

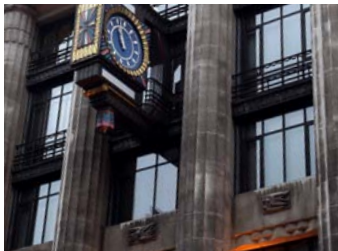
INVESTERING

2011 // MAJ



Hvordan ser fremtiden ud?

– Læs om perspektiverne for økonomi,
aktier og grøn energi



04 FINANS & ØKONOMI

Goldman Sachs tror på det globale opsving

15 KORT NYT

Hyperinflation

Small caps slår large caps på langt sigt

Euroland knager stadig i fugerne

16 UDVALGTE AKTIER

Cargotec, DnB Nor, Hasbro, Amadeus IT-Group

18 AKTIER – STRATEGI & PERSPEKTIV

Aktiemarkedet mangler en løftestang

Verdens lande søger mod selvstændig energiforsyning

22 INVESTERINGSTEMAER – OVERSIGT

24 ALTERNATIV ENERGI

Jagten på de grønne energikilder



30 AKTIVALLOKERING

Høj risiko og store kursudsving vil præge 2011

32 VIDENSKAB & TEKNOLOGI

Sociale netværk er godt for samfundet

Kina sidder på de sjældne metaller

Mens vi venter på den grønne energi...



34 RENTER & OBLIGATIONER

Inflationsbekymring kan løfte renterne

36 SKAT & PENSION

Andelsbolig som forældre køb – hvad siger skatten?

Nye betingelser for tabsfradrag på aktier

38 TRENDS

Trends på internettet



39 PROGNOSE

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

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

SWIFT: DABADKK www.danskebank.dk/kontakt · Chefredaktion: Flemming Østergaard, Allan Soon Lorentzen (ansvarshavende), Anders Nellemose · Redaktion afsluttet den 4. maj 2011

Koncept og design: Sylvester Hvid & Co A/S · Tryk: Rosendahls · Kommentarer, spørgsmål, ris og ros bedes sendt til flste@dankebank.dk · Forsidefoto: Jules Verne – En verdensomsejling under havet.

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

Forudsigelser, sorte svaner og Mission Impossible

"De, som har viden, laver ikke forudsigelser. De, der laver forudsigelser, har ingen viden." Sådan sagde filosofen Lao Tzu angiveligt i det sjette århundrede før vor tidsregning.

Lad os bare indrømme, at det har mere end en snert af sandhed i sig, når vi taler økonomiske og finansielle prognoser. Faktum er nemlig, at ingen økonomer, vismænd, finanshuse eller professorer er i stand til konsekvent at ramme rigtigt. Danske Banks, Goldman Sachs' og andre finanshuses bud på økonomi og finansielle aktivers udvikling er økonomer og analytikeres bedste bud på fremtiden. De bruger de samme teorier og formler, men deres fortolkninger, antagelser og forudsætninger varierer, og det er det, der gør, at der er forskel på økonomiske og finansielle prognoser.

Det er vigtigt, at man som investor altid husker dette. Prognoser er ikke den endegyldige sandhed, men de er trods alt det bedste bud på pejlemærker, som en investor kan vælge at følge.

Og her skal man passe på med ikke konsekvent at lade sig forføre af de mest optimistiske. Men lige netop det kan der være en tendens til, for mennesker ofte opfører sig irrationelt. Og det er en af de tungtvejende årsager til, at økonomiske prognoser er så vanskelige at lave. En grundlæggende antagelse i økonomisk teori er, at vi er rationelle individer, fordi det betyder, at man så meget lettere kan lave modeller. Det holder bare ikke altid i virkeligheden.

SORTE SVANER

Ser vi tilbage over de seneste 15-20 år, så er der sket en voldsom udvikling på mange punkter, som har gjort det endnu vanskeligere at lave økonomiske og finansielle prognoser. Der er sket en markant globalisering og liberalisering af de finansielle markeder, og der er i dag så meget dynamik i det globale finansielle system, at mange traditionelle modeller kommer til kort. Især når der kommer såkaldt eksogene chok til økonomierne. Globaliseringen og integrationen af de finansielle markeder betyder, at eksogene chok meget hurtigt kan brede sig via de finansielle markeder. Og chok har der været mange af de seneste 10-12 år. Finanskriserne i Asien og Rusland i 1997-98; IT-boblen i 2000; angrebet på WTC i 2001; tsunamien i 2004; Katrina i 2005; og ikke mindst USA's ekstremt ekspansive pengepolitik, der blev et globalt fænomen og ikke som i "gamle dage" førte til lokal inflation i forbrugerpriserne, men i stedet inflaterede aktiviteter globalt via kanalisering af overskudslikviditet til aktiver som jord, ejendomme og aktier i den globaliserede verden og skabte Kreditboblen.

Nogle chok er umulige at forudsige, f.eks. angrebet på World Trade Center eller tsunamien. Kreditboblen vil de fleste nok også nævne, men ikke Nassim Nicholas Taleb, der var blandt de få, der advarede om, at finanskrisen var uundgåelig med udgivelsen af bogen *The Black Swan* i 2007. I bogen advarer han om de risikostyringsmetoder, som anvendes i dag, idet de baserer sig på forventninger, der på me-

get utilstrækkelig vis tager højde for ekstreme begivenheder – Sorte svaner – som forekommer langt oftere end modellerne antager. Taleb sammenligner finanskrisen med situationen for en kalkun før Thanksgiving:

"A turkey is fed for a 1000 days - every day confirms to its statistical department that the human race cares about its welfare 'with increased statistical significance'. On the 1001st day, the turkey has a surprise."

MISSION IMPOSSIBLE

I en verden, hvor mange flere mennesker i løbet af de kommende år skal deles om de samme råvarer, oliemængder, vandressourcer, *Rare Earth Metals*, fødevarer osv. stiger spændingerne og dermed også risikoen for sorte svaner eller kalkuner om man vil. Samtidig er der en tiltagende global opvarmning, som betyder, at det globale klimasystem nærmer sig et tipping point. En smertetærskel, som er irreversibel og som når det passerer vil medføre voldsomme og pludselige ændringer i et omfang som pga. klimasystemets ikke-lineære karakter er meget svære at forudsige - og som Carol Dumaine fra US Department of Energy har sagt "meget vel kan blive meget værre end IPCC's værste scenario".

På mange områder står verden over for en massiv mur af udfordringer uden sidestykke i historien, og det forekommer at være en "Mission Impossible" at løse de mange opgaver i tide, før det eskalerer i voldelige konflikter, katastrofale klimaforandringer og masseigrationsbølger.

I hvert fald hvis man ser på den manglende globale politiske samarbejde og mangelen på teknologiske løsninger. Men som Albert Einstein har sagt:

"We cannot solve our problems with the same thinking that created them."

Det største problem af dem alle er energien. Fossile brændstoffer har på 150 år gjort tilværelsen uendeligt meget lettere for menneskeheden. Nu er olien ikke blot ved at være en mangelvare, men vi er af klimamæssige årsager også nødt til at finde en afløser. Med ubegrænsede, billige, ikke-forurenende energikilder vil vi være nået meget langt i at kunne løse de globale problemer.

Men nutidens eksisterende teknologier er helt utilstrækkelige, og selv med brug af en meget lang lineal, ser situationen håbløs ud. Men man skal netop ikke bruge en lineal, når man forsøger at lave teknologiske forudsigelser. Historien har masser af eksempler på, at det umulige er muligt. Det gælder lige fra opfindelsen af dampmaskinen i 1869 til månelandingen i 1969 - og de videnskabelige og teknologiske landvinde, der siden er foregået i eksponentiel hastighed.

De fleste af os, inklusive politikerne, har svært ved at se ud af boksen og bryde vanetænkningen. Men det kan og skal videnskaben. Vi ser i dette nummer på, hvad status er i jagten på de potentielle energikilder.



Goldman Sachs tror på det globale opsving

På en konference for Danske Banks investeringsrådgivere stod det klart, at investeringsbanken har et overvejende positivt syn på både verdensøkonomien og aktiemarkederne.

LONDON

Danske Bank har nu igennem 10 år haft en samarbejdsaftale med investeringsbanken Goldman Sachs. Aftalen indebærer, at Danske Banks rådgivere er i løbende kontakt med bankens omfattende ressourcer af analytikere, strateger og økonomer og har adgang til Goldman Sachs' (GS) analyser af økonomi, finansielle markeder og aktivklasser, herunder en massiv dækning af aktier over hele kloden.

Samarbejdet indebærer også, at en del af Danske Banks ledende

rådgivere har mulighed for jævnligt at deltage i konferencer som afholdes af GS. Det spænder fra specifikke temaer og sektorer og præsentationen af GS' overordnede strategier i starten af året til en årlig konference specielt for Danske Bank, som omfatter en bred gennemgang af GS' aktuelle holdninger og forventninger, præsenteret af ledende økonomer, analytikere og strateger. I denne artikel præsenteres korte sammenfatninger af det sidste, der blev afholdt 7.-8. april i London.



Global økonomi

Kamakshya Trivedi
Senior Global Economist

Det overordnede billede er, at GS har mere positive forventninger på verdensøkonomien som helhed. Forventningen til USA i år er en vækst på 2,9 pct. (som konsensus), Japan 0,7 pct. (1,4) og Euroland 2,0 pct. (1,7). Der, hvor GS adskiller sig afgørende fra konsensus, er på de store udviklingsøkonomier – BRIK-landene (Brasilien, Rusland, Indien og Kina), hvor GS har en mere positiv vurdering for alle fire. Resultaterne i en BRIK-forventning på 8,5 pct. mod 7,9 pct. i konsensus. Denne højere tro på BRIK-vækst gælder også 2012, hvor GS dog også ligger over konsensus for de udviklede lande, især USA.

”Vi er generelt konstruktive på prissætningen af aktier og den økonomiske cyklus og forventer stærk global vækst og kun beskeden monetær opstramning. Dette synspunkt er forankret i en forventning om en mere vedvarende økonomisk ekspansion i USA og et beskeden inflationært miljø. Af stor betydning er også det faktum, at udviklingsøkonomierne har gennemgået en periode med høj inflation og den mest intense strammingsfase er nu sandsynligvis bag dem,” sagde Kamakshya Trivedi og tilføjede:

”Men betydelige risici ligger også forude. Vigtigst er de høje olieprisers påvirkning af inflation og global vækst. Hvis oliepriserne forbliver på de aktuelle niveauer, så forventer vi, at effekten bliver mærkbar, men den kan håndteres i det overordnede globale vækstbillede.”

USA er trods BRIK's stigende vækstbidrag stadig verdens største økonomi og dermed afgørende for verdensøkonomien og det globale opsving. Arbejdsmarkedet er på sin side afgørende for USA.

”Historisk set har initial jobless claims (ugentlige opgørelser over ansøgninger om

ledighedsunderstøttelse, red.) været en solid indikator for ledigheden. Og da jobless claims igennem mange måneder har været markant faldende, så varsler det en mere udpræget faldende tendens i ledigheden, end det har været tilfældet det seneste års tid. Vi tror, at ledigheden ved udgangen af 2012 vil være 8 pct. Et stærkt USA-opsving er basis for vores prognose for den globale økonomi, kombineret med det faktum, at Emerging Markets nu er ovre den værste del af deres strammingscyklus i bekæmpelsen af inflation. Men der er stadig risici forude, og det er dem, som alle taler om ”

Blandt de mest fremtrædende bekymringer er uroen i MENA (Mellemøsten og Nordafrika); gældskrisen i Europa; råvarepriserne; effekten af jordskælvet i Japan og inflationsrisikoen.

Inflationen er en vigtig økonomisk komponent, som har skabt bekymring, da kerneinflationen er steget i bl.a. både USA og Euroland. Især den amerikanske stigning har skræmt obligationsmarkedet, selv om det er på et meget lavt niveau. Men der er imidlertid ikke noget, der tyder på, at inflationen rundt om er på vej ind i en farlig up-trend og dermed generelle rentestigninger kloden over. Der er nemlig en stor variation i, hvordan de enkelte lande står rent cyklisk. Faktisk er der en historisk høj spredning i landes ”output gaps” – dvs. der er usædvanlig stor forskel på landes faktiske produktion i forhold til økonomiens potentiale – og dermed er synkrone rentestigninger usandsynlige. For USA's vedkommende tror Trivedi ikke på renteforhøjelser i 2011, men han påpeger, at risiciene peger på en rentestigning lidt tidligere end GS' aktuelle forventning om, at det først sker i 1. kvartal 2013. Yderligere stramninger i Emerging Markets ventes at blive beskeden herfra. I de udviklede lande ekskl. USA vil stigningerne kun være moderate de næste to år.

”Der vil blive strammet nogle steder, mere beskeden i andre, men vi vil ikke se rentestigninger over en bred kam i verdensøkonomien. Vi vil se en tendens til stigende obligationsrenter, men her er det værd at fremhæve en vigtig pointe: Stigende obligationsrenter drevet af bedre vækstnyheder er ikke nødvendigvis negativt for aktier. Vi tror ikke, at afslutningen på QE2 (Federal Reserves støtteopkøb af obligationer, red.) vil få nogen større effekt på hverken aktier eller obligationer, men det kan dog forårsage volatilitet.”

Blandt de største samtaleemner, når snakken falder på risici, er naturligvis olieprisen. GS' beregninger for USA indikerer, at en stigning i prisen på råolie på 10 pct. vil kappe 0,2 pct. af væksten det første år og det samme året efter – estimerne er lidt lavere for Europa, hvor økonomiernes olieintensitet er noget lavere.

”Stigninger på 10-20 pct. er til at håndtere i den forstand, at væksten forbliver på sun-

de niveauer. Det er dog værd at fremhæve, at estimerne for olieprisers effekt på økonomien er ”alt andet lige” betragtninger. Men større olieprischok får større effekt og taler vi om stigninger på 40-50 pct. kan det af-dæmpe væksten mere skarpt. Når vi en oliepris på 145 USD/tønde som i 2008, så vil det dog ikke være så stort et chok som dengang, men det vil stadig have en meget betydelig effekt,” siger Trivedi.

Hvad fødevarerpriserne angår, så er det naturligtvis i sig selv et stort problem for især de udviklingsøkonomier, hvor mad i forvejen udgør op mod halvdelen af husholdningsbudgettet. I Kina indgår mad f.eks. med en tredjedel i forbrugerprisindekset (CPI), og Indien lidt lavere, mens det i det udviklede lande typisk er under 10 pct.

Men medmindre fødevarerpriserne fortsætter den voldsomme udvikling (steget 37 pct. det seneste år ifølge FAO Food Price Index), hvilket Trivedi ikke forventer, så vil inflationen udvikle sig moderat og risikoen for kompenserende lønstigninger vil være lavere.

Hvis man eksempelvis antager, at fødevarerpriserne holder sig på det aktuelle niveau et år frem, så vil CPI under antagelse af normal udvikling i andre inflationskomponenter være lavere næste år idet man jo hele tiden måler udviklingen i forhold til tidligere niveauer i prisindekset. Og hvis man måler i forhold til en høj prisindeksværdi et år tidligere, så vil den procentvise stigning være lavere end dengang, hvor indeksværdien var steget så markant i forhold til året før.

Trivedi mener, at tiden er inde til at øge eksponeringen til aktier i Emerging Markets igen. Emerging Markets-aktier outperformede aktier udviklede lande fra maj 2010 til november 2010, da den økonomiske udvikling i sidstnævnte var væsentlig mere usikker og snakken om double dip prægede overskrifterne. Men i år har opsvinget med stadig større styrke bidt sig fast i de rige lande, mens de store udviklingsøkonomier har været præget af pengepolitiske stramminger. Investorerne er derfor søgt i større omfang til de udviklede aktiemarkeder. Men nu hvor den mest intense fase af strammingerne er overstået i Emerging Markets og aktiviteten kan blive stabiliseret igen, er tiden inden til at søge ud mod Emerging Markets, der har underperformed de udviklede markeder betydeligt, mener Trivedi.

Hvad angår jordskælvet i Japan og atomkraftulykken, så tror han ikke, at dette vil have en betydelig påvirkning på det langsigtede vækstbillede for Japan.

”Som det var tilfældet for hurricane Katrina og andre naturkatastrofer, så vil væksten blive alvorligt ramt i næste kvartal eller længere afhængigt af situationen med Fukushima og elektricitetsforsyningen, men i sidste ende bliver det blot en kortvarig påvirkning.”



Råvarer

Samantha Dart
Senior Commodities Strategist

Samantha Dart pointerer, at tre temaer sandsynligvis vil dominere prisudviklingen på råvarer i 2011 og fremefter:

1. *Differentiering af udbud.* Hvor der i de seneste år har været en tendens til, at råvarepriser i høj grad er fulgtes ad, så forventer Dart, at vi fremover vil se en større differentiering mellem forskellige råvarer drevet af omfanget af udbudsbegrænsninger for de enkelte råvarer – og dermed vil prisudviklingen også blive langt mere forskellig.
2. *Reallokering af ressourcer.* Den manglende evne til at øge udbudet af knappe ressourcer selv efter et årti med stigende priser betyder, at det ikke længere er et spørgsmål om, hvorvidt råvarepriserne vil forblive høje, men snarere om udviklingsøkonomierne vil være i stand til at skaffe tilstrækkeligt mange af dem til at kunne holde de høje vækstrater. Udviklingsøkonomierne er tvunget til i stigende grad at byde over de udviklede økonomier i kampen om knappe ressourcer, især når udbudsbegrænsningerne er mere restriktive. Men denne "reallokering af ressourcer", som GS kalder det, fra udviklede lande til udviklingsøkonomier, har også potentialet til at kunne dæmpe den økonomiske vækst i de udviklede lande, fordi udviklingsøkonomierne ganske enkelt er villige til at betale mere for ressourcerne som følge af den højere værdi, de giver deres økonomier. Vi vil fremover se endnu voldsommere prisbevægelser og volatilitet i råvarer.
3. *Makroøkonomisk relevans.* I jo større grad den nævnte "reallokering af res-

sourcer" finder sted, desto mere relevante bliver råvaremarkederne for de bredere økonomiske variable som f.eks. valutakurser, reale og nominelle renter og valuteringer i aktiemarkederne. Eksempelvis har den kraftige stigning i oliepriserne og det væsentlige skifte i handelsbevægelser haft stor effekt på betalingsbalanceunderskud i USA og andre store importlande. Idet valutakurser er drevet delvist af betalingsbalanceunderskud, så har denne effekt på handelsunderskud påvirket valutakurser og regionale renter. Fremadrettet skaber dette en højere korrelation mellem råvarepriser og økonomiske variable.

Samantha Dart fremhæver CCCP som et særligt område at holde øje med inden for råvarer. Nej, selv om Rusland spiller en betydelig rolle i verdensbilledet med store olie- og gasreserver, så hentyder forkortelsen ikke til det tidligere Sovjetunionen, men fire råvarer: Crude Oil, Copper, Cotton/Soybeans samt PGM (Platinum Group Metals).

Især disse råvarer er præget af både en meget høj efterspørgsel fra udviklingsøkonomierne (især Kina og i stigende grad Indien), mens de samtidig er tæt på kapacitetsgrænsen.

