. For inkonverterbare obligationer – f.eks. statsobligationer og flexobligationer – kan varigheden beregnes som det vægtede gennemsnit af tiden til hver enkelt betaling, hvor tiden vægtes med betalingens nutidsværdi. Varig-

heden er derfor en slags korrigeret løbetid for obligationen, som er mindre end den faktiske løbetid (undtagen for nul kuponobligationer), og udgangspunktet i obligationsinvestering er, at varigheden skal svare nogenlunde til investors tidshorisont.

Varighedsberegningen for konverterbare realkreditobligationer er lidt mere kompliceret end for stater og flexer. Her falder varigheden nemlig betydeligt, når obligationen nærmer sig kurs 100 – den kurs, hvortil låntageren har ret til at førtidsindfri obligationen selv om kursen er over 100. Hvis

kursen på realkreditobligationen er 100 eller over 100, vil korrektionen i varigheden således være langt større, end hvis kursen på obligationen er 90 eller 93. Årsagen er selvfølgelig, at hvis kursen på obligationen er 100 eller over 100, vil boligejerens incitament til at omlægge sine lån være større end i det tilfælde, hvor kursen er 93.

Jo højere varigheden og dermed rentefølsomheden/risikoen er på en obligation, desto højere er det forventede afkast.

Udligningsskatten er vedtaget

Folketinget vedtog den 4. juni 2010 de nye regler om udligningsskat på større pensionsudbetalinger.

Nu kender vi det endelige indhold af udligningsskatten. Det vedtagne lovforslag indeholder ingen væsentlige ændringer i forhold til de regler, som vi beskrev i **INVESTERING** i maj.

Udligningsskatten rammer alle løbende pensionsudbetalinger ud over 362.800 kr. fra og med 2011. Satsen er 6 pct. i 2011-2014, hvorefter skatten nedsættes gradvist med 1 pct. point årligt således, at der fra og med 2020 ikke længere skal betales udligningsskat. Bundfradraget på 362.800 kr. bliver ramt af genopretningspakkens fastfrysning af beløbsgrænser, og bliver derfor tidligst forhøjet i 2014.

Muligheden for overførsel af et bundfradrag mellem ægtefæller fastholdes også. Har den ene ægtefælle en personlig indkomst, f.eks. pensionsudbetalinger og/eller lønindkomst under 121.000 kr., så vil der være mulighed for at overføre et beløb svarende til 121.000 kr. reduceret med pågældendes personlige indkomst.

Har du skattemæssige underskud, som overføres fra tidligere år, eller har din ægtefælle negativ personlig indkomst, nedsætter disse underskud beregningsgrundlaget for udligningsskatten.

EKSEMPEL

Ægtefælle 1	
Pensionsudbetalinger	500.000 kr.
Ægtefælle 2	
Løn/pension	0 kr.
Indskud på ratepension*	50.000 kr.
Personlig indkomst	-50.000 kr.

Beregningsgrundlag for udligningsskat hos ægtefælle 1	
Pensionsudbetalinger	500.000 kr.
- negativ personlig indkomst fra ægtefælle 2	-50.000 kr.
- bundfradrag	-362.800 kr.
- overførsel af bundfradrag fra ægtefælle 2	-121.000 kr.
Beregningsgrundlag	-33.800 kr.

Udligningsskat 6 pct.	0 kr.
-----------------------	-------

*Bemærk, at udligningsskatten ikke kan nedbringes med egne pensionsindbetalinger.

Du kan læse mere om udligningsskatten i **INVESTERING** fra maj 2010.

Har du spørgsmål til udligningsskatten, er du velkommen til at kontakte din pensionsrådgiver i banken.

Ændret beskatning af investeringsbeviser

Som omtalt i artiklen nedenunder om de nye regler for beskatning af obligationer, så sker der også ændringer i beskatningen af beviser i investeringsforeninger. Reglerne har betydning for personlige investorer, der investerer for frie midler.

AKTIE- ELLER OBLIGATIONSBASEREDE INVESTERINGSAFDELINGER

Fra og med indkomståret 2011 forenkles reglerne for, hvornår en afdeling er henholdsvis aktie- eller obligationsbaseret. Fremover vil der kun være to typer af udloddende investeringsafdelinger, nemlig aktie- eller obligationsbaserede afdelinger.

Fra og med indkomståret 2011 gælder, at:

- en afdeling anses for aktiebaseret, såfremt 50 pct. eller mere af afdelingens aktivmasse er placeret i almindelige aktier. Opgørelsen sker efter særlige regler, og aktier i de særlige investeringsforeninger medregnes ikke i de 50 pct.
- en afdeling anses for obligationsbaseret, hvis mindre end 50 pct. af afdelingens aktivmasse er placeret i aktier mv. opgjort efter særlige regler.

ÆNDRERE SKATTEREGLER FOR PERSONER

I indkomståret 2010 skal du opgøre gevinst og tab på udloddende obligationsbaserede afdelinger efter de i dag gældende regler. Det betyder blandt andet, at gevinsten beskattes som kapitalindkomst, og at tab kan fratrækkes, når afdelingen udelukkende investerer i udenlandske obligationer. Tab på investeringsbeviser i afdelinger med danske obligationer, kan du derimod hverken trække fra eller modregne.

Fra og med indkomståret 2011 kan tab på beviser i alle obligationsbaserede afdelinger fratrækkes ved opgørelsen af kapitalindkomsten.

Tabet kan fratrækkes uanset anskaffelsestidspunktet. Afgørende for fradragsretten er alene salgsdatoen.

Har du tab på beviser i obligationsbaserede afdelinger, der udelukkende investerer i danske obligationer, kan det skattemæssigt være en fordel at vente med at sælge beviser til 2011 for derved at kunne trække tabet fra i kapitalindkomsten. Realiseres tabet i 2010 vil der nemlig ikke være fradrag for tabet på disse afdelinger.

Fra og med indkomståret 2011 indgår realiseret kursgevinst og -tab på obligationsbaserede investeringsbeviser ved beregning af bagatelgrænsen på 2.000 kr. sammen med kursgevinster og -tab på alle obligationer samt gevinst og tab på lån i fremmed valuta. Ved opgørelse af bagatelgrænsen i 2010 medregnes kun gevinster ved salg af beviser i obligationsbaserede afdelinger sammen med kursgevinster og kurstab på alle obligationer samt gevinst og tab på lån i fremmed valuta.

Den skattemæssige behandling af gevinst eller tab ved salg af beviser i aktiebaserede afdelinger ændres ikke.

UDLODNINGER FRA OBLIGATIONSBASEREDE AFDELINGER

Den del af udlodningen fra en obligationsbaseret afdeling, der stammer fra kursgevinster på blåstemplede obligationer, som er anskaffet før 27. januar 2010, er fortsat skattefri – uanset udlodningstidspunktet.

Ønsker du at vide mere om de nye skatteregler for investeringsforeninger, herunder hvilke konsekvenser de kan have for dig, kan du kontakte din rådgiver i banken.

