



Danske Bank

INVESTERING

JUNI 2012

04

På vej mod
The United States
of Europe?

10

Verden er ude
af balance

24

Økonomiske teorier
skal gentænkes

28

Fra mikrotrends
til megatrends

Monkey. Business

verdens ubalancer skyldes, at mennesker
er lige så irrationelle som aber



INVESTERING på iPad

INVESTERING udkommer også på iPad og Android-tablets med bl.a. videoklip og interviews. Magasinet og App'en er gratis og kan hentes i hhv. App Store og Google Play.

INVESTERING



04 FINANS & ØKONOMI

På vej mod The United States of Europe?
Hvor ender den græske tragedie?

09 ØKONOMISK HISTORIE

Historiske bankerotter

10 GLOBALT PERSPEKTIV

Verden er ude af balance
Verdens miljøtilstand

15 AKTIVALLOKERING

På kanten af en afgrund

17 POLITIK

Demokrati skaber finanskriser
Demokratiets indbyggede fejl

20 GLOBALT PERSPEKTIV

Euroens overlevelse kræver mere Europa

22 ENERGI

Energikilden, der ændrer den globale magtbalance

24 FINANS & ØKONOMI

Økonomiske teorier skal gentænkes

26 VIDENSKAB & TEKNOLOGI

Monkey Business
Fra mikrotrends til megatrends

32 EMERGING MARKETS

Verdens vækstlande

34 AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV

Aktiestrateg: Tid til at gå i cykliske aktier

36 RENTER & OBLIGATIONER

Krisestemning presser renterne til historiske lavpunkter
Der kan stadig tjenes penge på obligationer

40 AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV

De kedelige selskaber klarer sig bedst

41 PROGNOSE

42 INVESTERINGSTEMAER

INVESTERING udkommer 6 gange årligt. Som udgangspunkt skrives alle artikler i magasinet af daglig chefredaktør Flemming Østergaard - der kan dog være enkelte undtagelser fra tid til anden. Tanken bag den redaktionelle linje er at for at investere bedst muligt, skal man forstå, hvordan verden hænger sammen og udvikler sig. Hvordan økonomiske, politiske, erhvervs-mæssige, videnskabelige, teknologiske, demografiske, miljømæssige og sociale trends påvirker verden. Magasinet kan også downloades gratis til tablets - både iPad og Android-baserede. Foretrækker du tablet-versionen alene, er du velkommen til at kontakte banken og afmelde den trykte version.

Udgiver: Danske Bank · Holmens Kanal 2-12 · 1092 København K · Telefon +45 33 44 00 00.SWIFT: DABADKK www.danskebank.dk/kontakt · Chefredaktør: Flemming Østergaard.
Redaktionspanel: Flemming Østergaard, Allan Soon Lorentzen (ansvarshavende). Redaktion afsluttet den 5. juni 2012.

Koncept og design: Sylvester Hvid & Co A/S · Tryk: Rosendahls · Kommentarer, spørgsmål, ris og ros bedes sendt til flste@danskebank.dk · Forsidefoto: Kapucinerabe.

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

En verden fyldt af ubalancer



Er der liv andre steder i universet? Den videnskabelige konsensus peger på, at der er *100.000 milliarder milliarder stjerner* i dette observerbare univers (ifølge Yale astronom Pieter van Dokkum kan der være op til 3 gange så mange, fordi der er mange flere røde dværgstjerner end før antaget). Problemet for os med at opdage det er, at stjernerne ligger så langt væk. Alene det at spotte en planet er uhyre vanskeligt, og foreløbig er der kun opdaget godt 500 exoplaneter. Og selv om de i astronomisk forstand er meget tæt på, er det umuligt at sige, om der er liv på dem.

Men al sandsynlighed og sund fornuft taler for, at der både er liv og intelligent liv mange steder i universet. Millioner, måske milliarder af milliarder af planeter kan huse intelligent liv; enhver påstand om at vi er alene i universet forekommer både naiv og arrogant eller meget religiøs og implicerer, at mennesker skulle være en særlig form for liv i et uendeligt univers, hvor evolutionen konstant bevæger sig ad uforudsigelige veje.

Men hvis der er masser af intelligent liv, hvorfor er der så ikke nogen, der har kontaktet os? Forklaringen er nok logisk. Selv om videnskaben taler om muligheden for at rejse i tid og rum via ormehuller og dermed behændigt undgå begrænsningen om, at intet kan bevæge sig hurtigere end lyset, så er det måske ikke praktisk muligt. Og hvis en civilisation er i stand til at rejse med lysets hastighed, så er det stadig en lang vej til Jorden, hvis de f.eks. bor 100.000 lysår fra Jorden – igen meget kort afstand i astronomisk forstand.

Men lad os i denne langt-ude filosofi for en kort stund antage, at der findes højtudviklede civilisationer, der rent faktisk kan rejse rundt, som de vil, på nul komma fem. Hvorfor har de så ikke besøgt os? Her kommer logikken ind.

Hvis en civilisation er nået så langt i sin teknologiske udvikling, så har den for længst forstået at håndtere de udfordringer, der plager os i dag. Den har formået at udrydde fattigdom, ulighed og løbske finansmarkeder; den har formået at håndtere de potentielt dårlige anvendelsesmuligheder af ny teknologi, der kan føre til selvdestruktion; den har formået at nedbryde landegrænser og de iboende konflikter i national selvhævdelse; og den har formået at finde en bæredygtig levevis i forhold til naturen og anvendelsen af ressourcer. Kort sagt, den smarte civilisation har formået at udrydde alle de ubalancer, der plager menneskeheden i dag.

Antag, at en sådan civilisation sendte en delegation til Jorden – *take me to your leader*. En sådan civilisation ville være måske 1000 år, 100.000 år eller måske millioner af år foran os i videnskabelig, kulturel og universel forståelse. Men vi ville højst sandsynligt ikke fatte en brik af deres budskaber om, hvordan vi opnår balancen på vores egen planet.

VI ER IRRATIONELLE

Vores problem er nemlig ikke blot, at vi har svært ved at se ubalancer, men også at vi har svært ved at erkende deres betydning og handle ud fra det. Vi er irrationelle i ekstrem grad.

En undersøgelse foretaget på aber viser, at de er lige så irrationelle som mennesker. Eller sagt på en anden måde – mennesker er lige så irrationelle som aber, i dette tilfælde kapuciner-aber, hvis fælles forfader mennesket adskilte sig fra for 35 mio. år siden.

Vores irrationalitet er med andre ord mejslet så grundigt ind i vores DNA, at vi ikke kan vriste os fri af den, selv om menneskeheden i dag er klogere og mere oplyst end nogensinde.

Irrationaliteten gennemsyrrer vores samfund. Alene de tilbagevendende aktivbobler er slående eksempler, men der er mange andre. Økonomerne har i bund og grund ingen anelse om, hvordan økonomierne udvikler sig, fordi deres grundlæggende teorier antager, vi er rationelle. Det var irrationelt at lade så vidt forskellige lande gå sammen i europrojektet i sin tid – ligesom det er irrationelt at antage, at euroen kan overleve i sin nuværende form, hvis ikke landene går hele vejen mod en politisk union. Selv det moderne samfunds fundament, demokratiet, er tyngt af vores irrationelle adfærd - politikerne tænker kortsigtet og på genvalg, og den gennemsnitlige vælger stemmer på dem, der vil gøre noget for ham/hende – ikke helheden.

Værst af alt så agerer vi irrationelt i vores jagt på økonomisk vækst og tilsidesætter hensyn til miljø og ressourcer i ekstrem grad, så vi forværrer livsbetingelserne dramatisk for fremtidens generationer og menneskehedens egen overlevelse.

Spørger man f.eks. en politiker, økonom eller gennemsnitsvælger, hvor maden kommer fra, så vil de mindre kloge måske sige supermarkedet, mens de klogere nok vil sige landbruget. De færreste har tænkt over, at den egentlige leverandør er og bliver naturen, som arbejder gratis for os. Det er ualmindelig dumt at ødelægge dén arbejdskraft, men det er det vi gør, og det er det, som Rio-topmødet 20-22 juni vil handle om. Topmødet bliver dog næppe andet end endnu en manifestation af, at vi er irrationelle væsener, der ikke har forstået, hvad vi er i gang med.

Tænk over det næste gang du kigger op på stjernerne og fundrer over, hvorfor der ikke er nogen, der kommer på besøg. Der er en god grund til det.

Go' sommer!

*Flemming Østergaard,
skribent og chefredaktør*

På vej mod The United States of Europe?



Ingen ønsker at tale for højt om det, men Europas Forenede Stater er i virkeligheden den eneste endegyldige løsning på eurokrisen.

De fleste mente, at Grækenland havde købt sig lidt tid med sin kontrollerede statsbankerot for et par måneder siden, hvor en stor del af gælden blev afskrevet, og EFSF overtog det meste af de resterende gældsposter.

Men det viste sig at være meget kort tid. Ved valget i maj blev de store partier sendt til tælling af vælgere, der i protest gik til den ene og anden side og endte med et parlament så broget, at det har måttet opgive at danne regering og et nyt valg er udskrevet til afholdelse 17. juni. Mere end to tredjedele af vælgerne protesterede ved valget imod nedskæringer, skatteforhøjelser og strukturelle reformer fastlagt af EU og IMF som prisen for den anden bailout.

Men valget 17. juni vil næppe være et valg, der pludselig resulterer i bred opbakning til fortsatte stramninger og reformer – og den græske præsident demonstrerede en pragmatisk erkendelse af problemet for nylig, da han foreslog en teknokratisk regering. Med andre ord: Det græske valg har demonstreret, at en græsk exit fra euroen pludselig er rykket meget tættere på.

Grækerne protesterer mod stramme hestekure og reformer, men problemet er, at de slipper ikke for dem, hvad enten de bliver i euroen eller vælger at forlade den - hvilket flertallet af de adspurgte investorer i en Bloomberg-undersøgelse for nylig tror de gør, før året er omme. Blot at droppe tilbagebetaling af gælden, der trods nedskrivningen stadig er på 125 pct. af BNP, og genindføre drakmer, ville føre til økonomisk kollaps. Konkur-

rencevnen ville blive forbedret, men levestandarden ville blive reduceret dramatisk. Banksystemet ville bryde sammen, og der ville være lukket for tilgang til de internationale lånemarkeder i en længere periode. Og under alle omstændigheder ville de reformer, som grækerne klager over, være nødvendige at gennemføre. Som cheføkonomen for IFO, Tysklands førende økonomiske tænketank, påpegede for nylig, så vil en forbliven i euroen kræve, at grækerne nedbringer lønninger og priser med 30-40 pct., og det vil kunne bringe landet på kanten af borgerkrig.

Spørgsmålet er, om euroen kan tåle en græsk exit. Det vil i hvert fald øge presset på Spanien (og Portugal og Italien), der allerede nu er i de finansielle markeders granskende søgelys.

SPANIENS PROBLEM LIGGER I BANKERNE

Spaniens problem er ikke så meget størrelsen af gælden, som faktisk er under 70 pct. af BNP og dermed blandt de laveste i eurozonen. Det er derimod strukturelle problemer i landet, ikke mindst en manglende fleksibilitet på arbejdsmarkedet og en sammenspisthed i de fleste brancher, hvor en håndfuld store virksomheder holder nye spillere ude – to forhold, der bremser den økonomiske dynamik alvorligt og har ført til en ledighed, der nærmer sig 25 pct. og en ungdomsledighed over det dobbelte. En anden stærkt medvirkende faktor til den dybe krise er en voldsom privat gældsætning især gennem den store boligboble op gennem 00'erne. Det har gjort ondt, at boligpriserne er faldet 30 pct. siden 2008. Det er lidt mere end faldet på det danske boligmarked, men effekten har været langt større i det overbelånte spanske marked med store konsekvenser for bankerne.

Nouriel Roubini, professor på New York University, påpeger, at den spanske banksektor har et rekapitaliseringsbehov på 100-250 mia. EUR i år, hvis den skal kunne opfylde de nye krav til bankernes polstring. Hele banksektoren kræver i realiteten en bailout fra EU's redningsfond og IMF, for Spanien har ikke selv

råd til det – yderligere forværring af de offentlige finanser vil blot kræve yderligere stramninger og dermed forværre den onde cirkel med flere stramninger/mere recession og dermed endnu dårligere mulighed for vækst og på sigt overskud på budgettet, så statsgælden kan betales tilbage, ledigheden nedbringes, boligmarkedet stabiliseres og bankernes sorte hul af dårlige lån elimineres.

Roubini anbefaler en retningspakke, som skal købe tid til Spanien, og den tid skal bruges til at generere vækst – som skal opnås med yderligere monetære lempelser af ECB, en svagere euro, finanspolitiske stimulanser i kernelandene og færre stramninger på kort sigt i periferilandene.

”Den eneste vej mod en happy ending for Spanien er, hvis der tages hurtig aktion i Bruxelles, Frankfurt og andre europæiske hovedstæder. Men det sker sandsynligvis ikke. Eurozone periferien og den spanske krise ligner et tog, der kører af sporet i slow motion.”

MERE VÆKSFOKUSEREDE EUROPÆISKE POLITIKERE

Der er dog visse tegn på opblødning – tegn på, at de europæiske politikere skifter mere over mod den opfattelse, at for megen fokus på stramninger på dette tidspunkt kvæler væksten og gør det hele værre.

Europa-Kommissionen har gentagne gange de seneste måneder foreslået vækststimulerende tiltag, men har mødt modstand fra den tyske regering. Men tyskerne er begyndt at bløde op. Således udtalte Kommissionens præsident Barosso for nylig, at han var meget glad for det nye momentum, der nu var ved at bygges i medlemslandene, som støtter vækststimulanser.

Der er flere måder at stimulere på. Man kan **slække kravene for stramninger på kort sigt** til bl.a. Holland, Spanien og Frankrig, der alle skal nedbringe deres budgetunderskud til 3 pct. af BNP i 2013. Landene når næppe kravene alligevel, men risiko-

en ved en slækkelse er, at deres statsobligationer bliver straffet af de finansielle markeder.

En anden mulighed er, at **ECB sætter renten yderligere ned**. Idet den aktuelle inflation er 2,4 pct. i eurozonen og dermed over målet på 2 pct. ville det for få år siden have været utænkeligt - især når renten allerede er kun 1 pct. Men ECB har bl.a. med tildelingen af 3-årige lån til banksektoren for 1.000 mia. EUR allerede gjort noget, som ingen ved centralbankens etablering havde forestillet sig ville være inden for bankens mandat. Danske Banks økonomer forventer, at en nedsættelse på 25 basispoint kommer i nær fremtid, men formentlig ønsker ECB først at afvente det græske valg og se markante politiske udspil fra de øvrige EU-ledere (EU topmøde 28.-29. juni). En mulig dato for rentenedsættelsen kunne være ved næste ECB-møde 5. juli, eller før hvis stress i markedet tvinger ECB til at reagere.

Strukturelle reformer har været Europa-Kommissionens anbefaling i årevis. Det går ud på at liberalisere arbejdsmarkedet yderligere, øge pensionsalderen og mindske handelsbarriererne for at øge konkurrenceevnen og dermed stimulere økonomien. Problemet er blot, at sådanne reformer ikke hjælper meget på kort sigt.

EU-investeringer er en mere direkte mulighed og kan finde sted på flere måder. Af de 350 mia. EUR i 7-års budgettet i **EU's strukturfonde** er de 80 mia. EUR ikke brugt endnu, og de kunne bruges til at hjælpe regioner, der trænger til strukturreformer. **Den europæiske investeringsbank (EIB)** er en anden mulighed. Ved at øge kapitalen med 10 mia. EUR kan bankens lånekapacitet øges med 60 mia. EUR. Den tyske regering har nu droppet sin modstand mod at øge EIB's kapital.

Projektobligationer er også en mulighed. Sidste år foreslog Kommissionen, at EIB støtter privatfinansierede infrastrukturprojekter via garantier eller lån. Det ville reducere rentebyrden for de involverede selskaber og dermed anspre dem til investe-

📌 Fortsat fra forrige side

ringer. En injektion på 200 mia. EUR i EU fonde kunne udløse over 4 mia. EUR i investeringer, mener Barosso. Flere EU-lande, inklusiv Tyskland, har dog blokeret for projektobligationer med mistanke om, at det kan være begyndelsen på en glidebane mod euro-obligationer – dvs. fælles udstedelse af statsobligationer i Euroland.

LYKKELIG SLUTNING FOR EUROEN ELLER BARE SLUTNING?

Det skortede ikke på advarsler i årene forud for søsætningen af europoprojektet. Og det var ikke blot unionsmodstandere og økonomer, der var opmærksomme på risikoen ved at lave en fælles mønt med en så broget medlemskare – med de svageste i en så ringe økonomisk tilstand, at det det svarede til at rykke serie 6 hold op i superligaen.

Politikerne vidste det udmærket godt, ikke mindst de tyske. For nylig frigav den tyske regering hundredvis af dokumenter fra 1994 til 1998 vedrørende introduktionen af euroen lige fra interne regeringsmemoer og breve til håndskrevne notater fra forbundskanslerens møder.

Af dokumenterne fremgår det bl.a., at der løbende kom et væld af advarsler fra embedsmænd og instanser mod at forcere projektet og især at indlemme Italien, der på det tidspunkt havde en gæld på 120 pct. af BNP. Men der var en massiv støtte til italienerne fra især Frankrig og Tyskland, der ikke mente, at man kunne udelade et land, der var blandt EU's grundlæggere. Så Italiens økonomiske problemer blev ignoreret, og den italienske regering lavede selv kreativ bogføring for at forbedre statsbudgettet, men ingen afgørende strukturelle reformer. Helmut Kohls økonomiske eksperter var enige med Gerhard Schröder, SPD's kanslerkandidat på det tidspunkt, i hans vurdering af euroen som en "syg, for tidlig født baby". Men Kohl var urokkelig og ønskede at demonstrere, at Tyskland selv efter genførelsen forblev dybt europæisk orienteret, og han refererede endog til den nye valuta som en "fredsgaranti".

Så Italien kom med – og lovede endda at nedbringe gælden til 60 pct. af BNP senest i 2010 – og det dannede præcedens for at Grækenland, hvis finanser også var i en elendig forfatning, kom med.

ØKONOMIENS SVAR PÅ TITANIC

Euro-projektet forekommer i 100-året for Titanics forlis at have en del fællestræk med det forliste gigantskib. I den høring, der fandt sted efter katastrofen, var en af undskyldningerne for, at Titanic slet ikke havde nok redningsbåde med, at grundet fremskridt i skibsbyggeri var det ikke nødvendigt at have flere redningsbåde; de seneste skibe var stærkere end nogensinde og havde vandtætte sektionsoptdelinger, som gjorde det usandsynligt, at de overhovedet ville få brug for redningsbåde.

Men også byggeriet af Titanic var et forceret projekt. En undersøgelse, offentliggjort i 2008, dokumenterer, at Titanics bygning ikke levede op til de kvalitetskrav, konstruktørerne havde

opstillet. Det gælder specielt for de nitter, der blev brugt. Kun de mest krævende samlinger blev lavet af stålmitter, resten af skrøbeligere jernnitter. Det forcerede byggetempo medførte, at kvalificerede leverandører ikke kunne følge med, hvorfor værftet måtte indkøbe sekundavarer. Og det kneb med at finde tilstrækkeligt mange specialuddannede og erfarne til arbejdet. Men havde skibet ikke ramt isbjerget, var det i triumf ankommet til New York og havde befæstet påstanden om at være et nærmest synkefrit skib. Men overmod og økonomiske interesser fik Titanics bagmænd til at negligere potentielle risici.

Således også med europoprojektet. Politikerne valgte at også at negligere, hvad der kunne ske, hvis "euroskibet" blev ramt af et stort chok – man havde overhovedet ikke nogen redningsbåde. Euroen kunne måske nok være sejlet igennem, hvis de problematiske lande havde udvist større ansvarlighed og/eller de øvrige lande havde søgt for skrappe kontrolforanstaltninger, som sikrede, at de lande som var problematiske fra starten af, blev holdt i kort snor, når de pludselig kunne låne penge til langt lavere renter. Som f.eks. Grækenland, der gennem det meste af 80'erne og 90'erne havde renter 10 procentpoint over Tyskland, men nu kunne låne til renter få basispoint - på et tidspunkt seks - over de tyske.

Italien har dog i en vis grad overrasket positivt. Landets gæld var ved indgangen til euroen omkring 120 pct. af BNP, og der ligger den stadig. Alligevel har Italien også svigtet, da landet forpligtede sig til kontinuerligt at sigte mod nedbringelse af gælden til under stabilitetskravet på 60 pct. En gældsbyrde på 120 pct. af BNP mindsker råderummet, når Italien skal ruste sig til den demografiske udfordring med markant voksende ældrebyrde, der vil præge hele Europa i de kommende årtier.

Ser man tilbage på udviklingen siden gældskrisen i Euroland blussede op for godt to år siden, så tegner der sig et klart mønster. Uroen smitter på de problematiske lande, og hver gang et hul er blevet lappet i euroskibet, finder de finansielle markeder en anden læk at fokusere på.

Lige nu har de græske vælgere selv bragt sig i et vanskeligt dilemma. Vil den nye regering ikke følge den påtvungne reformkurs, må landet formentlig forlade skibet og finde sin egen kurs uden for euroen. Sker det, vil presset stige på ikke blot Spanien men også Italien og muligvis også Frankrig vil komme i søgelyset – og det samme gælder de store europæiske banker.

Selv om Grækenland makker ret, forsvinder eurokrisen ikke. De finansielle markeder vil blive ved med at teste de svageste punkter i euroskibets skrøbelige skrog og de øvrige eurolandes vilje til at forsvare fællesskabet og holde skibet sejlede med alle passagerer. Situationen peger derfor på den løsning, som nogle af euroens grundlæggere havde som en vision langt ude i fremtiden. Nemlig en sammenslutning af europæiske lande, som har fælles bankregulering, fælles obligationsudstedelse og fælles finanspolitik.

Også kaldet Europas Forenede Stater. —



Hvor ender den græske tragedie?

Eli Wallach, Clint Eastwood, Lee Van Cleef mødes på kirkegården i en duel om den skjulte pengekasse, som de hver især mener at have krav på. En scene fra filmen 'The Good, The Bad And The Ugly', 1966.

**Som udgangspunkt fastholder
Danske Banks økonomer, at der findes
en løsning, så Grækenland forbliver i euroen.
Men der er værre scenarier...**

Grækerne, der så sent som i 1974 var ledet af en militærjunta, brugte ved valget i maj deres demokratiske ret til at protestere mod den siddende regering. Som bekendt blev resultatet, at ingen partier formåede at samle en ny regering, så et nyt valg må afholdes 17. juni. Men udsigten til igen at blive blandt dem, som andre helst ikke vil lege med, er måske ved at gå op for grækerne. En ny meningsmåling viser i hvert fald, at 54 pct. af grækerne mener, at man skal fortsætte med EU/IMF's opstrammingskur, og hele 81 pct. mener, at man skal forblive i euroen.

Men hvad det hele ender med er meget usikkert lige nu. Usikkerheden forstærkes af den negative nyhedsstrøm om den spanske banksektor, et stigende pres på både spanske og italienske statsobligationer, og Moody's nedgraderinger af spanske og italienske banker. Og frygten for at grækerne pludselig begynder at trække deres penge ud af bankerne i stor stil er en uhyggelig lurende risiko. Et sådant "bank run" nævnes hyppigt i medierne og alene det øger risikoen for, at det kan ske. Dynamikken af et bank run er eksponentiel – når først du ser andre tage deres pen-

ge ud af banken, så vil du gøre det samme, og pludselig er bankerne drænet for kapital. Foreløbig har der kun været tale om en gradvis udtrækning gennem de seneste år, men faktum er, at indskud er 30 pct. under toppen i 2009.