Den omtalte reallokering af ressourcer er særlig udpræget i kobber, hvor Kina i 2010 efterspurgte omkring 35 pct. af det globale udbud – mens kobberefterspørgselen i G3 / (USA, Japan, Tyskland) er faldet fra godt 60 pct. til knap 30 pct. over de seneste 15 år. Kinas kobberefterspørgsel er dog ikke lige nu så stor som i 2010, men det kommer den igen, forsikrer Dart. Hun tror, at 2011 også vil byde på stor efterspørgsel efter bio-brændsel og dermed bl.a. majs, mens soja-

bønner vil opleve endnu større interesse.

Fælles for både bomuld, majs og sojabønner er, at hvis udbudet skal øges, kræver det udnyttelse af mere jord, og det er problematisk i en verden, hvor langt den største del af den opdyrkede jord allerede er udnyttet af landbruget. Men Dart forventer, at det vil ske i et vist omfang i både USA og Sydamerika i år. Udbudssituationen er imidlertid særdeles sårbar for de tre nævnte råvarer, og dette kombineret med aktuelt lave lagre, især for majs og sojabønner, og risikoen for dårligt vejr, som påvirker høstudbytterne betyder, at risikoen/potentialet for prisstigninger er meget stor.

Hvad angår olien, så følger væksten i verdens energiefterspørgsel den globale vækst.

"Men selv om de udviklede lande også viser pæne vækstrater igen, så tror vi ikke, at energiefterspørgselen i OECD vil nå før-krise højderne som følge af en massiv og stigende fokus på energieffektivitet og samtidig stærk vækst i Emerging Markets efterspørgsel af olie og metaller. Stigende olieefterspørgsel vil næsten udelukkende komme fra udviklingsøkonomierne, især Kina, hvis vækst i olieforbrug ser ud til at stabilisere sig på en meget høj hastighed," siger Dart.

Hun understreger, at det er GS' vurdering, at OPEC's reservekapacitet er langt lavere end officielle estimater og tilkendegivelser siger.

"Vi tror, at Saudi Arabien øgede produktionen allerede sidste år, og i og med at de globale lagre samtidig er faldet, og der mangler 1 mio. t/d, så er vi tættere på den globale kapacitetsgrænse, som efter vores vurdering er lige under 2 mio. t/d."

Hun tilføjer, at en fair oliepris i dag er omkring 105 USD/t, men at frykten for at uroen i MENA breder sig betyder, at der er en risikopræmie i olieprisen på omkring 10 USD.

Dart fremhæver også, at naturgas bliver en vigtigere komponent i den globale energiforsyning fremover og skal følsomheden over for oliepriser mindskes kræver det, at naturgas også kan anvendes i større grad i transportsektoren. Naturgas nævnes i stigende omfang som et alternativ til olien, og det hænger sammen med de teknologiske landvindinger de senere år, der har gjort det muligt at udnytte gasreserver fanget under bl.a. skiferlag (shale gas) – og især USA har vist sig at have store mængder, som allerede nu udnyttes. Det er dog ikke uden problemer. Ikke blot kræver teknologien meget store vandmængder, men det helt store problem er, at vandet er kraftigt forurenet, når man skiller sig af med det. Det har skabt mange protester i USA fra folk, der bor tæt på shale gas felter. Der er derfor et stigende pres fra visse grupper om en skrappe lovgivning på området, men ifølge Dart vil det ikke ske før en bebudet rapport om problemet foreligger en gang til næste år.

Europæiske aktier

Anders E. Nielsen
European Portfolio Strategist



Anders Nielsen peger på følgende årsager til, at han tror Stoxx Europe 600 vil stige fra aktuelt 280 til 340 på et års sigt: Stærk global vækst og lave renter; fortsat opsving i selskabernes indtjening; attraktive valueringer både i historisk perspektiv og sammenlignet med andre aktivklasser.

Selv om ECB har påbegyndt en stramning af pengepolitikken, så bliver det yderst moderat herfra og med udsigt til fortsat lave renter i kombination med stærk global vækst, så er der fundamentalt gode betingelser for selskaberne i Europa. Da aktierne er steget ganske pænt, siden de begyndte at komme ud af mørket i foråret 2009, kunne man dog forvente, at de største gevinster var bag os. Men den forventning kunne ikke være længere fra sandheden, mener Anders Nielsen.

"Den indtjeningsfremgang, som drev de europæiske aktier i 2010, vil fortsætte i 2011 og 2012. Vi forventer et opsving i indtjeningen og marginerne (et vigtigt nøgletal i mange sammenhænge, f.eks. defineres profit margin som nettoindtjening i forhold til omsætning, red.) på linje med det, vi har oplevet i tidligere opsving i 1994 og 2003, og det vil bl.a. betyde, at før-krise rekorden for marginerne vil blive overgået ved udgangen af 2011," siger Anders Nielsen, som fremhæver, at fremgangen i marginer og indtjening gælder alle sektorer, og der er mest potentiale herfra i de cykliske sektorer, understøttet af at kapacitetsudnyttelsen stadig er lav.

Anders Nielsen fremhæver flere interessante observationer omkring de europæiske aktiers aktuelle prisfastsættelse. I 1993 og 2003 var 12 mdr. forward P/E hhv. 17 og 16, mens GS' estimat i dag lyder på 9,4 (konsensus 10,2). Ser man på de aktier, som generelt er præget af høj vækst i EBITDA (indtjening før skat og afskrivninger), så er de blevet

"rerated" under krisen, så forskellen i forhold til aktier med lav vækst i indtjeningen er blevet indsnævret markant – hvilket betyder, at denne aktietype er særlig interessant.

"Når vi er i krise, vil folk ikke betale så meget for forventet vækst," siger Anders Nielsen.

Interessant er det også, at risikopræmien – merkafkastet på aktier i forhold til 10-årige (tyske) statsobligationer – stadig er høj, både historisk og i forhold til erhvervsobligationer. Alene en normalisering af risikopræmien indikerer en stigning i Stoxx Europe 600 til 420.

GS opdeler aktiemarkedets cyklus i fire faser: Fortvivlelse (historisk 26 mdr. i snit); Håb (10 mdr.); Vækst (33 mdr.) og Optimisme (14 mdr.).

"Vi er stadig i Vækst-fasen, men nærmer os Optimisme. Vi har set mange mdr. med fremgang, og det betyder, at investorerne er blevet mere optimistiske. Det betyder i kombination med de gunstige makro- og renteforhold, attraktive valueringer og en høj risikopræmie, at der efter vores vurdering er basis for betydelige stigninger herfra."

Men hvordan ser billedet ud med finanspolitisk opstramning, stigende råvarepriser og renteforhøjelser fra ECB i horisonten?

"Umiddelbart skulle man tro, at nødvendigheden af at de europæiske lande set over en bred kam vil stramme finanspolitikken vil svække aktiemarkedets potentiale, men historisk set har aktiemarkedet faktisk en tendens til at klare sig godt i perioder med finanspolitisk konsolidering," påpeger Anders Nielsen.

En anden mulig trussel kunne man mene var de stigende råvarepriser. Men, måske noget overraskende, så viser historien en stærk positiv korrelation mellem stigende råvarepriser og europæiske aktier (kurs og EBIT margin) som helhed. Nogle sektorer har imidlertid en negativ korrelation – dvs. de har altså historisk set en tendens til at underperforme, når råvarerne bliver dyrere. Det gælder sektorer som fødevarerpro-

ducenter, tobak, biler, pharma og detail.

"Vi har det godt med de råvareprisstigninger vi har set, men MENA-uroen og Japan-krisen har svækket vores "reserver" – vi kan ikke tåle mange flere chok. Vi ser energiforsyningen som den største risiko."

Med hensyn til stigende renter, så viser historiske erfaringer, at aktier klarer sig godt omkring bunden i en rentecyklus. Effekten af rentestigninger kan dog blive negativ, hvis rentestigningen er meget kraftig som i 1994. Men der er ikke noget, der tyder på, at de pengepolitiske stramninger i Europa bliver kraftige. Kapacitetsudnyttelsen er stadig meget lav, ledigheden høj og desuden ville kraftige stigninger forværre situationen for de trængte eurolande.

Anders Nielsen anbefaler, at man holder øje med flere forhold, når man udvælger aktier i det europæiske aktieunivers. Tysk forbrug er interessant. Det samme gælder det tyske marked som helhed i forhold til selskaber, der har eksponering mod periferi-landene i eurozonen, ligesom man også bør foretrække europæisk eksponering mod Emerging Markets frem for de trængte eurolande. Vækstselskaber med høje dividender fremhæves også, og det samme gør selskaber med høj driftsmæssig gearing, dvs. selskaber med relativt lave variable omkostninger, for hvem det ikke koster så meget at øge produktionen eller salget. Historisk set undervurderes potentialet i selskaber med høj driftsmæssig gearing i et opsving, og det er også tilfældet denne gang. Høj driftsmæssig gearing er typisk karakteristisk for cykliske selskaber, en aktietype, som Anders Nielsen fremhæver som særligt attraktiv p.t.

I øvrigt tror han også, at vi står over for et øget omfang i fusioner & opkøb (M&A), og det vil være stimulerende for markedet generelt.

"Europæiske selskaber har masser af kapital, men M&A-aktiviteten har hidtil været på et relativt lavt niveau, hvilket skyldes usikkerhed om det globale opsving – en usikkerhed, som er ved at fortone sig."

GOLDMAN SACHS' AKTUELLE LANDEVURDERING FOR EUROPA

OVERVÆGT	NEUTRAL	UNDERVÆGT
DAX (Tyskland)	AEX (Holland)	CAC (Frankrig)
FTSE 250 (Storbritannien)	FTSE 100 (Storbritannien)	MIB (Italien)
OBX (Norge)	IBEX (Spanien)	SMI (Schweiz)
OMX (Norden)	MDAX (Tyskland)	

GOLDMAN SACHS' AKTUELLE SEKTORVURDERING FOR EUROPA

OVERVÆGT	NEUTRAL	UNDERVÆGT
Auto	Kemikalier	Byggeri & Materialer
Banker	Finansielle services	Føde & Drikkevarer
Basale ressourcer	Forsikring	Healthcare
Industrielle varer og services	Medier	Forsyning
Olje & Gas	Ejendomme	Detail
Teknologi	Telekommunikation	
Rejser & Fritid	Personlige & Husholdningsgoder	



USA's økonomi

Jari Stehn
Senior US Economist

Væksttallene for USA's økonomi i første kvartal er potentielt vildledende, idet de skyldes flere midlertidige forhold. Jari Stehn forventer en solid fremgang i USA i år med 3,1 pct. vækst – og i perioder annualiserede vækstrater tæt på 4 pct. Og der er bestemt ingen grund til at frygte inflation af den grund. Der er stadig masser af kapacitet i amerikansk økonomi, og kerneinflationen (dvs. ekskl. føde og energi) ventes at forblive omkring 1 pct. det næste par år. Det såkaldte output gap – forskellen mellem økonomiens potentielle produktion og den aktuelle – er stort, og det ventes ikke lukket før hen i mod slutningen af 2012.

Men hvad nu hvis økonomiens faktiske potentiale er overvurderet i betragtning af de mange ændringer, som verdensøkonomien har undergået de seneste 10 år, hvor en forskydning af den økonomiske magtbalance over mod Asien er en af dem, men også andre strukturelle ændringer, samt at den amerikanske finanssektor stadig ikke er kommet sig fuldt ud fra finanskrisen og flere års fejlagtig kreditgivning?

”Man kunne godt forestille sig, at økonomiens potentielle BNP er faldet. Men det mener vi ikke er tilfældet. Ser man på udviklingen i USA's BNP-vækst siden 1870, så tegner det et billede af en uhyre stabil BNP over tiden til trods for, at der igennem den periode er sket mange voldsomme strukturelle ændringer på mange områder,” siger Jari Stehn.

Da vi havde en stor krise i kølvandet på IT-boblens kollaps omkring årtusindskiftet blev de efterfølgende rationaliseringer og sparerunder i de udviklede landes virk-

somheder for alvor startskuddet til outsourcing af arbejdspladser til Emerging Markets. I mange lande har befolkningerne under den seneste krise, da det så sortest ud, protesteret voldsomt mod globaliseringen af frygt for, at det ville gentage sig...

”Det er svært at finde data for den slags, og jeg kan ikke udelukke, at det forklarer en lille del af den aktuelt høje ledighed i USA. Det har måske påvirket den strukturelle ledighed men i et begrænset omfang,” siger Jari Stehn, som fastholder forventningen om, at USA's ledighed næste år kommer under 8 pct.

For nylig hævede ECB renten og indledte dermed en strammingskurs, som dog ventes at blive moderat. Det har imidlertid lange udsigter før den amerikanske centralbank, Federal Reserve, følger efter.

”Ifølge den såkaldte Taylor-regel, som fortæller, hvad centralbankens ledende rente (Fed Funds i USA, red.) burde være, når man tager højde for det aktuelle output gap og inflationsniveau, så burde Fed Funds ligge i minus 4 pct. nu. Det kan den af gode grunde ikke, så Federal Reserve har i stedet anvendt opkøb af obligationer og forsikret, at renten ikke hæves foreløbig. Det har mindsket gabet mellem Taylor-renten og Fed Funds, men ikke nok, og vi tror at Federal Reserve først hæver renten tidligt i 2013, til dels også forhindret af præsidentvalget.”

Overordnet set peger tendensen i økonomiske nøgletal på, at GS får ret i forventningerne om stærk USA-vækst i år. Men der er bestemt også risici at holde øje med.

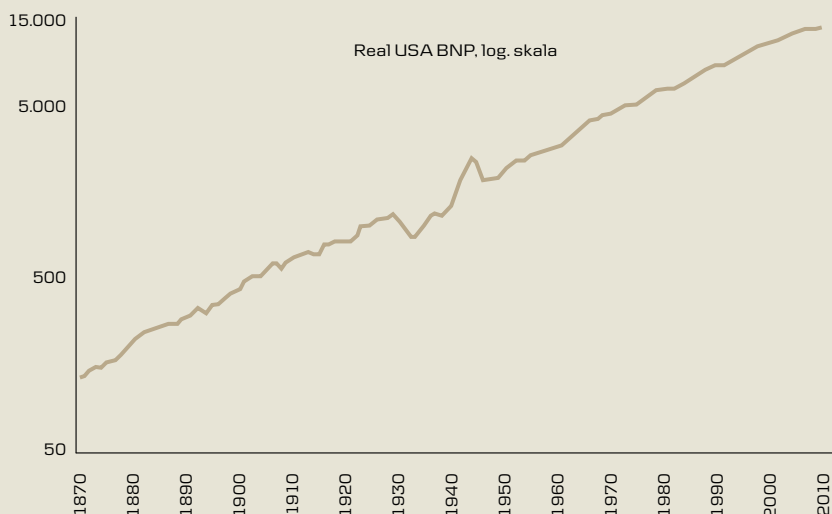
”For det første er der olieprisen. MENA-krisen har sendt olieprisen 20 pct. over vo-

res forventning for 2011, og holder det niveau, vil det påvirke USA's vækst negativt. Yderligere 20 pct. vil kunne sende væksten kortvarigt tæt på nul i 2012, men vi tror dog økonomien vil rejse sig igen mod slutningen af året. En anden risiko er de nødvendige finanspolitiske stramninger i de kommende år, som også vil lægge en dæmper på væksten. Og for det tredje er der boligmarkedet, hvor der er et overudbud af boliger, som vil holde nye boligbyggerier på lavt blus og presse de generelle boligpriser yderligere ned.”

En langsigtet udfordring er den amerikanske statsgæld, som får nogle til at tegne dommedagsscenerier for USA, især efter indførelsen af sundhedsreformen, som har øget de offentlige udgifter og som efter de mest dystre iagttages vurderinger er en kurs mod en statsgæld på 500 pct. af BNP.

”Laver man simulationer over 200 år, får man sådanne resultater. USA's budgetunderskud er påvirket af både cykliske og strukturelle forhold, og det giver en udfordring, men det er ikke uoverskueligt. Man kunne forestille sig finanspolitiske regler som Tyskland. Man skal ikke gøre det hele nu men gradvist.”

Milliarder 2005-dollars, log. skala



Kilde: Angus Maddisons data



USA's aktiemarked

David Kostin
Chief US Equity Strategist

Udsigten til både et stærkt amerikansk og globalt opsving i år og 2012 varsler godt for det amerikanske aktiemarked. Det vil føre til større omsætning for de amerikanske virksomheder, som henter 70 pct. af indtjeningen på hjemmemarkedet og resten internationalt. Generelt er David Kostin optimist med hensyn til det amerikanske aktiemarked. Han forventer, at S&P 500 ved udgangen af 2011 vil nå 1500 mod aktuelt 1315, og det vil være en afspejling først og fremmest af vækst i EPS (indtjening pr. aktie).

En mindre ekspansion i P/E forventes dog også at medvirke til at drive marke-

det højere. En ekspansion i P/E afspejler, at det stadig mere positive økonomiske miljø gør investorerne mere risikovillige, og derfor vil de betale mere for en dollars indtjening i en virksomhed nu, end de ville sidste år, hvor det økonomiske billede var mere mudret.

At det er et mere stabilt økonomisk miljø, vi befinder os i i år, understøttet af stigende investortillid, afspejles også i, at volatiliteten – dvs. aktiemarkedernes/aktiernes kursudsving, er blevet mindre, ligesom andre risikomål også er faldet.

Vigtigt er det også i den forbindelse, at korrelationen mellem sektorer og mellem

aktier er faldet. I en kriseperiode er det et klassisk mønster, at både sektor- og aktiekorrelationer er høje – dvs. der er en tendens til, at det hele følges ad i en mere eller mindre samlet flok, uagtet de store fundamentale forskelle på sektorer og enkeltaktier.

Fremgangen i økonomien er naturligvis ikke gået de amerikanske forbrugeres næse forbi. Og selv om ledigheden stadig er høj med 8,9 pct., så er der tale om et fald fra toppen på 10,1 pct., og den vil falde yderligere i takt med at det amerikanske opsving bider sig fast. Den slags styrker forventningerne til fremtiden og dermed også husholdningernes lyst til at bruge flere penge – og til at købe aktier. Og det er en vigtig faktor for aktiemarkedet, idet husholdningerne ejer 54 pct. af det amerikanske aktiemarked. David Kostin forventer, at i løbet af 2011 vil 750 mia. USD i alt gå ind i det amerikanske marked og heraf vil husholdningerne alene stå for de 125 mia. USD. Det største bidrag vil komme fra de velpolstre-



STIGENDE EPS

En stigning i EPS hænger sammen med en forventning om, at virksomhederne vil være i stand til at forbedre de såkaldte profit marginer med yderligere 0,3 pct. Det vil sige, at de vil være i en position i stand til at tjene relativt mere på et øget salg uden at de variable omkostninger, herunder lønninger, følger tilsvarende med. EPS forventes i december 2011 at ligge i 96 USD – dvs. over toppen i oktober 2007 på 91 USD. Idet S&P 500 på det tidspunkt ventes at ligge omkring 1500 – under 07-rekorden på 1565 – så fortæller det, at virksomhederne er blevet bedre til at tjene penge. Det skal dog tilføjes, at det primært er i selskaber inden for informationsteknologi, at vi vil se stigende profitmargin, men de vil være så kraftige at de løfter marginerne i S&P 500 til nye rekorder.