Nye regler for beskatning af obligationer

Folketinget har den 1. juni 2010 vedtaget loven, der afskaffer skattefriheden for privatpersoners blåstemplede obligationer. Denne artikel omtaler de ændringer, der sker i beskatningen for private personers investering i obligationer. Loven medfører også en væsentlig

forenkling af de skattemæssige vilkår for udloddende investeringsforeninger (se artiklen ovenover).

FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE ➔

BLÅSTEMPLEDE OBLIGATIONER

Skattefrie kursgevinster på privatpersoners blåstemplede obligationer afskaffes. For at overholde EU-retten skal der skattemæssigt ske en ligestilling mellem danske og udenlandske obligationer. Det indebærer, at kursgevinster bliver skattepligtige, samt at kurstab kan trækkes fra på alle obligationer i DKK – uanset om de er blå- eller sortstemplede. Kursgevinster beskattes som kapitalindkomst, og kurstab kan trækkes fra direkte i kapitalindkomsten.

Reglerne gælder ikke for blåstemplede obligationer, der er erhvervet før 27. januar 2010. For disse obligationer vil kursgevinster fortsat være skattefrie, og kurstab kan ikke trækkes fra.

Hvis årets samlede kursgevinst eller –tab ikke overstiger 2.000 kr., skal kursgevinster og kurstab på obligationer ikke beskattes. Er bagatelgrænsen overskredet, medregnes hele kursgevinsten eller kursstab. Fra og med indkomståret 2010 skal der ved opgørelse af bagatelgrænsen medregnes kursgevinster og –tab på alle obligationer, gevinster og tab på lån i fremmed valuta samt avancer og tab på beviser i udloddende obligationsbaserede investeringsforeninger. Tab på udloddende obligationsbaserede investeringsforeninger indgår dog først i bagatelgrænsen på 2.000 kr. i 2011. For indkomståret 2010 kan du vælge om du vil benytte dig af reglerne for bagatelgrænsen på 2.000 kr. eller den ”gamle” bagatelgrænse på 1.000 kr. Valgfriheden har især værdi, hvis årets samlede gevinst eller tab på obligationer eller gæld i fremmed valuta ligger i intervallet 1.000 – 2.000 kr.

Ved opgørelse af 1.000 kr. grænsen indgår kursgevinster og tab på obligationer og lån i fremmed valuta samt kursgevinster og –tab på danske obligationer.

HVORDAN SKAL KURSGEVINSTER OG –TAB OPGØRES?

Kursgevinster og –tab på obligationer opgøres efter realisationsprincippet, som forskellen mellem afståelsessummen og anskaffelsessummen.

Personer skal anvende FIFO princippet (First in – First out) ved opgørelse af kursgevinster og –tab. Det har normalt kun betydning, hvis obligationer i samme serie er anskaffet i flere omgange, idet de ældste obligationer så sælges først. Har du købt blåstemplede obligationer før den 27. januar 2010, og er der efter denne dato købt flere obligationer i samme fondskode, så er det de ældste obligationer – dvs. de

skattefrie – der sælges eller indfries først. Dette gælder også, selvom købet sker til andet frit depot i dit navn. Generelt anbefaler vi, at du foretager opkøb i en anden fondskode, hvis du ejer obligationer, der er omfattet af skattefrihed.

BLÅSTEMPLEDE OBLIGATIONER UNDER KURS 100

Ønsker du at sælge en blåstemplet obligation, der er købt før den 27. januar 2010, og som ligger i en kurs lavere end 100, skal du være opmærksom på, at du ved salget mister muligheden for en skattefri kursgevinst på obligationen. Et senere opkøb af samme obligation vil nemlig ikke gendanne muligheden for at opnå en skattefri kursgevinst.

DEN HØJESTE SKATTESATS FOR KAPITALINDKOMST NEDSÆTTES

Samtidig med reglerne om fjernelse af skattefriheden på blåstemplede obligationer, nedsættes skattesatsen på kapitalindkomst yderligere. Nedsættelsen sker gradvist med virkning allerede fra 1. januar 2010. Nedsættelsen gælder, hvis du betaler topskat og har en positiv kapitalindkomst udover 40.000 kr. En uudnyttet bundgrænse overføres mellem ægtefæller. Nedsættelsen sker i topskatten, men får kun virkning for kapitalindkomst, ikke for topskatten af personlig indkomst.

DEN HØJESTE SKATTESATS FOR KAPITALINDKOMST NEDSÆTTES GRADVIS:

I indkomståret	Er den højeste skattesats ekskl. kirkeskat
2010	49,5 %
2011	47,5 %
2012	45,5 %
2013	43,5 %
2014 og senere	42,0 %

Hvis du har spørgsmål til de nye regler for beskattning af kursgevinster på obligationer, er du altid velkommen til at kontakte din rådgiver i banken.

Genopretningspakken

Som en del af planen for genopretning af dansk økonomi har Folketinget den 16. juni 2010 vedtaget loven, som suspenderer den almindelige årlige regulering af skattesatser m.m.

Normalt sker der årlige opskrivninger af blandt andet:

- personfradraget
- grænsen for topskattebetaling
- grænsen for 42% aktiebeskatning, således at grænserne følger den generelle indkomstudviklingen i samfundet.

Indkomstgrænsen for topskat skulle som en del af Forårspakken 2.0 ekstraordinært hæves med 19.200 kr. til 409.100 kr. i 2011. Denne forhøjelse er foreløbigt udsat til 2014. Indkomstgrænsen for topskat i 2011 - 2013 udgør således stadig 389.900 kr., det vil sige samme grænse som i 2010. Udsættelse af forhøjelse af topskattegrænsen kommer til at koste dig op til 2.880 kr. (19.200 kr. x 15 %) pr. år.

Hvis du betaler topskat, vil konsekvensen efter skat af, at den almindelige regulering af topskattegrænsen ikke foretages i årene 2011 – 2013, være henholdsvis 1.170 kr. (2011), 2.280 kr. (2012) og 3.630 kr.

(2013) ifølge oplysning fra Skatteministeriet. Suspensionen af reguleringerne vil medføre et varigt lavere niveau for beløbsgrænserne.

Som følge af at indkomstgrænsen for betaling af topskat på 389.900 kr. vil være uændret frem til mindst 2014, vil flere personer komme til at betale topskat. Personer, som kommer til at betale topskat som følge af de manglende reguleringer, vil med fordel kunne indbetale på en ratepension, da fradragsværdien vil stige fra 37,5 % i bundskatten til 52,5 % i topskatten.

Der indføres et loft for skattefrie børnefamilieydelse på 35.000 kr. årligt. Modtagere af børnefamilieydelse på mere end 35.000 kr. årligt, vil få ydelserne beskåret gradvist.

Alle vil få deres børnefamilieydelse reduceret med 5 %. Reduktionen sker ved, at de planlagte stigninger i 2011 – 2013 ikke gennemføres.

Lønmodtagers fradrag af faglige kontingenter bliver fra og med 2011 maksimeret til 3.000 kr.

Genopretningspakken indeholder herudover eksempelvis stramninger af dagpengeperioden og skærpede regler for indefrysning af ejendomsskatter.