DER SPILLES "KYLING"

Den tyske finansminister Wolfgang Schauble udtalte for nylig, at de græske vælgere nu må beslutte om de er villige til at acceptere betingelserne i bail-out programmet. I et radioprogram sagde han, at det ikke vil være muligt for Grækenland at blive i euroen og samtidig suspendere betalinger til sine partnere.

En tilkendegivelse af at EU og især Tyskland ønsker at gøre det klart for de græske vælgere og politikere, at valget vil være en beslutning om, hvorvidt Grækenland ønsker at forblive i euroen. Hvis det gør, så skal det leve op til betingelserne.

Syriza, det nye populære koalitionsparti på venstrefløj, står imidlertid fast på krav om en genforhandling af betingelserne. Lederen Alexis Tsipras har således udtalt, at hans parti "ikke vil forråde håbene og forventningerne hos de vælgere, som afviste redningspakken."

"Det ser således ud til, at vi er på vej mod et stort spil "kylling" mellem EU og Grækenland, der begge står fast. Grækenland satser på, at EU giver sig og ændrer bail-out programmets betingelser, mens EU prøver at overbevise grækerne om, at landet ved en afvisning må klare sig alene og forlade euroen. Selv

➤ Fortsat fra forrige side

om EU ikke har noget legalt grundlag for at smide Grækenland ud, kan EU stoppe med at låne penge til landet, og ECB kan nægte at acceptere græske statsobligationer som sikkerhed. Dette ville de facto sende landet og dets banker i bankerot meget hurtigt, og Grækenland ville sandsynligvis reagere vredt og forlade euroen”, skriver Danske Banks økonomer i en ny analyse.

Blandt den nyvalgte franske præsident Hollandes valgløfter var en større fokus på vækst, og dermed adskiller han sig fra Tysklands standpunkt om opstramninger. Men i tider med betydelig stress har Frankrig og Tyskland traditionelt formået at lægge uenigheder til side og stået sammen i kampen for euroen. Dette var der også tegn på efter det første møde mellem Merkel og Holland. På pressekonferencen sagde de, at ”væksttiltag ville blive overvejet” og gav et hint om, at tiltag for at stimulere græsk vækst kunne blive ført ud i livet. Dette kunne meget vel blive løsningen – at Grækenland tilbydes væksttiltag for at stimulere økonomien, men vil fortsat skulle leve op til betingelserne i redningspakken.

Markedets fokus er nu rettet mod valget 17. juni, og hvad der kan ske derefter. Luften vil være tyk af spekulationer og rygter undervejs, og det bliver en urolig periode på de finansielle markeder.

Danske Banks økonomer har udarbejdet tre scenarier for Grækenland:

THE GOOD

I **det positive scenario** vil partierne som støtter både euroen og opstrammingskursen finde øget støtte i befolkningen efterhånden som valget nærmer sig og i sidste ende vinde de nødvendige stemmer for at fortsætte med opstramningen. Til gengæld vil EU yde vækststimulerende tiltag, da Grækenland ellers vil være fanget i en recession, der gør det umuligt at undgå yderligere gældsætning til uoverskuelige niveauer. **Dette scenario vil udløse et ”relief rally” på de finansielle markeder.**

THE BAD

I **det negative scenario** bliver Syriza det største parti, men forventes at falde lidt ned efter valget. EU bøjer sig samtidig og giver Grækenland et ekstra år til at nå bail-out programmets mål, mens der iværksættes betydelige EU-finansierede investeringsprojekter i Grækenland. Begge parter bøjer sig for at nå hinanden – en proces, der vil tage tid, og undervejs vil det føles som om vi kigger ned i afgrunden. Men i sidste ende finder lederne en løsning, idet alternativet vil have alvorlige negative konsekvenser for både Grækenland og de andre eurolande. **Dette scenario vil sandsynligvis resultere**

i en lang periode med markedsstress, men vil til sidst give en lettelse i de globale finansielle markeder.

THE UGLY

I **det meget negative scenario** kommer ”kyllinge-spillet” mellem Syriza og EU/IMF ud af kontrol og ender uden en aftale. EU/IMF vil stoppe støtten til Grækenland, og ECB vil ikke længere acceptere græske obligationer som sikkerhedsstillelse. Fra den ene dag til den anden skal Grækenland acceptere, at der pludselig mangler penge i statskassen. Der bliver et alvorligt run på de græske banker. Grækenland defaultter på den tilbageværende offentlige gæld. I udgangspunktet vil der være tvivl om, hvorvidt Grækenland introducerer en ny valuta eller holder fast i euroen. Regeringen udsteder gældsbeviser til offentligt ansatte som kompensation for manglende løn. Efter en tid kan regeringen overveje introduktion af drakmer, men på dette tidspunkt vil enhver tale om indskud være stort set irrelevant, idet kapitalflugten har været alvorlig. Introduktionen af en ny valuta vil tage nogen tid. **Dette scenario vil resultere i kaos på de finansielle markeder, og Spanien og Italien vil komme under pres.** Politikresponsen fra både politiske ledere og centralbanker vil være betydelig. Der er imidlertid en risiko for, at dette ikke vil være nok til at berolige investorerne efter den første ravage, og **vi kunne ende med stress i markedet i ”Lehman Brothers” skala.**





Historiske bankerotter

Kø foran statslig pantelånerbutik
i 1930 i Berlin, Tyskland.

I visse lande synes statsbankerotter nærmest at være en del af kulturen.

De angelsaksiske lande har ren samvittighed, men Tyskland tegner sig for de største gældsunddragelser i det 20. århundrede.

Der har været i hundredvis af statsbankerotter gennem tiderne, ofte resultatet af gæld opbygget gennem langvarige krige, men også katastrofal økonomisk styring og leven over evne. Storbritannien havde efter 2. verdenskrig en statsgæld på 250 pct. af BNP, men opmuntrende i den henseende er det, at det lykkedes at nedbringe gælden drastisk i de efterfølgende år ved en hård økonomisk kurs. I dag er gælden godt 80 pct. af BNP, mindre end i både Tyskland, Frankrig og USA.

Det kan lyde som en dårlig vittighed, men Grækenland har den tvivlsomme ære af at have den første registrerede statsbankerot helt tilbage i 377 f.v.t. Og siden da adskillige – alene siden 1826 seks stk., inklusive den seneste.

Den politiske kommentator hos Daily Telegraph, Peter Osborne, påpegede i 2011, at det var en stor fejl, at man ved euroens dannelse ikke kiggede tilbage i historien.

”Portugal har defaultet på sin gæld fem gange siden 1800, Grækenland fem gange, og Spanien ikke mindre end syv gange (og 13 gange i alt siden 1500). I kontrast hertil står det faktum, at angelsaksiske lande sjældent, hvis nogensinde, default. I dette land (UK, red.), har vi ikke svigtet vores gældsbetalinger i næsten 1.000 år, selv om det har været tæt på nogle gange. Det samme gælder Canada, Australien og USA”, skrev Peter Osborne.

”Mange europæiske lande er kulturelt indstillede på bankerot. Faktisk har Grækenland i næsten halvdelen af de 182 år siden det opnåede uafhængighed fra det ottomanske imperium været i en tilstand af default og har derfor været nægtet adgang til internationale kapitalmarkeder”, skrev Osborne.

Tyskland er i dag de gældstyngede landes skarpeste kritiker, men historisk set er de bestemt ikke klassens duks. Albrecht Ritschl, professor i økonomisk historie på London School of Business Economics, har påpeget, at Tyskland var den største gældsunddrager i det 20. århundrede.

”Igennem det 20. århundrede var Tyskland ansvarlig for de største nationale bankerotter i nyere tid. Det er kun takket være

USA, som ofrede enorme summer af penge efter både første og anden verdenskrig, at Tyskland i dag er finansielt stabil og har status som Europas rektor. Den kendsgerning glemmer man desværre ofte,” siger Ritschl til Der Spiegel.

”Fra 1924 til 1929 levede Weimar republikken på kredit og lånte endda de penge fra USA, som det havde brug for til krigsskadeerstatning. Denne kreditpyramide kollapsede under den økonomiske krise i 1931. Pengene var væk, skaden enorm for USA, og effekten på den globale økonomi katastrofal.”

Situationen efter 2. verdenskrig var tilsvarende dyster for tyskernes betalingsevne, men USA tog øjeblikkeligt skridt til at sikre, at der ikke ville blive en gentagelse af store krav om krigsskadeerstatninger pålagt Tyskland. Med kun få undtagelser blev alle sådanne krav udskudt indtil Tysklands genforening. For Tyskland var det en livreddende gestus og den egentlige finansielle basis for Das Wirtschaftswunder. Men det betød også, at ofrene for den tyske besættelse af Europa var nødt til at vinke farvel til krigsskadeerstatninger, og det gjaldt også grækerne.

Tyskerne defaultede reelt tre gange i det 20. århundrede. Første gang var som nævnt i 30’erne, og anden gang var da USA i 1953 gav tyskernes gæld en så kraftig ”haircut”, at den blev reduceret til praktisk taget ingenting. Tredje gang var i 1990...

”Daværende kansler Helmut Kohl nægtede at implementere ændringer i The London Agreement on German External Debts of 1953. Betingelserne i aftalen angav, at i tilfælde af en tysk genforening skulle sagen om Tysklands krigsskadeerstatninger reguleres på ny. Det eneste krav, der blev resultatet, var en minimal sum. Med undtagelse af udbetalt kompensation til tvangsarbejdere, betalte Tyskland ikke krigsskadeerstatning efter 1990.”

Ritschl påpeger, at set fra USA’s synspunkt var alene Tysklands default i 30’erne af et lige så stort omfang som USA’s omkostninger ved finanskrisen i 2008.

Verden er ude af balance

Genopretning kræver nytænkning på mange planer.

Livet på Jorden har været præget af kontinuerlige miljøændringer, der har ændret livsbetingelserne – i nogle tilfælde i form af enorme chok som kolossale vulkanudbrud, asteroide nedslag m.v. – og responsen har været evolution og en langsom etablering af nye ligevægte. Nogle arter har oplevet, at miljøændringer har været særdeles gunstige og gjort det muligt for dem at ekspandere voldsomt, men evolutionen og naturlige begrænsninger har medvirket til at genskabe balancen.

Disse spilleregler gælder stadig – men det er problematisk, at mennesket er med i ligningen. Mennesket er den altdominerende art på kloden og har med teknologi udvidet sine livsbetingelser på egen hånd i en grad som ingen anden art i historien. Menneskeheden ekspanderer og udnytter i dag naturens ressourcer og ødelægger økosystemer i en sådan grad, at den på sigt ødelægger sine egne livsbetingelser.

Det er efterhånden en gammel sang, men den bliver tilsyneladende sunget for døve øren, selv om der løbende kommer nye vers til. Rio-konferencen er lige om hjørnet, men det er i vanlig stil kun en begivenhed, der får opmærksomhed fra græsrodsbevægelser og grønne tænketanke. De politiske beslutningstagere er udelukkende fokuserede på at genskabe den økonomiske vækst.

Forståeligt nok, idet fortsatte stigninger i ledighed, bankkolaps og statsbankerotter, protektionisme og national selvhøvelse vil gøre verdenssamfundet mere ustabil og kunne føre til uoverskuelige konflikter.

Problemet er bare, at løsningen ikke er mere økonomisk vækst i vanlig stil. Det er netop den en-øjede fokus på økonomisk vækst, der har skabt de miljømæssige belastninger, der i sidste

ende har langt værre konsekvenser end perioder med lav vækst eller recession – og som ultimativt vil føre til økonomiske katastrofer og stridigheder om ressourcer, måske endda krig.


BNP er i fokus som det altoverskyggende pejlemærke for stort set enhver regering, men sådan har det ikke altid været. Selve definitionen af BNP blev først lanceret i 1934, og blev det dominerende mål fra 50'erne. Men BNP er en meget enkel ligning, som ikke siger noget om hverken ressourceforbrug, forurening, afskovning, faldende biodiversitet, vandmangel, sociale tilstande, sundhed, overbefolkning eller menneskeskabte klimaændringer. Ensidig fokus på vedvarende vækst i BNP er derfor en mildt sagt uholdbar kurs i et lukket system som Jorden.

De fleste politikere vil med hånden på hjertet formentlig erkende, at det er helt logisk. Men ikke desto mindre anses BNP-vækst som løsningen på problemerne. "Når vi har overskud, kan vi se på de der grønne ting...".

PUSLESPILLET SOM INGEN KAN SE

Den manglende erkendelse af problemernes omfang hænger sammen med, at vi er i en behagelig komfortzone, som vi har befundet os i siden brugen af fossile brændstoffer blev indført, og industrialiseringen gjorde alting meget lettere – samt ikke mindst at de miljømæssige problemer er en stor samling af brikker i et kæmpestort globalt puslespil, som ikke er synligt for hovedparten af borgerne og politikerne i den rige del af verden.

Der er stadig fisk i supermarkedet, fugle i haven, planterne vokser, og solen skinner stadig. De brede medier beskæftiger sig ikke nævneværdigt med miljø- og ressourceproblemerne, og det fylder minimalt på den politiske dagsorden. Og den evindeli-



Regnskov afbrændes for at gøre plads til plantning af palmeolietræer i Tripa, Aceh provinsen i Indonesien. Palmeolie anvendes som en vegetabilsk olie i produkter fra chokoladebarer og chocolate bars og morgenmadsprodukter til shampoo. Det er også klassificeret som biobrændsel. Indonesien og Malaysia er verdens største producenter af palmeolie. Truede orangutanger og andre sjældne arter lever i de regnskovsområder, som nu ryddes. Lokale landmænd og virksomheder omdanner illegalt Aceh's regnskove og moseområder til palmeolie plantager.

ge snak om global ulighed kan vel lykkes med globaliseringen, som løfter de fattige lande ud af fattigdom og gør det muligt for os at købe vin fra Argentina, jordbær fra Brasilien, økologisk broccoli fra Spanien, appelsiner fra Sydafrika og olie fra Nigeria?

LØSNINGER

Historisk set har nationer kun i få tilfælde kunnet samles om fælles udfordringer i meget stor skala, og det har typisk været krige. En af de helt åbenlyse forklaringer på, at det er så svært at nå til enighed om noget som helst, når det angår miljø, er uligheden. Verdens velstand er stadig meget ulige fordelt med langt den største del i de rige lande - de 34 OECD-lande alene tegner sig for blot 1,24 mia. mennesker af Jordens 7 mia., men 51 pct. af BNP.

Men heller ikke blandt de rige lande er det let at nå til enighed. Som regel er der altid nogle lande, der modsætter sig fælles krav og internationale aftaler af forskellig art med den begrundelse, at de andre har nogle andre fordele, som man er nødt til at kompensere for. Alle lande ser på konkurrenceevnen. Alle vil uddanne og tiltrække de bedste hjerner og tjene de fleste penge, men det fører til en absurd uendelig konkurrence i et lukket system som Jorden.

Internationalt samarbejde er den eneste vej frem, anført af de rige lande med de største fodaftryk. Og politikerne skal tænke langt ud over næste valgperiode, eller også skal vi have teknokratiske styringsorganer, der tager sig af de store problemer, mens politikerne tager sig af den interne fordelingspolitik og prioritering i henhold til faste budgetter. Det skal være slut med

løbske statsfinanser og ukontrollerede aktiv- eller finansbobler af den ene eller anden art.

Vi skal også ændre forbrugeradfærd – brug-og-smid væk kulturen skal erstattes af meget mere genbrug, effektiv udnyttelse af ressourcer og langt mindre forurening – og en vej dertil er lovfæstede incitamentsstrukturer. En anden vej er at mindske købekraften, og i den forbindelse har New Economics Foundation foreslået, at vi ganske enkelt skal arbejde mindre – på sigt 21 timer ugentligt.

Økonomen Keynes forventede helt tilbage i 1930 i en tese om fremtidige samfund, at ved indgangen til det 21. århundrede ville den ugentlige arbejdstid være omkring 15-21 timer. Han antog, at vi ville anvende produktivitetsfremgangen til at nedsætte arbejdstiden og fokusere på "how to use freedom from pressing economic cares".

En del af problemet med at erkende problemernes omfang er også, at prismekanismen, der ellers har det med at regulere udbud og efterspørgsel, ikke medvirker til at løse problemerne ved at sende mærkbare prissignaler. Der er tilsyneladende ingen eksisterende prismekanismer, der effektivt hindrer overfiskeri, artsudryddelse, ødelæggelse af økosystemer, klimaforandringer, forsuring af oceanerne, forurening med godkendte kemikalier, afskovning osv.

Ganske vist er en hel del råvarer steget drastisk i pris det seneste årti (bortset fra vand trods mange advarsler om tiltagende vandknaphed). Men det har ikke medført tilsvarende dramatiske ændringer i vores levevis. I stedet er der med brug af ny teknologi iværksat en mere intens jagt på de tilbageværende ressourcer. Som USA og andre lande gør med "hydraulic fracking"

► Fortsat fra forrige side

for at få fat i skifer gas og olie. Og endnu værre – en aggressiv jagt er gået ind på råvarer i de sidste områder, som endnu ikke er udnyttede; Arktis, de dybe oceaner, junglerne i Afrika og sågar krigszoner som Afghanistan, som Mikael Klare, professor i Massachusetts, beskriver i sin seneste bog *The Race for What's Left: The Global Scramble for the World's Last Resources*. Han advarer kraftigt mod de uoverskuelige miljøkonsekvenser heraf, eksempelvis vil man ikke kunne håndtere en løbsk olierig som Deepwater Horizon i Arktis.

PROBLEMERNE SKAL SYNLIGGØRES

Den afgørende forudsætning for at kunne nå frem til løsningsmodeller på den globale miljøkrise er at erkende problemet. Udover, at vi i den proces skal overkomme vores iboende irrationalitet, der gør det vanskeligt at erkende problemer udover personlige, kortsigtede interesser, kræver det, at problemerne bliver langt mere synlige. I dag findes der masser af specielle websites, tidsskrifter, græsrodsbevægelser, nogle få TV-kanaler som Discovery, National Geographic og Animal Planet, samt en del officielle institutioner, der udover videnskaben beskæftiger sig med det, men i de store mainstream mediers strøm af informationer har emnerne meget lav prioritet. Fra tid til anden kommer en ny stor rapport ud fra IEA, OECD, Det Europæiske Miljøagentur, IPCC, Greenpeace, Worldwatch Institute og andre, men det bliver sjældent til mere end korte uddrag i aviserne og sporadisk omtale i TV.

Medierne har selv sagt et stort medansvar for den lave prioritering, men også videnskabens egen verden kan klandres. Mange observationer og undersøgelser offentliggøres primært i akademiske tidsskrifter, og der er desuden også en udpræget mangel på tværvideenskabeligt samarbejde og vidensudveksling. Et eksempel på det sidste sås i 2011, hvor en række marinbiologer med forskellige specialer fra mange lande mødtes for første gang til en konference, og Dr. Alex Rogers fra IPSO konkluderede: "Idet vi betragtede de kumulative effekter af, hvad menneskeheden gør mod oceanerne, viste implikationerne sig at være langt værre, end vi hver individuelt havde vurderet."

Videnskaben skal være bedre til at levere en løbende information og kan i den forbindelse tage ved lære af børsnoterede virksomheder, der løbende informerer offentligheden om tingenes tilstand. Og i folkeskolen skal miljøproblemer have en langt større prioritering end i dag, hvor emnet kun berøres periferet.

Også finanskrisen kan vi lære af. Årsagen til, at kreditboblen udviklede sig som den gjorde, var, at der ikke var tilstrækkelig styring, overvågning og koordination af information om, hvordan belåning og kreative instrumenter havde skabt et grotesk finansiel korthus. Skal verdens miljø reddes kræver det en tæt overvågning via hundredtusindvis af sensorer placeret i miljøerne, som sammen med videnskabelige observationer og undersøgelser skal indgå i en fælles database – hvorfra der så løbende skal kommunikeres meldinger og overblik i et klart sprog ud til offentligheden og beslutningstagere – og medier som (ved lov?) skal forpligte sig til en langt tættere dækning.

På denne måde kan problemerne blive mere synlige og være med til at skabe den nye fortælling om Jorden. I kunstens verden forsøgte den naturbevidste instruktør James Cameron med Avatar at skabe en metafor for vores mishandling af Jorden, men selv om det blev en publikumsmæssig succes, mislykkedes missionen. Folk var imponerede af de visionære effekter, men kun få lavede koblingen til Jorden.

Camerons idé med at henlægge historien til en anden planet med tydelige helte og skurke og en happy ending er den klassiske historie, som går rent ind hos modtagerne.

Fortællingen om Jorden er langt mere kompleks - og vi er alle skurke. Men vi bør lade historien om verdenshistoriens største puslespil starte nu - og skal det blive en lykkelig slutning, skal vi alle være helte.

Verdens miljøtilstand

Den naturlige kulstofcyklus forstyrres dramatisk af den enorme afbrænding af fossile brændstoffer dannet over millioner af år - atmosfærens CO₂-koncentration er nu på det højeste registrerede niveau i mindst to mio. år. Forbruget af fossile brændstoffer samt de observerede klimaforandringer siden IPCC's store rapport i 2007, tyder på stigninger langt over smertegrænsen på to grader. Selv i IEA's New Policies Scenario, hvor der antages væsentlig større tiltag end i dag, er vi på en kurs, der siger 3,5 grader C på langt sigt. Og uden disse nye politikker, taler vi om en temperaturstigning på 6 grader.

Når de to grader passerer, kan klimaet udvikle sig i en irreversibel retning med dramatiske ændringer i klimaet til følge – bl.a. kan Golfstrømmen ændre sig radikalt, oceanernes termohaline cirkulation kan blive ændret, permafrosten kan smelte og frigøre enorme mængder af metan, som er en drivhusgas langt kraftigere end CO₂.

Hvert årti siden 1970 har været varmere end det foregående, ni af de ti varmest registrerede år er forekommet siden 2000, iskapper og gletsjere smelter hurtigere end ventet, havvandstanden stiger hurtigere end nogensinde før i registreret historie, planter blomstrer tidligere, vandforsyninger og habitater er i fare, fugle tvinges til nye migrationsmønstre, vejret bliver mere ekstremt med flere orkaner, kraftigere regnfald, forlængede tørkeperioder, flere skovbrande, ændrede regnmønstre. Forsikringsbranchen estimerer, at 90 pct. af 950 naturkatastrofer i 2010 var vejr-relaterede og passer med klimamodellerne.

Hidtidige undersøgelser af global opvarmning har peget på, at 40-70 pct. af verdens dyrearter kan blive udryddet, hvis temperaturen stiger over 3,5 grader C. En betydelig del af disse dyr lever i havet, men beregningen fra IPCC tager ikke højde for oceanernes faldende ph-værdi, som kan forværre billedet drastisk. Hver dag opsuges 30 mio. tons CO₂ i oceanerne. Når CO₂ opsuges i havet opløses det og bliver til kulsyre-ioner, der gør havet mere surt – og faktum er, at surhedsgraden er steget 30 pct. siden industrialiseringen. Det estimeres, at surhedsgraden ved udgangen af dette århundrede vil være tredoblet. Det er en meget voldsom miljøændring på kort tid for havets organismer og økosystemer.

Antallet af »døde zoner« i havene – områder med for lidt ilt til at liv kan opretholdes – er fordoblet i hvert årti siden 60'erne.

Frem mod 2030 vil det globale energibehov stige med 40 pct., og vi vil forbruge mere kobber, aluminium og stål, end vi har gjort i hele menneskets historie.

Omkring 40 pct. af nitrogenet i det protein, som mennesker





spiser i dag, er kommet ind i maden via kunstige gødningsmidler – og havde mennesket ikke speedet nitrogencyklussen op, ville der ikke være nær så mange mennesker.