ATTRAKTIV P/E

En yderligere interessant observation ved det amerikanske marked lige nu er den cyklisk justerede P/E, som giver et mere fair indtryk af aktiemarkedets prissætning i forhold til indtjeningen. Umiddelbart forekommer det ikke attraktivt, hvis E'et i P/E udgøres af rapporteret indtjening, idet den cyklisk justerede P/E i så fald er 23,5 mod et gennemsnit over 80 år på 17,5. Men man får et mere reelt billede af virksomhedernes indtjening, hvis man anvender driftsmæssig indtjening, hvor afskrivninger ikke er med. I så fald bliver den cyklisk justerede P/E på 18,9 mod et langsigtet gennemsnit på 16,9.



de virksomheder selv i form af aktietilbagekøb og M&A aktiviteter.

Hvis David Kostin får ret i sin forventning om, at S&P 500 når 1500 i år, så er der ikke langt op til rekorden på 1565, som blev sat i oktober 2007 – et år før den finansielle verden ramlede sammen og blev efterfulgt af den værste økonomiske krise siden depressionen i 30'erne. Umiddelbart forekommer det ulogisk, at aktiemarkedet nærmer sig nye rekordhøjder allerede to år efter. Men David Kostin argumenterer for logikken.

”Ser man 100 års data over indtjeningen i amerikanske virksomheder, så viser de, at det kun tager to år for indtjeningen at falde fra top til bund. Nu har vi et amerikansk opsving, der bliver stadig stærkere, og i dag er USA's nominelle BNP allerede pænt over BNP-toppen i 3. kvartal 2008, og vi forventer det vil ligge 12 pct. over i 4. kvartal 2012. BNP-væksten er en vigtig driver for virksomhedernes salg, men vi har endnu ikke set den store salgsfremgang, siden bunden blev nået i 4. kvartal 2009. Det tror vi kommer i takt med et stærkere opsving. En af årsagerne til, at økonomien var svag gennem 2010, var en modvillighed til nyansættelser, men det udmønter sig til gengæld nu i form af forbedrede profitmarginer. Så for at opsummere: Der er vækst i den indenlandske økonomi og den globale økonomi. Sal-

get vil stige, og det samme vil marginerne. Aktiemarkedet vil stige efter vores vurdering.”

Men risici er der selvfølgelig, og David Kostin fremhæver olieprisen som den altdominerende. Stiger olieprisen til over 130 USD i en længere periode er det en klart forøget risiko for væksten og aktiemarkedet.

Kostin nævner endvidere, at mange investorer frygter inflation som følge af de stigende råvarepriser, men det afviser han. Undersøgelser over ni perioder med stigen-

de råvarepriser udtrykt ved producentprisindekset viser at profit marginer i gennemsnit faktisk steg med 0,13 pct. Men endnu vigtigere er det underdrejede boligmarked i USA, som forventes at falde yderligere. Boligmarkedet udgør 41 pct. af forbrugerprisindekset og 49 pct. af kerneinflationen.

Som udgangspunkt anbefaler Kostin at overvægte cykliske og undervægte defensive sektorer.

Sektorer	Goldman Sachs Anbefalede Sektor vægtninger	Aktuel S&P 500 Vægt	GS Overvægt/ Undervægt
Energi	Overvægt	13%	200 bp
Finans		16	200
Informationsteknologi		19	200
Forbrugsgoder	Neutral	11	0
Industri		11	0
Materialer		4	0
Telekom. Services		3	0
Forsyning	Undervægt	3	(100)
Forbrugsvarer		10	(200)
Health Care		11	(300)
S&P 500		100%	0 bp



GS Research Framework

Richard Tufts
Head of European Equity Research

Goldman Sachs er fortsat med at investere i og udvikle Investment Research trods

finansskrisens udfordrende kølvand. I dag dækker GS 1173 aktier inden for EMEA alene (Europa, Mellemøsten, Afrika) og dermed har finanshuset - med Richard Tufts ord – “the broadest footprint on the street” og en intens dækning af alle aktivklasser og økonomiske analyser fra Wall Street og ud til verdens ende.

Investeringsbankens model er baseret på sund, bottom-up fundamental analyse og har en stærk track record for præcision af prognoser og aktieanbefalinger. GS er ikke bange for at afvige fra konsensus, hvilket er en anden tilgang end mange konkurrenter har.

”For få år siden blev Goldman Sachs simpelthen udelukket fra internationale konsensus surveys, fordi deres prognoser var mere end to standardafvigelser fra gennemsnittet. Vi var meget stolte af det i lyset af det, der efterfølgende skete,” siger Richard Tufts.

Et gennemgående og slående træk ved de mange foredragsholdere på denne konference er også enigheden om de makroøkonomiske forventninger, råvarepriserne, olieprisen, eurokrisen, Emerging Markets osv. Der er ingen slinger i valsen. Alle bruger det samme udgangspunkt som fundament for de specifikke delområder, de er

ansvarlige for. Ikke noget med ”min personlige mening om den sag er...”. Her kan man tale om konsensus.

Åbenlyse spørgsmål til Richard Tufts var følgende:

Makroøkonomi og finansielle prognoser er ikke nogen eksakt videnskab, og når der ikke er noget korrekt resultat (for bagefter), så er det vel ikke nogen let proces at nå frem til denne enighed? Og hvad er hemmeligheden bag Goldman Sachs succes med prognoser - hvad får jeres analytikere til at komme frem til og turde tro på analyser, der afviger fra konsensus?

”For det første er det ikke nogen let proces. Hvad angår makroøkonomiske analyser, så er det vigtigt, at man forbliver fleksibel og involverer så mange datapunkter som muligt. At have et stædigt synspunkt og prøve at få alting til at passe omkring det, virker sjældent. På både makro og mikro niveau er analyser en lang vej, du er nødt til at stole på data og analysen - ikke konsensus. Den geografiske og produktmæssige rækkevidde af Goldman Sachs giver os en anden fordel – det er vigtigt for os at bruge så mange mikroindikatorer som muligt som hjælp til at opbygge makrobilledet.”



Europæisk økonomi

Lasse Nielsen
European Economist

Balladen om euroen er stadig en hyppig gæst i overskrifterne i de europæiske medier. Men da euroen er en klub med meget forskellige økonomier på mange punkter såvel som på graden af politisk ansvarlighed gennem årene, så er det ikke en sang, hvor det sidste vers er sunget endnu.

Men foreløbig er det et lyspunkt, at det går fremad i form af et vedholdende opsving efter finanskrisen. Lasse Nielsen har sammenlignet opsvingets styrke med fem andre store finansielle kriser – Spanien (1977), Norge (1987), Sverige (1991), Finland (1991) og Japan (1992) – og konkluderer, at i det lys er eurozonens opsving ganske gennemsnitligt. Og flere indikatorer har i nogen tid indikeret, at væksten er højere end konsensus.

Men væksten er meget forskellig. Kerne-landene – Tyskland, Frankrig, Holland, Belgien, Østrig, Finland – har ganske pæn vækst, mens det periferilandene Portugal, Irland, Grækenland og Spanien alle lider i en vis grad. Værst er det ikke overraskende i Grækenland og Irland, hvor massive finanspolitiske stramminger er indført for at få kontrol over budgetunderskud og gældsudvikling.

Også kernelandene er tvunget til at stramme op af samme grund, i mere beskeden grad ganske vist, men samlet set vil EU stramme de offentlige finanser med hvad der svarer til omkring 1 pct. af eurozonens BNP. Dette vil have en vækstmæssig effekt, men hvor meget er usikkert. Erfaringen viser dog, at i åbne økonomier er effekten begrænset og når det er koncentreret på udgiftssiden.

Men det store spørgsmål for mange investorer er selvfølgelig, om euroen kan overleve.

”Der er en vis skepsis om, at den kan, men vi forbliver optimistiske,” siger Lasse Nielsen.

Han begrundet optimismen med flere forhold, og påpeger, at udfaldet i Spanien bliver afgørende. Og situationen er ikke uoverskuelig, mener han. Spanien har faktisk en offentlig gæld, der er blandt de laveste i eurozonen med 60 pct. af BNP – væsentligt under eksempelvis Tyskland og Frankrig, som begge er over 80 pct. Budgetunderskuddet er til gengæld relativt stort. Men nogenlunde samme situation var gældende for Sverige i 1993, og svenskerne, der i dag kan bryste sig af en af de sundeste økonomier i Europa, formåede at rette skuden op uden bailouts eller de-

faults, men fik til gengæld en vigtig hjælpende hånd fra en stærkt svækket valuta. Den mulighed eksisterer ikke for individuelle eurolande.

Men Lasse Nielsen vurderer, at landets opgave med at stabilisere gælden på et solvent niveau, som de stadig kan håndtere, faktisk ikke er så svær endda. Selv i et ret pessimistisk scenario med en tilbagevenden til recession, høje rentespænd til udlandet og underskud på det primære budget frem til 2016, så vil Spaniens gæld toppe omkring 90 pct. af BNP. Og i hans basis scenario vil statsgælden toppe tre år tidligere i 2013 lige under 80 pct. af BNP.

Det er naturligvis vigtigt, hvordan de finansielle markeder opfatter Spanien. Spændet for Spaniens 10-årige statsobligation i forhold til Tysklands er stadig udvidet, omkring 200 bp, men det er dog en forbedring i forhold til tidligere i år.

Grækenlands problemer med de offentlige finanser fik EU til at oprette retningsfonden ESF/EFSM og med den seneste EU-aftale er kapaciteten i EFST udvidet og ESM er gjort permanent, og dermed er en effektiv mekanisme nu på plads til at håndtere problemer med de offentlige finanser i periferilandene. Den effektive størrelse af fonden er stor nok til at kunne tage Spanien ud af markedet i tre år, hvis det bliver nødvendigt.

”Dette er psykologisk vigtigt for markedet. Hvis fonden var utilstrækkelig, ville Spanien komme under større pres,” siger Lasse Nielsen, som opfatter den spanske regering som solvent og er imponeret af de reformer, der allerede er implementeret, selv om mere er påkrævet.

Efter Lasse Nielsens vurdering kan problemerne med periferilandene løses inden for eurozonen med en effektiv EFSF/ESM fond kombineret med nødvendige stramminger i de påvirkede lande. Restrukturering af gæld kan ikke udelukkes. Men euroen vil sandsynligvis overleve uden at nogen må forlade klubben.



Strukturelle temaer – langsigtede vindere

Andy Howard
Head of GS SUSTAIN Research

Den globale økonomi er i gang med en rebalancering. I 1820 tegnede Kina og Indien sig for hhv. 33 og 17 pct. af verdensøkonomien. Men så begyndte billedet at ændre sig drastisk som industrialiseringen tog fart. Fra 1760 til 1830 var industrialiseringen koncentreret i Storbritannien, så kom Belgien og Frankrig med, og siden Tyskland og USA. Den teknologiske udvikling gjorde, at industrialiseringen af et land foregik

med stadig større hastighed. Japan var det 20. århundredes mirakel, og på mindre end 50 år forvandlede landet sig fra et lukket og feudalt samfund til en industrialiseret verdensmagt. Siden fulgte Sydkorea med i et endnu hurtigere tempo, og så kom Kina, der groft sagt gennemførte sin industrielle revolution på 10 år. Verdens økonomiske magtbalance er stærkt på vej til at ændre sig til situationen for 200 år siden.

Andy Howard påpeger, at GS' beregninger indikerer, at USA's og Europas andel af global BNP vil falde fra hhv. 30 og 25 pct. i dag til hhv. 15 og mindre end 10 pct. i 2050. Udviklingsøkonomierne vil fylde meget mere – alene BRIK vil tegne sig for næsten 50 pct. i 2050.

Vi står over for voldsomme forandringer og udfordringer i det globale samfund. Den globale befolkning vokser eksponentielt – i 1500 var vi under en halv mia. mennesker på kloden, i 1930 2 mia. og i 2050 estimeret 9,2 mia. Dette vil føre til både stigende forbrug og øget pres på knappe ressourcer.

"3/4 af verdens middelklasse lever i dag i G7-landene, men 3/4 pct. af væksten vil komme udefra. Vi vil se voldsomme strukturelle ændringer og stort pres på Jordens ressourcer. Råvarer vil stige i pris, energibehovet vil stige kraftigt, det bliver en udfordring at skaffe føde nok til den voksende befolkning, da 1/3 af Jordens landoverflade allerede bruges til landbrug og det vil blive væsentlig dyrere at gøre mere jord opdyrkelig. GS SUSTAIN's mission er at identificere de strukturelle trends i den udfordrende udvikling, vi står overfor, og finde de langsigtede vindere blandt virksomhederne," siger Andy Howard.

Han nævner, at man typisk i en industri kun har 7-8 virksomheder, der kan betragtes som industriledere. Europa har en

i forhold til Nordamerika relativt lille men stabil andel af globale industriledere, og heraf findes den største del i Nordeuropa.

Andy Howard fremhæver, at aktiemarkedet systematisk prognosticerer "mean reversion" af afkast. Dvs. er der nogle selskaber, hvis afkast afviger markant fra gennemsnittet i deres sektor – over eller under – så forventer markedet, at de hurtigt vender tilbage til gennemsnittet. Men der tager markedet ofte fejl.

"Vi ser en stigende divergens i afkast fra selskaber i den øverste og laveste kvartil. Forskellen mellem afkast udtrykt ved CROCI (EBITDA/investeret kapital, red.) fra industrielle "leaders" og "laggards" er steget fra 14 pct. i 2002 til 19 pct. i 2010. Endvidere er der en tendens til, at leaders og laggards befinder sig i hhv. top- og bundkvartiler i længere tid end for 10 år siden – mest udpræget er det for leaders, som befinder sig gennemsnitligt i top-kvartilen i 4,2 år i dag mod 2,5 år i 2000. Derfor bør investorer holde fast i selskaber med vedvarende høje afkast gennem længere tid og tilsvarende undgå selskaber med lave værdier, som er faldet over længere beholdningsperioder," siger Andy Howard og peger på, at hans gruppe har identificeret i alt 67 selskaber, som er godt positionerede til at fastholde deres industrielle lederskab.

En essentiel del af GS SUSTAIN's arbejdsmetodik er at kombinere GS-økonomernes prognoser for BNP i hvert enkelt land med analyser af forbrugsmønstre for at identificere markederne med den hurtigst voksende efterspørgsel – og her skiller udviklingsøkonomierne, især BRIK, sig ud. De prognoser for forbrug i forskellige produktkategorier, som GS SUSTAIN når frem til bruges til at beregne, hvor mange ressourcer det indebærer.

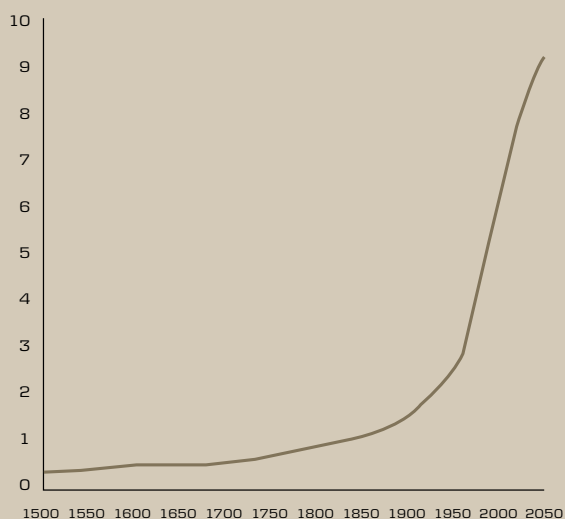
"Konklusionen er, at signifikante ressource spændinger vil opstå, hvis økonomisk udvikling fastholder det råvareforbrug, vi har i dag."

GS SUSTAIN's Focus List har outperformed MSCI All Country World Index med 39 pct. siden starten i 2007.

VERDENS BEFOLKNING VOKSER EKSPONENTIELT

År 1500 - 2050E

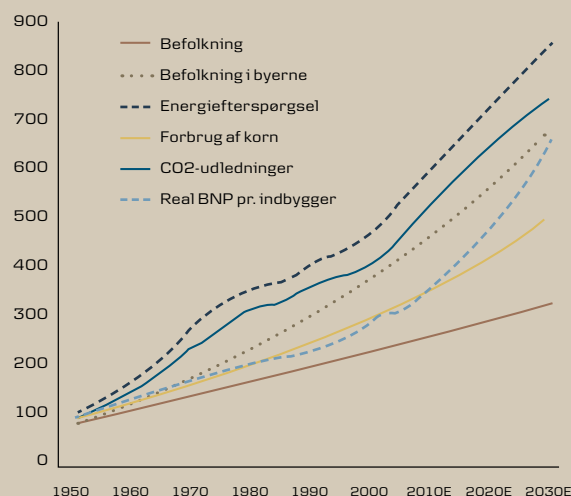
Mia. mennesker



Kilde: OECD, UN Population Division, Euromonitor, FAO, USDA, EIA, WRI, World Bank, Goldman Sachs Global ECS Research, Goldman Sachs Research.

BEFOLKNINGSVÆKST FØRER TIL STIGENDE FORBRUG OG ØGET PRES PÅ Knappe RESSOURCER

1950 = 100



Kilde: OECD, UN Population Division, Euromonitor, FAO, USDA, EIA, WRI, World Bank, Goldman Sachs Global ECS Research, Goldman Sachs Research.



Olje og gas

Michele Della Vigna
Head of Oil & Gas Research

På kort sigt er den globale energiforsyning i en spændt situation. Michele Della Vigna mener, at OPEC har brugt det meste af sin reservekapacitet, herunder også den vigtigste producent, Saudi Arabien.

”Saudi Arabien siger, at de har en samlet kapacitet på i alt 12 mio. t/d. Vi tror, at den er på 10. Landet har i 30 år aldrig produceret 9,5 mio. t/d på noget tidspunkt, og vi tror de vil øge produktionen til tæt på maksimum ved udgangen af dette år,” siger Michele Della Vigna.

Han mener, at situationen er så spændt, at OPEC's reservekapacitet kan falde til tæt på 1 mio., hvis Libyens produktion helt går i stå. Det levner ikke meget plads til flere revolutioner i MENA med et globalt dagligt olieforbrug på 88 mio. t/d, som ventes at vokse yderligere 1,4 mio. t/d i år ifølge IEA. Man bør med andre ord følge udviklingen i MENA meget tæt.

Man skal ikke vente hjælp fra lande uden for OPEC, idet produktionen ikke vil kunne vokse med mere end 1 mio. t/d i de kommende år.

Til alt held er der dog lys forude, mener Michele Della Vigna (vi ser lige bort fra global opvarmning, red.). Han peger på i alt 335 igangværende olie- og gasprojekter rundt om på kloden, som repræsenterer 565 mia. tønder olieækvivalenter (toe). Han forventer, at disse projekter, som i dag leverer omkring 25 mio. toe/d, vil nå ”peak” produktion i 2020 med 62 mio. toe/d, hvilket svarer til 46 pct. af den aktuelle daglige olie- og gasproduktion.

Der er to forhold, som gør, at de globale reserver af fossile brændstoffer er forøget de senere år.

For det første er der olie- og gaspriserne i sig selv. Højere priser betyder, at flere projekter kan betale sig, selv om udvindingsomkostningerne er høje. Falder olieprisen eksempelvis under 85 USD/t, vil der forsvinde 3 mio. t/d. Men stiger den til et vedvarende niveau over 121 USD/t vil eksem-

pelvis Kashagan-feltet i Kazhakstan blive rentabelt lige som flere andre relativt store felter i Rusland. Kashagan-feltet er det største oliefelt opdaget i 40 år, og det estimeres, at der kan udvindes i alt 15 mia. tønder fra feltet, og at den daglige produktion vil nå toppen omkring 1,5 mio. tønder.