Livsvarige livrenter er en central del af pensionen

Læs her om fordelene ved livsvarige livrenter

Med skattereformen er der indført et loft over fradraget på 100.000 kroner for indbetalinger på ratepensioner og ophørende livrenter. På den baggrund skal mange tage stilling til, hvad de fremadrettet skal gøre med den del af indbetalingen, der overstiger 100.000 kroner. Skal indbetalingen fortsætte på livsvarige livrenter - som ikke er ramt af loftet på 100.000 kroner - eller skal man i stedet spare pengene op i frie midler i form af f.eks. obligationer og aktier?

I denne artikel ser vi nærmere på forholdet mellem livsvarige livrenter og opsparing i frie midler. Når man skal træffe valget, bør man tage hensyn til flere ting, blandt andet de skattemæssige forhold og sine ønsker til forbrug, fleksibilitet, arveplanlægning og tryghed.

VALG MELLEM SKATTEFORDELE OG FLEKSIBILITET

Rent skattemæssigt har livsvarige livrenter og ratepensioner præcis de samme fordele i forhold til frie midler, nemlig:

- At den løbende beskatning af afkastet er lavere end på frie midler. Afkast i pensionsmidler beskattes løbende med 15 pct. PAL skat, mens afkast i frie midler beskattes mellem 28 og 49,5 pct. (falder gradvist til 27 - 42 pct. frem mod 2014).
- At man i nogle tilfælde har mulighed for at opnå et højere skattemæssigt fradrag for indbetalingen end den skat, man betaler på udbetalingstidspunktet. Præcis hvilken skat, man kommer til at betale på udbetalingstidspunktet, afhænger blandt andet af, om udbetalingen modregnes i offentlige ydelser og/eller rammes af udligningsskat.

Ratepensionen vil fortsat være en oplagt opsparingsform op til de 100.000 kroner årligt, fordi denne er mere fleksibel end livsvarige livrenter, og kan senere ændres til en livsvarig livrente, hvis det er denne type der er behov for. Har man behov for opsparing ud over 100.000 kroner årligt, er livsvarige livrenter fremadrettet eneste mulighed for at opnå ovennævnte fordele.

Afkastet i frie midler beskattes som nævnt mellem 28 og 49,5 pct. (2010) afhængig af om der investeres i aktier eller obligationer, og hvor stort et afkast man opnår. For mange kunder betyder deres formueforhold, at beskatningen af afkastet af frie midler let kommer til at ligge i den høje ende. Set over en lang tidshorisont vil forskellen i afkastbeskatningen mellem pensionsopsparing og opsparing i frie midler få markant betydning. Sammenligner vi, hvad 1 mio. kroner (efter skat) bliver til over 30 år - afhængigt af om pengene beskattes med 15 pct. PAL skat i en pensionsopsparing eller med 42 pct. aktieindkomstskat i frie midler - så ender formuen på ca. 3,4 mio. kroner i pensionsopsparingen og ca. 2,3 mio. kroner i de frie midler. Formuen i pensionsopsparingen bliver altså ca. 48 pct. større end de frie midler som følge af den lavere løbende afkastbeskatning. Det svarer til et årligt merafkast på 2,3 pct.. I eksemplet har vi regnet med et årligt afkast på 5 pct. før skat, og at aktiegevinster i frie midler beskattes hvert år.

Livsvarige livrenter har ikke samme fleksibilitet som frie midler, idet de som udgangspunkt skal blive stående til pensionsalderen. Visse livrenter kan dog udbetales før pensionsalderen mod at betale en afgift på 60 pct., men det er sjældent en god ide, da indbetalingerne kun har haft en fradragsværdi på op til 51,5 pct. Et af de forhold, man bør overveje i valget mellem livsvarige livrenter og opsparing i frie midler, er altså de skattemæssige fordele ved de livsvarige livrenter over for den løbende fleksibilitet ved de frie midler samt trygheden ved at kende sine pensionsudbetalinger.

Med skattereformen er det altså blevet endnu vigtigere end tidligere, at man begynder sin pensionsplanlægning tidligt. Samtidig er behovet for rådgivning markant forøget som følge af det mere komplekse opsparingsvalg. Med de nye regler er det således afgørende, at man kombinerer de forskellige pensionsopsparingsformer og de frie midler på den rigtige måde.

DANSKERNE BLIVER ÆLDRE OG ÆLDRE

Uanset ovennævnte skattefordele, så bør den

livsvarige livrente ofte være en central del af pensionsplanlægningen.

Når man skal planlægge sin økonomi som pensionist er en af de store usikkerhedsfaktorer nemlig, hvor længe man lever. Knap 58 pct. af de 60-årige kvinder og 43 pct. af de 60-årige mænd kan ifølge Danica Pension forventes at blive mere end 85 år - som i dag er ratepensionens seneste sluttidspunkt.

Men ingen ved jo, om de kan se frem til en pensionstilværelse på 10, 20 eller 30 år, når de går på pension. I forhold til økonomien kan man fjerne den risiko ved hjælp af en livsvarig livrente.

Når man ikke ved, hvor længe man lever, hvordan skal man så planlægge sin opsparing til pensionstilværelsen? Vil man gerne have eksempelvis 100.000 kr. årligt til forbrug og ender man f.eks. med at leve fem år længere end forventet, skal der bruges en ekstra opsparing på omkring en halv mio. kr. Alternativt kan man også forbruge mindre gennem hele pensionstilværelsen for at øge sikkerheden for, at opsparingen rækker. Uanset hvad, så risikerer man at "overleve sin formue", hvis man lever rigtig længe. Det gælder, uanset om man sparer op via ratepensioner eller frie midler.

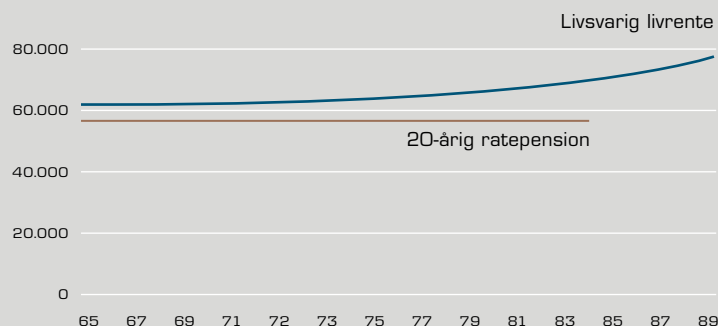
Livsvarige livrenter er en forsikring mod, at man overlever formuen. Her sker udbetalingen, så længe man lever. Man skal altså ikke "bekymre sig om", hvor længe man lever - man vil få et beløb udbetalt hvert år og kan dermed opretholde nogenlunde samme forbrug livsvarigt, uanset om man ender med at blive 80, 90 eller 100 år.

En anden forskel mellem opsparing i frie midler og livsvarige livrenter er, hvordan de behandles i tilfælde af dødsfald. Dør man f.eks. dagen før, man skal på pension, bliver de frie midler udbetalt til ens arvinger - mens der ikke nødvendigvis udbetales noget fra livrenten. Årsagen er, at livrenter hviler på et forsikringsprincip, hvor man gennem et pensionsselskab deler levetidsrisikoen med andre opsparere. Opsparingen fra dem, der dør tidligt, bruges så at sige til at finansiere udbetalingerne til dem, der lever længst.