De menneskeligt tilførte mængder af nitrogen og fosfat er nu så store, at de forrykker den naturlige cyklus. I dag konverteres mere N₂ fra atmosfæren til primært gødningsbrug end de samlede naturlige processer fra Jordens landmasser. Meget af denne reaktive nitrogen ender i miljøet og forurener vandløb og kystzoner, akkumuleres i landsystemer og tilfører yderligere gasser til atmosfæren. Over 20 mio. tons fosfor udvindes årligt og 8,5-9,5 mio. tons finder vej til oceanerne – otte gange den naturlige tilgang. Studier af Jordens historie viser, at storstillede oceaniske tilfælde af iltmangel er forekommet, når kritiske niveauer for fosfor tilgang til oceanerne er overstøjet – og det har forårsaget masseudryddelser af maritimt liv. Modeller viser, at en vedholdende tilgang af fosfor på 20 pct. mere end den naturlige har været nok til at fremkalde de iltfattige begivenheder.

Overdreven brug af vanding udtømmer vandreserverne mange steder. Saudi-Arabien har eksempelvis i 20 år været selvforsynende med hvede, men vandreserverne er nu i stort omfang

ved at være udtømte, og landet bliver tvunget til snart at importere al korn. Lignende problemer ses i 17 andre lande, heriblandt Syrien, Irak og Yemen. Værst er problemet i Indien og Kina. Ifølge Verdensbanken lever 175 mio. mennesker af korn i Indien, som er produceret ved overvanding. I Kina estimeres tallet at være 130 mio.

I 2025 vil 2/3 af verdens befolkning leve i områder med vandknaphed. Over hele verden bruges der mere vand, end naturens cyklus kan nå at tilvejebringe i grundvandsreservoirer, floder etc. Grundvandsspejlet falder på alle kontinenter; én ud af 10 af verdens større floder når ikke ud til havet længere i dele af året; grundvandet er ofte forurennet.

For nylig konkluderede en rapport udarbejdet for den amerikanske regering: "I de næste 10 år vil mange lande, som er vigtige for USA, opleve alvorlige vandproblemer – vandmangel, dårlig vandkvalitet eller oversvømmelser – som vil øge risikoen for ustabilitet og statskollaps, øge regionale spændinger og afholde dem fra at arbejde med USA om vigtige politiske mål for

▣ Fortsat fra forrige side

USA. Fra nu og frem mod 2040 (rapportens tidshorisont, red.) vil tilgængeligheden af ferskvand ikke kunne følge med efterspørgselen i fraværet af mere effektiv styring af vandressourcerne. Vandproblemer vil hindre nøglelandes evne til at producere føde og generere energi og udgør dermed en risiko for globale fødevaremarkeder og økonomisk vækst. Som et resultat af demografisk og økonomisk udviklingspres står Nord-Afrika, Mellemøsten og Syd-Asien over for store udfordringer i at håndtere vandproblemer."

Det kræver 2400 liter vand at lave en hamburger; 1,5 tons at lave en PC og seks tons at lave et par jeans.

Udpining af jorden og ørkendannelse ses mange steder, heriblandt Kina. Jord anvendt til dyrkning af landbrugsafgrøder eroderes 10-40 gange hurtigere end jorden gendannes. Udbyttet af afgrøder er tredoblet siden 1950. Men i de lande med brug af den mest avancerede landbrugsteknologi er potentialet ved at være udtømt. I Japan er rishøsten ikke forøget i 16 år, og Kina ser også ud til at ramme loftet. De to lande alene tegner sig for 1/3 af verdens rishøst. Tilsvarende stagnation ses hos Vesteuropas tre største hvedeproducenter Storbritannien, Tyskland og Frankrig.

Hver aften sætter 219.000 flere mennesker sig til det globale middagsbord, svarende til 80 mio. årligt, næsten alle sammen i udviklingslande. I 1804 var vi 1 mia. mennesker, i dag er vi 7 mia. FN's seneste estimat på klodens befolkning er 9,3 mia. i 2050 og et udsvinginterval på 8-10,5 mia.

Den økonomiske fremgang i udviklingsøkonomierne skaber enorme middelklasser med forøget købekraft. Omkring 3 mia. mennesker vil i takt med stigende velstand bevæge sig opad i fødekæden og efterspørge mere mælk, æg og kød. Især kødproduktion kræver en stor del af afgrøderne som dyrefoder. Kornforbruget pr. indbygger i USA (320 mio. indb.) er fire gange så højt som Indiens (1,2 mia.), hvor korn foreløbig kun i begrænset omfang konverteres til animalsk protein.

USA, der før kunne fungere som stødpude mod dårlig høst andre steder, konverterer enorme mængder korn til biobrændsel. Selv om det globale kornforbrug stiger med accelererende hastighed, så overgås det af USA's produktion af biobrændsel. I 2010 høstede USA knap 400 mio. tons korn, hvoraf 126 mio. tons blev anvendt til biobrændsel. Og jo mere olieprisen stiger, desto mere profitabelt bliver det at bruge kornet til produktion af biobrændsel. I Europa er det også problematisk med målet om, at i 2020 skal 10 pct. af transportsektorens energi i EU komme fra biobrændsel.

Mange giftige substanser lukkes ud i miljøet – pesticider, insektgift, industriaffald, plastic, rengøringsmidler – vi spiser det, drikker det, indånder det, optager det gennem huden. Selv kemikalier, der ikke er giftige, kan have alvorlige skadelige effekter, f.eks. klor-fluor carbonater, som forårsagede ozonhullet over Antarktis, og som nu er reguleret. Andre eksempler er kemikalier i vandet, som ikke fanges i rensningsanlæg, fra p-piller, hormonpræparater, plasticfremstilling og andre kilder, som adskillige steder i verden har vist sig at kunne ændre fisks køn. En stor canadisk undersøgelse viste at på strækninger, hvor en flod løb forbi tæt bebyggede steder og dermed kloakudledninger, var op mod 85 pct. af en population hunner mod normalt 55 pct. Et problem, som reducerer fiskepopulationers evne til reproduktion.

Pesticider og insektgifte har skadevirkninger, vi ikke har overblik over. Et eksempel er de senere års omfattende masedød af bier flere steder i verden, Colony Collapse Disorder. Det har nu vist sig, at insektgiften Imidacloprid har været årsag til døde dronninger blandt humlebieerne. Og honningbiers ret-

ningssans er blevet ødelagt af pesticidet Thiamethoxam.

Artsudryddelse er en naturlig proces, der også forekommer uden menneskelige aktioner. Men det er accelereret voldsomt og sker nu med en hastighed ikke set siden den sidste globale masedryddelse for 55 mio. år siden. I dag er artsudryddelsen 100-1000 gange større end den naturlige.

Områder med høj biodiversitet leverer vigtige økosystem services som kulstoflagring, træ, ferskvandsstrømme og fiskepopulationer. Tabet af biodiversitet og relaterede økosystem services rammer især verdens fattigste, der mest direkte afhænger af disse services for at overleve.

Biodiversiteten er globalt faldet med 28 pct. mellem 1970 og 2008 – alene i troperne med 61 pct. (30 pct. siden Rio 1992). Biodiversitet er en vital faktor for alle. Levende organismer fra planter og dyr til mikroorganismer interagerer og former komplekse, forbundne net af økosystemer og habitater, som leverer myriader af økosystem services, som alt liv afhænger af. De fem største direkte trusler mod biodiversitet er; tab, forandring og fragmentering af habitater; overudnyttelse af planter og dyr i naturen; forurening; klimændringer; invasive arter.

"Vi bruger i dag 50 pct. flere ressourcer, end Jorden kan leve, og medmindre vi ændrer kurs, vil det tal vokse meget hurtigt. I 2030 vil selv to planeter ikke være nok," skriver WWF's direktør Jim Leape i Living Planet Report 2012.

Næsten halvdelen af verdens kulstof over jorden er lagret i latinamerikanske skove, 26 pct. i Asien og 25 pct. i Afrika. Omkring 13 mio. hektar skov forsvandt årligt i 2000-2010 – et område på størrelse med Grækenland. Over de seneste 25 år er der globalt fældet skov i et område svarende til Indien, verdens syvendestørste land. Afskovning tegner sig for 20 pct. af den globale CO₂-udledning.

Ferskvandsøkosystemer udgør kun 1 pct. af Jordens overflade, men er hjemsted for 10 pct. af alle kendte dyrearter. Men menneskelig indgriben påvirker i meget høj grad søer og floder over hele kloden til stor skade for økosystemerne. Eksempelvis får kun en tredjedel af verdens 177 floder over 1000 km lange lov at løbe frit.

Næsten 90 pct. af verdens planteaktivitet findes i økosystemer, hvor mennesker spiller en betydelig rolle. Verdens økosystemer er domineret af en i stigende grad homogen og begrænset gruppe afgrøder, husdyr og skabninger som klarer sig godt i miljøer domineret af mennesker. Mens skabninger, der er mindre anvendelige eller tilpasningsdygtige får det stadig vanskeligere.

Overfiskeri estimeres at tegne sig for over 60 pct. af kendte lokale og globale udryddelser af maritimt liv; en del fiskepopulationer er reduceret med over 90 pct. Totalt set er knap 80 pct. af tilbageværende fiskearter truet af overfiskeri og kollaps. 90 pct. af de store fisk er allerede forsvundet, og det skaber voldsomme forstyrrelser af fødekæderne og truer hele økosystemer af kollaps. Korallrev, hvoromkring en fjerdedel af verdens fiskearter lever, uddør i stigende grad som følge af oceanets CO₂-afledte forsurening.

Enorme ansamlinger af plastic flyder i havet, i særlig grad koncentreret i oceanernes fem store strømsystemer. Den største findes i den nordlige af Stillehavets to strømsystemer. I denne – The Great Pacific Garbage Patch - er de største plasticansamlinger på størrelse med Texas.

Hvis udviklingslandene havde et forbrug som de rige lande ville det svare til en global befolkning på 72 mia.

På kanten af en afgrund

En græsk euro exit giver risiko for et ragnarok på de finansielle markeder i post-Lehman Brothers skala. Hvordan skal man som investor forholde sig?

Anarkister varmer deres hænder i en park i Exarchia kvarteret i Athen, Grækenland. Parken og området omkring den er mere eller mindre blevet overtaget til stor utilfredshed for regeringen og politiet. Anarkistiske grupper vinder gehør blandt unge i Grækenland i takt med, at ledigheden er tordnet i vejret til 35 pct. for unge mellem 15 og 25 år.

Den 17. juni er skæbnetimen for Grækenland. Der kan tænkes mange forskellige udfald efter valget, men Danske Banks økonomer har som beskrevet s. 7-8 udarbejdet tre potentielle scenarier. Hvad skal man gøre som investor i en situation med så vidt forskellige udfald?

DET POSITIVE SCENARIO

Den nye regering støtter reformkursen, og EU belønner med vækststimulerende tiltag.

Dette er hovedscenariet, som Danske Banks økonomer tror vil udspille sig. Hvis de får ret, vil det give en lettelse i markedet. Aktiemarkederne vil generelt blive understøttet af en positiv stemning, og vi vil opleve et "relief rally". De aktiver, der har nydt godt af investorernes flugt, vil komme under et vist salgspres. Det betyder, at obligationsrenterne i lande som Tyskland, Danmark, Sverige og Finland m.fl. vil stige en anelse. Defensiv sektor, der har været flittigt benyttet som "be-

skyttelsesrum" – f.eks. Stabilt Forbrug – vil også kunne komme under et vist pres, og der vil komme betydeligt større fokus på cykliske sektorer.

Der vil også kunne komme mere fokus på de selskaber, som lider under at være i de "forkerte indeks", dvs. selskaber i periferilandene, som ellers har sunde forretninger med betydelig eksponering til vækstmarkederne i Emerging Markets, men har været presset af uroen i hjemlandet. Det gælder f.eks. selskaber som spanske Inditex. Generelt vil de sydeuropæiske aktiemarkeder kunne performe relativt bedre end markederne i nord i en periode.

Hvis du tror på dette scenario, skal du ikke ligge for tungt i de "sikre" obligationer, der desuden giver historisk lavt afkast, hvis noget afkast overhovedet, eller defensive sektorer som Føde, Drikkevarer & Tobak, hvorimod Healthcare stadig er en undervurderet defensiv sektor med langsigtede potentiale.

Du bør, som vi har anbefalet i årevis, fortsat investere gan-

► Fortsat fra forrige side

ske betydeligt i selskaber med stærk eksponering til Emerging Markets, evt. suppleret med direkte investeringer (via investeringsforeninger) i lokale selskaber med hjemlig eksponering i disse markeder.

Generelt bør du overveje en mere cyklisk sammensætning af porteføljen, som Danske Banks aktiestrateg Morten Kongs- haug påpeger s. 34. Virksomhedsobligationer er stadig interessante i dette scenario. Du bør også overveje Private Equity investeringer (f.eks. Partners Group, som Danske Bank har en aftale med), som bl.a. består af kapitalfondes opkøbte og afnoterede virksomheder, der trimmes og effektiviseres til en senere notering. Sådanne investeringer giver dig en vis immunitet over for svingninger på børserne, og du bør overveje at have det i porteføljen, uanset hvilket scenario du tror på.

DET NEGATIVE SCENARIO

Parterne finder først et kompromis efter længere tids forhandlinger med turbulens på markedet til følge. Problemet med dette scenario er, at man ikke ved, om det går hen og ender med at blive mareridtsscenarioet uden løsning. Men selv om det skulle ende med en løsning, så kræver det, at man kan tåle en længere periode med relativt store udsving på de finansielle markeder – man bør ikke gå i panik, og sælge når markedet er aller- mest presset.

Det er et krav, som de fleste måske, når det kommer til stykket, kan have svært ved at opfylde – derfor er det tilrådeligt, at du har en relativt defensiv portefølje, bestående af virksomhedsobligationer af Investment Grade, "sikre" statsobligationer, stærke brands/langsigtede vindere med stabil indtjening, direkte og indirekte eksponering til Emerging Markets samt visse defensive sektorer, primært Healthcare.

Du kan evt. overveje og med din rådgiver drøfte mulighederne for at hedge dine investeringer frem for at sælge ud og dermed måske miste upside-muligheder og/eller udløse utilsigtede skattebetalinger.

MARERIDTET I SCENARIO 3

Grækenland forlader euroen, og et run på de græske banker bliver umuligt at forhindre. Som Mervyn King, den britiske centralbankdirektør har sagt, så er et bank run irrationelt, men når det er i gang, er det højest rationelt at gå med – simpelthen fordi det gælder om at få sine penge før de andre, for der er ikke nok til alle.

Et græsk bank run vil udslette de i forvejen insolvente græske banker, og der vil uundgåeligt komme pres på spanske banker, måske også italienske og endog franske. Skal total nedsmeltning forhindres, må ECB øjeblikkelig komme på banen og erklære ubegrænset likviditet til alle europæiske banker. Men reaktionen på finansmarkederne bliver ikke desto mindre hård, og formentlig i Lehman Brothers' skala. I ugen efter Lehman Brothers' kollaps faldt aktiemarkedet med 25 pct. (og 24 pct. i det næste halve år). I året forud for Lehman var aktiemarkedet faldet 19 pct. – et lignende fald har vi efterhånden oplevet siden oktober 2011.

Tillægger du dette scenario stor sandsynlighed, så bør du kraftigt overveje at nedbringe din samlede risiko i investeringerne – og du bør reelt set slet ikke investere i europæiske aktier.

Du skal også overveje og drøfte med din rådgiver om den/de sikre havne du påtænker at gå ind i, nu også er både sikre og likvide, når du har brug for det - selv i et katastrofescenario kan det være, at de instrumenter man normalt anvender til at afdække risiko med ikke er brugbare.

Guld og andre "faste" aktiver kommer i høj kurs - USD-aktiver vil stadig være verdens anker og en lang global økonomisk istid med kapitalrestriktioner, protektionisme og øgede sociale spændinger i udsatte lande vil være den nye dagsorden, man skal forholde sig til. Det er et scenario, som politikerne og centralbankerne vil gå langt for at forhindre.

PERSPEKTIVERING

Vi er i en usikker situation, og det kan blive dyrt at sige man "tror" på et enkelt scenario og satser hele butikken på det.

Danske Banks økonomer har estimeret scenario 3 til 25 pct. sandsynlighed. Det er ganske højt – du ville næppe sætte dig op i et fly med 25 pct. sandsynlighed for styrt, selv om du fik en økonomisk gevinst ved en vellykket landing.

Scenario 2 sættes også til 25 pct. og scenario 1 til 50 pct.

Lad os sige, at aktiemarkedet i scenario 2 er volatilt men fladt i perioden op til en løsning. Og at aktiemarkedet stiger 20 pct. i scenario 1 og falder 25 pct. i scenario 3. Du får så $0,25 \cdot 25$ pct. + $0,25 \cdot 0$ pct. + $0,50 \cdot 20$ pct. = 3,75 pct. Er det risikoen værd at være med?

For selv om scenario 1 udspiller sig, og vi får en stigning på 20 pct. i den efterfølgende periode, så er det ikke noget, vi kan være sikre på – det er jo bare estimater. Og det er jo ikke sådan, at hvis Grækenland makker ret, så er alt fryd og gammen – euroen er et utæt skib, og andre svage steder i skroget vil blive testet løbende, indtil vi har en struktur, som aldrig efterlader tvivl om, at solidariteten er i top, og medlemslandene forpligter sig fuldt ud til budgetdisciplinen. Og vejen dertil er lang. Man kan på den baggrund argumentere for, at det er en rationel handling, hvis nogle investorer vælger simpelthen at sælge alle aktier ud af porteføljen.

På den anden side – det er når, der er stor usikkerhed og divergerende holdninger, at der er mulighed for at tjene store penge...

Sådan er det at være med på børserne – der er ingen, der har sagt, det er let at investere. Danske Banks økonomer, analytikere og rådgivere gør deres bedste, men de kender ikke fremtiden. Og i sidste ende er det dig, der skal tage beslutningen.

Valgarbejdere afventer vælgere ved et valgsted på en skole 23. maj 2012 i Faiyum, Egypten.



Demokrati skaber finanskriser

Paradoksalt nok er det nogle af demokratiets mest roste karakteristika, der også øger risikoen for og hyppigheden af finanskriser i demokratiske samfund, viser en analyse fra Stanford University.

Gennem de seneste århundreder har der været adskillige, hyppige og vidt udbredte finanskriser i verden, ofte med store samfundsmæssige konsekvenser. Charles Kindleberger, forfatter til bl.a. *Manias, Panics and Crashes (2000)* omtaler over 50 internationale finanskriser, mens økonomerne Carmen Reinhart og Kenneth Rogoff har undersøgt langt flere med datamateriale, der dækker det 14. århundrede og frem til i dag.

Finansielle kriser er ofte forbundet med ubehagelige makroøkonomiske konsekvenser, blandt de mest notoriske er depressionerne i det sene 19. århundrede og den tidlige del af det 20. århundrede samt Japans tabte årti i 90'erne, men også den finansielle krise i Asien og senest subprimekrisen i USA har sat deres smertefulde aftryk i historien og økonomernes lærebøger.

En basal gennemgang af historien af finansielle kriser gør det klart, at politik spiller en central rolle i at skabe forudsætningerne for kriser og i at lede den efterfølgende respons. Det mener Phillip Y. Lipsy, associate professor på Stanford University, som præsenterede den opsigtsvækkende analyse *Democracy and Financial Crisis* på en konference i november 2011.

Han konkluderer i analysen, at selv om demokratiet har mange fordele i forhold til alternativerne, så er demokratier også mere modtagelige for finansielle kriser. Ironisk nok er det ifølge Lipsy kendetegn i demokratiet, der fremhæves som fordele, der gør, at demokratiske samfund oftere udvikler finanskriser.

Således fremhæves det generelt, at demokratier er:

- Bedre i stand til at skabe troværdige forpligtelser
- Mere gennemsigtige
- Har oftere udskiftning i ledelser
- Har tendens til at pålægge private borgeres aktiviteter færre restriktioner
- Er økonomisk mere åbne

Men det er netop disse kendetegn, der gør, at demokratier oftere udvikler finansielle kriser.

For det første tillader den større troværdighed at lande kan låne penge til en lavere rente. Men det betyder også, at private i det pågældende land kan låne penge til lavere renter, hvilket kan bidrage til overdreven låntagning, gearing og spekulative aktiviteter.

For det andet så er demokratier ofte karakteriseret af et mere åbent flow af information gennem den frie presse, oppositionspartier og NGO'er. Mens disse frie strømme af information kan være ansvarlige for eksempelvis at forhindre hungersnød, så kan de også forstærke og forværre de panikbetingelser, der følger starten af en finanskrise.

For det tredje så giver kortere tidshorisont de demokratiske ledere incitament til at orkestrere finansielle boom uden tilstrækkelige overvejelser omkring de langsigtede konsekvenser.

For det fjerde så har demokratier en tendens til at tillægge personlig frihed og handlefrihed stor værdi, hvilket kan føre til overdreven liberalisering af den finansielle sektor.

Og slutteligt – fordi demokratier er økonomisk åbne, så kan de være særligt modtagelige over for international smitte.

Lipsy understreger, at undersøgelsen naturligvis ikke bør føre til spørgsmål om, hvorvidt det er værd at bevare demokratiet, idet der er mange fordele – bl.a. freden – som gør, at styreformen udkonkurrerer alternativerne til trods for mere finansiell ustabilitet. Men som påpeget af bl.a. Rogoff og Reinhardt, så taler sandsynligheden for, at kriser vil blive mere hyppige i fremtiden i takt med stadig større globale kapitalstrømme.

”Hvis de makroøkonomiske konsekvenser af kriser fortsætter med asymmetrisk at påvirke demokratier, så kan det skabe næring for spirende fortællinger, som lovpriser de påståede fordele af autoritære styreformer såsom ”the Beijing Consensus”. At forstå de mekanismer, der er ansvarlige for demokratiske finanskriser vil derfor ikke kun være formålstjenligt som blot en akademisk øvelse, men også med henblik på at overveje modtræk til at undgå en gentagelse af de demokratiske vendinger i den tidlige del af det 20. århundrede,” skriver Lipsy.

Demokratiets indbyggede fejl

I Vestens forgældede velfærdssamfund har de folkevalgte politikere notorisk svært ved at tage de beslutninger, som gør ondt.

Verden synes i stigende grad at stå over for store umedgørlige problemer. Tiltagende ressourceknaphed, befolkningspres, forurening, klimaændringer, Vestens demografiske problem og verdens økonomiske problemer er blot nogle af dem. Men at problemerne forekommer så uløselige er ikke blot problemerne i sig selv, men i mindst lige så høj grad den politiske impotens i at håndtere dem.

Regeringer synes ude af stand til at lave planlægning, der kan håndtere ekstreme, sjældne begivenheder som f.eks. Fukushima katastrofen. Når sådanne begivenheder indtræffer er der en tendens til at overreagere. Et eksempel var den tyske beslutning om at udfase atomkraft på baggrund af Fukushima – selv om energipriserne er stigende og miljøhensyn ligger tyskerne meget på sinde.

Videnskabens løbende meldinger om en tiltagende global opvarmning og de skræmmende langsigtede konsekvenser heraf er det heller ikke lykkedes at samle tilstrækkelig politisk handlekraft til at imødegå.

Selv det meget håndgribelige problem, som ingen kan bortforklare eller nedtone som værende uden betydning – nemlig den store offentlige gæld i mange vestlige lande – har været i stand til at mobilisere de nødvendige politiske beslutninger. Politikerne vil gerne give finanskrisen skylden som et pludseligt eksternt problem, der ødelagde det hele, og som har kostet mange penge at rette op på. Men faktum er, at nedbringelse af den offentlige gæld burde have haft høj prioritet i mange år de vestlige lande, hvor alle har vidst, at ældrebomben ville begynde at detonere i de fleste lande i disse år og det næste par årtier.