For det andet har teknologisk udvikling gjort det muligt, at udnytte reserver på meget vanskeligt tilgængelige steder, som for 10 år siden var umulige. Det gælder bl.a. dybhavsboringer på op til 8-9 km, men også mere ukonventionelle reserver af skifer gas (shale gas), skifer olie og tjæresand. Nye teknologier har også banet vejen for ukonventionelle flydende brændstoffer – udover ethanol fremstillet af biomasse, kan også kul i dag konverteres til flydende brændstof om end med en CO₂-udledning ved forbrænding, som er over det dobbelte af konventionel olie (well-to-wheels betragtning).

Vi befinder os i en periode, hvor den politiske risiko synes at glide i baggrunden. Sikkerhed af egen energiforsyning er i høj-sædet, ikke mindst foranlediget af MENA-krisen og atomulykken i Japan. Fremover bliver flere teknologisk udfordrende projekter sat i gang. Det indebærer til gengæld en betydeligt højere teknisk og miljømæssig risiko.

Michele Della Vigna peger på, at blandt de mest sikre vindere i energiudviklingen i de kommende år er olieserviceselskaberne.



Behavioural Finance

Paul Craven
Head of EMEA Institutional Business,
Goldman Sachs Asset Management

Har du helt styr på, hvordan du når frem til dine beslutninger? Bilder du dig ind, at de foregår fuldstændig objektivt ud fra fakta, uden følelser eller personlig bias?

Sådan indleder Paul Craven sin forelæsning om Behavioural Finance, den disciplin inden for den finansielle forskning, der handler om, hvordan vores psykologi, indi-

viduelt og i grupper, påvirker vores finansielle beslutninger med konsekvenser for markeder og performance.

Forenklet sagt er investorer ikke altid rationelle og markederne derfor ikke alt effektive. Som Warren Buffet engang sagde: ”Jeg ville være en bums på gaden med en tindåse, hvis markederne altid var effektive.” For eksempel vil de fleste investorer på et tidspunkt være løbet med på en momentum bølge, som ikke nødvendigvis var fundamentalt underbygget. Det er et klassisk element eksempel på behavioural finance – i dette tilfælde ”informationskaskader”, måske bedre beskrevet som flokinstinkt, hvormed vi observerer andre menneskers aktioner og bliver draget ind i dem. En informationskaskade opstår, når det bliver optimalt at ignorere sin egen information til fordel for den, som andre har anvendt som beslutningsgrundlag. Vi er tilsyneladende ofte flokdyr.

En anden irriterende del af vores adfærd, mental kortslutning om man vil, handler om konformitet. Talrige undersøgelser viser, at vi let bukker under for socialt pres. Hvis alle andre mener eller gør noget bestemt, så gør vi det samme for ikke at skille os ud fra mængden og virke tåbelige, ofte selv om

vi ved at beslutningen er forkert til at starte med.

”Anchoring” er en anden bias, som kan påvirke vores finansielle dømmekraft. Et eksempel er vores vane med at forankre os selv i dagens nyheder, økonomiske tal eller nylige begivenheder vi kan huske. Som under finanskrisen, da kreditspændet på amerikanske BBB virksomhedsobligationer i forhold til statsobligationer blev udvidet til redkord-niveauer. Mange investorer var måske i overdreven grad fokuseret rentespændet i stressperioder under de seneste konjunkturcykler. Nu står det klart, at det mest passende referencepunkt var i krisen 1929-30, hvor rentespændet var endnu større. En påmindelse om Mark Twains kommentar om at selv om historien ikke altid gentager sig selv, så rimer den ofte.

Det er aldrig let, men de investorer, som vover at svømme imod tidevandet kan ofte købe undervurderede aktier (eller sælge overvurderede). Årsagen er, at den gennemsnitlige konsensus prognose ofte er forkert, idet undersøgelser viser, at den gennemsnitlige analytikers prognose for selskabers indtjening ofte reflekterer den seneste rapporterede indtjening mere end det fremtidige

potentiale. Ser man på udviklingen i faktisk indtjening over tiden i forhold til analytikerens gennemsnitlige prognoser, så er det et helt uforudsigeligt mønster, at prognoserne altid forudsiger en fortsættelse af trenden. Selv på toppen af et bullmarked forventes yderligere stigninger – og på bunden af et bearmarked forventes yderligere fald. De bedste analytikere er derimod villige til at afvige fra konsensus. Som Winston Churchill sagde:

”Drager flyver højest imod vinden – ikke med den”

Paul Craven sluttede af med fortælle om vores tendens til at vi ofte ignorerer ubestridelige fakta til fordel for ”the power of stories”. Vi knytter os følelsesmæssigt til historier, ikke mindst fordi vi så godt kan relatere til dem, især i kontekst med vores egne drømme, forhåbninger, tro og bias – i en sådan grad, at en god historie ofte kan sløre vores rationelle dømmekraft. Dette er bekræftet i adskillige psykologiske eksperimenter

og er særligt iøjnefaldende i markederne, især under finansielle bobler. Dette har ikke været tydeligere end under det store boom af teknologiske aktier i slutningen af 90’erne, hvor historier om internettets revolution resulterede i valueringer for mange virksomheder, der, som det senere blev klart, havde meget lille eller ingen udsigt til indtjening eller indtjeningsvækst.

Konkluderende manede Paul Craven til, at vi er opmærksomme på vores egen tendens til bias, idet dette kan være en afgørende måde at reducere investeringsfejl på og forbedre vores beslutningstagning generelt.

Et spørgsmål lød til slut:

Er den nuværende interesse i Emerging Markets tegn på en boble?

”Mange nævner Emerging Markets som en spirende boble, men jeg tror ikke de er i nærheden af at være det, slet ikke, hvis du accepterer de forskellige faser i en boble, som skitseret i Charles Kindleberger’s skel-

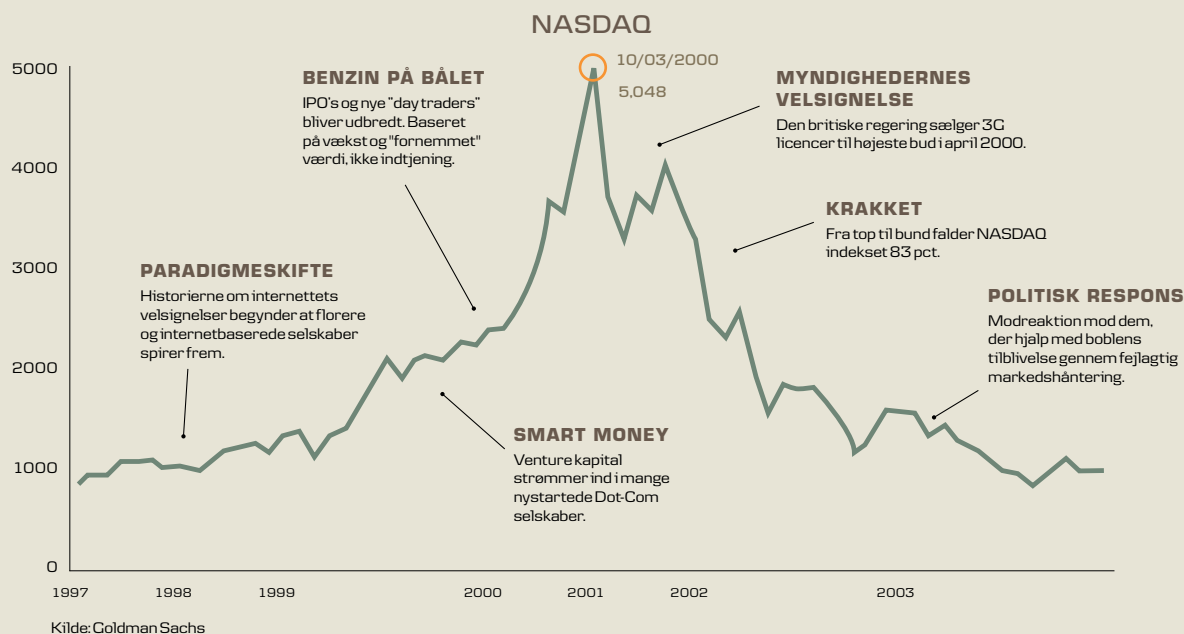
sættende bob om bobler ”Manias, Panics and Crashes.” Vi er formentlig i ”Smart Money”-fasen, ikke mindst fordi valueringer fortsat er fornuftige, og markedsvæksten ser ud til at være velbegrunder og fundamental. Ydermere, i Kindlebergers tese for bobler vil der i en boble være tegn på ”hot money”, men det er der ikke i Emerging Markets i dag. Der er ikke tegn på, at institutionelle investorer er markant overvægtede i Emerging Markets – vi foretrækker at kalde dem Growth Markets, især fordi deres andel af global BNP vokser hurtigt og vil fortsætte med at gøre det i mange år.”

Boble eller ej. Skulle man få mistanke om at være i én, så kan der – hvis man kan finde ud af at tå af i tide – måske være en vis idé i at blive liggende i den en rum tid, for bobler har det med at blive ved længere, end man regner med. Charles Kindleberger advarede eksempelvis allerede i 1995 om, at internettet var ved at skabe en boble.



DOT-COM BOBLEN

En aktieboble er i høj grad et resultat af flokmentalitet, konformitet og ”the power of stories”



AKTIVBOBLENS ANATOMI

Man kan opdele en aktieboble i forskellige faser:

Paradigmeskifte: Først begynder investorerne at ane konturerne af noget nyt og stort. Feks. da internettet i midten af 90'erne begyndte at blive udbredt. Der begyndte at spire stadig flere internetbaserede firmaer frem, og historierne om informationsteknologiens velsignelser og økonomisk vækst uden konjunktursvingninger begyndte at brede sig.

Smart money: Så kom de "smarte penge" ind. Venturefondene lugtede guld og investerede i mange nystartede dotcom-selskaber.

Benzin på bålet: Børsintroduktioner fulgte snart efter, og investorfokus og børsprospekter begyndte i udpræget grad at handle om meget høje forventninger og "fornemmelser" – ikke indtjening, da det var svært/umuligt at sætte tal på, hvad de nye forretningstyper kunne tjene. Private investorer væltede ind i markedet.

Myndighedernes velsignelse af den stærke "trend": På toppen solgte den britiske regering 3G licenser i april 2000.

Krakket: NASDAQ faldt 83 pct. fra top til bund.

Politisk respons: Som altid efter et krak blev der trængsel ved håndvasken, og politikerne følte sig tvunget til at udpege synderbukke i finansverdenen, som havde hjulpet til med at skabe boblen gennem fejlagtig markedshåndtering og forståelse.

Hyperinflation

De stigende råvare- og oliepriser skaber en vis inflationsfrygt, men det bliver dog næppe til noget, der minder om det værste tilfælde i historien, som fandt sted i Ungarn. Især landets landbrugssektor blev hårdt ramt af depressionen i 30'erne, og en voksende gæld og gentagne devalueringer op gennem årtiet gjorde det hele værre. Da 2. Verdenskrig brød ud, var Ungarn i en meget svag økonomisk position. Centralbanken var underlagt regeringens kontrol, og de store budgetunderskud blev dækket ved at trykke flere penge, hvilket fik inflationen til at accelerere voldsomt. Det blev så slemt, at efterhånden begyndte mønter at forsvinde ud af cirkulation, først sølv-mønter og siden bronze- og nikkelmønter, fordi metalkomponenterne blev langt mere værdifuldt end mønterne i sig selv.

Hyperinflationen toppede i 1946. Da var den månedlige inflation nået op på 13.600.000.000.000 pct. og priserne blev fordoblet hver 15,6 time. Den højeste denominerede pengeseddel lød på 100.000.000.000.000.000 pengo. Løsningen blev introduktionen af en ny valuta, forint, som eksisterer den dag i dag.

Den ungarske hyperinflation er omtalt i en rapport om emnet fra CATO Institute på Johns Hopkins University fra 2008. På baggrund af en række historiske tilfælde konkluderes det, at hyperinflation ofte er faldet sammen med krig og ikke mindst en serie af uholdbare finanspolitiske beslutninger, men grundlæggende er hyperinflation resultatet af en hurtig vækst i pengemængden, som ikke understøttes af vækst i økonomien.



Ungarn, 1930. Skyggerne tilhører en gruppe mænd i kø efter brød under Den Store Depression.

Small caps slår large caps på langt sigt

Det er meget almindeligt, at investorer, der søger at sprede deres aktiekøb globalt vælger aktier i de største og mest kendte selskaber. Lige nu er der oven i købet mange professionelle porteføljeformidlere, der hævder, at disse aktier er billige især i de udviklede markeder.

Men det er ikke nødvendigvis noget klogt valg, at man altid fokuserer på de store selskaber, som dominerer medierne. Faktisk har small caps på langt sigt givet et bedre afkast end large caps. Alene over det seneste årti har indekset MSCI World Small Cap TR givet årlige afkast 7 procentpoint højere end MSCI World TR. I 2010 var denne outperformance på 15 procentpoint.

En stor del af denne outperformance skal tilskrives den dårlige performance, som large caps har udvist især efter IT-boblens kollaps i 2000, mens mindre virksomheder har lettere ved at rejse sig igen efter en nedtur, udtalte Nick Hamilton fra Invesco Perpetual

for nylig til Financial Times. For store selskaber det også vanskeligere at øge den marginale vækst i takt med, at selskabets størrelse øges, mens væksten i indtjeningen i de mindre virksomheder stiger over tiden.

Fænomenet er velkendt i professionelle investorkredse, men ikke desto mindre er de mindre virksomheder ikke særligt populære blandt private investorer. Det hænger sammen med, at mange ikke kender meget til de mindre virksomheder, idet mange fondsformidlere ikke fokuserer på aktivklassen, og ikke mindst at aktierne oftest er for små til, at bankerne har interesse i at dække med aktieanalyse. Således er kun omkring en fjerdedel af small cap-universet dækket af analytikere. Det betyder derfor, at det i vidt omfang er op til investorerne selv at finde frem til de mest attraktive aktier – og det er en proces, som de færreste har tid, lyst og kompetencer til at give sig i kast med.

Euroland knager stadig i fugerne

Den samlede gæld i Euroland nåede i 2010 op på 85,1 pct. af regionens BNP, og det offentlige underskud lå på 6,0 pct. – langt fra de vedtagne grænser i Stabilitets- og Vækstpagten på hhv. 60 pct. og 3 pct. Det er den græske økonomi, der er i den ringeste forfatning, og det blev bekræftet for nylig, da grækerne offentliggjorde et budgetunderskud på 10,5 pct. af BNP – langt fra det mål på 8,1 pct. som den græske regering bebudede for et år siden efter hjælpepakken i maj. Det er nu ikke realistisk, at gælden vil toppe omkring 150 pct. af BNP i 2013, men snarere 160 pct., mener økonomerne i Danske Markets Research.

Obligationsmarkedet har ikke stor tillid til grækernes genopretning, og den græske 2-årige statsobligation handles til en rente på 22-23 pct. Ikke noget problem for grækerne lige nu, da de med hjælp på 110 mia. EUR er fritaget for at skulle hente penge på markedet indtil langt ind i 2012, men udviklingen har gjort, at der tales om en snarlig restrukturering af gælden – dvs. at grækerne melder ud, at de ganske enkelt ikke kan betale hele gælden tilbage.

"En restrukturering synes uundgåelig, men vi tror ikke, det bliver foreløbig. Skete det nu, ville det straks føre til tvivl om også

Irlands og Portugals betalingsevner, og det ville sende de landes statsobligationsrenter voldsomt op. Men det ville være u hensigtsmæssigt at skabe den situation nu – Irland og Portugal skal have en chance til at bevise, at de kan rette økonomierne op og gennemføre de nødvendige reformer. Og det er netop det, som hjælpefondenes midler giver mulighed for – de tre lande skal ikke ud på de finansielle markeder lige nu. Samtidig vil EU gerne fastholde presset på Grækenland, så der bliver gennemført yderligere opstramninger og strukturelle reformer. En restrukturering kan indeholde løbetidsforlængelse, lavere rentebetalinger og måske et haircut, hvor obligationernes pålydende værdi reduceres," siger Frank Øland Hansen, senior økonom i Danske Markets Research.

"Spanien er anden stor risiko. Fonden kan godt rumme Spanien også, men vi tror faktisk ikke, det bliver nødvendigt. Spanien har vist stor vilje til at gennemføre de nødvendige tiltag. Og selv om budgetunderskuddet er på niveau med Portugals lige under 10 pct., så er gælden kun omkring 60 pct., det næstlaveste i eurozonen. Vi tror, at Spanien kan undgå en bailout selv med en negativ udvikling for bankerne," siger Frank Øland Hansen.



Cargotec



Det finske industriselskab Cargotec fokuserer på udvikling og salg af udstyr til transportindustrien, herunder især til containerhandling i havne og distributionscentre. Selskabet har omkring 10.000 ansatte og omsatte sidste år for omkring EUR 2,6 mia.

Selskabet har stor eksponering mod de såkaldte Emerging Markets i især Sydøstasien, hvor selskabet henter tæt på 40 pct. af sin indtjening. Der er store forventninger til denne del af forretningen, og selskabet regner med at omsætningen vokser mere end 10 pct. i indeværende år og samtidig bevarer rentabiliteten. Selskabet har gjort flere strategiske opkøb i denne del af verden for at positionere sig til de kommende år, hvilket ventes at give afkast i den nærmeste fremtid.

Verdensøkonomiens fortsatte bedring er en klar positiv trigger for Cargotec, hvis levebrød afhænger af en aktiv global handel og dermed transportbranchens vé og vel. De største triggere for Cargotec er stigende verdenshandel samt vækst i Emerging Markets.

De største risikofaktorer er chok, der påvirker den globale økonomiske vækst negativt, hvilket medfører en svækkelse af den globale containertrafik samt pres fra kinesiske konkurrenter, der udfordrer på Cargotecs traditionelt set stærke områder.



DnB NOR



DnB NOR er Norges førende finanshus, og banken har aktiviteter i alt inden for traditionel bankforretning og ejendomsmarkedet til kapitalforvaltning og forsikringsbranchen. DnB NOR er placeret i alle de skandinaviske lande samt Rusland, Polen og Baltikum.

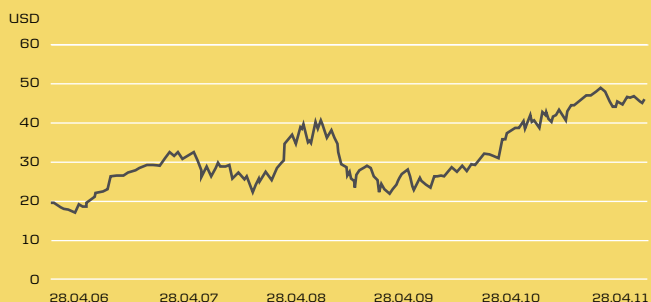
Banken er kommet godt igennem finanskrisen, da den norske økonomi har været relativt mindre hårdt ramt, da den fundamentalt har været solid og stærk. Derfor står DnB NOR nu som en af Nordens stærkeste banker og er i en favorabel position til at tage markedsandele. Dette ses blandt andet ved, at banken problemfrit har klarer stresstestene af de europæiske banker. Desuden har banken formået at undgå de helt store nedskrivninger i forbindelse med udlån, som ellers har plaget mange af de andre store banker i regionen.

Det lader til, at perioden med meget lave renter nu er ved at være slut, og at centralbanker over store dele af Europa vil hæve renterne, hvilket alt andet lige vil komme bankerne til gode, herunder DnB NOR. Derudover handler banken til en lave P/E end sine svenske konkurrenter, hvilket ikke synes at være retfærdiggjort af bankens fundamentale regnskabstal.