Mange har derfor den opfattelse, at livrenten er en ren "lodseddel", og der aldrig udbe-



Sammenligning af udbetalingen fra en ratepension og livsvarig livrente



Figuren viser udbetalingen fra en livsvarig livrente sammenlignet med en 20-årig ratepension. Der er regnet på en mand, der går på pension som 65-årig og har en opsparing på 1 mio. kroner. Der er forudsat en årlig forrentning på 5 pct. før skat og 2,5 pct. inflation. Udbetalingen er angivet i 2010-kroner. Udbetalingen fra livrenten er fra starten højere end udbetalingen fra ratepensionen. Det skyldes, at den forventede restlevetid og dermed den forventede udbetalingsperiode på livrenten er kortere end ratepensionens udbetalingsperiode.

tales noget til arvingerne i tilfælde af dødsfald. Men det afhænger faktisk af, hvordan man vælger at sammensætte livrenten.

LIVSVARIG LIVRENTE

Den traditionelle livsvarige livrente er bygget op, så der kommer udbetalinger til en selv, så længe man lever og der er intet til de efterladte, når man dør. For at løbe denne risiko for at "miste" hele eller dele af sin opsparing ved dødsfald, får man til gengæld en kompensation i form af et forsikringstillæg. I figuren øverst på siden sammenlignes udbetalingen fra en livsvarig livrente med en 20-årig ratepension på hver 1 mio. kroner. For en 65-årig mand bliver der udbetalt 57.385 kroner det første år på ratepensionen og 61.776 kroner på livrenten. Udbetalingen fra livrenten er altså 8 pct. højere end udbetalingen fra ratepensionen. Det betyder, at kompensationen i dette tilfælde er så stor, at der opnås en større udbetaling fra den livsvarige livrente end fra ratepensionen. Det skyldes, at den forventede restlevetid og dermed den forventede udbetalingsperiode på livrenten er kortere end ratepensionens udbetalingsperiode.

LIVSVARIG LIVRENTE MED GARANTI

Til den livsvarige livrente kan der tilknyttes en garantiperiode, således at ens efterladte er garanteret en udbetaling, hvis man dør, in-

den garantiperioden udløber.

Her kommer der udbetalinger til en selv, så længe man lever. Hvis man dør, inden garantien udløber, fortsætter udbetalingerne til arvingerne, indtil garantien udløber. Hvis man dør, efter garantien er udløbet, er der intet til arvingerne. Hvor lang garantiperiode, der kan tilknyttes, afhænger blandt andet af køn, alder og hvornår ordningen starter udbetaling. I eksemplet fra før vil udbetalingen på en livsvarig livrente med 14 års garanti være 56.595 kroner det første år. Sker udbetalingen i tilfælde af dødsfald til ens ægtefælle, samlever eller børn under 24 år, kan de også vælge at få beløbet udbetalt på en gang. Børn over 24 år skal have beløbet udbetalt på én gang.

LIVSVARIG LIVRENTE MED ÆGTEFÆLLEDÆKNING

Man kan supplere den livsvarige livrente med en ægtefælledækning, således at ens ægtefælle eller samlever overtager udbetalingerne fra livrenten i tilfælde af dødsfald. Herved kan man altså sikre en livsvarig udbetaling til ens ægtefælle eller samlever i tilfælde af dødsfald. Man kan også vælge at kombinere ægtefælledækningen med garantiperioden.

Jo flere af disse forsikringselementer man vælger at tilkoble, jo mindre vil udbetalingen blive.

MULIGHED FOR AT SIKRE HELE OPSPARINGEN HELT FREM TIL PENSIONSALDEREN

Danica Pension har udviklet en ny type livsvarig livrente, hvor det er muligt at sikre, at hele opsparingen udbetales til de efterladte, hvis man dør i opsparingsperioden. På det tidspunkt, hvor man skal begynde udbetalinger fra den livsvarige livrente, vælger man, hvordan livrenten skal sammensættes af de forskellige førnævnte elementer.

LIVRENTER OG ARVEPLANLÆGNING

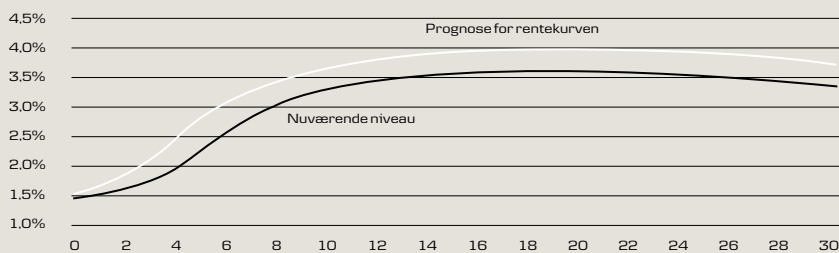
Da der - alt afhængig af, hvordan man har sammensat livrenten - ikke nødvendigvis udbetales noget ved dødsfald, forbinder man normalt ikke livrenter med arveplanlægning. Men faktisk kan livrenten i sidste ende vise sig at være bedre for arvingerne i forhold til opsparing i frie midler. Ønsker man at give et beløb videre til sine arvinger, så kan livrenten nemlig fjerne usikkerheden om arvens størrelse.

Man kan i princippet reservere et bestemt beløb til sine arvinger og sætte resten af formuen ind på en livrente, som herefter finansierer ens forbrug. På den måde ved man, at man kan leve af livrenten uanset, hvor længe man lever, samtidig med, at man efterlader den reservede formue til arvingerne.

Renteprogno - realkredit

	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
3 mdr. Euribor	0.78	0.65	0.65	1.00
6 mdr. Cibur	1.49	1.45	1.45	1.75
F1	1.23	1.15	1.25	1.75
F3	1.75	1.70	1.90	2.40
F5	2.29	2.40	2.50	3.00
F10	3.34	3.50	3.60	4.00
RD 4.0 A 10/01/2041	4.31	4.40	4.45	4.70
RD 5.0 A 10/01/2041	4.80	4.85	4.90	5.00

Prognose for rentekurven



Kilde: Reuters

Løbetid (År)

Renteprogno - statsobligationer

DKK	Repo-renten	3 mdr. Cibur	2-årig stat	5-årig stat	10-årig stat
Spot	1.05	1.13	0.82	1.90	2.77
+ 3m	1.05	1.10	0.90	2.00	2.90
+6m	1.05	1.10	1.05	2.10	3.00
+12m	1.05	1.35	1.50	2.45	3.30
EUR	Refi-renten	3 mdr. Euribor	2-årig stat	5-årig stat	10-årig stat
Spot	1.00	0.72	0.51	1.51	2.66
+ 3m	1.00	0.65	0.60	1.65	2.80
+6m	1.00	0.65	0.75	1.75	2.90
+12m	1.00	1.00	1.25	2.15	3.20
USD	Fed Funds	3 mdr. Libor	2-årig stat	5-årig stat	10-årig stat
Spot	0.13	0.54	0.75	2.06	3.28
+ 3m	0.13	0.45	1.00	2.40	3.50
+6m	0.13	0.45	1.20	2.45	3.50
+12m	0.75	1.15	1.75	2.65	3.50