Generelt synes de demokratiske samfund at have meget vanskeligt ved at opføre sig fornuftigt. Er der i virkeligheden et problem med demokratiet?, spørger David E. Lewis, professor i politisk videnskab ved Vanderbilt University i en artikel på ParisTech Review.

KORTSIGTET DEMOKRATI

Fundamentet for demokratiet er, at man vælger politikere ved regulære, retfærdige valg. Disse valg giver en mulighed for offentlige drøftelser og tillader den enkelte borger at foretage valg ikke blot om personer men også programmer. Valgene sikrer også, at regeringer opererer i forhold til borgernes ønsker og leverer en beskyttelse mod regeringer, som misbruger deres eget folk. Ideelt set burde demokratiske valg føre til, at de folkevalgte fokuserer på det offentlige gode og foretager grundigt diskuterede beslutninger.

Men virkeligheden er, at det, som reelt diskuteres, er forment af ønsket om at sikre offentlig status og genvalg. Denne fokus på genvalg fører til forudsigelige problemer, og selve idéen om den observante og velinformerede vælger, der kalder politikere til ansvar for deres handlinger, forekommer nogle gange at være fiktion.

Politikere har som udgangspunkt meget stor fokus på de synlige problemer – og det er som regel ikke de vigtigste. Skandaler,



kontroversielle holdninger eller mediernes behov for at skaffe et publikum for enhver pris med letforståelige problemstillinger sætter i høj grad dagsordenen på bekostning af de mere komplekse og langsigtede udfordringer.

PROBLEMET MED SAMARBEJDE

Den amerikanske økonom Mancur Olson har arbejdet med at identificere nøgleproblemerne i grupper, som skal arbejde sammen. Han har konkluderet, at der er adskillige tilfælde, hvor alle medlemmer af en gruppe ville få gevinst af et kollektivt valg, men kun få har et incitament til at gøre, hvad der har gensidig nytteværdi. I stedet er der et incitament til at "free-ride" på andres arbejde i gruppen.

Enhver, der har arbejdet i grupper i skolen eller på jobbet, ved,

hvad Olson taler om. Som Olson pointerer, så vokser problemet i takt med gruppens størrelse, idet det i større grupper er sværere at overvåge, hvem der bidrager, og hvem driver den af. Desuden er der færre venskabsbånd, som ellers kan virke hæmmende på incitamentet til at "køre på frihjul".

Desværre kræver store problemer som regel et bredt samarbejde mellem et betydeligt antal mennesker eller organisationer, hvis løsninger skal opnås. Men forskellige niveauer af nyttevær-



di og omkostninger er ofte ulige fordelt blandt de forskellige interessenter, og det komplicerer samarbejdet yderligere.

Eksempelvis ville alle verdens nationer opnå gevinst ved tiltag, som imødegår klimaforandringer relateret til menneskelige aktiviteter, men der er i udgangspunktet betydelige omkostninger ved sådanne valg. Nationer er villige til at lade andre nationer beskære deres emissioner af drivhusgasser for at nå mål fastsat ved internationale møder, men modvillige til at gøre det selv. Dette gælder især lande, hvor de økonomiske omkostninger er særligt høje, herunder høj-emissions lande som USA og hurtigt voksende nyindustrialiserede lande som Kina og Indien. Nyttевærdien af kollektive handlinger i dette tilfælde vil føles størst for ø-nationer og lande med store kyststrækninger, som er særligt følsomme over for stigninger i oceanets temperatur, havni-

veuet og ekstremt vejr – men det er også lande som ikke er ansvarlige for emissioner i stort omfang.

Problemer som klimaforandringer og den globale økonomiske krise har ikke nogen lette løsninger, idet problemernes kilder er komplekse. Men selv i tilfælde hvor løsninger er mulige, kan det være frustrerende, forvirrende og uforståeligt at iagttage politikernes manglende handlinger. Politikere motiveret af genvalg, som har tilpasset sig det politiske miljøs spilleregler, laver forudsigelige fejl, som er relateret til deres behov for genvalg. De fokuserer mere på nogle problemer end andre og har svært ved at samarbejde. Problemerne, de negligerer, er desværre oftest også de mest vanskelige.

LØSNINGER EFTERLYSES

Så hvad er løsningen på demokratiets svagheder? I dette magasin er tidligere fremsat den tanke, at man kunne nedsætte et ekspertpanel – en slags teknokratisk "vismandsråd" – med mandat til at iværksætte politiske indgreb, der er åbenlyst nødvendige for at løse problemer, der er til samfundets bedste på langt sigt. Problemer, som hvis de ikke imødegås, vil vokse og være til skade for alle i samfundet.

Det er muligvis en tanke, der er for vidtgående for mange og af nogle vil kritiseres for at være direkte i strid med demokratiets ånd – og med en vis ret, for selv uafhængige ekspertpaneler med tildelt politisk handlekraft vil næppe være helt immune over for begavet lobbyisme. Og desuden vil der altid være prioriteringsspørgsmålet; hvor mange ressourcer man skal bruge på det ene langsigtede problem frem for de andre.

Men ikke desto mindre er det sådanne tanker, der er begyndt at spire mere frem i de senere år – for nylig dog mere af nød end lyst opfordrede den græske præsident til at man stiftede en teknokratisk regering for dermed at slippe for de partipolitiske interesser og hensyn, der i det nyvalgte parlament gør det umuligt at stifte regering og overholde den kurs, der er lovet til EU og IMF.

Men også professor Lewis påpeger muligheden for, at regeringer kan udpege professionelle eksperter til at håndtere visse politikker. Undersøgelser af den offentlige sektor i USA viser eksempelvis at føderale programmer, som varetages af professionelle karrieremennesker, klarer sig betydeligt bedre end programmer, som administreres af politiske embedsmænd. De professionelle har typisk længere ansættelsesperioder, mere ekspertise og er mindre påvirkede af bekymringer om politikeres genvalg. Som resultat heraf er de som regel bedre til at praktisere strategisk ledelse og skabe fremgang mod langsigtede mål.

Lewis nævner, at i moderne demokratier er flere institutioner uafhængige, hvilket ikke betyder, at deres ledere kan gøre som det passer dem, men snarere at parlamentet har besluttet at give dem et mandat som sikrer, at politikere ikke blander sig. Det bedste eksempel er centralbankerne, men man kan finde flere og flere demokratiske institutioner, som fungerer på denne måde, skriver Lewis.

Han fremhæver det som vigtigt, at man ændrer det miljø, som de folkevalgte politikere befinder sig i, ved at sikre at vigtige problemer frem for naturligt synlige eller umiddelbare problemer er mere synlige både før og efter et valg. En måde at gøre dette på er ifølge Lewis at subsidiere private grupper i samfundet, som bekymrer sig om vigtige emner og dermed sørger for at holde disse emner synlige for offentligheden. Regeringer kan også nedsætte rådgivningspaneler med eksperter, som skal overvåge og løbende producere rapporter vedrørende fremgang på nøgleområder og udstyre disse paneler med offentlige platforme, hvor emnerne bliver synliggjort.

Euroens overlevelse kræver mere Europa

Men befolkningerne vil have mindre. Stephen King fra HSBC advarer mod ekstremisme.

Det amerikanske opsving har svært ved at generere tilstrækkeligt mange jobs, og på den front står det endnu værre til i Europa med en ledighed i Euroland over 10 pct. og en ungdomsledighed over det dobbelte.

Når krisen kradser, må politikerne som regel stå for skud og siden foråret 2010 er 15 regeringschefer ud af 27 i EU-landene blevet udskiftet og flere er i vente til kommende valg i 2013. Det er en naturlig reaktion i demokratiet, men vælgernes kursskifte er foruroligende.

”Vi er måske endnu ikke i en Great Depression, men depression i en eller anden form er overalt omkring os. Og vi er vidner til fødslen af politisk ekstremisme, et nationalt tilbageslag mod et lands forpligtelser over for dets – typisk udenlandske – kreditorer. Spøgelser fra 1930’erne er kommet tilbage for at plage os”, skriver Stephen King i Financial Times, cheføkonom i HSBC Group og medlem af Financial Times Economists’ Forum og henviser til nyfascisternes succes ved det græske valg og Marine Le Pen’s i første runde af det franske præsidentvalg.

Problemet kan udtrykkes enkelt. Med nationale indkomstniveauer meget lavere end forventet for bare fem år siden er villigheden og evnen for debitorer til at tilbagebetale de udenlandske kreditorer drastisk reduceret.

”Kreditorernes respons har til dato været at forlange fortsatte stramninger hos skyldnerne: højere skatter, beskæring af offentligt forbrug og regelmæssige doser af den økonomiske ækvivalent til levertran, alt sammen skyllet ned med billige lån fra IMF, ECB og andre generøse velgørere. Som til gengæld får et vagt løfte om tilbagevenden til vækst på et udefineret tidspunkt i fremtiden.”

Kreditorerne insisterer på, at låntagerne kun har sig selv at takke for manglende vækst. I årene frem mod den finansielle krise tillod de sydeuropæiske lande deres lønninger at stige alt for hurtigt, og dermed underminerede de deres konkurrenceevne. Men det er en forklaring fuld af huller, mener King:

”Hvis konkurrenceevnen i Sydeuropa var så dårlig, hvorfor lånte nordeuropæiske kreditorer så hæmningsløst ud til dem til at starte med? Hvis problemet er konkurrenceevne, hvorfor er ”velopdragne” nordeuropæiske nationer så også endt i recession? Den hollandske økonomi skrumpet igen som Storbritannien til trods for – i sidstnævntes tilfælde – den antagne nytte af regelmæssige perioder med quantitative easing og, i de første faser af finanskrisen, et kæmpe fald i GBP. Og hvis historien kun handler om konkurrenceevne, hvorfor har så den angiveligt





Valgplakat imod den tidligere leder af det franske højre-ekstremistiske parti Front national (FN) Jean-Marie Le Pen, og hans datter, Marine Le Pen, den nuværende leder, i Paris, Frankrig 20. april 2012.

konkurrencedygtige USA-økonomi kæmpet for at genvinde dens før-krise ligevægt?"

I 1931 forsøgte Østrig sig med den type opstramning, som nu ses i dele af Sydeuropa. Under guldstandardens var den eneste mulighed for at genvinde konkurrenceevne at presse hjemlige priser og lønninger ned. I den proces kollapsede virksomheder, omfanget af ubetalte lån steg, og banksystemet begyndte at se sårbart ud. Krisen kulminerede med kollapse af Creditanstalt, en stor bank i Wien, og blev dermed 1931 ækvivalenten af Lehman Brothers.

"Det, der indtil da havde været en Great Recession, blev til en Great Depression. En håndfuld år senere blev Hitler budt velkommen af jublende menneskemængder i Wien. For debitorationer, ivrige efter at slippe ud af kreditorernes kløer, førte genopstået nationalisme til bølger af defaults og med tiden til hadefuld politik. For kreditorationer – USA og Frankrig var de største på det tidspunkt – var det en brat opgaven. Deres egne økonomier led mere end de fleste, en afspejling af deres tilbøjelighed til økonomisk ortodoksi – især deres fortsatte hengivenhed til guldstandardens – i kølvandet på ekstraordinære økonomiske og finansielle omvæltninger."

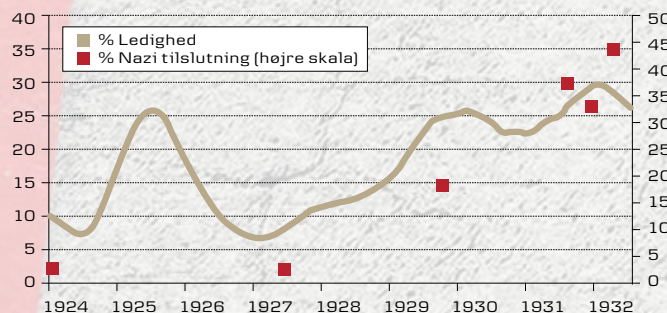
Francois Hollande er blevet præsident i Frankrig på en prøvekøst agenda, men det kan vise sig ikke at være andet end ønsketænkning, medmindre der er en frivillig justering fra både kreditor og debitor nationer, mener King.

"For at opnå dette – og tillade euroen at overleve – så må der være mere, ikke mindre, Europa. Den fælles valuta må nødvendigvis støttes af en form for føderal finanspolitik, inklusiv udstedelse af fælles obligationer. Lavere lønninger i periferien må imødegås med højere lønninger i kernen, og dermed hurtigt sende tysk kapital mod syd og spanske og græske arbejdere mod nord. Og kreditorerne må holde op med at tænke på verden som bestående af helgener og syndere. Kreditorer og debitorer er to sider af samme mønt."

King medgiver, at det ikke bliver let. Måske vil højrefløjens markante fremgang presse main stream politikerne til handling.

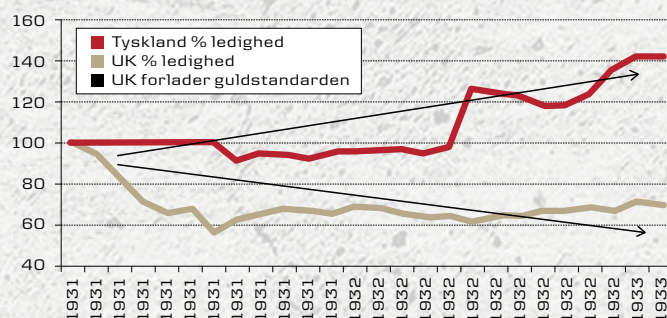
"Men ironien er tydelig. En succesfuld løsning på eurozonens krise kræver "mere Europa", men et voksende antal vælgere begynder at kræve mindre af det. Spøgelserne er vendt tilbage."

TYSK LEDIGHED OG TILSLUTNINGEN TIL NAZISMEN



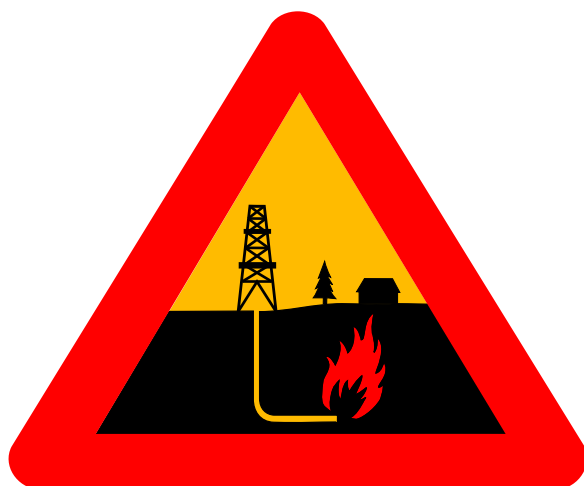
Kilde: SG Cross Asset Research, GFD

HVIS TYSKLAND HAVDE INFLATERET... (LEDIGHEDSRATER, 1931=100)



Kilde: SG Cross Asset Research, GFD

I dybe kriser med stigende ledighed vokser den politiske ekstremisme. Società Generale funderer i en nylig analyse over, om situationen i Tyskland i 30'erne kunne have udviklet sig anderledes, hvis tyskerne havde v lgt samme vej som UK og flere andre ved at forlade guldstandardens i starten af 30'erne og dermed få et boost til økonomien via en svagere valuta. Men det gjorde tyskerne ikke, da de var notorisk angst for inflation efter 20'ernes hyperinflation.



ENERGIKILDEN, DER ÆNDRER DEN GLOBALE MAGTBALANCE

USA og andre energiimportører i den rige del af verden kan blive selvforsynende, men miljøomkostningen er enorm.

Verdens fossile brændstoffer er ulige fordelt med størstedelen i typisk politisk ustabile, mindre udviklede lande. Denne afhængighed har naget politikerne i de rige lande i mange år og med allerede høje oliepriser, knappere olieressourcer og formentlig endnu højere priser i de næste årtier, ledes der i stigende grad efter alternativer – nogle er grønne, andre er sorte. I den sidste kategori finder vi skifergas (shale gas).

Estimaterne på reserverne rundt omkring i verden svinger en del, men en kendsgerning er det i hvert fald, at USA råder over nogle af de største reserver. Et af de største områder er Marcellus Shale, der ligger under det meste af Pennsylvania, men strækker sig mod nordøst ind i New York og mod sydvest ind i Ohio og West Virginia. Ifølge industriens eksperter og geologer har alene denne formation så meget gas i sig, at den vil gøre Pennsylvania og de omkringliggende stater til "the Saudi Arabia of natural gas".

Ifølge en opgørelse af US Energy Information Administration (EIA), der dækker 32 lande udover USA, er verdens teknisk tilgængelige gasreserver nu øget med 40 pct. USA råder over de næststørste reserver, kun overgået af Kina, hvis reserver er 50 pct. højere. Argentina, Mexico, Sydafrika, Australien og Canada har også ganske betydelige mængder i undergrunden. I Europa er det Polen og Frankrig, der tegner sig for de største reserver.

Frankrig blev sidste år det første land i verden, som ved lov forbød at udvinde skifergas, mens Polen til gengæld er ivrig efter at udnytte sine reserver og dermed frigøre sig af sin afhæn-

gighed af Rusland, der i dag leverer 2/3 af Polens gas. Bulgarien har også i år forbudt skifergas, Tyskland har til hensigt at gøre det samme, mens Danmark – af WWF udpeget som verdens fjerdørste naturnedbryder pr. capita – er i fuld gang med at undersøge mulighederne i Nordjylland og Nordsjælland.

PROBLEMATISK ENERGIKILDE

Politikerens umiddelbare begejstring for en energikilde, der kan mindske afhængigheden af import af dyr energi, er forståelig. Men der er flere problemer forbundet med skifergas. Således påpeger J. David Hughes fra the Post Carbon Institute i Californien, at skifergas brønde har en notorisk kort levetid med et fald i gasproduktionen på helt op til 85 pct. i det første år – dobbelt så hurtigt som konventionelle brønde.

Alene estimaterne af reservernes størrelse giver også anledning til uenighed. Et eksempel på usikkerheden sås i 2011, hvor EIA angav, at tilgængelig skifergas i USA som følge af teknologiske fremskridt kunne estimeres til 827.000 mia. kubikfod, mens de i en rapport i år har sænket estimatet med hele 40 pct. Kritikerne af skifergas industrien påpeger, at udviklere af skifergas områder har en interesse i at overdrive reserverne for at øge værdien af deres selskaber og dermed tiltrække investorernes opmærksomhed. Kritikerne påpeger også, at det på ingen måde er bevist, at gas selskaberne rent faktisk vil være i stand til at udvinde al den gas, de påstår er tilgængelig.

Et andet problem med skifergas er, at det stjæler opmærksomheden fra grønne alternativer. Ganske vist udleder naturgas ved afbrænding hhv. 25-30 pct. og 40-50 pct. mindre CO₂ end hhv. olie og kul for samme energimængde. Men det ændrer ikke ved, at det bidrager til den globale opvarmning. Og selv om industrien selv hævder skifergas er grøn pga. det mindre CO₂-bidrag, så afvises dette af geologer og biologer, bl.a. Robert Howarth på

Cornell University i New York. Argumentet er, at når der tages højde for al energien forbrugt ved udvinding og alle de forurenende kemikalier i alle step fra udforskning til forbrænding, så er slutproduktet ikke grønnere end hverken olie eller kul.

Et andet stort problem med skifergas er selve udvindingen. Skifergas er fanget dybt nede i undergrunden, ofte på dybder over 1500 meter. Metoden går i den klassiske udgave ud på at bore et hul ned i undergrunden, og under højt tryk, flere tusinde psi, pumpe en blanding af vand, kemikalier og sand. Trykket får revner og sprækker til at udvide sig, og sandet trænger ind i revnerne og holder dem åbne, så gassen kan sive ud. I den forbedrede udgave bliver der også boret vandrette borer, tættere ved overfladen. Fra disse borer kan man gå lodret ned flere steder og knække klippeformationerne.

Problemet med hydraulic fracking, som det kaldes, er ikke blot, at der kræves enorme mængder af vand, men først og fremmest den forurening, der finder sted. Det er dokumenteret i masser af tilfælde, at de omkringliggende økosystemer forurennes voldsomt af de mange kemikalier fra processen, og den mest synlige effekt er, at grundvandet forurennes af metan i en grad, så beboere nær udvindingsstedet kan sætte ild til vand fra hansen eller bliver svimle, når de tager brusebad.

SKIFEROLIE OG TJÆRESAND

Alt dette bekymrer ikke synderligt USA, heller ikke Obama, der engang var grøn, men nu er blevet sort. EIA er dog udpeget til at komme med en rapport om forureningseffekterne men først i 2014. Skifergas er kommet for at blive.

Og som om det ikke var nok, så er der også skiferolie (oil shale). Det findes mange steder i verden, men de foreløbig største forekomster er fundet i USA. Ikke alle reserver er tilgængelige, men mindst 800 mia. tønder menes tilgængelige i The Green River Formation i USA, som dækker dele af Colorado, Utah og Wyoming, svarende til tre gange Saudi Arabiens reserver. I dag

producerer USA 500.000 tønder skiferolie dagligt, men det ventes øget til 2,5 mio. inden for 10 år. Det er ganske meget i lyset af USA's daglige import af 9 mio. tønder olie, heraf halvdelen fra OPEC-lande – og at skifergas ventes udnyttet i enorm skala de kommende år og også vil fungere som substitut for olie.

Og så har vi ikke engang nævnt de enorme forekomster af tjæresand på 250 mia. tønder olie (heraf 70 pct. i Canada), svarende til Saudi Arabiens konventionelle reserver. Tjæresand udleder fra en "Well to Wheels" betragtning op mod 45 pct. mere CO₂ end konventionel råolie.

GEOPOLITISKE KONSEKVENSER

Udviklingen gør ondt på de lande, der i mange år har haft kolossal magt over verdens energireserver, ikke mindst OPEC-landene. Et fællestræk for de fleste olierige lande er, at de har været elendige til at udnytte den sorte guldåre gennem mange år - eller blot det seneste årtis meget høje oliepriser - til at udbygge økonomien til at stå på egne ben, den dag olien har mistet sin betydning. Den dag rykker tættere på med stor hast, og det er problematisk for lande som Rusland, Irak, Iran og Saudi Arabien, der har brug for en oliepris på hhv. 110, 100, 88 og 80 USD/tønde for at have balance på statsbudgettet.

Det der før var en langsomt snigende trussel i form af grønne alternativer som vindmøller og solceller er pludselig blevet en sort og meget påtrængende trussel. Især i USA har blåstemplingen fra den politiske top ført til en *hype* omkring skifergas og fået så mange gasudviklere på banen, at gasprisen er dykket voldsomt. Men det er en mindre detalje, der ikke vil hindre udviklingen. Skifergas bliver kun en mindre del af energiløsningen i det mere miljøbevidste Europa, men en stor del i både USA og Kina.

Den globale energimagtbalance er under forandring. Men de største tabere er klimaet og miljøet.



Økonomiske teorier skal gentænkes

Økonomerne er faret vild, og sådan har det været i mange år.

Det sker ofte, at når vi begår fejl, så forsøger vi at rette dem ved ikke at ændre den fejlagtige tilgang, men ved at gentage den samme fejlbehæftede tankegang med endnu større beslutsomhed. Adfærdspsykologer kalder det "lost pilot"-effekten. Piloten, der er faret vild, forsøger at berolige passagererne: Jeg har ingen anelse om, hvor vi er på vej hen, men vi er foran tidsplanen!

De fleste vil næppe indrømme det, men investorer har det også med at begå de samme fejl igen og igen. Det udgangspunkt, den tro og de forventninger man havde, viste sig at slå fejl, men i stedet for at erkende det, finder man andre undskyldninger for, at det gik som det gik.