Som største risikofaktorer skal nævnes faren for et markant fald i olieprisen, som vil lægge en dæmper på aktiviteten i den norske olie- og energisektor. Derudover vil en korrektion af det norske boligmarked være skadeligt for banken.



Hasbro



Selskabet er en af verdens førende legetøjsproducenter og beskæftiger sig inden for salg af legetøj og underholdningsprodukter til børn og unge. Produktporteføljen spænder vidt fra computerspil og actionfigurer til legetøjsbiler og filmmerchandise. Hasbro henter over halvdelen af sin omsætning på det amerikanske marked, men selskabet er ligeledes stærkt repræsenteret i Europa.

Selskabet har først og fremmest opbygget en stærk pipeline af produkter relateret til flere kommende blockbusterfilm, herunder den forventet populære Transformers 3, der udkommer senere på året. Desuden vokster selskabet i stort set alle markeder, og det ventes, at marginerne følger med væksten til trods for stigende råvarepriser. Derudover ventes det, at den svage dollarkurs vil bidrage positivt til selskabets indtjening i indværende år.

Den primære trigger i horisonten for legetøjsproducenten er fremlæggelsen af selskabets rapport for årets andet kvartal, der kommer 19. juli. Her ventes det, at selskabet fremviser en markant stigning i omsætningen i forhold til sidste år, hvilket primært skal skyldes salget fra filmmerchandise til bl.a. Transformers 3, der har premiere 1. juli i USA.

Hasbros omsætning er enormt sæsonpræget, hvilket naturligvis kan skabe nogle uventede udsving. Derudover har selskabet satset stort på udvikling af filmmerchandise, hvor succesen delvist afhænger af filmens popularitet blandt publikum.

Amadeus IT-Group



Amadeus er i dag en af verdens førende teknologileverandører til rejsebranchen. Virksomheden blev grundlagt i 1987 af Air France, Iberia, Lufthansa og SAS. Amadeus leverer blandt andet Global Distribution Systems (GDS) til en række af verdens største rejse- og flyselskaber. GDS benyttes til at reservere og betale for billetter online.

Virksomheden har de seneste år haft flotte væksttal og er i dag den største udbyder af GDS services med en markedsandel på 37 pct. Det forventes, at der i den nærmeste fremtid ligger en række positive kurstriggers, som samlet kan løfte indtjeningen markant. Hvis selskabet når 2011 målsætningen, vil dette alene bidrage med 3 pct. til indtjeningen. Hertil kommer virksomhedens refinansiering til sommer. Denne kan bidrage med op til 6 pct. årligt. Afslutningsvis kan den store interesse for Amadeus' produkter være med til at øge markedsandelene yderligere.

Risikoen ved aktien er, at der opstår et fald i benyttelsen af GDS softwaren. Denne risiko kunne på mellemlangt sigt komme fra Google, hvis selskabet bliver godkendt til at købe ITA Software. Dertil kan et generelt fald i verdensøkonomien påvirke antallet af rejsende og derved Amadeus.



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

Aktiemarkedet mangler en løftestang

Gældskrisen i Euroland, høje råvare- og oliepriser samt forbrugere, der ikke rigtigt er klar til at spille den rolle, de plejer i denne fase af opsvinget.

I Europa har i skrivende stund kun 31 selskaber i Europe Stoxx 600 aflagt regnskab, og her er det foreløbige billede, at knap 60 pct. lever op til eller slår forventningerne. Et ganske pænt resultat, men det store spørgsmål er naturligvis om tendensen kan holde. For der er betydelige udfordringer i horisonten.

For det første er der udsigt til en vis global afmatning. Det er naturligt i et opsving, at der mistes noget drivkraft fra lagerdynamikken, når lagerbeholdningerne er fyldt op. Dertil kommer, at de finanspolitiske lempelser, der blev brugt for at sparke økonomien i gang igen, også udfases og afløses af flere steder af stramninger for at få bremsset den foruroligende udvikling i den offentlige gæld efter flere år med massive budgetunderskud. Og så har ECB indledt stramningen af pengepolitikken med den første af flere forventede renteforhøjelser i april.

Det er noget tidligere end Federal Reserve, som næppe hæver renten før engang i 2012 eller måske først tidligt i 2013. Og det er ikke, fordi væksten er hurtigere i Euroland end USA, tværtimod. Det er kun Tyskland, der drøner af sted i et højt gear, uden forgældede forbrugere og uden et boligmarked, der stadig slikker sårene, men med en stærk konkurrencedygtig eksportsektor. Det er derimod inflationsbekymringer, der får ECB til at stramme på et tidspunkt, der ikke er belejligt for de hårdt trængte lande som Portugal, Irland, Grækenland og Spanien.

Paradoksalt nok er skurken egentlig Emerging Markets, den meget vigtige motor i det globale opsving, hvis stærke vækst imidlertid også har en stærk påvirkning af råvarepriserne. I gennemsnit er de globale råvare- og oliepriser således steget med 70 pct. siden midten af 2010 og er stadig stigende.

Den udvikling er ikke gunstig for forbrugere, virksomhederne eller opsvinget. Forbrugere er med høj ledighed, stor gæld og trykkede boligmarkeder i forvejen ikke i stand til at spille den rolle, de plejer at spil-

le i denne fase af opsvinget. Når lagerdynamikken er væk og finans- og pengepolitikken strammes, så plejer forbrugere at være blevet klar til at tage over og dermed sikre, at opsvinget kører videre uden "hjælpemidler". Men sådan er det ikke nu. Og for virksomhederne er det problematisk, at de ikke uden videre kan overvælde de større inputomkostninger som følge af prisstigningerne på råvarer i salgspriserne på deres produkter.

Og som om det ikke var nok, så er der også gældskrisen i Euroland, hvor det formentlig kun er et spørgsmål om tid, før Grækenland må erkende, at ikke hele gælden kan betales tilbage.

Hvad betyder alt det her for de europæiske aktier?

"Det betyder, at de er blevet billigere. Forward P/E (aktuel kurs i forhold til de kommende 12 mdr. forventede indtjening, red.) er i dag omkring 10,4 hvor den for godt et års tid siden var på 12. Det er noget billigere end i USA, hvor det tilsvarende tal er omkring 13, og det afspejler en vis indprisning af eurokollaps, fornyet pres på den europæiske finanssektor og svag vækst. Risikopræmien for at investere i europæiske aktier er for tiden relativt høj," siger aktiestrateg i Danske Bank, Morten Kongshaug.

Hvad skal der til for at ændre det billede?

"Det er en vanskelig situation. Gældskrisen i Euroland er et særlig stort problem, og vi er bekymrede for den potentielle udvikling i finanssektoren. De store europæiske banker har i betydeligt omfang forsikret deres irske og græske statsobligationer via Credit Default Swaps (CDS), men der er jo altså modparter. Som f.eks. i USA under finanskrisen for hvor obligationsforsikrings-selskabet AIG havde udstedt forsikringer på så mange subprimeobligationer og andet, at de ikke kunne dække det, da korthuset ramlede. Så der er nogle forsikringskoncerner, der kunne få smæk, hvis eurokrisen eskalerer, og det vil så også ramme bankerne, hvis deres forsikringer er værdiløse. Bliver Spanien ikke involveret efterfølgende, kan vi godt klare en græsk haircut (dvs. Grækenland betaler ikke hele statsgælden tilbage, red.), men det vil trække Irland og Portugal med."

Skal man købe europæiske aktier med sådan en risiko i baggrunden?



Guld købes i nærheden af New York Stock Exchange, Manhattan, New York.

”Man skal være forsigtig. Men europrojektet er for vigtigt til, at vi får et kollaps, så der vil blive gjort alt for at det ikke eskalerer.”

Hvis vi antager, at eurolandene får overbevist markedet om, at det simpelthen er ”too big to fail”, og derfor vil der blive gjort hvad der skal til for at sikre det. Hvad skal så kunne løfte det europæiske aktiemarked herfra?

”Som udgangspunkt vil vi over de kommende måneder se et blødt punkt i den globale konjunktur, som vil gøre det svært for aktier at performe, også i USA. Så på kort sigt mangler vi simpelthen en løftestang. Vi skal overraskes på indtjening, og det bliver vi måske nok overvejende for 1. kvartal, men ”indtjeningsoverraskelsen” bliver

svær at fastholde. Så jeg tror, at vi står over for en periode med et marked, der bevæger sig sidelæns. Og når vi er kommet igennem den bløde fase af opsvinget, så vil den gradvise bedring af jobmarkedet, forbrugernes situation, boligmarkedet osv. bane vejen for vækst i indtjeningen og den generelle tillid. Normalt er det jo sådan, at når et opsving har kørt en vis tid, og har bidt sig solidt fast med en klar trend, så vil det udmønte sig i en tillid og risikovillighed blandt aktieinvestorerne, så de er villige til at betale mere for en kroners indtjening i virksomhederne – dvs. P/E stiger. Samtidig vil vi også opleve, at når obligationsrenterne er inde i en klar opadgående trend, så vil obligationsinvestorerne også i stort omfang søge mod aktiemarkedet. Men der er vi altså ikke endnu.”

De høje råvarepriser gør ondt

De globale råvare- og oliepriser er i gennemsnit steget 70 pct. siden midten af 2010, og det er en voldsom forøgelse af virksomhedernes inputomkostninger. Nogle virksomheder har så stærk en markedsplacering og pricing power, at de kan sende regningen videre i salgspriserne, mens andre ikke har den mulighed og må se deres profitmargin blive udhulet. I den proces kan der ske en betydelig forskydning af markedsandele.

Danske Markets Equities (DME) har foretaget en intern undersøgelse af aktieanalytikernes syn effekten af de høje råvarepriser. Undersøgelsen dækker 76 virksomheder, svarende til 66 pct. af DME's nordiske aktieunivers. Konklusionerne er følgende:

- De nuværende prispres er ikke overraskende stærkest i de cykliske sektorer og industri. I begge sektorer vil flertallet af virksomhederne se betydelig omkostningsinflation (+5 pct.).
- 95 pct. af large cap nordiske selskaber forventes at se stigende inputomkostninger i 2011 i forhold til 2010.
- 49 pct. af selskaberne kan sandsynligvis overvælte stigningen i inputomkostningerne fuldt ud til outputpriserne. De sektorer, som ikke er sårbare over for omkostningsstigninger og kan sende det hele eller det meste af stigningen videre er Kommercielle Services; Føde, Drikkevarer & Tobak; IT Hardware; Transport, Forsyning. Idet Telekom/IT sandsynligvis

vil opleve inputprisfald fra 2010 i stedet, rammes de ikke. Finans er beskyttet så længe der er styr på lønomkostningerne.

- 21 pct. af de store selskaber har begrænset pricing power – dvs. de befinder sig i en branche, hvor der i forvejen er nedadgående pres på salgspriserne - og er derfor ikke i stand til at sende omkostningsstigningerne videre overhovedet. Blandt disse er Detail; Forbrugsgoder; Forbruger Services; Medier; Healthcare udstyr og i en vis grad Kapitalgoder.
- Ifølge analytikerne vil konsensus EPS for 78 pct. af large cap selskaberne sandsynligvis blive justeret for de omkostningsstigninger vi hidtil har set.

Anbefaling: En blød fase i opsvinget er på vej, dels forårsaget af råvareprisstigningerne og dels den strammere finans- og pengepolitik. DME anbefaler undervægt af Cykliske Forbrugsgoder og Kapitalgoder i de kommende måneder, og overvægt i Finans; Stabile Forbrugsvarer; Pharma og Telekom.

Verdens lande søger mod selvstændig energiforsyning

MENA-krisen, Fukushima-kraftværket og USA's fund af enorme gasreserver i baghaven gør, at det energipolitiske spil er under forandring. Alt imens stiger renten, luftfartsselskaberne klarer sig pludselig meget bedre, og rygterne går om en amerikansk udpeget "task force" helt tilbage fra Reagan-tiden, som i det skjulte gør, hvad de kan for at stimulere det amerikanske aktiemarkeds bull-trend.

Risici er der ikke mangel på for tiden. Og i det lys er det påfaldende, hvor stærkt aktiemarkedet er. Og hvordan skal man så fortolke det? Man kunne forestille sig, at det er et udtryk for, at der er grænser for, hvor meget vi kan håndtere af information om potentielle risici – eller at det er fordi det er det, de fleste risici foreløbig er. Potentielle. Euroen er ikke kollapsede endnu. Olien er ikke i 150 dollars pr. tønde. De mellemøstlige regimer falder ikke over en bred kam. Inflationen er ikke gået amok. Tokyo er ikke blevet ramt af en gigantisk radioaktiv sky med millionflugt til følge. Og så videre.

Men selv om risiciene bare er potentielle, så burde det vel logisk set lægge en vis dæmper på investorernes risikolyst, at de lurer i baggrunden. Især i betragtning af, at der stadig er nogle tømmermænd fra de mange års leven over evne, som førte til finanskrisen – nemlig forbrugernes gæld, statsgælden, som mange steder er på vej mod eller allerede er i rekordhøjder, og boligmarkederne, der i adskillige lande stadig er i krise. Men det gør det ikke, især ikke i USA, som efter adskillige store finanshuses vurdering allerede til næste år vil bryde de to rekorder i S&P 500, som blev sat under IT-boblen (2000) og Kreditboblen (2007).

Barclays nævnte for nylig, at det amerikanske aktiemarked har mindst lige så stor betydning for den amerikanske økonomi som boligmarkedet. Det lyder ikke urimeligt. USA har en mere udviklet aktiekultur end de fleste andre lande i verden, og husholdningerne ejer 54 pct. af markedet via enkeltaktier og investeringsforeninger. Når aktiemarkedet stiger, så bliver forbrugerne mere optimistiske og får lyst til at bruge flere penge. Og privatforbruget udgør 70 pct. af USA's BNP. Derfor er det selvfølgelig også i den amerikanske regerings interesse, at aktiemarkedet stiger. En hjælp til det er at sætte den ledende rente ned til nul og købe obligationer i markedet for at sikre meget lave markedsrenter, og det er, hvad Federal Reserve, den amerikanske centralbank, har gjort.

Men måske har staten også gjort noget andet...

"Ja, om ikke andet så kører rygterne igen om, at den amerikanske stat forsøger at stabilisere aktiemarkederne ved at købe futures, når det spidser til. En konspirationsteori, som bygger videre på de rammer, som Working Group of Financial Markets blev udstyret med, da Ronald Reagan oprettede gruppen i 1987 efter "Sorte Mandag". Gruppen, som mere populistisk kaldes Plunge Protection team, har ellers rimeligt klare rammer for ikke at må eje aktier, men rygterne er stærke og får selvsagt grobund, når vi ved, at aktiemarkederne har stor indflydelse på amerikanernes selvpfattelse. Nu kunne robustheden i aktiemarkederne også skyldes en flugt ud af obligationer, som forventes at have set de laveste niveauer i en rum tid. Den unormalt lave rente, som skyldes Federal Reserve's USD 600 mia. opkøbsprogram, ventes at blive afsluttet i juni og herefter blinker rentestigninger forhåbentligt i horisonten pga. øget global vækst og en smule inflation," siger Lars Skovgaard Andersen, senior account manager i Danske Bank, hvis opgave det er, at identificere igangværende og spirende trends og vigtige politiske signaler i de finansielle markeder.

Hvis vi skal tale om en af de store risikofaktorer i øjeblikket, som markedet åbenbart godt kan leve med – krisen i MENA (Mellem-østen & Nordafrika) og det politiske spil omkring det, så er der noget, der tyder på, at det globale energipolitiske spil er i forandring. Eksempelvis havde USA for 10 år siden næppe ført en så tilbageholdende rolle i en lignende situation. Men det er, hvad der ser ud til at ske med Obama, som har valgt at holde lav udenrigspolitisk profil og i stedet koncentrere sig om de hjemlige problemer, ikke mindst budgettet og planerne for at håndtere den gældsudvikling, der truer i horisonten som en delvis følge af det, nogle har døbt Obamas socialdemokratiske projekt – dvs. indførelsen af sundhedsreformen m.v.

"Det har helt sikkert i den forbindelse spillet en rolle, at USA i de senere år har opdaget, at de har enorme reserver af gas i undergrunden, som ny teknologi har gjort det muligt at udnytte, og ret beset kan gøre dem uafhæn-

gige af importeret energi, hvis de formår at gøre transportsektoren klar til det. USA har stadig en tæt relation til Saudi Arabien, men at de har så meget gas i baghaven betyder, at de ikke har lyst til at stikke næsen for langt frem i MENA-krisen. De vil ikke være skurken længere. Europa, som til gengæld har flygtningeproblemet i deres baghave og en anderledes afhængighed af importeret energi, er tvunget til at spille en større rolle. Også Kina er meget afhængig af udenlandsk olie og gas, men de holder sig foreløbig politisk på sidelinjen, mens de er i fuld gang med at lave bilaterale aftaler. Det har de gjort i stort omfang med Rusland om olie og gas. Det er i den forbindelse værd at lægge mærke til, at russerne har forlangt, at kineserne betaler i rubler, ikke i dollars. Et eksempel på, at vi er på vej ind i en fase, hvor dollaren mister sin position som verdens førende valuta. I det hele taget er der store forandringer i gang i den globale magtbalance, og jeg tror, at vi i stigende grad vil se lande og regioner stile mere målrettet efter blive selvforsynende med energi og råvarer i det omfang, det er muligt, sørge for ren vandforsyning osv. De vil tiltrække sig fabrikker og vigtige virksomheder, der hvor det er afgørende – mens der tidligere har været en tendens til at et lands investeringer søgte derhen, hvor arbejdskraften var billigst, er der andre prioriteringer nu."

Hvordan tror du, Japan vil prioritere nu? De har 54 atomreaktorer, som normalt giver dem 30 pct. af deres elektricitet, men nogle af disse samt andre kraftværker og dele af elnettet er skadet efter jordskælvet. Det burde ikke være et problem, da de jo har kraftværker over hele landet. Men det gør det. I den nordlige del af Japan, hvor Tokyo ligger bruger man 100 Volt, 50 Hertz, og i syd bruges 100 Volt og 60 Hertz. Tokyo er ved den sydlige grænse af 50 Hertz området, og der er kun fire konverteringsstationer, hvilket ikke er nok. Så der er jævnligt blackouts for tiden, og det ventes at kunne vare flere måneder. Det er med til at forstærke problemerne for adskillige japanske virksomheder, som i forvejen er ramt af jordskælvet – og dermed også den globale forsyningskæde.



100MW solpanelanlæg i Dunhuang, Kina.

”Japan er så at sige ”fanget” af deres gennemgående lean-systemer, som handler om at køre med minimale lagre og just-in-time processer. Kan de ikke levere pga. strømsvigt, så er de nødt til at få backup-systemer, og det tror jeg, vi i stigende grad vil se som en prioritering for japanske virksomheder. Vi vil også se mere fokus på solenergi, som er den eneste alternative energi kilde, Japan har satset på udvikling af gennem årene, men her er de også langt fremme i det globale kapløb. Vi vil også se andre alternative løsninger. Japanerne er kendt for at være innovative, og der kommer altid noget godt ud af en krise.”

Apropos krise, så er det noget luftfartsindustrien har befundet sig i i mange år. Hvordan håndterer den industri de høje energipriser?