Valutaprogno

	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
USD/DKK	595.8	647	631	587
EUR/DKK	744.9	744	744	745
JPY/DKK	6.77	6.83	6.36	5.73
GBP/DKK	904.8	886	875	909
CHF/DKK	557.7	572	581	552
SEK/DKK	77.6	79.1	80.9	81.0
NOK/DKK	92.4	97.3	97.9	98.0
EUR/USD	125.0	115	118	127
USD/JPY	88.0	95	99	102
USD/GBP	151.9	137	139	155

Notationen er som følger:

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

Råvareprognose

	Spot	2010 kv. 3	2010 kv. 4	2010 - gns.	2011 - gns.
Olie - NYMEX WTI (USD/tønde)	73	80	85	82	91
Olie - ICE Brent (USD/tønde)	72	79	84	81	90
Aluminium (USD/t)	1.926	2.100	2.100	2.132	2.263
Kobber (USD/t)	6.330	7.200	7.500	7.261	8.425
Zink (USD/t)	1.740	1.900	2.000	2.069	2.175
Nikkel (1000 USD/t)	19	21	22	21	23
Stål (USD/t)	430	460	475	473	523
Guld (USD/oz)	1.212	1.200	1.150	1.164	1.038
Matif Mill Hvede (EUR/t)	140	132	123	128	125
CBOT Hvede (USD/bushel)	500	470	450	482	494
CBOT Majs (USD/bushel)	364	375	410	388	435
CBOT Soyabønner (USD/bushel)	957	975	990	967	1.015

Obligationsoversigt

Vi viser her bankens to overordnede modelporteføljer: **Comfort** og **Vigilance**. Begge porteføljer skal ses som alternativer til Danske Invests afdelinger med danske obligationer, men har visse grundlæggende forskelle.

Comfort - henvender sig til kunder, der ønsker at foretage investeringer ud fra en overordnet strategisk tilgang uden hyppige ændringer baseret på taktiske overvejelser i relation til den løbende økonomiske udvikling. Der investeres i mindre komplekse danske obligationer, og derfor ikke kræver samme intense opfølgning som under Vigilance porteføljerne.

Tidshorisont 1-3 år

Fondskode	Papir
DK0009272957	5.00 RD 5.0 Aio 04/01/2038
DK0009281438	2.00 RD 2.0 01/01/2012
DK0009281867	2.00 RD 2.0 01/01/2015

Tidshorisont 3-7 år

Fondskode	Papir
DK0009270233	4.00 RD 4.0 A 10/01/2035
DK0009272957	5.00 RD 5.0 Aio 04/01/2038
DK0009281867	2.00 RD 2.0 01/01/2015

Tidshorisont fra 7 år

Fondskode	Papir
DK0009270233	4.00 RD 4.0 A 10/01/2035
DK0009272957	5.00 RD 5.0 Aio 04/01/2038
DK0009281867	2.00 RD 2.0 01/01/2015

Vigilance - henvender sig til kunder, der er indstillet på hyppigere porteføljeændringer og samtaler med rådgiveren. Der investeres i danske obligationer, der kan være mere komplekse og derfor kræver en hyppigere opfølgning end under Comfort porteføljerne. Der vil i højere grad blive fokuseret på obligationer med specielle porteføljeegenskaber. Varighedsrammerne vil i højere grad give mulighed for at udnytte forventninger til rentebevægelser.

Tidshorisont 1-3 år

Fondskode	Papir
DK0009270233	4.00 RD 4.0 A 10/01/2035
DK0009269227	5.00 RD 5.0 A 10/01/2035
DK0009279531	6.00 RD 6.0 A 10/01/2041
DK0009761058	1.98 NYK FRN C5 01/01/2016
DK0009282832	2.00 RD 2.0 04/01/2015

Tidshorisont 3-7 år

Fondskode	Papir
DK0009270233	4.00 RD 4.0 A 10/01/2035
DK0009272957	5.00 RD 5.0 Aio 04/01/2038
DK0009771016	1.93 NYK FRN C5 01/01/2018
DK0009282832	2.00 RD 2.0 04/01/2015

Porteføljerne ændres løbende og kan principielt være ændret umiddelbart efter redaktionens deadline. Porteføljerne skal kun ses som udgangspunkt for en snak med rådgiveren.

Prognoser er ikke en pålidelig indikator for den fremtidige udvikling i den pågældende variabel.



Verdensøkonomien - kort fortalt

Asien: Kina dropper bindingen til USD

Kina droppede den 18. juni officielt bindingen af sin valuta til US-dollar, som har været gældende siden den globale finansielle krise for alvor begyndte at accelerere i midten af 2008. I stedet ser det ud til, at Kina vender tilbage til valutakurspolitikken fra før den finansielle krise startede. Det betyder, at Kina igen i højere grad vil styre sin valuta efter en kurv af valutaer og formentlig også gradvis lade den kinesiske yuan styrke.

Kina har taget dette skridt, fordi ledelsen nu er mindre bekymret for både den kinesiske og globale vækst og tværtimod ser en overophedning af den kinesiske økonomi som den største risiko. Desuden håber Kinas ledelse, at beslutningen om at droppe bindingen til US-dollar vil tage luften ud af den internationale kritik af Kina for at holde sin valuta kunstigt lav for at støtte eksporten. Det var derfor ikke tilfældigt, at Kina valgte at annoncere sin beslutning om at vende tilbage til sin "gamle" valutakurspolitik lige før for G20-mødet.

Det er dog stadig usikkert, hvor meget Kina vil lade yuan styrke. Indtil videre er yuan siden den 18. juni kun styrket med 0,5 pct. i forhold til US-dollar, og vi regner ikke med en dramatisk styrkelse i løbet af det kommende år. I typisk kinesisk stil vil Kina gå forsigtigt frem, og vi regner kun med en styrkelse på omkring 4 pct. i forhold til US-dollar i løbet af det kommende år.

USA: Lavere vækst men langt fra "dobbelt-dip"

Det amerikanske opsving er blevet mere robust over de seneste måneder. Der er igen kommet gang i jobvæksten, forbrugerne giver livstegn fra sig, og virksomhederne er

begyndt at investere i produktionsudstyr. Bolig- og erhvervsbyggeriet ligger fortsat underdrejet, men vendingen er blevet bredere funderet med fremgang i alle øvrige sektorer.

Når det er sagt, så er der udsigt til en moderat afmatning i andet halvår, med vækstrater tættere på trend. Gældskrisen i Europa udgør den største risiko for opsvinget. Den har allerede medført en forværring af de finansielle forhold, og hvis vi ikke får en bedring her, vil væksten blive ramt yderligere i 2. halvår.