Der er lavet masser af psykologiske undersøgelser af en sådan adfærd. En af dem er beskrevet i artiklen "Biased Assimilation and Attitude Polarization: the Effects of Prior Theories on Subsequently Considered Evidence" af forskerne Lord, Ross & Pepper.

Man arbejdede i undersøgelsen med to grupper: I den ene var man for dødsstraf, i den anden imod. Begge grupper blev nu bedt om at vurdere to forskellige undersøgelser, den ene støttede dødsstraf og den anden var imod. Gruppen, som var fortalere for dødsstraf, mente, at den undersøgelse, der netop støttede dette synspunkt, var den mest troværdige, mens den anden gruppe havde samme holdning til den anden undersøgelse. Faktisk blev begge grupper mere overbevist om deres synspunkter i udgangspunktet, og deres fjendtlighed over for den anden gruppe dermed forstærket.

Eksperimentet blev derefter gentaget, men denne gang blev gruppedeltagerne udtrykkeligt bedt om at være objektive og fordomsfri – og resultatet var, at polariseringen var endnu mere udtalt.

VI GØR DET ALLESAMMEN

Det handler om at være forudindtaget. Vi har en tendens til at søge og favorisere den information, som støtter vores synspunkter, og dermed opdager vi ikke, at det var vores holdning, vores model, som var grundlæggende forkert.



David Ricardo (1772-1823) var en engelsk økonom og blev anset for at være en af de mest indflydelsesrige klassiske økonomer på linje med Thomas Malthus, Adam Smith og John Stuart Mill. En af hans mest berømmede teorier handler om landes komparative fordele, og han var en ivrig fortaler for frihandel og globalisering. Han havde årelange diskussioner i brevvekslinger med Malthus, der bl.a. var fortaler for at beskytte Englands landbrug med høje tariffer frem for at gøre sig afhængig af udlandet og specifikke områder. Risikoen ved globalisering sås senest i 2011, da tsunamien i Japan påvirkede resten af verden, fordi landet sidder på vigtige dele af den globale forsyningskæde inden for visse produkter.

Vi har den alle i os i et eller andet omfang, desværre også politikmagerne. Overdrevent lave renter og långivning lagde grunden til den finansielle nedsmeltning i 2008. Siden har myndighederne kæmpet for at få gang i væksten igen – ved en uheldig ekspansiv pengepolitik og opfordringer til forbrugerne om at bruge flere penge og virksomhederne om at investere – den samme opskrift på en løsning af krisen, som skabte den. Politikere og centralbanker eksperimenterer hjertens gerne, men de er som den vildfarne pilot – de aner ikke, hvor det fører hen.

Et eksempel på fastholdelsen af en fejlagtig styringsmodel er inflationen. For nylig besluttede Federal Reserve at gøre det samme som ECB; nemlig at have 2 pct. som et eksplicit inflationsmål. Men hvorfor?, spørger Société Générale i en analyse. Ville et sådant mål have gjort nogen forskel i den seneste krise? Vil det forhindre den næste? Og hvor kommer de 2 pct. fra?

Ser man tilbage i det 20. århundrede, så er stabile priser som mål ikke nogen ny idé. Det første eksperiment blev udført af netop Federal Reserve tilbage i 20'erne, tilsyneladende med succes. Men lige som en bilist kan blive fokuseret på selve speedometret snarere end hastigheden, upåvirket af risikoen for at speedometret viser forkert, så holdt Fed foden på speederen, indtil de crashede. Fed var så fokuseret på stabiliteten i forbrugerpriserne (CPI) og så overbevist om, at de havde fundet formlen til at bremse inflationen til evig tid, at de glemte at bemærke boblen i kreditmarkederne.

Det gik som bekendt galt og endte med Den Store Depression. Det er der siden skrevet tykke bøger og utallige artikler om. Men som Société Générale understreger, så er det skræmmende, at der i den proces har været så forbløffende lidt fokus på faren for en økonomi i at lade en komité af økonomer pille ved kapitalmarkedernes naturlige virkemåde ved at overlade det til dem at bestemme, hvad renterne skal være.

Japanerne begik den samme fejl. De følte ikke, at der er var noget inflationsproblem, for CPI viste ingen tegn på det i de glade 80'ere. Så bankernes långivning fik lov at gå amok. Den efterfølgende inflation i priserne på jord, ejendomme og aktier blev i stedet tolket som noget mirakuløst.

I slutningen af 90'erne gentog den samme fejl sig. Priserne på IT-aktier eksploderede og formåede igen at overbevise om at være noget mirakuløst frem for at være en inflationær, destabiliserende faktor i økonomien – for CPI viste nemlig ingen tegn på inflation.

Og minsandten om det ikke igen fik lov at gentage sig op gennem 00'erne. Næret af ekstrem lavrentepolitik og ukritisk långivning for at gøre livet efter IT-boblens kollaps mindre smertefuldt fik ejendomspriserne mulighed for at gå amok – mens renten stædigt blev holdt lav, for CPI viste jo ingen tegn på inflation. Også den boble kollapsede, og nu bruger man så igen lavrentepolitikken og holder stadig et vågent øje med CPI, selv om det på absolut ingen måde har været pejlemærke, som økonomierne med fordel har kunnet navigere efter.

Men det handler ikke kun om fastholdelse af CPI. Økonomiske politik er på ingen måde en eksakt videnskab – faktum er, at økonomer i vid udstrækning er "lost pilots", der har uhyre vanskeligt ved at sige, hvor vi er på vej hen. Problemet med at styre økonomierne er så komplekst, at man taknemmeligt kaster sig over enkle styringsmekanismer. For centralbankerne CPI, og for politikerne BNP, der blev defineret i 1934 og i dag er den altafgørende målestok for politikerne.

ALTERNATIVE MODELLER

Heldigvis er der økonomer, der forsker i alternative økonomiske modeller om end de er i absolut mindretal. En af dem er Roman Frydman, som allerede før finanskrisen påpegede behovet for en redefinering af de økonomiske teorier, og de grundlæggende antagelser. I sin bog *Imperfect Knowledge Analytics: Exchange rates and Risk* angriber han et vigtigt fundament for de økonomiske teorier, nemlig, at vi har rationelle forventninger. Herunder, at markedets aktører har perfekt viden om de økonomiske strukturer og deres fremtidige udfald.

Denne centrale antagelse om de såkaldt rationelle forventninger og effektive markeder antager, at vi alle agerer fornuftigt på baggrund af vores fuldstændige indsigt i markedet. Derfor tillader man sig at lave en økonomisk model, der antager at der kun er én aktør kaldet den repræsentative agent. I dette illusoriske univers vil det økonomiske system og priserne altid bevæge sig mod den optimale ligevægt, hvis bare man overlader markedskræfterne til sig selv. Det var denne tro på markedets magi, der startede dereguleringen af de finansielle markeder i Reagans 80'ere og dermed reelt lagde grunden til den løbske udvikling, hvis eftervæer vi plages af i dag. For hvis beslutningstagerne har en urokelig tro på, at markedet nok skal finde ligevægten, så negligeres de signaler, der fortæller, at noget er galt.

Virkeligheden er derfor, at finansmarkedernes aktører har frie hænder til at drive markederne, og i stedet for at det har ført til den hensigtsmæssige ligevægt for samfundet, har det resulteret i, at aktørerne i lange perioder har kunnet drive priserne og selve systemet mod stadig større ubalancer. Selvforstærkende bobler, der altid ender med at briste og have enorme skadelige økonomiske effekter.

Et andet problem er, at finanssektoren har fået lov at ekspandere og i dag har uforholdsmæssig stor magt i økonomien.

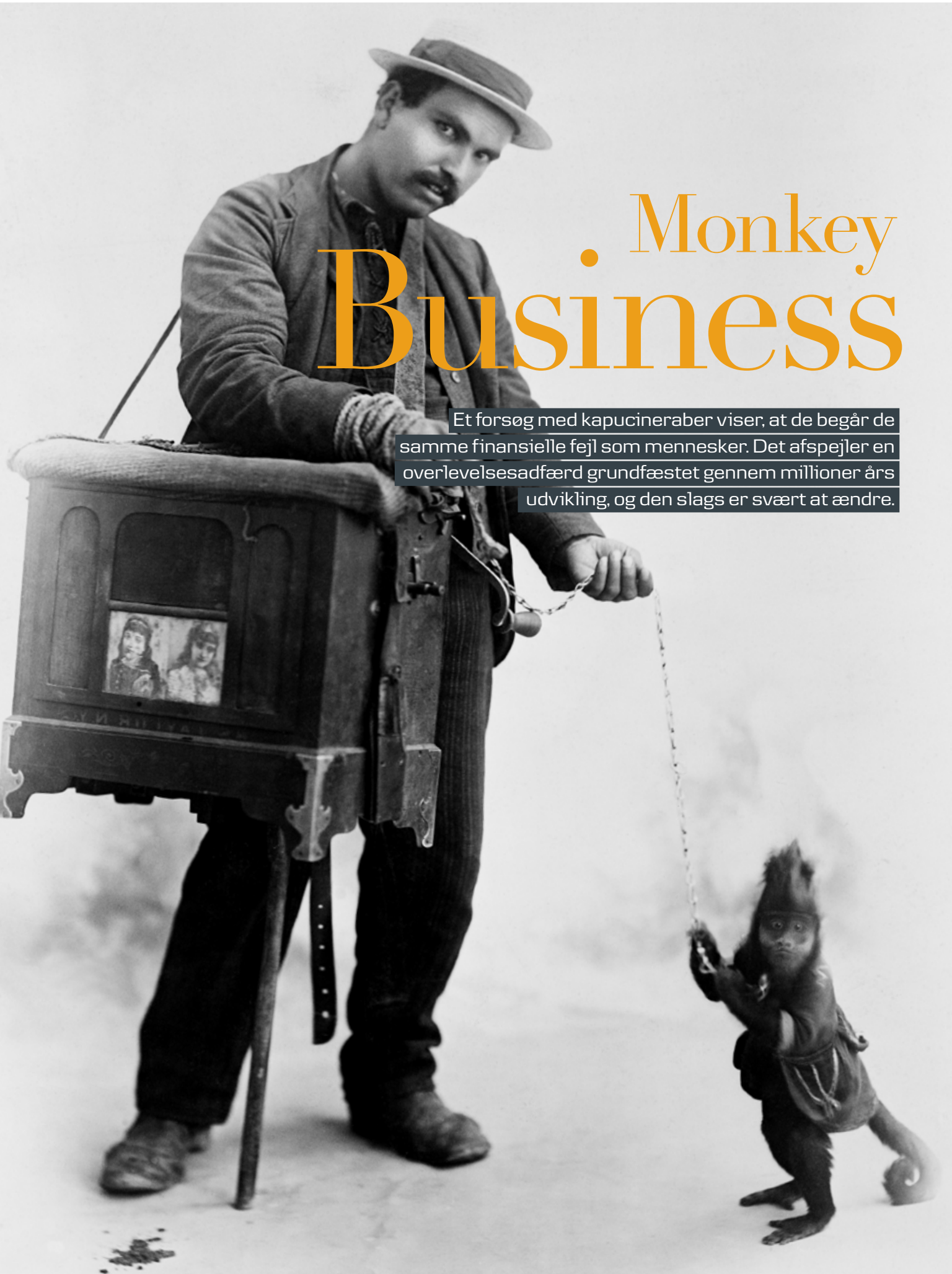
»Den finansielle sektors egentlige opgave er at allokere midler. Dvs. sørge for, at de, der behøver penge for at investere i f.eks. nye virksomheder, kan få lån, samt at de, der har sparet op, kan få et vist afkast. Men finanssektoren har fået lov at ekspandere vildt i sig selv, så en meget stor del af den i dag ikke har noget som helst med realøkonomien at gøre, men består i ren spekulation,» udtalte den dansk-finske professor i empirisk økonomi og økonometri, Katarina Juselius, Københavns Universitet, for nylig til dagbladet Information.

Juselius forsker også i alternative økonomiske teorier og påpeger, at udviklingen har skabt nogle enorme magtfulde strukturer, så det i dag ikke længere er politikerne, der tager beslutninger om landenes skæbne. De vækstfokuserede politikere er hundeangete for at foretage reguleringer af finanssektoren, fordi den udgør så stor en del af den økonomiske vækst, og dermed er den politiske magt i princippet deponeret hos de finansielle markeder, mener Juselius.

Som Frydman og andre forskere i nye økonomiske teorier så mener hun, at man kan opnå en bedre forståelse af markederne ved at tage udgangspunkt i virkelighedens data og usikkerheder og opstille hypoteser derfra, som så igen kan testes mod virkeligheden.

• Monkey Business

Et forsøg med kapucineraber viser, at de begår de samme finansielle fejl som mennesker. Det afspejler en overlevelsesadfærd grundfæstet gennem millioner års udvikling, og den slags er svært at ændre.



Hvis mennesker er så smarte, hvorfor bliver de så ved med at begå de samme dumme logiske fejl? Dette spørgsmål nagede forskeren Laurie Santos, skriver Project M – et magasin udgivet af forsikringskoncernen Allianz. Hun følte, at der måtte være to mulige forklaringer. Den ene at vores arts intelligens leder os til at bygge meget komplekse systemer, såsom finansielle markeder, som i sidste ende bliver for indviklede til at vi kan forstå dem. På den baggrund er det ikke overraskende, hvis det fra tid til anden ramler sammen om ørerne på os.

Den anden mulighed kunne være, at sådanne fejl ikke stammer fra mangler i vores miljøers design, men snarere i os selv. I de senere år har sociale videnskabsfolk lært, at når mennesker er anbragt i visse sociale kontekster, så har de en tendens til at begå fejl, som er forudsigelige og gentagne. Og hvad værre er – folk ser ud til at være immune over for at tage ved lære af beviserne på de iboende fejl i sådanne beslutninger.

For at finde ud af om sådanne fejl er indbygget i vores DNA eller er et produkt af vores komplekse miljøer, så besluttede Santos – som er leder af The Comparative Cognition Laboratory (CapLab) ved Yale University – at lave en række eksperimenter, som startede i 2006 og involverede kapucineraber; intelligente og videbegærlige aber, som findes i Central- og Sydamerika.

Mennesker deler en fælles forfader med denne primat på evolutionstræet for 35 mio. år siden. Santos ønskede at se om kapucineraberne ville begå de samme finansielle fejl som mennesker, hvis de blev placeret i den samme kontekst.

Først lærte hun og hendes forskere aberne at bruge metalskiver som hård valuta til at købe lækkerier som f.eks. æblestykker af mennesker i laboratoriet. Aberne blev hurtigt dygtige til at håndtere og handle med "pengene". Så introducerede forskerne et "monkey market".

Aberne kunne trække sig tilbage fra deres sociale areal til et mindre område, hvor de kunne købe varer af menneskene. To sælgere var til stede. Den ene tilbød konsekvent en vindruer pr. mønt og den anden to. Ikke overraskende udviste aberne præference for sidstnævnte.

I variationer af eksperimentet valgte aberne også sælgere, der havde bedre mad; de var særligt opmærksomme på, hvornår der var "åbent" – og de opførte sig generelt på alle måder, som det kan forventes af garvede forbrugere, der vil have fuld værdi for pengene.

"Vi var overraskede over ikke blot, hvor hurtigt aberne blev gode til at bytte penge for varer, men også hvor tæt de efterlevede markedsprincipperne, såsom pristeori. Faktisk, da vi så på dataene med brug af økonomiske værktøjer, så passede det kvalitativt og kvantitativt med data for mennesker i et virkeligt marked. Du kunne ikke se forskel", siger Santos.

IRRATIONELLE ABER

Det kritiske spørgsmål var, om aberne ville lave rod på samme måde som mennesker gør, når de konfronteres med visse finansielle udfordringer. For at belyse dette, lavede forskerne en række eksperimenter, hvor sælgerne lagde til eller trak fra mængden af føde på tilbud for hver enkelt mønt, og testede om abernes beslutninger demonstrerede *loss aversion* og afhængighed af referencer (se boks).

I et eksperiment tilbød sælgerne det samme gennemsnitlige payoff i en handel, men på forskellige måder. En sælger startede hver handel med at vise to æblestykker. Da han blev betalt, leverede han enten de to stykker eller fjernede en og leverede dermed mindre, end aberne forventede.

Den anden sælger startede med ét æblestykke, men når han var betalt, leverede han enten det ene stykke eller lagde en ekstra oveni. Aberne foretrak klart denne sælger og brød sig ikke om den første, hvor et stykke kunne blive fjernet – selv

om aberne i gennemsnit ville få den samme mængde frugt ved hver sælger over tid.

Gennem de forskellige eksperimenter viste Santos og hendes forskere, at kapucineraberne repræsenterede deres payoffs i forhold til vilkårlige referencepunkter og undgik tilsyneladende handler, der kunne indebære et tab.

Forskerne undersøgte derefter, hvorvidt aberne demonstrerede den såkaldte *endowment* effekt – et fænomen beskrevet i psykologien, hvor ejerskab øger en tings værdi. Når en person ejer en ting, så vil han kræve mere kompensation for at skille sig af med den, end han ville være villig til at betale for noget af tilsvarende værdi, som tilhørte en anden. Også denne effekt var klart til stede i eksperimenterne.

"Endowment effekten var mindre overraskende. Vi havde allerede vist, at aberne var rationelle i visse aspekter af deres markeder, som mennesker er. I en vis forstand var det betryggende at de samme steder, hvor mennesker begår forkerte finansielle beslutninger, gør aberne det også", konstaterer Santos.

Mindre betryggende er implikationerne. De tilbøjeligheder, som forårsager en sådan irrationel adfærd, kan i realiteten være en adfærd som er 35 mio. år gammel eller mere – umanerligt længe før penge blev udviklet.

"Det er en smule bekymrende med hensyn til, hvordan vi skal udarbejde politikker, som vil gøre os i stand til at overvinde sådanne tilbøjeligheder. Når naturlig selektion indbygger sådanne overlevelsesstrategier, så kan de være meget vanskelige at overvinde, såsom vores angst for slanger", siger Santos.

Det, der er positivt, er, at vi er en art, der er smart nok til at regne ud, hvordan vi ønsker ting skal fungere, og vi kan derefter etablere systemer og strukturer til at hjælpe os med at gøre det. Men først skal vi erkende vores naturlige fejl, hvis vi skal overvinde dem, påpeger forskeren.

"Vi overvinder vores begrænsninger på mange andre områder, men arven efter klassiske økonomiske forestillinger som nyttemaksimering og rationalitet har virkelig skadet os i denne henseende. Den antager, at vi alle er Homo Economicus, men indtil vi kommer over dette panglossianske synspunkt, vil vi ikke kunne introducere de tilgangsvinkler, som skal hjælpe os med at overkomme disse tilbøjeligheder", siger Santos.

LOSS AVERSION

Klassisk økonomisk teori siger, at mennesker er rationelle, handler i egeninteresse og udøver selvkontrol. Imidlertid viser adfærdsökonomisk forskning, at sindet kan være modtageligt over for mentale kortslutninger, som fører til fejlagtige beslutninger. I hjertet af mange sådanne beslutninger er "loss aversion" eller tendensen til at foretrække at undgå tab frem for at opnå tilsvarende gevinster. Beskrevet i Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk (Kahneman/Tversky) så er loss aversion, når smerten ved at tabe 100 dollars er omkring dobbelt så stor som glæden ved at vinde det samme beløb. Loss aversion påvirker mange beslutninger, inkl. finansielle. Idet folk foretrækker at undgå tab frem for at opnå gevinster, så har de en tendens til at holde fast i tabsgivende aktier for længe. Alternativt sælger de gevinstgivende aktier for tidligt, fordi det realiserer en gevinst og giver tilfredshed. At loss aversion også findes i kapucineraber og muligvis også andre arter lyder fornuftigt, når det handler om evolution og overlevelse. Da vi var hulemennesker, var det bedre, at glemme pelsens nytteværdi og undgå en konfrontation med sabeltigern frem for at risikere det ultimative tab. Men i dag kan loss aversion føre til inerti og bevirke at folk undlader handlinger, som er i deres egen interesse som f.eks. at gå på diæt, spare op eller dyrke motion.

Fra mikrotrends til megatrends

Store strukturelle trends, der hænger sammen med fundamentale ændringer i samfundet, er relativt lette at identificere i god tid. Det er værre med de helt små, der kan blive til noget meget stort – eller løbe ud i sandet.

Gennem historien har menneskeheden stået over for mange store udfordringer, men har altid demonstreret en enestående evne til tilpasning og herunder også frembragt løsninger via innovation. I mange tilfælde har både lægmænd og eksperter afvist potentielle løsninger, som endte med at blive nye store trends – eksempler på at vi ofte har en tendens til at undervurdere innovationens kraft.

Et godt eksempel leveres af bilindustrien. I 1999 besluttede General Motors (GM) at droppe produktionen af EV1 – en elektrisk bil – da det blev vurderet, at elektriske biler aldrig ville blive profitable. 10 år senere startede Tesla, en ny bilproducent, produktionen af sin ”Electric Roadster” og kunne efterfølgende notere plus på bundlinjen, hjulpet på vej af store innovationer i batteriteknologi. Samtidig indgav GM konkursbegæring.

Eksemplet illustrerer den kritiske vigtighed af innovation og dens rolle i at forme megatrends. Fremadrettet vil innovationer i genetik, robotteknologi, nanoteknologi og andre videnskaber spille store roller i at skubbe aktuelle megatrends til nye grænser. Verden vil blive dramatisk forandret i de kommende årtier.

For 30 år siden blev fremtidsforskeren John Naisbitt med et slag verdensberømt, da han udgav bogen Megatrends (og opfandt udtrykket) – en vision af Amerikas fremtid. Det var før internettets tid, og hans primære kilde til at spotte nye idéer og tidsånden var aviserne. Men han nøjedes ikke med at læse dem. Han brugte også en lineal til at måle dem med. Jo flere centimeter en kolonne tildelte et emne over tiden, desto større var sandsynligheden for, at det repræsenterede en spirende trend.

”The collective news hole becomes a mechanical representation of society sorting out its priorities,” skrev Naisbitt, der brugte mekanismen til at forudsige informationssamfundet, globalisering, decentralisering og den stigende brug af netværk.

Tiden er løbet fra den metode. I dag er verden et mylder af information, og den teknologiske og videnskabelige udvikling kører i et langt højere gear end dengang. Hvis man skal spotte nye tendenser og potentielle trends skal man kigge i mange forskel-

lige aviser, tidsskrifter, magasiner og specialiserede web-sites – udover, naturligvis, at deltage i de store netværk som LinkedIn, Twitter og Facebook.

TIDLIGERE MEGATRENDS

En af de tidligst identificerbare megatrends er menneskets skifte til en stationær livsstil for at sikre deres overlevelse, skriver Credit Suisse i rapporten Global Megatrends. Denne transformerende nomader til landsbyboere, individer til borgere, og markerede et startpunkt for civilisationen ved at erstatte ”survival of the fittest” paradigmet. Dette satte scenen for en anden megatrend, nemlig udviklingen af store imperier i Asien, Mesopotamien og senere i Europa med penge, kodificerede love og centraliserede regeringer.

Flere megatrends fulgte efter med Oplysningstiden i Europa, uafhængigheden i de nordamerikanske kolonier og USA’s opstigning. Brugen af kul som energikilde banede vejen for nye megatrends i form af industrialisering og transport, som revolutionerede Europa i det efterfølgende århundrede.

Megatrenden, som stammede fra opfindelsen af massemarkeds-computere, gjorde det muligt at foretage et hidtil uset spring i medarbejderes produktivitet fra slutningen af 70’erne.

Disse fortidige megatrends tog tid at sprede over hele befolkningen. Men cyklerne af ændring er blevet kortere gennem historien; hvor det tog mere end 50 år for dampenergi at omforme de industrielle og transportmæssige landskaber i Europa i det 19. århundrede, så har det taget mindre end 10 år for internettet at ændre individers livsstil i 90’erne.