”Der var engang, hvor flyselskaber var noget, alle lande skulle have, så de fik masser af særtilskud af diverse regeringer rundt omkring, og det var i høj grad med til at skabe en meget ineffektiv og omkostningstung sektor med meget høje lønninger og faglige organisationer, der var umulige at have med at gøre. Så kom de såkaldte low cost carriers – flyselskaber som Ryan Air, som pressede priserne i bund, og dette blev i kombination med finanskrisen afgørende for strukturelle ændringer i luftfartsindustrien. Finanskrisen førte til mange konkurser især i USA, og der kom ekstrem fokus på omkostninger for de overlevende. Flybranchens fagorganisationer indså pludselig deres egen overlevelse afhang af villighed til lavere lønninger. I dag har vi en langt mere konsolideret flysektor, som har forvandlet ineffektive mastodonter til langt sundere virksomhe-

der. Hvad angår de stigende energipriser, så overvælttes de på billetpriserne. Flyselskaber er i dag et mere normalt cyklisk spil, og på dette tidspunkt i opsvinget er det ret interessant. Vi mener, at store luftfragtselskaber er interessante, og ikke mindst underleverandørerne, som vil nyde godt af, at 1 mia. kinesere i de kommende år vil ud og flyve i stigende grad. Og så er det generelt interessant, at sektoren Rejser & Fritid klarer sig historisk godt, når renterne stiger som resultat af øget vækst og vækstforventninger.”

Ja, netop rentestigninger er jo noget andet, vi må forholde os til herfra efter en mangeårig lavrentetærra. Hvordan kan investor udnytte det?

”Forsikringsselskaber og banker har en fordel i stigende renter. Forsikringsselskaberne, der som en del af deres forretningsmodel har meget store aktiebeholdninger, er i høj grad tilfredse med stigende aktiemarkeder, som historisk set går op i den del af konjunkturcyklen, hvor stigende vækst sender obligationsrenterne op og tvinger centralbankerne til at stramme renten gradvist. For bankerne betyder højere renter, at de kan udvide rentemarginalen – dvs. forskellen på ind- og udlånsrenter, og dermed kan de for alvor begynde at opbygge en buffer til trangere tider.”

Noget, der tilsyneladende udvikler sig uhæmmet, hvad enten renter, energi og råvarer stiger i pris, eller der er borgerkrige under udvikling forskellige steder i verden, er internettet. Ser du nogle tendenser her, vi skal holde øje med?

”Der er rigtig mange spændende ting i gang med internettet. De forventede store børsintroduktioner (IPO's) hen over andet halv år 2011 og starten af 2012- Groupon vurderes til USD 20 mia. og Facebook til USD 80 mia. – gør, at fokus er på allerede eksisterende selskaber. Der, hvor der p.t. er mest gang i den, er i engelske og kinesiske indholdsrelaterede selskaber. At engelske selskaber er i vælten, skyldes primært, at London er præget af store medieselskaber, og det er netop dette område en række af de nye selskaber er relateret imod. I Kina er det mere et udtryk for, at man tror på en større åbenhed end tidligere antaget eller mindre censur. Landet byder i sig selv på et utroligt kundegrundlag, men da åbenhed er behæftet med indsigt fra kinesiske myndigheder, tolkes lokale selskaber til at have en fordel. Kursudviklingen på nogle af de tidligere kinesiske internet/indholdstjenester gør, at investorer er mere end villige til at forsætte opkøb. Kombinationen af succesfulde IPO's såsom Sina Corp. (op med 236 pct. siden sidste års IPO) trækker investorer til. Sina Corp's succes og sammenligning med Twitter gør, at forventningerne til Renrens IPO i maj øges. Renren sammenlignes med Facebook. Som sagt tidligere er valuering af disse selskaber svær. Der er uden tvivl nogle rigtig gode historier indimellem, men nok også noget hø. Som altid - pas på med ikke at blive forblændet af historier om, hvad andre har tjent. Køber du disse selskaber, er du mere eller mindre ”on your own”. Sæt et fast beløb af til at forfølge drømmen om den næste Google/Skype/Amazon og husk at have et stop, hvis aktien begynder at falde.”

TEMA	BAGGRUND	RELEVANTE SEKTORER/ UNDERSEKTORER	RELEVANTE AKTIER/FUNDS
MEGATRENDS Er trends, som vil påvirke verdenssamfundet i op til adskillige årtier. Brede temaer, som ofte bedst udnyttes via investeringsforeninger, men enkeltaktier kan også være hensigtsmæssige.			
Knappe ressourcer Energi, metaller, fødevarer og vand.	En af de store udfordringer i dette århundrede er, at mange essentielle råvarer bliver stadig knappere i takt med, at de store udviklingsøkonomier gennemgår industrialiseringsfasen og udbygningen af deres indenlandske økonomier med meget stor hast.	Energi herunder olie/gas, underleverandører samt alternative energiformer. Metaller, mineselskaber og underleverandører Fødevarer, herunder såsæd/gødningsproducenter, landbrugsmaskiner, landbrugsjord Vand, herunder vandrensning, afsaltning og forsyning. Generelt	Gazprom PGS Technip Antofagasta, BHP, FLS, Metso FLS, Altas Copco Syngenta, Auriga Veolia DI Klimatrends DI Europa Bæredygtig index
Energimangel/ nye energiformer	Fokus omkring alternativ energi er ændret til endnu mere fokus på energidelen efter, at oliepriserne igen er begyndt at stige, mens der er mindre fokus på de klimaændringer, som vores energiforbrug forårsager. Ændring i fokus understøtter energieffektive selskaber, da vi uden tilskud fra det offentlige søger disse produkter pga. høje energipriser. På længere sigt vil effektivitetsforbedringer i de rene energiformer kombineret med, at det offentlige igen vil give tilskud, gøre disse selskaber interessante investeringsmæssigt. Fokus på knappe råvarer, herunder rent vand, vil medføre mere fokus på affaldshåndtering, vandrensning og forureningsbegrænsninger.	Energieffektivitetsselskaber med produkter inden for isolering, elektricitetseffektivitet, kørselseffektivitet. Nye energiformer, herunder vind, vand, sol, brint, a-kraft, CCS, kulkraft. Nye transportformer, herunder el-biler, brint-biler, biobrændsel	DI Klimatrends Rockwool ABB Siemens Novozymes Neste Oil
Emerging Markets, BRIK, Next 11	Stærk vækst i udviklingen af den indenlandske økonomi samt middelklassen og dens købekraft. I 2030 forventes middelklassen i Emerging Markets at være vokset med 2 mia. mennesker, hvilket gør at forbrugerne især i de største udviklingsøkonomier er uhyre interessante.	Råvarer, energi, mærkevarer, teknologi og infrastruktur fra Vesten	DI Nye Markeder DI Kina DI Fjernøsten DI Emerging Markets Smaller Companies DI Rusland DI Østeuropa Gazprom, FLS, Carlsberg, Technip BMW, Adidas
TRENDS Er udviklingstendenser, der har en varighed på mindst 6-12 mdr., men som kan vare i adskillige år. Kan udnyttes i en blanding af investeringsforeninger og enkeltaktier.			
Mobildata	Smartphones (herunder LTE) og tablets. Den teknologiske udvikling og ikke mindst øget datahastighed muliggør, at mobile enheder får stadig flere funktioner således, at de nu både er telefoner, minipc'er, tv, spilkonsoller og betalingsenheder. Indenfor denne trend vil nye investeringstemaer dukke op i løbet af de kommende år.	Smartphones- og tabletsproducenter. Underleverandører Netværk Teleselskaber Indholdsleverandører	DI Teknologi, Apple, Juniper, Verizon, Disney, Qualcomm
Health Care	De store farmaproducenter har i årevis været plaget af manglende innovation, kopiproducenter og stadig flere patentudløb, der kulminerer i 2011-2013. Innovationsproblemet betyder, at mange opkøber biotekselskaber, - en trend, der ventes at fortsætte. Vær opmærksom på, at der forventes vitale gennembrud (disruptive) på mange forskellige områder i biovidenskaben i dette årti - herunder ikke mindst inden for genetikken. Der ventes samtidig et langt tættere, integreret samarbejde mellem mange forskellige videnskabsgrene i de kommende år, som vil bidrage til massive fremskridt i vores forståelse af biologiske organismer - herunder også menneskets.	Biotekselskaber	DI Bioteknologi
Faste Investeringer	Kapitalgodesektoren er godt positioneret til at nyde godt af et opsving i faste investeringer og virksomhedernes anlægsinvesteringer i 2011.	Kapitalgoder	Siemens, ABB, Atlas Copco

TEMA	BAGGRUND	RELEVANTE SEKTORER/ UNDERSEKTORER	RELEVANTE AKTIER/FUNDS
Højere oliepriser	Den globale olieproduktionskapacitet får stadig sværere ved at følge med den globale efterspørgsel, som vokser meget hurtigt som følge af udviklingsøkonomiernes stærkt stigende energibehov. Oliepriserne ventes fortsat at stige, og stadigt vanskeligere tilgængelige oliefelter vil blive søgt udnyttet, især i havområder, og det vil øge efterspørgslen efter olieservice og udstyrsproducenter.	Olieservice	Diamond Offshore, Technip, PGS

TRENDS - KORTSIGTEDE HANDELSTEMAER

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

USA's forbrugere	Det forventes, at USA's opsving tager fart i år, drevet af et stabiliseret boligmarked, lave renter i en rum tid endnu kombineret med en forlængelse af finanspolitiske lempelser og skattenedsættelser, et stigende antal nyansættelser og investeringer. Forhold, som vil ændre forbrugernes syn på fremtiden og øge forbruget mærkbart.	Forbrugsaktier	DI USA Abercrombie & Fitch, Apple, Walt Disney, Hasbro
Renteforhøjelser	ECB satte som ventet renten op i april. Historisk klarer visse sektorer det bedre end andre.	Finansielle services, kemi, stabile forbrugsvarer og metaller	Swedbank, DnB Nor BASF, Reckitt Benckiser, Carlsberg, Swedish Match
Forskellige globale rentecykler	ECB's renteforhøjelse i april ventes at blive efterfulgt af flere i år. Såfremt de økonomiske data bliver ved med at vise bedring i det amerikansk arbejdsmarked forventes USA at følge trop i 2012. Emerging Markets-økonomierne forventes derimod at være tættere på afslutningen af deres "hike-periode".	Emerging Markets	DI Nye Markeder DI Østeuropa

TRENDSPOTTING

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

Andre sektorer som historisk har reageret positivt efter rentehikes.	Traditionelt plejer finans og forsikring at klare sig godt i perioder med rentestigninger, men også sektorer som rejser/fritid samt medier har typisk gjort det godt efter, at rentestramninger er påbegyndt	Primært luftfart Sekundært rejser/fritid	Tal med din rådgiver Amadeus IT
Strukturelle ændringer og oliepris korrektion	Luftfartsindustrien gennemgår endelig en større konsolidering. Dette medfører en mulighed for at overføre højere energipriser til kunden. Sektoren vil dog forsat være følsom over for ændringer i olieprisen	Primært medieselskaber Sekundært internet indholdstjenester.	Walt Disney
USA turnaround	Et mere positivt syn på fremtiden for små og mellemstore virksomheder i USA er med til at ændre stemningen omkring forbrug og bolig, hvilket kan medføre lavere tab på lån og bedring i boligmarkedet	Primært amerikanske banker Sekundært boligrelaterede selskaber	JP Morgan Tal med din rådgiver



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

BEMÆRK: Ovenstående trends og udviklingstendenser er baseret på bankens vurderinger og må på ingen måde ansues som en ufejlbarlig prognose af fremtiden. Det er tendenser, som vi aktuelt anser for de mest

sandsynlige, men der er tale om et komplekst samspil af mange faktorer, og mange forhold af økonomisk, politisk og samfundsmæssig karakter kan påvirke de identificerede udviklingsmønstre. Med andre ord skal man være

opmærksom på, at det 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.



Jagten på de grønne energikilder

Argumenterne for at lede mere ihærdigt efter de fossile brændstoffers afløsere vejer pludselig meget tungere.

Uroen i det olierige Mellemøsten/Nordafrika kombineret med ulykken på atomkraftværket i Japan har for alvor sat fokus på verdens afhængighed af energi. Nye og til dels også eksisterende atomkraftværker vil blive svære at forsvare over for vælgerne i mange udviklede lande i den kommende tid. Revolutionernes tid er næppe forbi foreløbig i Mellemøsten, verdens energibehov stiger

hastigt, og oliereserverne svinder ind. Og så er der den globale opvarmning, der af verdenskabens verden menes med overvejen- de sandsynlighed at være skyld i mere ekstremt vejr de senere år – en udvikling, som bl.a. sås i Rusland i juli 2010, hvor temperaturen var 14 grader over normalen, hvilket ledte til en nedgang i kornhøsten på 40 pct.

Med andre ord: Der savnes ikke argu-

menter for at udvikle alternativer til de fossile brændstoffer, men det har krævet det største registrerede jordskælv i nyere tid og en begyndende nedbrydning af "den arabiske mur" at få verdens politikere til igen at fokusere på den globale energi- og klimaudfordring – lige som de havde pustet ud i lettelse over, at finanskrisen ikke endte med en global depression.

Naturgas

De konventionelle reserver af naturgas er først og fremmest i Mellemøsten og Rusland. Men ny teknologi har de senere år gjort det muligt at udvinde ukonventionelle gasreserver, fanget i undergrunden bag

lag af kul, sandsten og ikke mindst skifer. Sådanne gasreserver findes i en lang række lande verden over, heriblandt Kina, Frankrig, Polen og Chile. Foreløbig er USA nået længst med at udnytte sine reserver, som er

ganske store, men mange andre lande er i fuld gang med at foretage de nødvendige investeringer til udvinding.

IEA vurderer, at de traditionelle gasreserver vil kunne vare 130 år med det nuværen-



Jules Verne

Jules Verne, oversat til 148 sprog, berømt for romaner, hvor fremtidige videnskabelige og teknologiske landvindinger ofte spiller en fremtrædende rolle. Mest kendt er *Jorden rundt på 80 dage*; *Omkring Maanen*; *En verdensomsejling under havet* og *Rejsen til Jordens indre*. Samt en indtil 1989 ukendt roman – *Paris i det 20. århundrede* – om en ung mand, der lever i 1960 i en verden af skyskrabere i glas, højhastighedstog, gasdrevne biler, faxmaskiner, regnemaskiner og et verdensomspændende kommunikationsnetværk.

Jules Verne har også et bud på en fremtidig energikilde. I *Den hemmelighedsfulde ø* spørger Pencroff sin ven, ingeniøren Cyrus Smith, om hvad man skal brænde, når kulreserverne slipper op.

– Vand,« svarede Cyrus Smith.

– Vand!« udbød Pencroff. Vand til at opvarme Dampbaade og Lokomotiver med, Vand til at koge Vand med!

– Ja, det vil sige Vand opløst i sine enkelte Bestanddele,« svarede Cyrus Smith. Og dette maa uden Tvivl ske ved Hjælp af Elektricitet, som da vil blive en mægtig og anvendelig Kraft, thi alle Nutidens store Opdagelser synes efter en uforklarlig Lov at pege i denne Retning. Ja, mine Venner, jeg troer, at Vand engang vil blive brugt som Brændsel, at det Vandstof og Surstof [brint og ilt – red.], hvoraf det er sammensat, anvendt særskilt eller i Forening vil afgive en Kilde til Varme og Lys, der er udtømmelig og har en Styrke, som ikke kan opnaaes ved Stenkul.

de forbrug, men dobbelt så lang tid, når man tæller de nye reserver med.

Der er visse fordele ved naturgas. Afbrændingen udleder halvt så meget CO₂ som kul, og fordi gassen kan udnyttes langt mere effektivt er CO₂-udledningen i forhold til kul reelt 75 pct. lavere. En anden fordel er, at kraftværker baseret på naturgas hurtigt kan etableres, omkring to år, mens eksempelvis et atomkraftværk tager 10-12 år.

Gassen fra de ukonventionelle kilder hilses velkommen af politikere i mange lande, som ser det som en mulighed for på sigt både at mindske afhængigheden af Mellemøstens olie og gas, og samtidig reducere CO₂-udledningen. Det første er indlysende, men det sidste synes at være løftbart omgang med sandheden.

Ikke blot kræver teknologien i selve udvindingen af de ukonventionelle gasreserver meget store vandmængder og forurener også vandet. Men når gassen skal afkøles for at blive til en flydende form (LNG) til transporten fra uvejsomme områder uden lange rørledninger kræves store mængder

energi. LNG kan i det samlede billede give et CO₂-udslip helt op mod 4 gange så højt som traditionel naturgas. Beregninger viser, at CO₂-udslippet fordeler sig med 70 pct. fra selve nedkølingen til minus 160 grader, mens resten stammer fra transporten og opvarmning af gassen, når den skal sendes ind i et rør igen.

Forskere på Cornell University har desuden advaret om et andet risikomoment ved øget brug af skifergas. De påpeger at erstatning af kul og benzin med naturgas alternativer kan forværre snarere end forbedre påvirkningen fra drivhusgasser. "Drivhusgas-fodaftrykket" fra skifergas over en 20 års periode er mindst 20 pct. større end fra kul og "måske mere end dobbelt så stort" skriver forskerne i en undersøgelse offentliggjort for nylig i tidsskriftet Climatic Change. Skurken er udslippet af methan, hovedkomponenten i naturgas og en langt kraftigere drivhusgas end CO₂. Og problemet opstår især pga. den særlige udvindingsteknik i forbindelse med skifergassen, som indebærer at der under højt tryk

sprøjtes en blanding af vand og kemikalier ind ad horisontale borehuller. I denne proces blandes en betydelig mængde af gassen med vand-kemikalie blandingen og slipper ud i atmosfæren, når væsken når op til jordens overflade. Selve boreprocessen resulterer også i midlertidige gasudslip.

Cornell-analysen bekræfter observationer omtalt i en december-rapport fra U.S. Environmental Protection Agency, som konkluderede, at man havde "signifikant undervurderet" methan emissioner fra udvinding af ukonventionelle gasressourcer, primært skifergas. I nogle tilfælde var methan emissionerne næsten 9.000 gange højere end tidligere antaget.

Meldingen er et slag i ansigtet på ikke blot politikere, men også miljøforkæmpere, der har set naturgassen som en vigtig mellemvej til renere energikilder. U.S. Energy Information Administration (EIA) forventer, at den totale produktion af naturgas i USA vil stige med 20 pct. over de næste 25 år, og at skifergas vil tegne sig for næsten halvdelen af den totale produktion mod 23 pct. i 2010.

Solenergi

En nærliggende vedvarende energikilde er naturligvis solen, som på 65 minutter tilfører Jorden lige så meget energi, som vi forbruger på et år. Der findes to grundlæggende teknologier til udnyttelse af solenergi. De fotovoltaiske solceller (PV) og den koncentrerede termiske solenergi - Concentrated Solar Power (CSP).

Solcelleanlæg leverer strøm og er i princippet en decentral energikilde, som kan etableres hvor som helst. CSP solvarmeanlæg findes i flere udgaver, men den mest udbredte består af paraboliske spejle, der opvarmer vand, der genererer damp, som igen driver en turbine. CSP er en decentral energikilde, som kræver et stort anlæg.