Uroen på de finansielle markeder kommer også til at forsinke normaliseringen af pengepolitikken i USA, da centralbanken vil gå mere forsigtigt frem og den lave og fortsat aftagende kerneinflation køber centralbanken tid. Derfor er der nu ikke udsigt til renteforhøjelser før første halvår i 2011.

Europa: Økonomien taber fart

Væksten i euroområdet ser ud til at have været stærk i 2. kvartal. De seneste indikatorer peger imidlertid på, at økonomien snart begynder at tabe fart. Beskæftigelsen er stabiliseret og væksten ser trods alt ud til at være kraftig nok til, at ledigheden snart vil begynde at falde. Vi sover dog ikke trygt om natten, før vi har set, at investeringerne og privatforbruget igen begynder at stige.

Gældskrisen i Sydeuropa har medført, at Grækenland, Portugal og Spanien har indført yderligere finanspolitiske stramninger. I 2011 vil finanspolitikken også blive strammet i resten af euro området, og det vil dæmpe væksten.

Imidlertid er euroen svækket betydeligt, blandt andet som følge af gældskrisen. Det forbedrer euroområdets konkurrenceevne og giver et positivt vækstbidrag, der næsten modsvarer den negative effekt af den finanspolitiske opstramning.

Der er imidlertid stor forskel på, hvor meget glæde de enkelte lande har af euro deprecieringen. Irland og Tyskland, der er meget åbne økonomier, er de klare vindere. Grækenland og Spanien har desværre kun en beskeden eksport, og vil derfor få mindre glæde af eurosvækkelsen. Fremadrettet er der således udsigt til stærk vækst i Tyskland, mens Sydeuropa desværre kommer til at halte en del bagefter.

Central- og Østeuropa: Langsom vending med store risici

Økonomierne i Emerging Markets udgør samlet set lidt over halvdelen af den globale økonomi (købekraftsjusteret), men har stået for 75 pct. af væksten i verdensproduktionen det seneste år. Central- og Østeuropa (CEE) er fortsat det svage led, og her er risikoen for en nedtur stigende på grund af de mulige smittevirkninger fra gældskrisen i Euroland.

Overordnet er billedet, at CEE-landene langsomt er på vej ud af recessionen. Mens industriens opsving er godt undervejs, så er den indenlandske efterspørgsel imidlertid fortsat svækket som følge af de begrænsninger den stigende ledighed skaber for privatforbruget. Dog viser omfanget af vendingen på tværs af CEE-regionen tydeligt, at fremgangen er mere udtalt i lande med valutafleksibilitet og mindre eksterne ubalancer.

CEE-valutaerne var voldsomt overvurderede, da krisen ramte i 2008, men det er ikke længere tilfældet. Samtidig er der sket en markant forbedring af betalingsbalancerne. Udviklingen har således lighedspunkter med krisen i Asien i 1997-98. Men det er ikke sandsynligt, at vendingen bliver problemfri. Der er flere risici, og den største består i nye rystelser i den finansielle sektor i CEE-regionen, f.eks. ved en afsmitning fra gældskrisen i Euroland.

Goldman Sachs og Danske Bank vurderer, at nedenstående selskaber aktuelt er de mest attraktive i de respektive sektorer og regioner.



Forbrugsgoder

Autoliv	(Norden)
Husquarna	(Norden)
Inditex	(Europa)
Volkswagen	(Europa)
Nike Inc.	(USA)
Starwood Hotels	(USA)
Hasbro	(USA)
Amazon	(USA)
Honda Motor	(Asien)
China DongXiang	(Asien)



Finans

ING Groep	(Europa)
China Construction Bank	(Asien)



Materialer

JFE Holdings	(Asien)
--------------	---------



Forsyning

Fortum	(Norden)
China Resources Power	(Asien)



Sundhed

Gefinge	(Norden)
---------	----------



Energi

Acery	(Norden)
Neste Oil	(Norden)
Technip	(Europa)
Royal Dutch Shell	(Europa)
Petrobras	(USA)



Industri

FL Smidth	(Danmark)
AP Møller-Mærsk	(Norden)
Securitas	(Norden)
Metso	(Norden)
Safran	(Europa)
Vallourec	(Europa)



Informationsteknologi

Accenture	(USA)
Lenovo Group	(Asien)



Telecommunication services

China Unicom	(Asien)
Telenor	(Norden)



Forbrugsvarer

Danisco	(Danmark)
Swedish Match	(Norden)
Heineken	(Europa)
Colgate Palmolive	(USA)
PepsiCo	(USA)
Japan Tobacco	(Asien)

Bemærk

Disse aktier blev vurderet som interessante pr. 6. juli 2010. Vær opmærksom på, at Goldman Sachs' og Danske Banks holdninger kan være ændret efter denne dato.

Danske Markets Equities' forslag til sektorallokering

	Vægt i benchmark	Anbef. vægt i porteføljen
Forbrugsgoder	8,00%	-
Forbrugsvarer	12,00%	+
Energi	9,80%	+
Finans	23,40%	N
Sundhed	10,30%	+
Industri	11,60%	+
Informationsteknologi	3,20%	+
Telecom. services	6,20%	-
Materialer	9,70%	N
Forsyning	5,80%	-

Forklaring

DJ Euro Stoxx 600 er det benchmark, som den aktuelle sektorallokering sættes i forhold til. De forskellige vægte for sektorerne angiver om den anbefalede vægtning afviger fra benchmarket.

N	Neutral - dvs. samme vægt i porteføljen som i benchmark
+	Overvægt med 10 pct. af sektorens vægt i benchmark
++	Overvægt med 20 pct. af sektorens vægt i benchmark
-	Undervægt med 10 pct. af sektorens vægt i benchmark
--	Undervægt med 20 pct. af sektorens vægt i benchmark

BEMÆRK: Aktierne øverst på siden er de aktier, der af Goldman Sachs og Group Wealth Management i Danske Bank vurderes at være de mest attraktive i øjeblikket. Aktierne er således IKKE udvalgt efter den aktuelle anbefalede sektorallokering i Goldman Sachs eller Danske Markets Equities (Danske Banks aktieanalyse).

Det er i den forbindelse vigtigt at understrege, at Goldman Sachs og Danske Markets Equities er to uafhængige instanser - og dermed kan deres aktuelle anbefalede sektorallokeringer være vidt forskellige. Den viste sektorallokering til venstre afspejler den aktuelle sektoranbefaling, defineret af Morten Kongshaug, aktiestrateg hos Danske Markets Equities.