Credit Suisse mener, at nuværende og fremtidige megatrends kan spores tilbage til tre forskellige og alligevel sammenhængende søjler: 1) hurtigt ændrende demografi; 2) den stigende fremtoning af en multipolar verden og 3) nødvendigheden af bæredygtighed.

Igangværende og nært forestående megatrends er svære at overse, hvis man ser godt efter, og derfor er det ikke overrasken-



Trappe op mod Federation Square med det oplyste Edge Theatre i Melbourne, Australien.

de, at Credit Suisse i bund og grund taler om de samme megatrends og dynamiske drivkræfter, vi længe har peget på i Danske Bank. Vi holder stadig fast i, at det er knappe ressourcer, clean technology, nye energiformer, Emerging Markets, Smart Cities, mobildata, "the internet of things" og biovidenskaber (se s. 38-39).

Det er trends, der er naturlige følgeslutninger af dels den teknologiske og videnskabelige udvikling, dels den revolutionerende omvæltning i den globale samfundsorden, der langt fra er slut endnu. At resten af den globale finansverden har spottet de samme trends er ikke ensbetydende med, at der ikke kan tjenes penge på dem. Flere af disse trends, f.eks. Clean Technology og biovidenskaber er først i deres spæde vorden, hvilket dog desværre også gør det uhyre vanskeligt at udpege vinderne allerede nu.

Men en ting er de aktuelle megatrends – hvordan spotter man de næste megatrends? Eller bare mikrotrends, der kan vokse sig til trends værd at investere i?

GODE RÅD TIL AT SPOTTE DEN TEKNOLOGISKE FREMTID

De bedste idéer er "transportable" mener WIRED i en temaartikel om trendspotting for nylig – i den forstand at en innovation i én industri kan eksporteres og transformere en anden. Interessante er i høj grad også de idéer, som er opstået ved at **krydse to eller flere videnskabelige discipliner med hinanden**. John von Neumann gjorde det med matematik og strategi og opfandt spilteori. Og da han krydsede fysik og ingeniørvidenskaber hjalp han både Manhattan-projektet og computervidenskaben på vej. Hans samtidige Buckminster Fuller bevægede sig både i ingeniørvidenskaber, økonomi og biologi for at tackle problemer i transport, arkitektur og bydesign.

Nogle gange kan "krydsbestøvning", som WIRED kalder det, også skabe helt nye discipliner. Det skete f.eks. da Daniel Kahneman (psykolog) og Amos Tversky (økonom) begyndte et samarbejde i 70'erne. Udgangspunktet var at undersøge, hvorfor mennesker ikke opfører sig rationelt, selv om økonomerne i deres teorier har en meget vigtig antagelse om at de gør. Derved opstod Behavioral Economics, der stadig vokser i dag og har givet vigtig indsigt i menneskers økonomiske adfærd og forståelsen af de finansielle markeder.

Der er generelt store forventninger til tværvidenskabeligt samarbejde i de kommende år. Som omtalt i *INVESTERING* februar 2011 så udgav verdens førende teknologiske universitet, Massachusetts Institute of Technology i 011 en opsigtsvækkende rapport om et paradigmeskifte i videnskabens verden. *The Convergence of the Life Sciences, Physical Sciences and Engineering*. Rapportens forfattere, en række fremtrædende forskere, påpegede, at det handlede om Convergence (konvergens), et nyt paradigme, som kan skabe afgørende fremskridt i et bredt spektrum af sektorer, fra health care til energi, mad, klima og vand.

HVAD SKABER EN VINDER?

Det er ikke nødvendigvis størrelsen, det kommer an på, men gørelsen. Ser man på Fortune 500, så er en placering på listen bestemt ikke nogen statistisk tilstand. Siden 1995 er 87 pct. af selskaberne forsvundet fra listen. Det påpeger Cisco's CEO John Chambers til Bloomberg for nylig.

"Det fortæller, at selskaber, som ikke genopfinder sig selv, vil blive kørt bagud. Jeg tror også, det er sandt for mennesker. Og jeg tror, det er sandt for lande," siger John Chambers og tilføjer, at de selskaber, som var Cisco's konkurrenter for 15-20 år siden, alle er væk. Og konkurrenterne for et årti siden – selskaber som Alcatel-Lucent, Nortel og Ericsson - er kun skygger af sig selv i dag. Hans forklaring på Cisco's egen krise er, at selskabet "had gotten too fat".

"Og når du er blevet for fed, så bliver du langsom i din beslutningstagning. Det havde været så let at sige, at vi er de bedste i industrien, vi behøver ikke ændre os, men det er præcis sådan, du forsvinder."

➤ Fortsat fra forrige side

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

EKSPONENTIELLE TRENDS ÅBNER MULIGHEDER

Mange teknologier, især computerteknologi, vokser med **eksponentielle vækstrater**. Og netop computerteknologiens højvækst medvirker til at sparke yderligere gang i andre industrier. Den hastige tendens mod mindre, billigere og hurtigere er en konstant forbedring man skal holde øje med. Virksomheder skal formå at kanalisere de løbende forbedringer ind i forretningsplanerne, mens nye virksomheder griber chancen for nye forretningsmuligheder, der opstår.

Efter sige var det sådan, at medstifteren af YouTube, Jawed Karim, fik idéen. Det gik pludselig op for ham, at bredbånds-internet var blevet så billigt og allestedsnærværende, at det var på kanten til at ændre den måde, folk så videoer på.

Et andet eksempel var da virksomheden Fitbit, producent af elektronisk udstyr til at måle din løbehastighed, kalorieforbrug, bestegne trappetrin osv., formåede at slå Nike's udvikling af tilsvarende udstyr. Fitbit forstod, at brugerne ønskede at måle ikke blot deres løb, men alt som de gjorde med deres krop fra søvn til gang. For sent forstod Nike, at accelerometer var dynamoen i den personlige sundhedsrevolution. Fitbit så trenden først og fik sig bidt fast.

”Eksponentielle trends er overalt. Bare vælg en, se hvor den fører hen og gå med den”, skriver WIRED.

TÆNK STORT

Et andet element, der skaber dynamik i den teknologiske og forretningsmæssige udvikling er **”frihedskæmperne”**, mener WIRED. Fra dem som formåede at trække musiknumre ud af CD'en til de mere dristige (BitTorrents), der direkte laver piratkopier af alt fra spil til film og deler det med andre på internettet og tvinger industrier til nye, kreative modtræk.

Læg også mærke til dem, der sætter sig **dristige mål**, som da internettet kom frem og ambitiøse innovatører begyndte at tale om at gøre hver eneste bog i hvert eneste sprog tilgængelig på under et minut; at organisere al verdens information; eller at gøre finansielle transaktioner friktionsløse og gennemsigtige. Dristige mål af denne type kan let afskrives som naive; som at overvurdere egne ressourcer og talent. WIRED medgiver, at mange wanne be-Napoleon'er har bebudet revolutioner, som imidlertid aldrig fandt en hær. Men du kan ikke skabe fremtiden uden at forestille dig, hvordan den kunne se ud.

En stor del af den teknologiske verden beskæftiger sig med smarte løsninger til småting som at lave en app til at finde restauranter eller parkeringspladser, men det er ikke disse idéer, der sår frøene til revolutioner. Det gør virksomheder som f.eks. Tesla Motors, der havde modet til at investere 42 mio. USD i en fabrik på størrelse med Pentagon med den bedste robotteknolo-

gi for at lave elbiler – noget som ingen hidtil havde haft succes med. Eller se på Square, der har udnævnt kasseapparatet til at være et ineffektivt levn fra det 19. århundrede, hvorfor de har skabt et alternativ, der ikke blot vil gøre det nemmere at købe ting, men også vil frigøre detailhandlerne fra deres snærende bånd med kreditkortselskaberne. Løsningen er betaling med mobiltelefoner.

LOBBYISME HÆMMER INNOVATIONEN

En løsning, som spås som den næste store revolution inden for betalingsmidler og faktisk, af alle steder, har fundet et godt fodfæste i flere afrikanske lande. For nylig udsendte Technology Review et særnummer om penges fremtid, hvori der netop blev fokuseret på mobiltelefonen som det fremtidige betalingsmiddel. I den forbindelse kan det undre, at man ikke tager et andet skridt, som faktisk har været undervejs siden 2003 – mindst. Næmlig fingeraftryk. Dele af computerindustrien har faktisk taget teknologien til sig for flere år siden, og flere laptop modeller er indrettet, så brugeren skal logge på med sin finger.

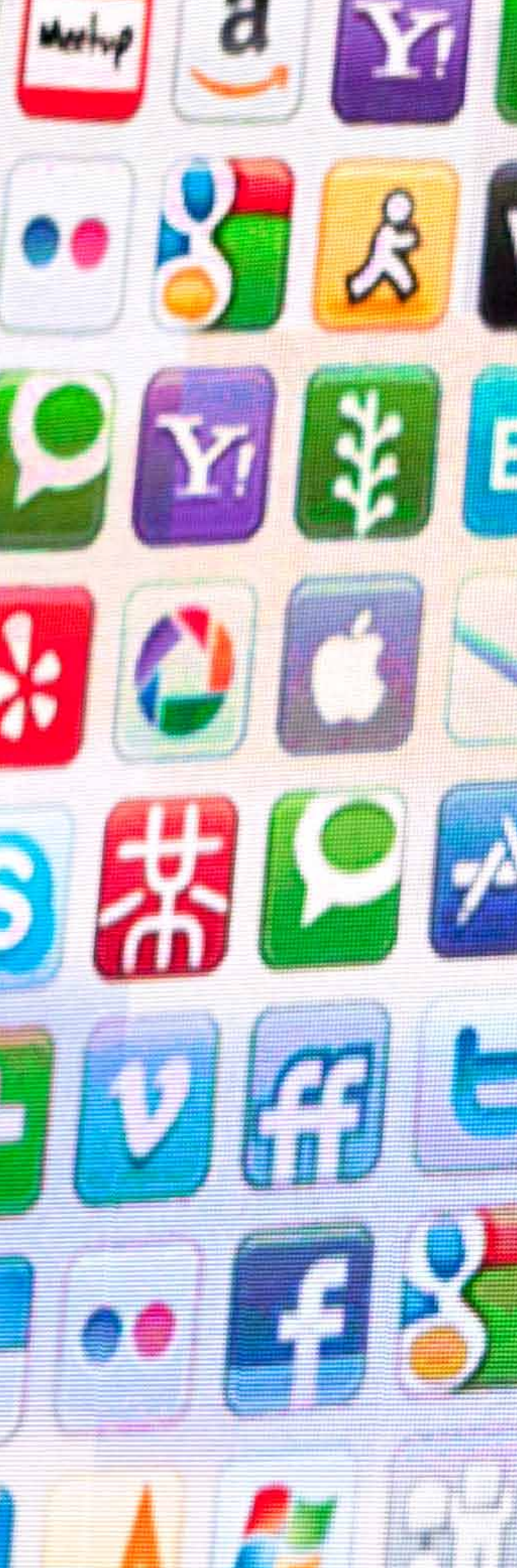
Men som betalingsmiddel er det endnu ikke slået igennem, og det hænger sammen med at der er store interesser, der kæmper imod. Et eksempel på at nye innovationer ofte også har pengestærke modstandere, der hæmmer udviklingen. Eksempelvis er det heller ikke kun utilstrækkelige batterier, der hæmmer elbilens udbredelse. Det er også bilindustrien selv, der ikke er interesseret i at sparke en udvikling i gang, der kan ramme deres egen guldkalv. Motorer til elbiler er relativt enkle, og derfor vil årtiers erfaring og speciale i forbrændingsmotorer pludselig være væk, og det vil sende bilproducenterne tilbage til start, hvis elbiler skulle være den dominerende vare.

Tilsvarende kæmper hele industrien med udvikling af vedvarende energi som Don Quixote mod vindmøllerne i deres kamp mod olieindustrien og ”business as usual”. Som nævnt i gennemgangen af Amory Lovins' bog Reinventing Fire i forrige nummer af INVESTERING, så er de alternative energikilder fuldt ud konkurrencedygtige eller billigere end de fossile brændstoffer, når man regner alle omkostningerne med i form af subsidier til oliebranchen, militær tilstedeværelse i Mellemøsten osv.

VIDENDELING

Internettet har på dramatisk vis styrket en anden tendens, der ikke var så fremtrædende før i tiden; nemlig **videndeling, open source og open innovation**. Det er naturligvis en balancegang, hvor meget man skal afsløre, men det er også blevet en nødvendighed, at virksomheder er mere åbne. Open Innovation blev introduceret som begreb af Henry Chesbrough, professor og leder af Center for Open Innovation på UC Berkeley, USA, i hans bog Open Innovation: The new Imperative for creating and profiting from technology. I en artikel i IT Sloan Management skrev han i 2003:

”Open Innovation er et paradigme, som antager, at virksomheder kan og bør bruge eksterne idéer såvel som interne idéer i bestræbelserne på at udvikle deres teknologi. Grænserne mellem en virksomhed og dets miljø er blevet mere gennemtrængelige; innovationer kan let overføres indad og udad. Den centrale idé bag open innovation er, at i en verden, hvor viden er bredt distribueret har virksomhederne ikke råd til at stole udelukkende på deres egen forskning, men bør i stedet købe eller licensere processer eller opfindelser (f.eks. patenter) fra andre virksom-



heder. Endvidere bør interne opfindelser, som ikke bruges i en virksomheds forretning, tages udenfor selskabet (f.eks. gennem licenser, joint ventures, spin-offs.”

I dag er Open Source blevet normalt for virksomheder fra IBM til Google. Selv Microsoft har åbnet sig op og har åbnet Xbox Kinect controlleren, så det kan være en platform for kunstnere og folk med forstand på robotteknologi. Selskaber fra Lego til Twitter har skabt et produkt og derefter appelleret til brugerne om videreudvikling. Det samme gjorde Danske Bank, da netbank til mobiltelefonen blev lanceret.

DESIGN

Hold også øje med de selskaber, der har sans for **design**. Målt i performance er Apples produkter på ingen måde enestående i forhold til konkurrenternes, men af en eller anden mærkelig grund skiller Apple sig markant ud som et af de få selskaber, der har formået at integrere design i produktets knoglemarv i en grad, så det i virkeligheden er design og enkelhed, der har skabt Apples succes.

WIRED mener, at vi er på kanten til en revolution i design, fordi alle de nødvendige værktøjer, erfaringer og kompetencer er blevet automatiserede og nu er tilgængelige for alle. Og det er på et kritisk tidspunkt, hvor verden er ved at drukne i information. Kuren er ikke mere design, men dybere design, der formår at filtrere kompleksitet til tilgængelige enheder af forståelse og anvendelighed.

BRUG TID MED FOLK, DER SPILDER TIDEN

Den klassiske forretningsplan påtvinger effektivitet på et ineffektivt marked. Hvor der er spild, er der mulighed. Identificér problemet, sæt ingeniørerne i sving og vupti – muligheden er udnyttet. Det er en smart måde at tjene penge på, men ikke nødvendigvis sådan, at man opdager fremtiden. En anden måde kan være, at se på hvor mennesker bevidst og med fuldt overlæg er ineffektive. Med andre ord, hvor er det, de **spilder de deres tid** på at gøre noget, som de ikke behøver? Hvor er det, de fedter med værktøjer, opfinder nyt *lingo*, bytter nye teknikker? Det er der, hvor kulturen skabes, mener WIRED og fremhæver the Homebrew Computer Club som et klassisk eksempel. Det var en gruppe af hobby computerfolk i Silicon Valley, som handlede med kredsløb og råd i 70'erne, længe før den faktiske anvendelighed af personlige computere var tydelig. Ud af dette hacker-kollektiv kom den første bærbare PC og Apple.

Det samme fænomen – legende mennesker – har ansporet forskellige industrier, fra videospil til det sociale internet, og det findes overalt i dag. En gigantisk gør-det-selv bevægelse er vokset frem, understøttet af et hav af avancerede værktøjer og teknologier til billige penge, som gør det muligt at lave alt fra laboratoriek eksperimenter i garagen til ”professionelle” dokumentarfilm til YouTube og nye softwareprogrammer.

Verdens vækstlande

Det er værd at overveje en større eksponering mod de hjemlige sektorer i verdens vækstlande, der vil opleve en mindre direkte effekt, hvis eurokrisen eskaleres.



For 10 år siden lancerede Goldman Sachs (GS) BRIK-betegnelsen (Brasilien, Rusland, Indien, Kina) og pointerede, at de disse fire lande ville blive afgørende drivkræfter for den globale økonomi i de nærmeste årtier. I 2006 tilføjede man Next 11 (Bangladesh, Egypten, Indonesien, Iran, Mexico, Nigeria, Pakistan, Philippinerne, Tyrkiet, Sydkorea, Vietnam), som andre vigtige vækstlande. Tilsammen huser de to grupper 4,5 mia. mennesker – over 2/3 af Jordens befolkning.

I begge tilfælde har udviklingen overhalet investeringsbankens vildeste forventninger. Understøttet af Vestens fortsatte outsourcing og den generelle globalisering er der dannet grobund for en stærkt voksende middelklasse i disse lande, og det har skabt høj vækst og efterspørgsel i alle økonomiens sektorer.

Udviklingen er gået så hurtigt i nogle tilfælde, at GS i 2011 mente, at det ikke længere gav mening at kalde f.eks. Kina for et "Emerging Market". Derfor opfandt man rubriceringen Vækstmarkeder, hvorunder alle fire BRIK-lande er med, samt de fire største fra N11 - Mexico, Sydkorea, Tyrkiet og Indonesien, der alle bidrager med mindst 1 pct. af global BNP.

Udover at være kendetegnet af favorable demografiske trends og/eller stigende produktivitet, så er disse lande også store nok til at tillade investorer og virksomheder til at fungere under nogenlunde samme betingelser som i de mere avancerede økonomier.

GS estimerer, at Vækstmarkeder vil øge global BNP med 16.000 mia. USD i dette årti – hvilket er mindst tre gange det potentielle bidrag fra USA og Euroland tilsammen. Vækstmarke-

der udgjorde i 2010 23 pct. af verdens BNP, mens de udviklede lande tegnede sig for 65 pct. og Emerging Markets 12 pct.

GS estimerer, at Vækstmarkeder andel af verdens samlede markedsværdi af offentlige aktier vil kunne stige fra aktuelt 16 pct. til over 45 pct. i 2030. Mens deres vægt i globale benchmarks kan stige fra aktuelt 10 pct. til over 26 pct. i 2030. GS estimerer også, at pensionsfonde, investeringsforeninger og forsikringsselskaber i den udviklede verden i gennemsnit kun har en eksponering i Vækstmarkeder og Emerging Markets i deres aktieporteføljer, som er halvdelen af den faktiske vægtning i MSCI World All Country Index. Chefen for GS' aktivallokering, Jim O'Neill, mener, at dette er en afspejling af, at institutionelle investorer ganske enkelt ikke har forstået væksthistorien i disse markeder fuldt ud.

FORBRUG OG INFRASTRUKTUR

Væksten på de nye markeder vil især være drevet af den store gruppe af unge, der vælter ind på arbejdsmarkedet i disse år og som tjener og ikke mindst bruger penge. En gigantisk middelklasse spirer frem i de nærmeste årtier, og forbrugerne vil efterspørge flere dagligvarer, langvarige forbrugsgoder, IT, sundhed og finansielle ydelser. Effekten er, at de indenlandske økonomier udbygges med stor hast, og økonomierne bliver langt mindre eksportafhængige og dermed mindskes følsomheden over for udviklingen i de rige lande.

En betydelig del af denne udvikling er udbygningen af infrastrukturen, som er langt under niveauet i de udviklede lande.

Infrastruktur omfatter i den bredeste definition alt fra hospitaler, skoler, regeringsbygninger og veje til kloakker, vandledninger, elnet, lufthavne og jernbaner. Det er af meget stor betydning at have tilstrækkelige mængder af den rigtige infrastruktur, idet dårlig infrastruktur er en bremse på den økonomiske vækst – og bygning af den forkerte slags infrastruktur kan direkte skade økonomien bredt (som f.eks. et banksystem), lige såvel som det kan føre til ineffektiv brug af ressourcer.

En af de hyppigst fremførte hindringer for Afrikas vækst er udover menneskelig kapital (manglende uddannelse) netop mangelen på infrastruktur. Uden den rigtige infrastruktur til at muliggøre stabil elforsyning – blackouts er stigende i det meste af verden – og let adgang til varer og markederne, så forbliver det økonomiske potentiale uforløst. Men infrastrukturen i det 21. århundrede skal også indeholde teknologi, så der opstår smart cities, hvor teknologien bruges til effektivitet og til at styre begrænsninger med f.eks. trafik og elsystemer.

Teknologi kan også gøre lande i stand til at springe visse led i gammel infrastruktur over – som f.eks. i Afrika, hvor mobiltelefonen har overflødiggjort faste forbindelser. Derfor er efterspørgselen efter teknologisk smart infrastruktur høj i de nye økonomier, og selv om det kræver kapital i udgangspunktet, kan det give dem en konkurrencemæssig fordel, hvis den udviklede verden vægrer sig mod nye investeringer og i stedet satser på vedligehold og reparation af det gamle. Det der arbejder imod vækstøkonomierne er, at råvareomkostningerne er steget og fortsat ventes at stige i reale termer.

STOR FORSKEL PÅ LANDE

Der er stor forskel på hvor langt de forskellige lande er nået i udbygningen af infrastruktur, og hvad de har brug for. Forskelle i befolkningstæthed og landmasser giver forskellige infrastrukturbehov lige såvel som graden af ressource ejerskab. Kina har en masse basal infrastruktur i form af veje, jernbaner, havne og lufthavne, og vejen dertil er blevet hjulpet af betalingsbalanceoverskuddet, som stammer fra den massive eksport, hvor landet har gjort sin konkurrencemæssige fordel, billig arbejdskraft, gældende.

Brasilien investerer i infrastruktur, som reflekterer både landets højere relative forbrugsniveauer samt dets resourceindustri.

Indien er også anderledes med meget lave niveauer af investeringer i infrastruktur, som også gøres vanskelige af betalingsbalanceunderskuddet – et problem, som må løses, hvis landets arbejdsstyrke skal blive mere produktiv på samme måde som Kina.

Rusland skiller sig også ud. Der er bygget masser af infrastruktur, og der er høje niveauer af industrialisering og urbanisering. Det har et stort men nedslidt netværk - jernbanerne kan nå knap seks gange rundt om Jorden, men vejnettet rangeres som nr. 130 i verden af World Economic Forum. Det betyder, at der skal laves massive nye investeringer for at forbedre transportnetværket.

Når økonomier skifter fra landbrug til industri, stiger deres BNP pr. capita. GS estimerer, at det er i indkomstintervallet 2-10.000 USD, at infrastruktur investeringerne målt som pct. af BNP stiger mest markant. Dette er vigtigt, idet mange befolkningsrige lande allerede er i eller vil gå ind i denne fase over de næste 10 år. Indien og Kina forventes at være i intervallet det meste af dette årti, og andre asiatiske og afrikanske lande vil gøre dem selskab.

Indien og Kina forventes at være i intervallet det meste af dette årti, og andre asiatiske og afrikanske lande vil gøre dem selskab.

Ser man tilbage i historien, så er der tydelige eksempler på sammenhængen mellem BNP-vækst og infrastruktur. I Singapore steg infrastruktur som andel af BNP fra 11 pct. i 1966 til over 40 pct. i 1990, mens BNP voksede med 6,6 pct. årligt, og uddannelsesniveaet ligeledes steg markant.