I dag udgør solenergien under 1 pct. af det globale energibehov, men IEA skønner, at i 2050 vil de to teknologier hver kunne levere 11 pct. af verdens elektricitet – mens European Photovoltaic Industry Association tror på 26 pct. i 2040. Endnu mere optimistisk er Shell, der har forudsagt, at 50 procent af verdens energi vil komme fra vedvarende energikilder i 2040, hvoraf solenergi vil være den primære kilde.

Solenergi er den vedvarende energikilde, der knyttes de største forventninger til, især solceller, hvor det globale marked er vokset 30 pct. årligt det seneste årti. I modsætning til vindmøllerne er solceller langt fra færdigudviklede, og der forskes på livet løs over hele verden i at gøre solcellerne endnu mere effektive. Tyskland, Japan, USA, Spanien og Italien er de mest udviklede lande, når det gælder udnyttelse af solenergi. Dis-

se lande står samlet for mere end 90 procent af verdens samlede solenergi-installationer.

Crystalline Silicon celler har en effektivitet på 16-20 pct., men er relativt dyre og afhængige af silicium. De har dog foreløbig den største kommercielle udbredelse, men der forskes intenst i billigere typer. Eksempelvis Thin film-celler, der er langt mere fleksible, bruger langt mindre silicium og er væsentligt billigere. Til gengæld er effektiviteten lidt lavere med 8-12 pct., men der er tale om teknologier med et betydeligt udviklingspotentiale. Denne generation omfatter også de såkaldte multi-junction celler. Disse er konstrueret, så de udnytter et bredere spektrum af sollyset og derved har en væsentlig højere effektivitet. Multi-junction celler er stadig i en relativt tidlig fase, og er endnu ikke rullet ud i stor stil i det kommercielle marked, bl.a. pga. en noget højere pris end de traditionelle silicium solceller.

Blandt de nye celletyper er også de organiske og polymere solceller. Eksempelvis plasticsolceller er ekstremt billige, fleksible og kan let produceres i meget store mængder, men foreløbig er effektiviteten begrænset med omkring 5-7 pct. Der er et meget stort udviklingspotentiale i disse teknologier, der stadig kun er på R&D/forsøgsstadiet.

Med mindre der er tale om meget solrige områder, så har solenergi typisk ikke nået Grid Parity endnu – dvs. de kan ikke levere strøm så billigt som traditionelle kraftværker. Men i og med, at solcelleanlæg kan placeres decentralt hos boliger, virksomhe-

der og offentlige bygninger, så kan investeringer i anlæg alligevel tjene sig ind i mange geografiske områder over en overskuelig årrække allerede med den nuværende teknologi. Men når Grid Parity nås i en bestemt region, så vil der ske en eksplosion i den lokale udbredelse, da det i så fald ganske enkelt bliver økonomisk den bedste løsning. Dette gennembrud er lige om hjørnet i visse solrige områder, men nogle år ude i horisonten for de fleste andre.

Den seneste udvikling i solceller handler om mikroskopiske semiconductor krystaller, kaldet quantum dots. I Science skriver et israelsk forskerhold at, det er lykkedes at skabe quantum dots, som giver håb om nye typer af effektive, billige og printbare thin-film solceller, idet der kan bruges billige, simple kemiske processer. Forventningen om en effektivitet i thin-film celler mindst på niveau med de traditionelle silicium celler begrundes med, at nanokrystaller lavet af bestemte halvledere kan udskille mere end én elektron for hver photon, der absorberes. Desuden kan man ved at ændre deres størrelse og form ændre de bølgelængder af lys, som de kan absorbere.

Hvad angår CSP, så er der en hel del projekter i gang rundt i verden baseret på den 20 år gamle teknologi. Ved udgangen af 2010 var 38 anlæg i drift med en kapacitet på i alt 953 MW, 27 anlæg var under opførelse (831 MW), og 101 anlæg var planlagt (15.940 MW). Men der er planer om noget meget større, jf. afsnittet om DESERTEC.



Biobrændsel

Biomasse dækker i dag 10 pct. af verdens energiforbrug. Og estimerer lyder, at det kan dække op mod halvdelen i 2050. Første generation af biobrændsel anvender fødevarer afgrøder, hvilket naturligvis er en uholdbar løsning i betragtning af det stigende fødevarerproblem. Der er store forventninger til næste generation baseret på celluloseholdigt plantemateriale, dvs. f.eks. græs, husholdningsaffald, træflis og visse restprodukter fra landbruget. Men

nedbrydningsprocessen kræver visse enzymer og foreløbig er det ikke tilstrækkeligt billigt – men det er tæt på. Tredje generation baserer sig på alger – en teknologi, der også er store forventninger til bl.a. fra flyindustrien. Alger er hurtigvoksende og desuden vil det ikke belaste den opdyrkede landjord, der er stadig mere knap.

Flyindustrien kunne i øvrigt melde om stor succes med et grønt alternativ for nylig, da en testflyvning en F-22 Raptor for

nylig fløj Mach 1,5 med brændstof i tanken baseret på en 50-50 blanding af normalt jetbrændstof og olie fra sennepsplanten *Camelina Sativas* frø (mens resten af planten blev anvendt til dyrefoder). Det indebærer en reduktion i CO₂-udledning på 80 pct. Der er tale om en hurtigvoksende sej plante, som kan vokse på marginaljorder med behov for minimale mængder vand og gødning.

DESERTEC

Verdens ørkener modtager på seks timer mere energi fra solen end menneskeheden bruger på et helt år. Da samtidig 90 pct. af verdens befolkning bor inden for 3.000 km fra en ørken, så er visionen, at enorme CSP anlæg kan forsyne verden med størstedelen af elektriciteten eller i hvert fald en meget stor del. Dette er udgangspunktet for DESERTEC – et koncept udviklet af Romklubbens TREC-initiativ (TransMediterranean Renewable Energy Cooperation).

DESERTEC's vision er bl.a. at kunne dæk-

ke 15 pct. af Europas elektricitetsforsyning i 2050 via etablering af enorme CSP anlæg i Sahara og væsentligt mere af det mellemøstlige og nordafrikanske behov. 19 selskaber, bl.a. ABB, Siemens, Deutsche Bank, e-on, Saint-Gobain Solar, Abengoa Solar og Munich RE er med i projektet som interessenter, mens de 32 associerede partnere tæller navne som 3M, BASF, HSBC, Morgan Stanley, IBM, First Solar og Schoeller Renewables.

Siemens har foreløbig leveret en vigtig teknisk løsning i projektet ved at opfinde

en teknik, som gør det muligt at transportere strømmen som højspændt jævnstrøm, HVDC (High Voltage Direct Current), som kun giver et energitab på 3-4 pct. pr. 1.000 km – hvilket kun er 1/3 af tabet i tilsvarende vekselstrømsoverførsler.

Kritikere af projektet peger på den klare ulempe i, at man efter at have været afhængig af olie fra det uroplagede Mellemøsten i mange år, etablerer et nyt energicentrum i regionen, som også vil være et åbenlyst mål for terrorister.

Fusionsenergi

Fusion er en nuklear proces, hvori atomkerner smeltes sammen i modsætning til fission, hvor atomkerner spaltes. Fusionsenergi kan blive en vigtig langsigtet, vedvarende og sikker energikilde med relativt billigt brændsel. Mængden af radioaktivt affald er flere hundrede gange mindre end i en fissionsreaktor; der produceres ikke radioaktivt affald med lang henfaldstid, og der kan ikke opstå en løbsk kædereaktion.

Gennem de seneste to årtier er der sket betydelige teknologiske fremskridt. Men

plasmaen i de aktuelle prototyper af kraftværker er endnu ikke i stand til at opretholde vedvarende energiproduktion.

The International Thermonuclear Experimental Reactor (ITER) er en ny, betydeligt større prototype, designet til at demonstrere den videnskabelige og teknologiske anvendelighed af fusionsenergi i stor skala.

Syv partnere er involveret i ITER-projektet; EU, Kina, Indien, Japan, Korea, Rusland og USA. ITER er planlagt til at blive broen til det første demonstrationsanlæg med

produktion af elektricitet i stor skala.

Hvis arbejdet med ITER går som planlagt, så vil det første demonstrationsanlæg være i drift tidligt i 2030'erne, og med fusionsenergi leveret til elnettet i de tidlige 2040'ere. Idet fusion sandsynligvis ikke kan anvendes til kommerciel elproduktion før tidligst i omkring 2050 er det ikke medtaget i officielle potentielle scenarier for energiforsyningen over de næste 40 år.

Atomkraft

Atomkraft er blevet upopulært, men er med 15 pct. af verdens elforsyning (30 pct. af Europas) for betydelig en energikilde til at forsvinde foreløbig. Og når Fukushima-ulykken har fortonet sig, vil de 150

nye planlagte atomkraftværker alene i dette årti formentlig fortsætte uhindret. Men den japanske ulykke har sat fokus på thorium som et mere "grønt" og sikkert alternativ til uran.

Det er dog ikke uden problemer.

"Thorium er ikke fissilt, men må først konverteres i en reaktor indeholdende beriget uran eller plutonium til det fissile uran-233, hvorefter det skal igennem et ke-

misk anlæg for at udskille uran-233. I den proces dannes også det særdeles radioaktive uran-232, som besværliggør fremstillingen af uran-233 brændsel, men det gør det dog i praksis også til et en meget lille risiko, at nogen kan lave bomber af uran-233, fordi håndteringen og udskilningen er en meget vanskelig proces, som kun kan fungere ved fjernbetjening,” siger seniorforsker ved afdelingen for stråleforskning ved Risø, Erik Nonbøl.

Et problem kan også være selve udvindingen af thorium, hvis det er fra bjerge frem for sand. I Norge har man store forekomster af stoffet, men undersøgelser har vist, at udvindingen var for dyr, vanskelig og forurenende.

Men der er unægtelig også fordele ved thorium. Der findes 3-4 gange så meget thorium som uran, og der skabes ikke plutonium i processen og dermed heller ingen potentiel bombefremstilling. Risikoen for en løbsk kædereaktion er dog den samme i en termisk thorium-reaktor som i en traditionel uran-reaktor. I Rubbia-reaktoren derimod, hvor processen holdes i gang via neutroner fra en partikelaccelerator, kan kædereaktionen imidlertid ikke løbe løbsk, men denne reaktortype er foreløbig kun på tegnebrættet. Men selv om kædereaktionen stopper uanset hvilken reaktor, der er tale om, så kan en nedsmeltning som i Fukushima imidlertid stadig finde sted, hvis kølesystemet svigter.

Så er der det med affaldet. I en almindelig reaktor har atomkernerne større sandsynlighed for at indfange neutronerne, så uranen bliver omdannet til såkaldte transuraner. Transuraner er grundstoffer, som kan være radioaktive i op til flere hundrede tusinde eller millioner af år. Det er disse transuraner, som er vanskelige at finde sikre opbevaringssteder til. Uran-233 har derimod meget større sandsynlighed for at blive spaltet, når det møder en neutron.

Det giver derfor færre transuraner og i stedet flere spaltningsprodukter, som bliver nedbrudt efter få hundrede år.

En yderligere fordel er også, at den uran-233, som dannes i den nukleare proces, kan udnyttes og recirkuleres, hvilket betyder, at brændstoffet kan genbruges. Thorium er derfor mere effektivt som atombrændstof end uran.

Foreløbig er teknologien til udnyttelse af thorium ikke tilstrækkelig god, men Erik Nonbøl tror dog, at thorium vil blive anvendt som energiresource på lige fod med uran, når Generation 4 (GEN IV) af kernekraftværker er klar omkring 2025-2030. Disse vil nemlig gøre brugen af thorium betydeligt nemmere.

Men det vil også ændre billedet radikalt for de uranbaserede reaktorer. I nutidens reaktorer er det sådan, at uran skal kunne spaltes meget let, og det kræver, at man anvender beriget uran – dvs. uran med et indhold af uran-235 på ca. 5 pct., og det kan give udfordringer efterhånden, idet uran 235 kun udgør 0,7 pct. af verdens uranmængder. Men det problem løser GEN IV-reaktorerne også, idet naturens anden naturlige isotop af uran, uran-238, så vil kunne anvendes som selvstændigt reaktorbrændstof. Meget tyder derfor på, at selvstændige thorium-reaktorer ikke bliver det store hit i de vestlige lande, som det nogle steder gøres til. De fleste vil formentlig trods tidshorisonten på 15-20 år foretrække at satse på GEN IV-reaktorerne, som udover at være særdeles effektive også vil kunne anvende thorium.

Indien er hidtil det eneste land, der for alvor har satset hårdt på anvendelse af thorium som brændsel i deres reaktorer, og det hænger sammen med, at landet ingen uranforekomster besidder, men har store forekomster af thorium, de næststørste efter Australien. En forsøgsreaktor skal stå færdig i år, og fem mere skal

bygges og stå færdige inden 2017. Canada, som har store forekomster af både uran og thorium, afprøver testelementer af thorium i flere af deres CANDU-type reaktorer.

Der forskes i thorium flere steder rundt om i verden, bl.a. i CERN og på adskillige laboratorier i bl.a. USA, Japan, Rusland og Frankrig. Og i februar overraskede Kina, da det på den årlige Chinese Academy of Sciences konference i Shanghai blev meddelt officielt, at man nu vil lancere et program for udvikling af et thorium kraftværk.



Thorium vs. GEN IV

Fordele ved thoriumreaktorer:

- Masser af råmateriale mindst 1,2 mio. ton globalt – 3-4 gange uranmængderne.
- Producerer kun lidt højaktivt affald.
- Kan ikke løbe løbsk i en kædereaktion (kun den partikelbaserede Rubbia-reaktor).
- Væsentligt kortere halveringstid end fra uranbaserede reaktorer (300-500 år).

Fordele ved GEN IV-reaktorer

- Stor international bevågenhed fra alle betydelige kernekraftlande herunder USA, Frankrig, Japan, Canada og Storbritannien.
- Mindst seks tekniske systemer under udvikling forventes i drift frem mod 2030.
- Høje temperaturer på op til 1.000 grader giver mulighed for at producere brint i fire af systemerne.
- Lang levetid for brændslet i reaktorerne. Op til 15 år uden udskiftning af brændsel.
- Alle systemer vil betyde massive fremskridt ift. økonomi, sikkerhed, driftssikkerhed og bæredygtighed.
- De fleste af systemerne vil anvende lukkede brændselskredsløb og dermed minimere affaldsmængden.
- I teorien op mod 100 pct. udnyttelse af energien i brændslet modsat 2-3 pct. i dag.



Geotermisk energi

Varme fra Jordens indre transmitteres gennem Jordens kontinentale skorpe med en hastighed svarende til en temperatur gradient på normalt 25-30 grader Celcius pr. kilometer. Nogle steder er der særligt gode muligheder for at udnytte geotermisk energi, f.eks. i regioner tæt på grænser mellem tektonisk aktive plader eller andre steder med varme kilder o.lign. Det gælder lande som Indonesien, Filippinerne, Japan, New Zealand, Centralamerika, USA's vestkyst, Island og Østafrika.

Jordvarme er en anden mulighed, som ikke har noget med varme fra Jordens kerne at gøre. Princippet er, at man graver en

lang slange ned i jorden, fyldt med frostvæske. Frostvæsken opvarmes af jorden, indtil den når den omkringliggende jords temperatur på knap 4 grader (Danmark). Herefter løber frostvæsken ind i huset, hvor den passerer en varmepumpe. Når frostvæsken har afgivet sin varme til systemet i varmepumpen, har den en temperatur på minus et par grader og løber tilbage til slangen ude i jorden. Her gentages opvarmningen til de knap 4 plusgrader, og processen starter forfra. For hver kw systemet bruger i strøm, fås 3-3,5 kw varme igen.

Hydro, bølger, tidevand og ocean

Vandkraft er den foreløbigt klart største af de vedvarende energikilder, og er allerede udnyttet fuldt ud de fleste steder. Der forskes også i bølgeenergi og tidevandsenergi en del steder i verden, men teknologierne har et fællestræk med vindmøllerne. De er mekaniske processer, der kræver massive kapitalinvesteringer, og som ikke kan opnå kraftige effektivitetsforbedringer med tiden. Men mange bække små...

Som noget relativt nyt er forskere flere steder i gang med en anden forskning relateret til vand. Idet oceaner dækker over 70 pct. af Jorden er havet reelt verdens største solfanger og energiopbevaringssystem. På en gennemsnitsdag absorberer 60 mio. kvadratkilometer af tropiske have solvarme svarende i varmeindhold til 250 mia. tøn-

der olie. Hvis mindre end 0,1 pct. af denne energimængde kunne konverteres til elektricitet, ville det dække mere end 20 gange det daglige amerikanske behov.

Det handler om temperaturforskel. I havet er der en betydelig temperaturforskel på overfladevandet og dybhavet – 10-25 grader med den største forskel tæt på ækvator. Denne forskel kan udnyttes med Ocean Thermal Energy Conversion (OTEC) processer. Allerede i 70'erne blev der udviklet prototype teknologier, men forskning og udvikling blev senere lagt på hylden. Nu er der fornyet interesse for emnet i adskillige lande.

En anden energitype relateret til vand baserer sig på det, der sker, når ferskvand blandes med saltvand. Et sådant "saltkraftværk" skal derfor placeres hvor store mæng-

der ferskvand strømmer ud i havets saltvand, hvilket betyder, at det langt fra er alle lande, der har muligheden. Men Norge er blandt dem, der har og i 2009 etablerede norske Statkraft verdens første prototype på et saltkraftværk i Hurum øst for Oslo.

Princippet er osmose. Saltholdige opløsninger vil tiltrække ferskvand. Men der hvor de to væsker mødes indsættes en membran, som saltet ikke kan trænge igennem. Til gengæld vil ferskvandet så blive suget igennem membranen, og det skaber et vandtryk på saltvandssiden, som er ganske kraftigt og benyttes til at drive en turbine.

Statkraft vurderer elproduktionspotentialet for saltkraftværker til at ligge på 12 TWh i Norge, svarende til 10 pct. af nordmændenes elforbrug.



Energieffektivitet

I lyset af fortsat stigende oliepriser på sigt, tiltagende global opvarmning og endnu utilstrækkelige alternative til fossile brændstoffer vil der komme stadig mere fokus på at forbedre energieffektiviteten. Uden løbende forbedringer i energieffek-

tiviteten siden 1973 ville energiforbruget i OECD 11, som tegner sig for mere end 75 pct. af energiforbruget i OECD (Australien, Danmark, Finland, Frankrig, Tyskland, Japan, Italien, Norge, Sverige, Storbritannien og USA) have været 63 pct. højere i 2006.

IEA har i sit mest optimistiske Blue Map Scenario, der skitserer en mulig vej til halveret CO₂-udledning i 2050, forudsat en forbedring, som indebærer at produktion af en enhed af BNP til den tid vil kræve en tredjedel af energiforbruget i 2007.

Vindenergi

Vindenergi, som leverer omkring 1,6 pct. af verdens elektricitet, er en moden teknologi, hvor der ikke er udsigt til store yderligere fremskridt. Fordelen herved i modsætning til solceller er, at en nyetableret vindmøllepark ikke risikerer at blive overhalet af teknologiske kvantespring - inden for sit eget

felt - i løbet af få år. Med kendskab til et områdes vindmønstre ved man nogenlunde hvor megen energi et givet antal vindmøller vil kunne levere, og det vil nye vindmølle typer ikke kunne forbedre synderligt, primært kun i form af større tårne og vinger. Til gengæld vil vindenergien med stor

sandsynlighed blive sat til vægs af andre teknologier inden for de næste 10-15 år, eksempelvis solceller og kunstig fotosyntese, og vindmøller kan meget vel være en forældet teknologi allerede i 2030.