NORDISKE AKTIER																	
Sektor/Selskab				Land	Anbef.	Kurs					Land	Anbef.	Kurs				
■ ENERGI				ERHVERVSSERVICE & -PRODUKTER				TopoTarget				DK	A	3,8			
OLIE OG GAS UDSTYR & TJENESTER				G4S				UK	K	25,6	FARMACI						
Acergy	NO	K	103,0	Gunnebo				SE	R	29,9	Astrazeneca				UK	K	2997,0
Aker Solutions	NO	H	84,3	Lassila & Tikanoja				FI	A	13,4	Lundbeck				DK	H	86,9
BW Offshore	NO	K	8,9	Loomis				SE	K	75,3	Meda				SE	A	58,5
Deep Sea Supply	NO	K	11,5	Niscayah				SE	R	12,1	Novo Nordisk				DK	A	503,5
Det Norske Oljeselskap	NO	K	25,5	Securitas				SE	K	71,2	Orion				FI	H	15,4
Fortum	FI	A	18,6	Tomra Systems				NO	H	26,4	■ FINANS						
Fred. Olsen Energy	NO	H	182,8	LUFTFART				BANKER									
Petroleum Geo-Services	NO	K	64,3	Finnair				FI	K	4,3	BANKER						
Prosafe SE	NO	K	29,4	SAS Group				SE	S	27,8	Amagerbanken				DK	S	23,7
Prosafe Production	NO	K	15,3	SHIPPING				Danske Bank				DK	IA	124,2			
Seadrill	NO	A	129,0	A. P. Møller - Maersk				DK	K	49720	DNB Nor				NO	K	67,8
Seawell	NO	K	18,0	DFDS				DK	AS	363,5	Jyske Bank				DK	A	186,7
Sevan Marine	NO	K	6,5	Mols-Linien				DK	S	46,0	Nordea				SE	R	66,8
Subsea 7	NO	K	105,7	Norden				DK	S	231,1	Pohjola Bank				FI	K	8,4
TGS-Nopec	NO	K	84,0	Torm				DK	S	49,0	Ringkjøbing Landbobank				DK	K	583,0
OLIE OG GAS				TRANSPORT				SEB				SE	H	43,1			
Neste oil	FI	K	12,4	DSV				DK	K	93,7	Spar Nord				DK	A	59,5
Statoil	NO	K	131,5	■ FORBRUGSVARER				Svenska Handelsbanken				SE	A	194,7			
				RESERVEDELE				Sydbank				DK	A	134,8			
■ MATERIALER				KEMIKALIER				Vestjysk Bank				DK	K	86,0			
Auriga Industries	DK	H	91,0	Mekonomen				SE	K	49,3	INVESTERINGSSELSKABER						
Kemira	FI	R	9,2	Nokian Tyres				FI	H	20,4	Industrivarden				SE	A	92,3
Novozymes	DK	H	678,0	VARIGE FORBRUGSGODER				Investor Ab				SE	K	131,5			
Tikkurila	FI	A	16,0	Bang & Olufsen				DK	H	59,5	Latour				SE	K	93,8
EMBALLAGE				BoConcept				DK	A	190,0	Lundbergs				SE	R	358,0
Brodtrene Hartmann	DK	R	89,5	Electrolux				SE	R	185,0	Melker Schorling Ab				SE	S	115,8
Huhtamäki	FI	A	8,1	Husqvarna				SE	K	49,5	Oresund				SE	A	111,0
METALLER & MINEDRIFT				FRITIDSUDSTYR				Säkl				SE	H	62,0			
Höganäs	SE	K	206,5	Amer Sports				FI	K	7,9	Svolder Ab				SE	K	65,8
Outokumpu	FI	R	13,1	TEKSTILER & BEKÆLDNINGER				Vostok Nafta				SE	K	25,5			
Outotec	FI	K	27,7	Björn Borg				SE	K	64,8	FORSIKRING						
Rautaruukki	FI	R	12,8	IC Companys				DK	K	181,5	Alm. Brand				DK	R	66,0
SSAB	SE	A	112,3	Hennes & Mauritz				SE	H	220,4	Sampo				FI	H	18,0
Talvivaara Mining Co PLC	FI	K	4,6	New Wave Group				SE	R	32,9	TopDK				DK	A	671,0
PAPIR & SKOV				HOTELLER OG CRUISE LINES				TrygVesta				DK	H	326,5			
M-real	FI	H	3,0	Royal Caribbean Cruises				NO	K	171,3	EJENDOMSSTYRING & UDVIKLING						
Stora Enso	FI	A	6,3	HOTELLER, RESTAURANTER & UNDERHOLDNING				Citycon				FI	K	2,6			
UPM-Kymmene	FI	A	11,2	Betsson				SE	A	94,5	JM				SE	R	110,0
				Skistar				SE	H	123,5	Sponda				FI	K	2,7
				Unibet				SE	K	145,8	■ INFORMATIONSTEKNOLOGI						
FLY & FORSVAR				MEDIER				E-SERVICES									
SAAB	SE	A	98,8	Alma Media				FI	A	6,8	Net Entertainment				SE	H	71,0
BYGGEPRODUKTER				Cision				SE	A	5,7	Tradedoubler				SE	A	31,7
Assa Abloy	SE	H	161,6	CTC Media				FI	A	15,5	IT-KONSULENTER						
Flügger	DK	H	430,0	Modern Times Group (MTG)				SE	A	429,5	Columbus IT Partner				DK	H	2,4
H+H International	DK	R	52,0	Sanoma				FI	K	14,7	EDB Business Partner				NO	K	18,0
Lindab	SE	H	84,5	Schibsted				NO	A	134,0	HiQ International				SE	R	32,2
Rockwool International	DK	K	512,0	STORMAGASINER				Semcon				SE	K	29,9			
Uponor	FI	A	12,0	Stockmann				FI	H	26,1	Tieto				FI	R	14,3
ANLÆG & MASKINTEKNIK				DETAILHANDEL				SOFTWARE									
Højgaard Holding	DK	K	217,5	Clas Ohlson				SE	K	106,3	Atea				NO	A	41,0
Monberg & Thorsen	DK	K	339,5	Nobia				SE	K	38,2	Netop Solutions				DK	H	8,3
NCC	SE	H	120,0	■ NÆRING & NYDELSE				IBS				SE	H	3,8			
Peab	SE	R	40,3	SUPERMARKEDER				Maconomy				DK	H	20,4			
Per Aarsleff	DK	K	452,0	Axfood				SE	R	203,7	Opera Software				NO	K	24,1
Pöyry	FI	K	10,3	Hakon Invest				SE	R	109,6	Orc Software				SE	K	135,3
Skanska	SE	A	116,8	Kesko				FI	A	27,3	Simcorp				DK	K	996,0
Trelleborg	SE	H	49,1	DRIKKEVARER				KOMMUNIKATIONSUDSTYR									
YIT	FI	A	15,4	Carlsberg				DK	K	478,9	Eltek				NO	H	2,9
ELEKTRISK UDSTYR				Harboe				DK	K	110,5	Ericsson				SE	A	84,6
ABB	SE	K	141,7	Royal Unibrew				DK	K	202,0	GN Store Nord				DK	K	44,0
Renewable Energy Corp	NO	K	18,1	FØDEVARER				Nokia				FI	R	6,8			
Vestas Wind Systems	DK	K	280,0	AAK				SE	A	147,8	RTX Telecom				DK	R	13,0
MASKININDUSTRI				Atria				FI	K	11,3	Thrane & Thrane				DK	K	187,0
Alfa Laval	SE	R	102,2	Danisco				DK	K	432,5	■ TELEKOMMUNIKATION						
Atlas Copco	SE	A	119,5	EAC				DK	R	136,5	TELEKOMMUNIKATIONSYDELSER						
Beijer Alma	SE	A	106,0	HKScan				FI	K	7,9	Elisa				FI	A	14,3
Cardo	SE	R	209,0	Orkla				NO	A	44,6	Tele2				SE	A	117,5
Cargotec Corp	FI	K	23,0	TOBAK				Telenor				NO	K	82,1			
FLSmidth & Co	DK	K	409,9	Swedish Match				SE	K	169,0	TeliaSonera				SE	A	50,4
Haldex	SE	R	73,3	PERSONLIGE PRODUKTER													
Hexagon	SE	H	104,0	Oriflame				SE	R	417,4							
Kone	FI	K	33,3	■ SUNDHED				Aktieoversigten viser de aktuelle anbefalinger på nordiske aktier fra bankens analyseafdeling, Danske Markets Equities. Vær opmærksom på, at der kan ske ændringer i anbefalingerne efter redaktionens slutning. Kurser er opgjort pr. 24. juni 2010.									
Konecranes	FI	K	22,8	MEDICINALINSTRUMENTER & -UDSTYR				DK: Danmark, NO: Norge, SE: Sverige, FI: Finland, UK: Storbritannien									
Lemminkäinen	FI	A	24,2	Ambu				DK	K	145,0	Anbefalingsstruktur						
Metso	FI	K	28,1	Coloplast				DK	A	624,5	Anbefaling		Totalt afkast	Tidshorisont			
Morphic Technologies	SE	R	0,4	Elektro				SE	H	195,3	Køb (K)		> +20%	12 måneder			
Nibe	SE	R	68,5	Getinge				SE	K	156,7	Akkumulér (A)		+10% til +20%	12 måneder			
NKT Holding	DK	H	291,1	Oriola-KD				FI	A	4,0	Hold (H)		0% til +10%	12 måneder			
Opcon	SE	H	22,9	William Demant Holding				DK	A	444,4	Reducér (R)		-10% til 0%	12 måneder			
Sandvik	SE	R	100,2	BIOTEKNOLOGI				Sælg (S)				<-10%	12 måneder				
Scania	SE	A	123,8	ALK-Abello				DK	R	368,0	Anbefaling Suspenderet (AS)						
Seco Tools	SE	H	93,5	Bavarian Nordic				DK	K	233,0	Ingen Anbefaling (IA)						
SKF	SE	A	143,6	Biogaia				SE	H	82,3							
VBG	SE	K	83,8	Genmab				DK	K	54,6							
Volvo	SE	A	90,6	Exiqon				DK	A	7,0							
Wärtsilä	FI	K	38,1	Karo Bio				SE	H	6,4							
HANDEL & DISTRIBUTION				LifeCycle Pharma				DK	K	4,3							
Cramo	FI	R	12,7	Neurosearch				DK	K	90,5							
Ramirent	FI	S	7,5	Q-Med				SE	S	64,8							
Solar	DK	K	379,5														