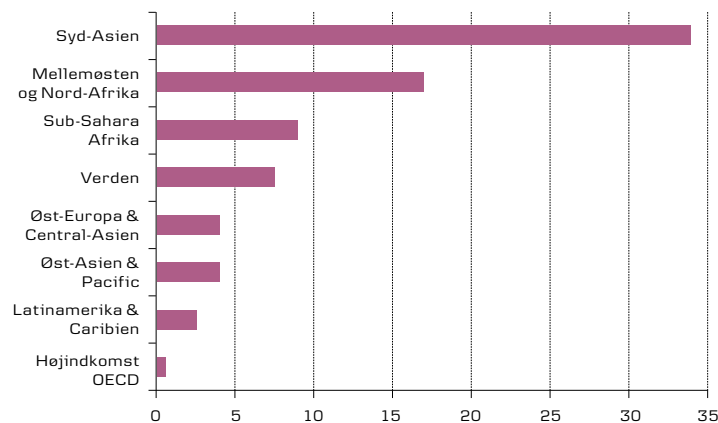
INVESTERINGSMULIGHEDER

Man kan vælge at tilgå vækstmarkederne via selskaber fra den rige del af verden, som har en stærk eksponering til markederne. Det kan eksempelvis være selskaber, som i en eller anden form arbejder med infrastruktur. Man kan også vælge selskaber, der nyder godt af den stærke vækst i forbruget i vækstmarkederne, f.eks. stærke brands i langvarige forbrugsgoder.

En anden mulighed er direkte investeringer i lokale virksomheder, men her må det anbefales, at man i stedet anvender en investeringsforening for dels at sprede risikoen, dels fordi det er vanskeligt for en privat investor at opnå samme indsigt i lokalt placerede virksomheder, som eksempelvis velkendte nordiske selskaber. I den forbindelse er det interessant at bemærke, hvordan DI Nye Markeder Small Caps – med speciale i lokalt placerede virksomheder, der er eksponeret mod væksten i middelklassen og dennes forbrug på mange områder – har klaret sig i forhold til eksempelvis Europa over det seneste halve år, hvor eurokrisen er blusset op. Med indeks 100 ultimo november 2011 er Europa i 106 ultimo maj, mens DI Nye Markeder Small Cap er i 123. Husk dog altid, at historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Pointen er blot, at selskaber orienteret mod de indenlandske økonomier i vækstmarkederne er mindre følsomme over for eurokrisen end det europæiske marked generelt. Når det er sagt, må det dog også påpeges, at bredere investeringer i vækstmarkederne, som også indebærer betydelig fokus på selskaber, der nyder godt af eksport til Europa, ikke har det samme defensive islæt.

Slutteligt skal det påpeges, at selv om der historisk er gode eksempler på, hvordan et land på relativt kort tid kan blomstre op – f.eks. Japan og Sydkorea – så byder fremtiden for nutidens vækstlande på anderledes store udfordringer. Aldrig tidligere har der på kloden været så mange mennesker, så stor forurening og så stort pres på naturens ressourcer. De kommende år vil kræve mere effektiv ressourcebrug, skrappe miljøkrav og innovation – krav, som tidligere mirakeløkonomier ikke var stillet overfor.

MERE "POWER TO THE PEOPLE". ANTALLET AF ELEKTRISKE BLACKOUTS I EN TYPISK MÅNED, 2011 ELLER SENESTE.



Kilde: World Bank enterprise survey.

Aktiestrateg:

Tid til at gå i cykliske aktier

Eurofrygten har fået investorerne til at flygte til "sikre" obligationer og visse defensive aktier i overdreven grad, mener Danske Banks aktiestrateg Morten Kongshaug.

Eurokrisen er den primære bekymring for investorerne for tiden. Bekymringen går på hvilken effekt en græsk default på resten af gælden og en evt. græsk euro-exit vil få på resten af eurozonen – først og fremmest hvordan presset bliver på de spanske og italienske renter, og hvordan den europæiske finanssektor klarer sig.

To gange tidligere har vi haft en sådan situation siden den globale markedseksponering startede i marts 2009. Både i 2010 og 2011 drev frygt for en eskalerende eurokrise aktierne ned med 15-20 pct. I denne omgang har det foreløbig ført til et mærkbart fald i det globale aktiemarked på 10 pct. alene i april-maj.

Men aktiestrateg i Danske Bank, Morten Kongshaug, mener, at der er tre store forskelle på situationen i dag i forhold til de to første korrektioner, som gør at den aktuelle korrektionsfase formentlig er ved at være slut.

For det første er den globale økonomiske cyklus i et opsving, mens den var aftagende forud for de to korrektioner i 2010 og 2011. Det er herunder vigtigt, at Kinas vækst formentlig snart er på vej op igen, mens USA's opsving er solidt og drevet af høj produktivitet. USA vokser dermed tilstrækkeligt til at holde den globale indkomstcyklus i en opadgående trend – det måske mest vigtige fundament for den globale cyklus i 2012.

For det andet er "brandmuren" mod gældsdriven finansiel uro i eurozonen betydeligt stærkere med to stabilitetsfonde

med samlet "ammunition" på mere end 700 mia. EUR samt ikke mindst en særdeles handlekraftig ECB, som foreløbig har afværget ethvert tilløb til likviditetskrise i den europæiske finanssektor ved at tilbyde bankerne 3-årige lån for foreløbig i alt 1.000 mia. EUR, og desuden er mere aktiv med støtteopkøb i obligationsmarkedet.

For det tredje er de globale indtjeningsforventninger for første gang siden 2009 "normaliserede", svarende til et midtcyklus niveau efter to længere perioder med hhv. stor undervurdering og stor overvurdering.

"Samlet er verdensøkonomien, til trods for eurokrisen, på mere solid grund end for seks måneder siden. Derfor forventer vi, at det globale aktiemarked går ind i en ny periode med stigninger, ikke drevet af eurozonen men af USA og Kina. For den europæiske økonomi er det dog stadig værd at huske, at den solide hjemlige tyske økonomi sandsynligvis forhindrer en dyb recession i eurozonens økonomi som helhed," siger Morten Kongshaug.

SEKTORANBEFALINGER

Ser man på, hvordan de forskellige sektorer i Europa og Norden har klaret sig i den senere tid, er en klar tendens, at globalt orienterede sektorer har klaret sig godt, mens de lokalt/regionalt orienterede har klaret sig skidt.

Banker, Forsyning og Telekom. har alle klaret sig dårligt og



er samtidig eksponeret mod den lokale/regionale økonomi. Globale sektorer som Stabilt Forbrug, Healthcare, Olie & Gas, Industri samt Biler & Reservedele har alle outperformed det brede marked.

Skelner man mellem cykliske og defensive sektorer, skiller de defensive sektorer Healthcare og Stabilt Forbrug sig ud ved i betydelig grad at have outperformed alle andre sektorer, men især de cykliske sektorer Banker og Basale Materialer. Ser man på de cykliske sektorer alene er billedet også her, at de globale cykliske sektorer har slået de lokalt orienterede, mens globalt defensive har slået de lokalt defensive.

Spørgsmålet er så nu, om tendenserne vil fortsætte?

” Investorerne har hidtil især kastet deres penge efter de globalt defensive sektorer, men de er blevet meget dyre. Imidlertid vil eurokrisen ikke forsvinde foreløbig, og der er derfor ikke grund til at vente, at investorerne vil satse mere på sektorer med lokal salgseksponering. Dertil kommer, at det aktuelle globale økonomiske opsving forventes at fortsætte ind i andet halvår, yderligere stimuleret af en vending i Kina samt at den globale inflation re-accelereres. Vi forventer på den baggrund, at den næste store rotation i aktiemarkedet vil blive over i globale cykliske sektorer. Stramninger og reformer vil sandsynligvis blive en faktor i prissætningen af lokale/regionale sektorer som Telekom., Forsyning og Finans – ikke i måneder men år”, siger Kongshaug.

For at identificere de interessante sektorer i det europæiske univers har han undersøgt risikopræmien for de forskellige sektorer samt de historiske P/E-værdier. Risikomodelen viser at investorerne er særligt risikoaverse i Forbrugsgoder, Energi, Finans og Healthcare, mens de har normal risikoappetit på Stabilt Forbrug, Telekom. og Forsyning.

Hvad angår P/E-værdier, så har strategen set på bund-til-top valueringer i 2003-2004, 2008-09 og oktober 2011 til i dag. Heraf fremgår det, at **globale cykliske sektorer er 30-40 pct. under de historiske toppe**. Eurozonens Finans er 50 pct. under toppen.

I Forbrugsgoder er Biler & Reservedele billige sammenlignet med Varige Forbrugsgoder & Tøj.

I Industri er både Transport og Kapitalgoder 20-30 pct. under toppen, mens Kommercielle Ydelser kun er 13 pct. under.

Blandt de **globale defensive er Healthcare 30 pct. under toppen**, mens Forbrugsvarer kun er 5 pct. under – især pga. Føde, Drikkevarer & Tobak, der er investorernes foretrukne ”flugtsektor”, og som derfor allerede på dette tidspunkt i den globale cyklus handles til 1 pct. over P/E-toppen i de to foregående bullmarkeder.

Kongshaug anbefaler Healthcare frem for Forbrugsvarer som den foretrukne defensive sektor.

Krisestemning presser renterne til historiske lavpunkter



Den tyske kansler Angela Merkel (midten) byder gæster velkommen ved middagen ved 2012 Council of Baltic Sea States Summit 30. maj 2012 i Stralsund, Tyskland. Ledere af de 11 medlemslande såvel som repræsentanter for EU mødes for at diskutere emner relateret til energi, miljø og økonomisk udvikling.

Krisen plager stadig Europa, og det bekræftes af de ekstremt lave renteniveauer. Situationens alvorlighed blev sat i relief i maj, da Tyskland udstedte for fem mia. EUR 2-årige statsobligationer med en rente på nul. Når inflationen regnes med, er det en forretning, som obligationskøberen med sikkerhed taber penge på. Alligevel manglede der ikke købere ved auktionen, hvilket afspejler frygten i relation til euroen for tiden samt, at institutionelle investorer som følge af de skrappere Basel III regler er tvunget til i betydeligt omfang at købe Level 1 papirer, som udover de tyske også omfatter eksempelvis danske og finske stater. Det er i den forbindelse værd at bemærke, at situati-

onen omkring de danske renter er endnu mere grotesk, da de danske renter ikke alene følger de tyske, men rent faktisk handler lavere og for visse løbetiders vedkommende på negative renter. De 2-årige danske stater handles således til en rente på -0,14 pct., mens de 10-årige er nede på 0,95 pct. – markant under niveauet for et par måneder siden.

En tysk rente på nul forekommer absurd, men det afspejler en stor frygt for periferilandene og selve euroens fremtid – og er ikke udtryk for, at Tyskland er i krise. Negative danske renter viser også, at for investorerne er det i øjeblikket ligegyldigt, at man får en negativ forretning ved køb af for eksempel danske

statspapirer. For investorerne drejer det sig om at finde sikre alternativer til eurozone papirer. Det drejer sig med andre ord om at beskytte hovedstolen og ikke om at få et afkast. Man er faktisk parat til at betale staten for at beskytte sin hovedstol.

GLOBALT OPSVING PÅ SPORET TRODS BUMP

Danske Banks renteanalytikere forventer, at det globale opsving stadig er på sporet, selvom der vil være bump på vejen. Væksten er allerede oppe omkring trend i USA, men Kina og euroområdet halter bagefter. Danske Banks økonomer venter imidlertid, at Kina begynder at trække en større del af læsset i den globale økonomi.

Men med svage data i euroområdet og Kina for nylig, er tvivlen steget omkring den globale økonomi. Det vi i øjeblikket er vidner til, er dog formentlig blot en "blød fase" i opsvinget med en vis opbremsning i den globale industri relateret til usikkerheden om euroens gældskrise og muligvis stigningen i oliepriserne tidligere i år.

På kort sigt er det sandsynligt, at opbremsningen bliver en smule kraftigere, da for eksempel USA's industri sandsynligvis også vil vise en vis blødhed. Den største risikofaktor er naturligvis en forværring af gældskrisen i Euroland med Grækenland, Spanien og i nogen grad Italien i centrum. Men som udgangspunkt forventes det, at krisen løses – om end det kan blive en langsommelig og volatilt affære.

Men stabiliserende kræfter er i spil - oliepriserne er faldet hurtigt, obligationsrenter i kernelandene er på rekordlavt niveau og fødevarerpriserne er faldet. Andre kræfter som politiske reaktioner fra globale beslutningstagere forventes også at ville støtte økonomien og markedsstemningen, og det vil stige grad blive et fokusområde for markederne. Der er udsigt til lettelser fra ECB, Bank of Japan, Kinas centralbank og andre asiatiske centralbanker samt en finanspolitisk ekspansion i Kina. Hvis tingene forværres mere end forventet på kort sigt, forventes det, at Federal

Reserve (Fed) sandsynligvis også kommer med QE3 – kvantitative lettelser i form af obligationsopkøb. Til gengæld forventes Fed at ville holde renten i ro indtil medio 2014.

Hvad angår Europa forventer Danske Banks økonomer, at ECB nedsætter renten med 25 basispoint i nær fremtid, formentlig ved næste møde 5. juli, hvor man kender resultatet af det græske valg, og EU-topmødet 28.-29. juli formentlig har fået politikerne til at levere deres del med vigtige tiltag. Medmindre stress i markedet tvinger ECB at reagere kommer rentenedsættelsen næppe før - ECB vil se politisk handling, før de reagerer, og det gælder også yderligere stimuli i form af ikke-standardiserede foranstaltninger - såsom at være mere aktiv med obligationsopkøb eller nye storstilede tildelinger af korte lån til lave renter til bankerne.

I Danmark forventes det, at Nationalbankens kan blive tvunget til igen at foretage selvstændige nedsættelse af den ledende rentesats for at dæmme op for en styrket krone. Gældskrisen i euroområdet betyder, at investorerne fortsat søger ly i den danske krone, der betragtes som en "sikker havn". Det vurderes, at Nationalbanken får behov for at benytte sig af negative renter, hvilket kan ske i forbindelse med ECB's rentemøde. De danske banker vil dermed skulle betale for at sætte penge i Nationalbanken. Bankens udlånsrenter er i øjeblikket på 0,45 %, og indlånsrenten er på 0 %.

Hvad angår pengemarkedsrenterne falder de en anelse hurtigere end tidligere på året. Derfor ses en stigende sandsynlighed for en indsnævring af rentespændet mellem de danske og europæiske pengemarkedsrenter fremover.

De danske obligationsrenter bevæger sig normalt parallelt med de tyske. Men den stigende stress i markederne har den seneste tid betydet, at de danske obligationer har outperformeret Tyskland på hele rentekurven. Der forventes relativt stabile obligationsspænd til Tyskland fremover. Der er imidlertid en sandsynlighed for, at danske obligationer fortsat vil outperforme på grund af kronens status som "sikker havn", hvis eurokrisen får stresset i markederne til at stige yderligere.

ANBEFALINGER

Realkreditobligationerne har haft svært ved at følge rentefaldet på statsobligationerne. Det har øget renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer. Det anbefales at udnytte denne øgede renteforskel til at købe 30-årige 4% (4%'41-44) og 3.5%-obligationer (3.5%'44). Der er et solidt genplaceringsbehov til juliterminen på DKK 86 mia., der vil være med til at understøtte efterspørgslen efter realkreditobligationer.

Fortsat faldende renter har samtidig medført, at 3,5'44 nu handler over 100, hvorfor serien lukkes for udstedelse, og der er åbnet en ny 3'44 serie. Det er vores forventning, at vi vil se markant højere udtrækninger i specielt de 30-årige 5%-obligationer, dvs. omkring 35%-40%, og at udtrækninger kommer relativt hurtigt, såfremt der kommer en ny fastforrentet 3%-obligation.

Da vi ser øget risiko for konvertering af 30-årige 5%-obligationer, vælger vi at nedbringe andelen i porteføljerne. Samtidig vælger vi at øge andelen af primært 30-årige 4% 3,5 %-obligationer efter udvidelse af stat-real spændet. Da vi på sigt forventer en mindre stigning i de lange renter, anbefaler vi, at investorerne fortsat fastholder undervægten af varigheden (rentefølsomheden).

Vi anbefaler generel overvægt af realkreditobligationer mod statsobligationer. Vi overvægt de 30-årige 4% og 3,5% blandt de konverterbare realer. Derudover anbefaler vi inkonverterbare realkreditobligationer som 2 til 5-årige Flex@-obligationer og capped floaters med en løbetid op til 10 år (obligationer med variabel kupon og med loft over kuponen).

I et miljø med så lave renter i de rige lande er det værd at overveje andre græsgange. Højrenteobligationer i sunde, velbalance-rede økonomier i Emerging Markets er derfor værd at tildele opmærksomhed – en statsobligation med 7 pct. rente i et sådant land med en fundamentalt sund økonomi vil være at foretrække frem for en spansk statsobligation til samme rente.

Virksomhedsobligationer anbefaler vi fortsat. Det gælder papirer med ratingen Investment Grade og for de mere risikovillige også High Yield. Med et globalt opsving stadig på sporet bliver investorerne ved de aktuelle renter og kurser stadig mere end rigeligt kompenseret for konkursrisikoen. Både højrentelande og virksomhedsobligationer bør af hensyn til risikospredning tilgås via investeringsforeninger som DI Udenlandske Obligationsmarkeder og DI Globale Virksomhedsobligationer.

En anden mulighed for obligationsinvestoren er DI Hedge – Obligationer (se s. 38-39).

Der kan stadig tjenes penge på obligationer

Det har en hedgefund i hvert fald gjort.

Renteniveauet er historisk lavt i disse tider, og en dansk realkreditkunde kan eksempelvis optage korte variabelt forrentede lån til 0,87 pct. Da inflationen i øjeblikket er 2,8 pct. er der tale om en negativ realrente. Og det gælder ikke blot F1-lån men også F3 og F5. Renten er med andre ord så lav, at boligejerne i realiteten får penge for at låne penge flere år frem i tiden, fordi renten ikke står mål med inflationen.

Centralbankerne i både USA og Europa er medvirkende til at holde renteniveauet kunstigt lavt med en særdeles ekspansiv pengepolitik, og det skyldes frygten for, at økonomierne glider tilbage i recession igen – det vil være katastrofalt på dette tidspunkt, hvor ledigheden stadig er ubehageligt høj, og de offentlige gældsbyrder på et niveau ikke set siden tiden umiddelbart efter 2. verdenskrig.

Det lave renteniveau er godt for låntagerne, men det betyder omvendt, at investorer finder obligationer uinteressante. Men der kan tjenes penge på dem alligevel, selv om de lave renter har været gældende i årevis. **Danske Invest Hedge - Obligationer** måtte ganske vist notere et tab på 21 pct. i katastrofeåret 2008, hvilket var på linje med konkurrenterne. Men fundens investeringsfilosofi og risiko har været den samme før, under og efter krisen, og siden 2008 har funden kørt konkurrenterne langt bagud. Således har DI Hedge – Obligationer i 2009, 2010 og 2011 tjent hhv. 68 pct., 14,3 pct. og 18,6 pct. – og foreløbig i år 15,6 pct. – hvilket er langt over konkurrenterne og har udløst priser til funden som bedste fixed income hedge fund i de seneste tre år.

Kan du fortælle, hvordan I har gjort det?

Vi har for flere år siden erkendt, at vores kernekompetence er på de skandinaviske markeder, og derfor er det de markeder, vi koncentrerer os om. Skandinavien betragtes som en sikker havn i forhold til resten af Europa, og det kom os til gavn, da gældskrisen blussede op i Grækenland i 2010. Vi investerer i dag i både stats- og realkreditobligationer i Danmark, Norge, Sverige og Finland. Da gældskrisen startede i 2010 investerede vi også lidt i eksempelvis portugisiske statsobligationer, men vi trak os væk, da gældskrisen eskalerede. Og siden har vi holdt os væk, selv om eksempelvis korte italienske statsobligationer på 6-7 pct. så attraktive ud i efteråret 2011. Vi laver dog stadig forretninger i Europa, men p.t. ikke i de meget gældsplagede lande, siger fundens porteføljemanager Michael Petry.

Men uden store bevægelser i obligationsmarkedet og med så lave renter, så må I jo nødvendigvis også udnytte de bredere rammer som en hedgefund har i forhold til en investeringsforening – dvs. short selling, brug af derivater og gearing. Kan du give eksempler på, hvordan I investerer?

En af vores store positioner er i det svenske realkreditmarked (bostäder). Hvis vi taler om f.eks. en 5-årig svensk realkreditobligation, som vi har i porteføljen, så er rentespændet i forhold til den 10-årige svenske swapkurve på 72-73 bp. På 12 mdr. sigt vil obligationen kunne tåle at rentespændet udvides til omkring 110 bp, før investeringen vil give et tab – og det vil i givet fald være et rentespænd, som er på niveau med da det var værst under finanskrisen lige efter Lehmans kollaps. Ved disse investeringer har vi afdækket valutakursrisikoen og den generelle renterisiko. I øvrigt er det værd at nævne, at de svenske realkreditinstitutter er bedre polstrede end de danske – for hver 100 kr. de har i sikkerhed, har de lånt 50 kr. ud, mens de danske har lånt ca. 70 kr. ud.

Herudover kigger vi løbende efter det, som vi vurderer som skævheder i markedet. Vi har f.eks. en række "relativ værdi"-strategier. En af dem går ud på at spekulere i, at spændet mellem 10- og 30-årige renter stiger inden for en periode på fem år – altså at rentekurven bliver mere stejl. Det kan man gøre via særlige finansielle instrumenter.

En anden skævhed mener vi at kunne se i EUR swaprenten for 20 års lån om 20 år. Ifølge markedspriserne vil 20-års renter i EUR om 20 år ligge på godt 2 pct., og det mener vi er for lavt. Det er et niveau, som selv tilsvarende japanske 20 års renter om 20 år ikke handler til og ikke har været under efter 20 års lavvækst.. Jeg tror i øvrigt ikke, at de lave EUR renter om 20 år skal tolkes som udtryk for, at markedet forventer lige så lav vækst i Europa de næste 20 år, men snarere afspejler, at pensionskasserne, der løbende er nødt til at indrette sig på de langsigtede forpligtelser til kunderne, har været nødt til at modtage renter så langt ude på kurven, og det har presset renterne ned.

En tredje mulighed er f.eks. danske renter mod eurorenter. Aktuelt er den danske 3 mdr. rente 5 bp lavere end 3 mdr. EUR. Men ifølge markedspriserne vil den danske 3 mdr. rente om 6 mdr. ligge 8 bp højere end den tilsvarende EUR rente. Det tror vi ikke vil ske, og derfor indgår vi en forretning på det, hvor vi aftaler, at modtage danske renter om 6 mdr. mens vi på samme tidspunkt skal betale de samme renter i euroland. Er rentespændet uændret om 6 mdr., så er vores gevinst på 13 bp.

For at kunne opnå de afkast, I præsterer, så må I jo foretage en vis gearing af sådanne forretninger. Kører I med en høj gearing?

Det er meget forskelligt, hvilken gearing vi arbejder med, det afhænger af den investering, der er tale om. Desuden er det vigtigt at understrege, at man ikke skal hæfte sig så meget ved gearings størrelse – den siger i sig selv ikke meget om risikoen. Man skal se på det begreb, der hedder Value at Risk (VaR), og her er det vigtigt at nævne, at fundens afkastudsving hidtil har mindet om en 10-årig dansk statsobligation.

Ekstreme begivenheder forekommer i virkelighedens økonomiske og finansielle verden langt oftere end normalfordelingen tilsliger. Og netop normalfordelingen er den, der oftest anvendes i risikostyringsmodeller. Men I anvender empiriske data. Kan du forklare, hvad det går ud på?