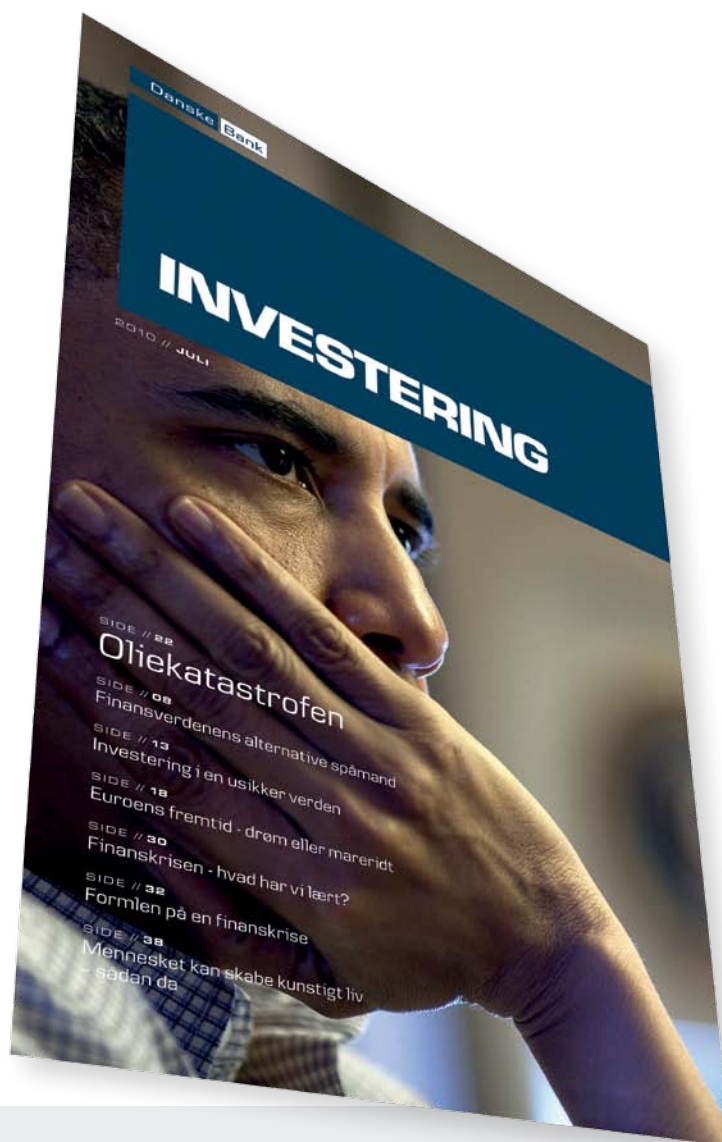
51



POST

PP

DANMARK



Disclosure

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

Denne publikation er udarbejdet af Danske Capital alene til orientering. Publikationen er udarbejdet uafhængigt, udelukkende på baggrund af offentlig tilgængelig information og afspejler ikke vurderinger fra Danske Banks interne kreditafdeling. Publikationen er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge værdipapirer, valuta eller finansielle instrumenter. Publikationens informationer, beregninger, vurderinger og skøn træder ikke i stedet for kundens udøvelse af eget skøn over, hvorledes der skal disponeres. Efter bankens opfattelse er publikationen korrekt og retvisende. Banken påtager sig imidlertid ikke noget ansvar for publikationens nøjagtighed og fuldkommenhed. Banken påtager sig endvidere ikke noget ansvar for eventuelle tab, der følger af dispositioner foretaget på baggrund af publikationen. Yderligere og/eller op Danske Bank og dens datterselskaber samt medarbejdere i banken kan udføre forretninger, have, etablere, ændre eller afslutte positioner i værdipapirer, valuta eller finansielle instrumenter, som er omtalt i publikationen, ligesom banken kan udføre finansiell service for udstedere af nævnte værdipapirer, valuta eller finansielle instrumenter. Danske Banks aktie- og kreditanalytikere må ikke handle med værdipapirer, som dækkes af den pågældende eller af den analysesektion, som den pågældende er tilknyttet. Danske Capital og Danske Markets er divisioner af Danske Bank A/S. Danske Bank A/S har ophavsretten til publikationen, som er til kundens personlige brug og ikke til offentliggørelse nogetsteds.