Et specialist-team i Solutions i Danske Capital har i en årrække arbejdet med risikostyringsmodeller, og de har udviklet en model, der baserer sig på faktiske data i stedet for den teoretiske normalfordeling. Vi har simpelthen skaffet data for de papirtyper, vi handler, så langt tilbage som muligt, dvs. tilbage til år 2000. Og det er denne virkelige udvikling, vi bruger i vores risikomodel, hvilket giver langt mere realistiske beregninger.

Kan I på den baggrund beregne, hvad der vil ske, hvis vi oplevede nogle af de finansielle chok, vi har haft de seneste 10-15 år?

Ja, tilbage i 1998 var der Ruslands default og kollapset i LTCM, den amerikanske hedgefond. Det var et chok så stort, at den også ramte skandinaviske stats- og realkreditobligationer og noget af det værste, verden havde set i mange år. Skulle vi opleve noget tilsvarende i dag, ville det koste os et tab på relativt beskedne 6,8 pct. 9/11 ville give et positivt afkast på 0,6 pct. Men hvis vi skulle opleve en ny Lehman, så ville det koste 26,7 pct. i tab for os – det var et chok i helt anden størrelsesorden. Men vi anser det p.t. for meget usandsynligt, at det vil ske igen. Det var først og fremmest en likviditetskrise – fastfrosede finansmarkeder gjorde, at det blev så slemt, og det er centralbankerne ekstremt opmærksomme på ikke må ske igen.

Skal vi se realistisk på eurokrisen, så vil den næppe forsvinde, før landene er blevet enige om en tættere sammenkobling – fælles finanspolitik, fælles bankregulering, fælles obligationsudstedelser m.v. – og det vil formentlig være en årelang proces. Hvordan tror du, funden vil klare sig i de kommende år?

Jeg tror, vores fund vil klare sig godt, netop fordi eurokrisen stadig vil være der, og vores fokus på Skandinavien giver os en fordel. Den dag krisen er væk, så bliver det vanskeligere at tjene penge – der opstår løbende flere skævheder at tjene penge på i kriser end i normale perioder. Men der er selvfølgelig også en grænse for, hvor meget krise vi kan håndtere! Den største risiko jeg ser er en kraftig eskalering af eurokrisen med flere bankkollaps til følge., og så vil Skandinavien på et tidspunkt ikke kunne gå fri længere.

FAKTA OM DI HEDGE - OBLIGATIONER

Historisk set har risikoen i funden været betydeligt mindre end på OMXC20 – der er væsentlig mindre udsving i afkastenes størrelse i de enkelte uger.

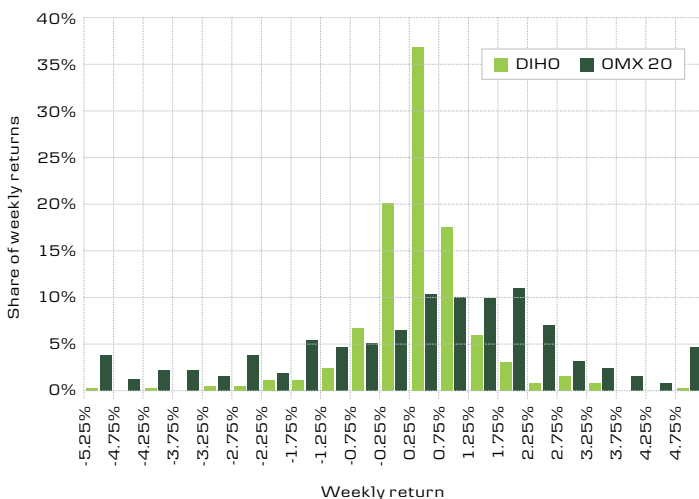
- **BEMÆRK:** Du kan kun investere i funden, hvis du er tilknyttet en investeringsrådgiver
- Hvis funden udnytter sin risikoramme fuldt ud, vil det maksimale tab i en uge med 95 pct. sikkerhed ikke overstige 1,8 pct.
- Mindste indskud i funden er 10.000 kr.
- 7 institutionelle kunder er investeret i funden, 2.440 detailkunder, 161 andre kunder
- Til forskel fra investeringer i obligationer og aktier knytter risikoen i Hedge Obligationer sig mindre til markedernes kursbevægelser og mere til de strategier, fonden følger. Forvalterens evne til at styre de ofte komplekse investeringsstrategier udgør ligeledes en risiko. Læs mere om fondens risiko på www.danskehedge.dk



En russisk kvinde hæver knytnæven ved en demonstration i Moskva under den økonomiske krise i Rusland i 1998.

Funden har hidtil været betydeligt mindre risikabel end aktiemarkedet

Risiko: Historiske ugentlige afkast for funden vs. OMXC20 siden 2005



Kilde: DI Hedge

Bemærk: Tidligere afkast kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidig afkast

De kedelige selskaber klarer sig bedst

En "en-håndet" strateg hos Società Generale argumenterer for, at det ikke kan betale sig at bruge tid på trendspotting og det betaler sig slet ikke at købe de aktier, vi finder frem til i den proces. Vi betaler for meget for spændende aktier og for lidt for de kedelige.

HØJ RISIKO ER LIG MED LAVT AFKAST: AKTIER MED LAV BETA HAR HISTORISK SLÅET HØJ BETA AKTIER



Kilde: SG Cross Asset Research

Societe Generale's hovedkvarter i Paris, Frankrig.

Han er blevet kaldt "the economist with one hand". Det refererer til, at præsident Harry Truman engang i frustration sagde: "Give me a one-handed economist... All my economists say 'on the one hand... on the other...".

Dylan Grice er en-h ndet strateg hos den store franske bank. Han har efterhånden en lang række af velunderbyggede, stærke holdninger og han viger ikke fra dem med mindre omstændighederne ændres dramatisk.

For nylig funderede han over en fundamental antagelse i den finansielle verden – nemlig, at når noget har en højere risiko, s  forventes det, at det giver et højere afkast. Men er det nu sådan, selv om alle lærebøgerne hævder det?

Ikke ifølge Grice's analyser. Han analyserede afkast på aktier med lav beta (lav beta betyder at afkastet er ret upåvirket af markedets bevægelser) og høj beta, og fandt frem til at "højere kvalitetsaktier har den type af lavere risiko, som antages at hænge sammen med lavere afkast, men vi har konsekvent fundet, at de giver et højere afkast. Kvalitetsaktier ser med andre ord ud til at besidde den egenskab, som er mest ønskelig for den langsigtede investor: systematisk undervurdering".

Dette er i modstrid med det de finansielle lærebøger siger, og hvordan forklarer man det? Grice siger, at vi skal tænke på, hvor meget mennesker er tiltrukket af lotteri og det faktum, at mennesker er grundlæggende fejlbehæftede, grådige dyr, som altid søger genveje til rigdom, berømmelse og magt.

"Antti Iimanen's idé om at høj risiko-værdipapirer tiltrækker en "lotteri-præmie" er tættere på at være at rigtig end forkert. Vi tror også, at den samme psykologiske tendens, som overvurderer lotterisedler undervurderer kvalitetsaktier, idet deres robuste forretningsmodeller og solide balancer har tendens til at være ret

kedelige (derfor kedeligheds-rabatten). Så vores bedste g t i øjeblikket er, at fejlprisningen af kvalitet bestemt er systematisk. Det reflekterer noget permanent (vores psykologiske natur) snarere end noget midlertidigt."

Implikationerne af Grice's resultater underminerer hele den effektive markedshypotese. Høj risiko overvurderes systematisk i markedet af alle dem, som antager, at bare fordi risikoen er høj, s  er belønningen også – mens aktierne med lav risiko systematisk undervurderes og er de langsigtede vindere, hvilket også bekræftes af figuren.

Dylan Grice henviser til at et gennemgående resultat i psykologiske eksperimenter er, at folk undervurderer værdien af næsten-sikre udfald.

"Men det er præcis den verden lav beta/høj kvalitetsaktier lever i. Kast et blik på en skærm med lav beta-aktier og du vil opdage, at du ser på detail fødevarer-sælgere, tobaksselskaber og regulerede forsynings-selskaber. Glem sandsynligheden for ekstraordinære afkast i få måneder. Sidste år var stort set det samme som året før, og dette år vil sandsynligvis blive det samme som næste... sandsynligvis..."

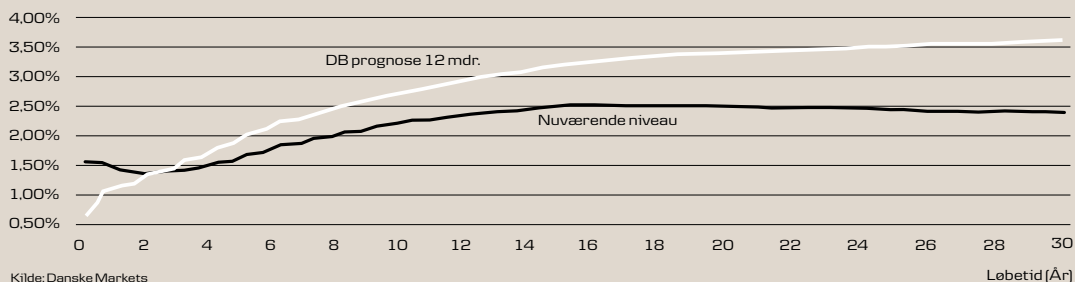
I realiteten betyder analysens resultater, at hvis man som investor bruger kræfterne og pengene på at jage høj beta-aktier vil man blive ruineret i det lange løb. V r opmærksom på den psykologiske svaghed i vores natur, n r du sætter porteføljen sammen, og lad dig ikke friste af for mange af de spændende aktier. V r kedelig.

Renteprognose - realkredit

	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
DKK				
3 mdr. Euribor	0,67	0,50	0,45	0,45
6 mdr. Cibor	1,07	0,75	0,70	0,70
F1	0,57	0,40	0,50	0,60
F3	0,83	0,60	0,70	0,80
F5	1,29	1,10	1,20	1,30
F10	2,15	1,90	2,00	2,10
3% kontantlån 30 år	3,24	3,19	3,26	3,34
3,5% kontantlån 30 år	3,52	3,47	3,55	3,71

3% kontantlån 20 år	3,04	2,98	3,09	3,23
---------------------	------	------	------	------

Prognose for rentekurven



Renteprognose - statsobligationer

DKK	Spot	+ 3 mdr.	+6 mdr.	+12 mdr.
Repo-renten	0,45	0,15	0,15	0,15
3 mdr. Cibor	0,81	0,55	0,50	0,50
2-årig stat	-0,02	0,00	0,10	0,20
10-årig stat	1,22	1,10	1,50	1,60
EUR				
Refi-renten	1,00	0,75	0,75	0,75
3 mdr. Euribor	0,67	0,55	0,50	0,50
2-årig stat	0,04	0,05	0,15	0,25
10-årig stat	1,37	1,30	1,60	1,80
USD				
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25
3 mdr. Libor	0,47	0,45	0,45	0,45
2-årig stat	0,29	0,30	0,40	0,50
10-årig stat	1,73	1,90	2,20	2,60

Valutaprognose

	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
USD/DKK	602,2	580	572	548
EUR/DKK	743,1	743	744	745
JPY/DKK	7,67	7,36	6,83	6,31
GBP/DKK	924,2	953	907	887
CHF/DKK	618,7	619	615	616
SEK/DKK	82,6	85,4	86,5	87,6
NOK/DKK	98,2	99,1	100,5	100,7
EUR/USD	123,4	128	130	136
USD/JPY	78,5	79	84	87
USD/GBP	153,5	164	159	162

Notationen er som følger:

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

Råvareprognose

	Spot	2012 kv. 4	2013 kv. 4	2012 - gns.	2013 - gns.
Olie - NYMEX WTI (USD/tønde)	91	118	120	114	119
Olie - ICE Brent (USD/tønde)	108	128	130	127	129
Kobber (USD/t)	7.685	9.200	9.600	8.838	9.375
Zink (USD/t)	1.910	2.350	2.400	2.225	2.400
Nikkel (USD/t)	17	23	23	21	23
Stål (USD/t)	435	560	570	550	569
Aluminium (USD/t)	2.022	2.300	2.400	2.284	2.375
Guld (USD/oz)	1.580	1.750	1.850	1.706	1.788
Matif Mill Hvede (EUR/t)	213	220	225	217	225
CBOT Hvede (USD/bushel)	671	708	751	678	751
CBOT Majs (USD/bushel)	579	690	740	677	733
CBOT Soyabønner (USD/bushel)	1.393	1.350	1.380	1.328	1.366

TEMA

RELEVANTE SEKTORER/
UNDERSEKTORERRELEVANTE
AKTIER/FUNDS

MEGATRENDS

Er trends, som vil påvirke verdenssamfundet i op til adskillige årtier.

KNAPPE RESSOURCER

En af de store udfordringer i dette århundrede er, at mange essentielle råvarer - fra mad, olie og metaller til vand og rare earth metals - bliver stadig knappere i takt med, at de store udviklingsøkonomier gennemgår industrialiseringsfasen og udbygningen af deres indenlandske økonomier med meget stor hast og Jordens befolkning vokser med 2 mia. på 40 år.

Metaller, mineselskaber og underleverandører
Fødevarer, herunder såsæd/
gødningsproducenter, landbrugsmaskiner, landbrugsjord
Energi herunder olie/gas, underleverandører

BHP Billiton, Vale

Monsanto, Chr. Hansen,

Statoil, Gazprom, Technip,
British Gas, Halliburton Comp.,
Tullow Oil, Vallourec

Generelt

DI Europa Bæredygtig Indeks,
GS Råvarefond

ENERGIMANGEL/NYE ENERGIFORMER

Stigende efterspørgsel og peak oil peger på markant højere energipriser i årene frem. Samtidig kommer der stadig mere fokus på klimaændringer og geopolitisk risiko i relation til energiforsyning, og derfor vil vi se markant udvikling og implementering af alternative energikilder samt øget energieffektivitet. Udbygning af energiinfrastrukturen og implementering af Smart Grid og dermed mere effektiv styring af elnettet som også er nødvendigt pga. større vægt fra ustabile energikilder som sol og vind.

Alternative energiformer, energieffektivitet,
Smart Grid, energiinfrastruktur,

DI KlimaTrends, ABB,
Novozymes, Wesco
International, First Solar,
Fortum

MILJØTEKNOLOGI

Fokus på knappe råvarer, herunder rent vand, medfører også mere fokus på affaldshåndtering, vandrensning og forureningsbegrænsninger.

Affaldshåndtering, vand, herunder
vandrensning, afsaltning og forsyning.

Veolia, GE, Compagnie de
Saint Gobain, Kurita Water
Industries

EMERGING MARKETS OG URBANISERING

Stærk vækst i udviklingen af den indenlandske økonomi samt middelklasser og deres købekraft. I 2030 forventes middelklassen i Emerging Markets at være vokset med 2 mia. mennesker, hvilket gør at forbrugeren især i de største udviklingsøkonomier er uhyre interessante. I 2050 vil verdens befolkning være omkring 9 mia., og 70 pct. forventes at bo i byer mod 50 pct. i dag - svarende til 6,3 mia. Det betyder, at vi skal bygge den samme urbane kapacitet (boliger, infrastruktur og faciliteter) i de næste 40 år, som vi har gjort i de foregående 4.000 år. Langt den største del af urbaniseringen finder sted i Emerging Markets.

Vestlige mærkevarer
Råvarer, energi, mærkevarer, teknologi og
infrastruktur fra Vesten

Caterpillar, Qualcomm,
Burberry, Daimler, L'Oreal,
Pernod Ricard, Inditex,
Unilever, Gazprom, SKF, ABB
DI Nye Markeder, DI Kina,
DI Fjernøsten, DI Nye
Markeder
Small Cap, DI Rusland,
DI Østeuropa

SMART CITIES

Informationsteknologien har de seneste to årtier skabt en sand revolution i verdenssamfundet med billige og stadig mere avancerede computere, mobiltelefoner, tablets og sensorer og senest Cloud Computing. Dette gør det muligt at indsamle og håndtere enorme datamængder og dermed at lave "smartere byer", som er langt mere effektive i energiforbrug, energiforsyning, transport, recycling, miljøovervågning osv.

Smarte el-net, energieffektivitet, offentlig
transport, miljøovervågning

ABB

Sensorer, målere

Johnson Controls, Veolia

Software, Cloud Computing

IBM, Microsoft, SAP

MOBILDATA OG "THE INTERNET OF THINGS"

Den teknologiske udvikling og ikke mindst øget datahastighed muliggør, at mobile enheder får stadig flere funktioner således, at de nu både er telefoner, minipc'ere, tv, spilkonsoller og betalingsenheder. 470 mio. smartphones var solgt ultimo 2011 og tallet ventes fordoblet i 2015. Men en stærk trend også væksten i "the internet of things". I dag er således fem mia. "ting" forbundet og kontrollerbar via nettet fra biler, køkkenovne og kopimaskiner til elnet, hospitalssenge og landbrugets vandingssystemer. Antallet af enheder forbundet til nettet ventes i 2020 at være på 50 mia. Inden for denne trend vil nye investeringstemaer dukke op i de kommende år.

Smartphones- og tabletsproducenter.
Underleverandører
Netværk
Chips
Teleselskaber
Indholdsleverandører

DI Teknologi, Apple, EMC Corp.,
Google, Tieto
Juniper
Qualcomm, ARM Holding,
China Mobile, Tele2
Google, Amazon

BIOVIDENSKABER

Vi vil i dette århundrede se en revolution i biovidenskaberne, vi ikke kan forestille os. Vi vil få bugt med de store gåder som kræft og få en indsigt i aldringsprocessen, der vil kunne forøge levealderen markant - hvilket giver andre problemer med Jordens voksende befolkning og at der i 2050 vil være 2 mia. over 60 år mod 760 mio. i dag. Men allerede i dette årti ventes vitale gennembrud på mange forskellige områder, ikke mindst via genetikken men også via et langt tættere integreret samarbejde mellem forskellige videnskabsgrene.

Pharma, bioteknologi, genetik, medtech

Novo Nordisk, DI Biotek,
Roche, Edwards Lifesciences,
Allergan

Smart sundhed, nanoteknologi

IBM, Microsoft, GE

STRATEGISKE MULIGHEDER

Vi befinder os fortsat i et sårbart opsving i Vesten, som er tynget af høj gæld, ledighed og økonomiske systemer, der trænger til reformer som følge af demografi, forvoksede velfærdssystemer og manglende omstilling til at klare den stadig stærkere konkurrence fra Emerging Markets.

Udover at man bør have elementer fra Megatrends, anbefales derfor også fokus på følgende elementer i porteføljen:

Eksponering mod Emerging Markets, ikke mindst industrigodeselskaber, der nyder godt af den voldsomme vækst i urbanisering og infrastruktur.

Globale industrigodeselskaber med eksponering mod EM.

SKF, Caterpillar, Boeing

Der er flere tegn på, at det globale opsving er ved at bide sig bedre fast, og det kan tale for en større andel af cykliske aktier, især hvis man har holdt lav profil indtil nu. Der er imidlertid også betydelige potentielle risici, og derfor bør man sikre, at porteføljen har både vækstpotentiale og defensive kvaliteter i sig. Det kan bl.a. opnås ved at investere i det, vi kalder langsigtede vindere i en række forskellige sektorer.

Langsigtede vindere finder vi i selskaber, som har unikke forretningsmodeller/produkter/ydelser og stærke ledelser, som opererer på markeder med f.eks. med høje indtrængningsbarrierer, monopolistiske branchevilkår, markedsledere og selskaber, som genererer cashflow til ejerkredsen og i en del tilfælde også har stabile høje udbyttebetalinger.

"Niche"-prægede forretningsmodeller/platforme findes i flere sektorer. Selskabernes "niche" er en stor fordel, men også en mulig risiko, hvis den brydes. Eksempler på udbyttebetalende selskaber.

Inditex, Qualcomm, Monsanto, Caterpillar, BHP Billiton, Technip

Novo Nordisk, Fortum, Skanska, Nordea, Tele2, Daimler, Volvo, DI Højt Udbytte

AKTUELLE TEMAER

GLOBAL CYKLISKE AKTIER

Globalt orienterede sektorer har klaret sig godt, mens de lokalt/regionalt orienterede har klaret sig skidt i Europa/Norden. Eurofrygten har fået investorerne til især at investere i de globalt defensive sektorer, men de er blevet meget dyre. I det eurokrisen ikke forsvinder foreløbig er der ikke grund til at vente, at investorerne vil satse mere på sektorer med lokal salgseksponering. Dertil kommer, at det aktuelle globale opsving ventes fortsat i andet halvår, yderligere stimuleret af en vending i Kina og et fastholdt USA-opsving samt at den globale inflation re-accelereres. Aktiestrateg Morten Kongshaug forventer på den baggrund, at den næste store rotation i aktiemarkedet vil blive over i globale cykliske sektorer, der målt på P/E er 30-40 pct. under toppen i de to seneste bullmarkeder (se artikel s. 35-36).

DEFENSIVT ISLÆT I PORTEFØLJEN

Generelt er defensive globale aktier blevet dyre, men undtagelsen er Healthcare, som vi fortsat anbefaler – målt på P/E handles sektoren 30 pct. under toppen i de to seneste bullmarkeder. Af andre elementer til afbalancering af porteføljen, især hvis man vælger en øget cyklisk eksponering, kan nævnes:

Private Equity (f.eks. Partners Group, som Danske Bank har en aftale med), som består af kapitalfondes opkøbte og afnoterede virksomheder, der trimmes og effektiviseres til en senere notering. Sådanne investeringer giver en vis immunitet over for svingninger på børserne.

DI Hedge Obligationer er også en interessant mulighed, som historisk set har givet afkast betydeligt over statsobligationer, men med væsentligt lavere kursudsving end de brede aktieindeks (se artikel s. 39-40).

Investeringsforeninger som DI Emerging Markets Small Cap, hvis fokus på de hjemlige økonomier i vækstmarkederne giver en relativt lav korrelation med de udviklede markeder (se artikel s. 32-33).



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

BEMÆRK: Ovenstående trends, strategiske muligheder og aktuelle temaer er baseret på bankens vurderinger og må på ingen måde ansues som en ufejlbarlig prognose af fremtiden. Det er tendenser og muligheder, som vi aktuelt anser for de mest sandsynlige, men der er tale om et komplekst samspil af mange faktorer, og mange forhold af økonomisk, politisk og samfunds-

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

MØD VORES MAND I SÃO PAULO



På vej til sit kontor i São Paulo går Nick Robinson hver dag forbi et af Brasiliens førende stormagasiner.

Sammen med sit team udvælger han latinamerikanske aktier

for Danske Invest, og tilbage i 2005 investerede han i aktier i stormagasinet, der har butikker over hele Brasilien.

"Der er blevet 35 mio. flere i middelklassen i Brasilien de seneste år. Det skaber større købekraft, og vi forventer, at der vil blive endnu flere købestærke forbrugere i Brasilien i de

kommende år. Kæden af stormagasiner har en stærk position med sine

11 forskellige brands målrettede forskellige kunde- og aldersgrupper. Samtidig har kæden en rigtig god ledelse

- efter vores overbevisning en af de bedste i Brasilien."

Stor succes med kort

En af årsagerne til stormagasinet store succes er lanceringen af et kundekort, som kunderne kan bruge i alle kædens stormagasiner.

"Kundekortet har været en stor

succes og er et af de områder, hvor det brasilianske stormagasin har mulighed for at vokse i fremtiden."

Vigtigt at kende ledelsen

Nick Robinson mødes jævnligt med ledelsen for at få et indblik i forretningsudviklingen og vækstmuligheder.

"Det er afgørende for os, at vi kender ledelsen og ved, hvad den står for, og hvor den vil hen."

Du kan møde Nick Robinson og flere investeringsekspertter på danskeinvest.dk.

Når du investerer gennem Danske Invest, trækker du på lokal viden fra investeringsekspertter over hele verden. Nick Robinson er én af dem.