Teknologisk udvikling er umulig at forudsige 40 år frem

Prognoser har aldrig været lette at lave, hvad enten det gælder økonomi eller teknologisk udvikling. Især de såkaldte "disruptive innovations" – opfindelser og teknologiske gennembrud, der virker forstyrrende på et marked og ændrer visse produkters dominans afgørende og på sigt kan påvirke og endda revolutionere hele samfund. F.eks. da bilen blev et supplement til jernbanen (og hesten). Da dampskibe afløste sejlskibene; telefonen afløste telegrafene; CD'er afløste vinylpladerne, og da computere afløste de store arbejdsstationer (og ubetydelige minicomputere) og blev hver mands eje i enormt omfang.

Ser man på de aktuelle prognoser for om verden kan løse problemet med CO₂ og afhængighed af fossile brændstoffer frem mod 2050, så er det påfaldende så stor spredningen er. Flere rapporter – bl.a. fra Worldwatch, PriceWaterhouseCoopers samt Greenpeace og European Photovoltaic Industry Association – skitserer hvordan et skifte til 100 pct. vedvarende energi kan ske over de næste 40 år. Mens IEA, olieindustriens tænketank, selv i deres Blue Map Scenario (halvering af CO₂) ikke tror vedvarende energikilder vil udgøre mere end 48 pct. i 2050 (atomkraft 24 pct.).

Dybest handler det naturligvis om prioriteringer. Vil man nå 100 pct. vedvarende energi om 40 år, så er det uden tvivl muligt. Det bliver bare ikke med det energimiks, som selv de mest seriøse og grønne prognosemagere forudser. Sagen er nemlig den, at ingen er i stand til at komme med et præcist bud på, hvordan fordelingen af forskellige energikilder bliver så mange år ude i fremtiden, fordi den teknologiske udvikling går så hurtigt, at den grænser til det uforudsigelige. Alle prognoser lider derfor som regel af den samme svaghed – det virker, som om man har brugt en lineal.

Eksempelvis solcelleindustrien selv har svært ved at håndtere teknologiske fremskrivninger. Den gennemsnitlige silicium

solcelle har i dag en effektivitet på 19 pct. – og branchen forventer, at i 2020 vil tallet være på 23 pct. Ganske vist har det noget at gøre med, at den teoretiske grænse for netop den solcelletype er 31 pct. Men i så fald burde man måske gøre mere ud af redegørelser for, hvad de nye generationer af solceller kan udvikle sig til. Med så megen intens forskning rundt om på kloden og med de store hjælpemidler som bl.a. nanoteknologien giver, så giver prognoser baseret på den samme teknologi, der har været anvendt i årevis ikke det rette indtryk af solenergiens potentiale. Og det er ganske stort.

Beregninger foretaget af bl.a. videnskabsmanden Ramez Naam viser, at der i solceller over de seneste 30 år er en udvikling i pris og effektivitet, der minder om Moore's Law i computerverdenen. Loven, der siger, at mængden af computerkraft du kan købe for en dollar fordobles hver 18. måned. Naam konkluderer, at fortsætter det eksponentielle mønster, vi hidtil har set, så vil prisen for elektricitet genereret af solceller i 2030 være det halve af kulkraft.

Solen kan også bidrage på en anden måde. Daniel Nocera på Massachusetts Institute of Technology præsenterede for nylig på en kemikonference i USA det første praktisk anvendelige kunstige blad og en teknik, hvor fotosyntesen fungerede 10 gange hurtigere end naturens egen: Teknikken anvender en kommercielt tilgængelig solcelle, en thin-film med 7 pct. effektivitet, som sammen med et par billige katalysatorer af kobolt og nikkel spalter vand til ilt og brint. Teknikken fører til en effektivitet på 5 pct. i konversionen af sollys til brint. Naturlig fotosyntese er mindre end 1 pct. effektiv i at lave sollys om til energi.

Det er ikke det første forsøg på at lave en kunstig fotosyntese, men det adskiller sig fra tidligere forsøg som enten brugte katalysatorer baseret på dyrt metal, eller spaltede vandet med brug af en separat enhed, hvilket er mindre effektivt og dyrere.

Med brug af teknikken på en kvadratmeter dækket af tilstrækkelig vand kan en husholdning i udviklingslandene få nok elektricitet til et døgn forbrug. Allerede nu har Nocera via selskabet Sun Catalytix, som han har grundlagt, indledt et samarbejde med industrigiganten Tata i Indien om at kommercialisere teknologien til netop husholdninger.

Med så store fremskridt inden for dette område allerede i 2011 er der ingen tvivl om, at fotosyntesen og dermed brint vil udgøre en betydelig energikilde i 2050 – og formentlig længe før. Nocera og hans forskerhold er nemlig heller ikke alene. Der er andre forskere rundt om på kloden (men ikke mange), der forsker i fotosyntesen, heriblandt et svensk forskerhold. De påpeger, at den årlige mængde energi, som Sverige får fra solen er omkring 1000 kWh pr. kvadratmeter. Den teoretiske værdi for maksimal effektivitet af brintproduktion via kunstig fotosyntese er ifølge svenskerne 40-50 pct. – i praksis skønnes 15 pct. at være realistisk. Hvis man havde et apparat med en sådan effektivitet, der dækkede hustaget i Sverige ville det dække hele årets energibehov (brinten lagres i overskudsperioder). Og hvis energibehovet for det svenske transportsystem også skulle dækkes, ville det hypotetiske apparat kræve 70 kvadratmeter pr. person, i alt mindre end 0,2 pct. af Sveriges samlede areal.

For at opsummere: Fremtidens energimiks er umuligt at forudsige præcist. Det bliver inden for det nærmeste årti eller to formentlig en blanding af sol, vind, vandkraft, tidevand, bølger, biobrændsel, jordvarme, geotermisk energi, atomkraft, saltkraft, fossile brændstoffer ... På længere sigt kan solen (og vand og dermed brint) og med tiden også vores egen version af solen – fusionsenergien - komme til at spille de afgørende roller. Og måske også nogle energikilder, som vi end ikke aner konturerne af i dag. Videnskaben har det med at overraske.



Høj risiko og store kursudsving vil præge 2011

Er din portefølje indrettet til det? Er du?

Det globale opsving har fået mere fart på i år, og man snakker ikke længere om risikoen for *double dip recession* – en ny nedtur, som tidligere opsving i historien er endt med efter kort tid.

”Verdensøkonomien er på benene igen efter finanskrisen, og trækker nu på flere motorer, hvor det tidligere i opsvingsfasen mest var Asien og andre dele af Emerging Markets (EM). Pengepolitiske stramninger m.v. i Asien gennem nogle måneder af inflationshensyn har dog dæmpet væksten en anelse i den region, men stramningsperioden er ved at være slut nu. Til gengæld er de stærkeste lande i Europa kommet godt med, og i USA begynder jobvæksten at tage til, hvilket sikrer et stærkere fundament for opsvinget. Men der er altså tale om en verden i flere hastigheder: EM vokser stadig markant, mens mange modne økonomier stiger i et mere moderat tempo. Ikke mindst den igangværende økonomiske oprydning (finanspolitiske stramninger) i mange modne økonomier trækker væksten ned i tempo,” siger Anders Nellemose, chefstrateg i Danske Bank.

Men selv om verdensøkonomien er blevet mere modstandsdygtig over for negative chok, så har vi jo allerede fået nogle – og flere lurer i horisonten. Lad os tage inflations-

truslen – stigende olie-, føde- og råvarepriser ser jo ud til at være en uundgåelig del af, at vi bliver stadigt flere mennesker og væksten i udviklingsøkonomierne går så rasende hurtigt.

”Inflation bliver i stigende grad et tema. Dels inflation forårsaget af et efterspørgselspres qua den voksende globale vækst og den globale geografiske udvikling med flere munde at mætte i mere end én forstand. Dels et udbudspres som følge af klimaforandringer, politisk uro m.m. Den stigende inflation påvirker virksomhedernes omkostninger og borgernes købekraft og søges imødegået ved, at centralbankerne trykker lidt på bremsen i form renteforhøjelser. Den voksende inflation bekymrer centralbanker verden over. I Kina og Brasilien har man allerede benyttet rentevåbnet adskillige gange til at undgå ukontrollabel vækst. I Europa startede renteforhøjelserne 7. april, og i USA rykker renteforhøjelser tættere på, om end de endnu ligger langt ude i horisonten. Pengepolitiske stramninger i modne økonomier vil muligvis forårsage en korrektion i risikofyldte aktiver men vi forventer ikke, at det overordnet kan ødelægge de gunstige perspektiver ved investering i aktier. Aktier er indtjeningsfølsomme – det er Federal Reserves sidste hike, investorerne skal frygte – ikke den første,” siger Anders Nellemose

se og tilføjer, at der også er problemer i den globale forsyningskæde som følge af at flere japanske virksomheder med meget store andele af verdensmarkedet er sat mere eller mindre ud af spil i nogle måneder endnu efter jordskælvet.

Og så har vi uroen i MENA (Mellemøsten og Nordafrika). Olieprisen er den største risiko for det globale opsving...

”Ja, det kommer vi ikke udenom. Vi har allerede en høj oliepris, og det medvirker til at dæmpe væksten. Men får vi en yderligere markant stigning i olieprisen, så den ryger over 140 USD/tønde og bliver der i længere tid, så er det nok til at kvæle det globale opsving. Derfor er det afgørende, hvordan situationen i MENA udvikler sig. Lige nu er det Libyen, der tiltrækker sig størst opmærksomhed, men der er også tiltagende uro i Yemen og Syrien. Mest afgørende er det, hvordan det udvikler sig i Saudi Arabien, som råder over verdens største oliereserver. Den saudiske kongefamilie har foreløbig grebet til lommerne for at holde en ulmende uro i ave. Det har betydet, at det saudiske budget er vokset massivt, og der er behov for at finansiere det øgede budget med olieindtægter. Hvor Saudi Arabien tidligere har haft en entydig interesse i, at olieprisen ikke kvæler verdens vækst, er der nu

kommet et nyt hensyn ind ved beslutningen om, hvor meget der skal drejes på hannerne. Break-even er nu ca. 90 dollar pr tønde, mens det før budgetforhøjelsen var ca. 20 dollars lavere.”

Hvordan udmønter effekten af en højere oliepris sig?

”Den primære effekt på global økonomi af en højere oliepris kommer via effekten på de globale forbrugere. Højere oliepris øger leveomkostningerne og giver mindre råderrum til forbrug af øvrige forbrugsvarer. Da lønstigningerne i forvejen er presset i bund i Vesten, ser vi mange steder nu negativ reallønsvækst. Det er primært en følge af den højere oliepris, men højere priser på fødevarer er også med til at udhule reallønnen. Det er blandt andet tilfældet i USA, hvor reallønnen er faldet med ca. 1 pct. i første kvartal i år. Stabiliserer oliepriserne sig eller falder tilbage, som i vores prognose – så vil reallønnen stige igen i de kommende kvartaler, og det vil bidrage til at løfte forbrugsvæksten igen. Dertil kommer at olieprisens himmelflugt selvfølgelig også gør, at virksomhedernes produktionsomkostninger går i vejret.”

Vi antager altså, at olieprisen ikke går amok, men tværtimod falder lidt tilbage. Hvordan skal man aktieinvestor agere i det aktuelle miljø?

”I det aktuelle økonomiske klima er aktier interessante. Inden for aktieuniverset ser særligt EM interessante ud. Nu er EM jo ikke en homogen gruppe, så hvor skal pengene finde hen? Ja, vi startede 2011 med at være særdeles positive for investeringer i Rusland. 2011 så ud til at blive – og har indtil videre vist sig at være – oliens år, hvilket er godt for en meget energitung russisk økonomi. Russiske aktier er steget 10-15 pct. afhængig af hvilket indeks, man ser på. Den hurtige og markante stigning får os til nu at tale for en mere bred eksponering til EM.”

Vi startede også 2011 med at pege på Japan som et godt investeringsområde.

”Der tog vi fejl. Der kom jo desværre et tragisk jordskælv på tværs. Der skal et stort genetableringsarbejde i gang i Japan, hvilket taler for, at der kommer godt gang i japansk økonomi. Det er oplagt at se i retning af virksomheder, der skal medvirke til genopbygningen af Japan. Men de er allerede steget pænt på forventning om fremtidig

indtjeningsfremgang. Umiddelbart hersker der for meget usikkerhed om, hvor de gunstige investeringsmuligheder i Japan ligger, og vi anbefaler at investere bredt via investeringsforening, hvis man ønsker at bibeholde Japan i porteføljen. Med hensyn til valg af sektorer kigger vi efter brancher, der vil trives i et miljø med renteforhøjelser dvs. forsikring og finans. Vi ser på energisektoren, hvor især olieserviceselskaber står stærkt i den stigende olieefterspørgsel og stadig mindre reservekapacitet i den globale olieproduktion. Og vi ser på klimaforandringer som tema, dvs. virksomheder, der er i stand til at omstille sig til og drage nytte af de globale klimaforandringer, eksempelvis virksomheder inden for energieffektivitet.”

Nu nævnte du selv, at vi er på vej ind i en periode med renteforhøjelser og stigende inflation. Hvordan skal man forholde sig til obligationer i det lys?

”Overordnet kan man sige, at obligationer i porteføljen har tre formål: De skal sikre kapitalbevarelse, give et vist afkast samt beskyttelse mod inflation. Og når vi står over for stigende inflation og renteforhøjelser i centralbankerne flere steder, så bør man som udgangspunkt gå efter obligationer med kort løbetid for at mindske kursfølsomheden over for rentestigninger. Man bør undgå de mere traditionelle obligationer med lang løbetid og dermed høj kursfølsomhed – de risikerer i den aktuelle situation snarere at indebære afkastfri risiko frem for risikofrit afkast. Obligationer med variabel rente bør også indgå i porteføljen, da de via de typisk halvårlige eller kvartalsmæssige rentejusteringer gør, at man drager nytte af rentestigningerne. Virksomhedsobligationer er en mulighed for at opnå et lidt højere afkast, men man bør tale med sin rådgiver om eventuelle muligheder, da risikoen er højere end på statsobligationer – evt. kan man søge eksponeringen via investeringsforeninger. Til slut kan også nævnes indeksobligationer som en mulighed for at beskytte mod inflation og den udhuling af købekraften det indebærer.”

Ser vi tilbage over de seneste 10-15 år, så har det været en periode, hvor det har været muligt at opnå meget høje afkast på både aktiemarkedet og obligationsmarkedet. Men det har sandelig også været en periode med risiko for meget store tab. To store bullmarkeder, to store børskrak og en finanskrisi og en global nedtur ikke set siden tiden efter

krakket i Wall Street 1929. Med store statsgældsbyrder og aldrende befolkninger i de rige lande, klimaforandringer og udsigt til stadig mere pres på energiressourcer og råvarer generelt som følge af, at især de asiatiske udviklingsøkonomier er i fuld gang med at ændre den globale økonomiske magtbalance, så står vi over for enorme udfordringer. Betyder det, at store kursudsving er noget, vi skal vænne os til i den nye verden, som ikke er ”normal” længere?

”Ja, det tror jeg. Verden er i en transformationsfase på mange punkter, og der er mange spændinger i det globale system. Det vil give flere uforudsete begivenheder og dermed større risici, end vi har været vant til. Det vil give større kursudsving på de finansielle markeder, og det skal man som investor forholde sig til. Man kan gøre det ved at have et stort og stabilt element i porteføljen bestående af relativt korte obligationer. Man kan gøre det på aktier ved at undgå overeksponering i cykliske aktier og sørge for, at en betydelig del er i aktier med mindre konjunkturfølsomme forretningskoncepter og også en del, som vil nyde godt af de stærke trends, vi ser i den globale forandringsproces. Man kan også vælge en større andel af investeringsfonde, og på enkeltaktier evt. forsikring i et vist omfang i form af købte put-optioner (købte rettigheder til at sælge til en bestemt kurs, red.) og strukturerede produkter. Og så skal man løbende overveje sin portefølje, risikoprofil og samlede økonomi. Er din portefølje skruet sammen, så den tager højde for en højere volatilitet end for 5 år siden? Har du lyst til at have samme aktieandel som dengang? Og har du lyst til at investere lige så meget eller har du andre prioriteringer? F.eks. er vi i en periode lige nu, hvor selskaberne udbetaler udbytte, og man skal overveje om pengene skal bruges til geninvestering, til forbrug eller nedbringelse af gæld. Jeg vil altid opfordre til, at man ser beslutningen i sammenhæng med, hvor man står i livet. Er der brug for pengene nu til forbrug, eller skal de spares op til fremtidigt forbrug, dvs. via investering? Og hvad med din gæld? Nedbringelse af gæld er i nogen grad et spørgsmål om temperament, og i høj grad et spørgsmål om økonomi, dvs. hvis den sparede rente er mindre end, hvad man regner med at kunne få ud af at investere midlerne, taler det klart i retning af at investere. Men i den vurdering skal man også tage højde for risikoen ved at investere og at rentebyrden på gælden stiger i det stigende rentemiljø.”

Sociale netværk er godt for samfundet

Hvad er det med de sociale netværk (og smartphones og tablets)? Hvad gør de ved os, vores adfærd, sociale relationer og samfundet som helhed? For ikke at tale om nyhedsstrømmen. Sociale netværk er i stigende grad et sted, hvor information udveksles. Langt de fleste journalister bruger i dag sociale netværk i deres arbejde, og der er masser af eksempler på, at man kan få hurtigere information om bestemte begivenheder via f.eks. Twitter end via nyhedsbureauerne.

I en artikel på physorg.com hævder netværksforskere, at Facebook, Twitter og andre sociale websites faktisk er på vej til at

blive et vigtigt supplement og måske ligefrem en erstatning for Google i visse tilfælde, idet de kan identificere den information, som folk lægger mærke til.

Forskerne mener, at den aktuelle udvikling er godt for samfundet, fordi sammenkoblingen af mennesker via netværk faktisk minder om menneskets hjerne med 100 mia. neuroner med hver 10.000 synapser. En neuron kommunikerer med andre i en kode, den kan forstå. Det, som neuroenen ikke kan, er at søge efter information, som den måske gerne vil se, og som er tilgængelig for hjernen som helhed. I stedet er det synapsforbindelserne der afgør hvil-

ken information, der er tilgængelig for den enkelte neuron.

Sociale netværk har et lignende formål. Hver person har visse venner og bekendte, som han deler informationer med. Alle sender informationer til hinanden, som de mener er interessante for de andre i deres netværk. Forskerne mener, at det er godt for os, da vi enkeltvis ikke kan håndtere de stigende informationsmængder i samfundet - men kollektivt kan vi.

Vi skal sørge for, at mange mennesker fungerer som filtre for andre mennesker. Over tid så vil informationen, som overføres mellem individer i det sociale netværk, i sig selv blive en slags kort over de funktioner, som er nødvendige for, at vort samfund kan overleve, hævdes det i artiklen.

Måske. Det kan jo også være, at mange mennesker kun vælger at dele ligegyldige informationer, hvilket man kan få indtrykket af på Facebook. En undersøgelse har vist, at meget af den information som udveksles mellem Facebook brugere netop er ret trivial. Kun 4 pct. handlede om politik og andre seriøse ting, mens resten var snik snak.

Der er nu flere konti på sociale netværk, end der er mennesker i verden, viser tal fra analysefirmaet In-Stat. I 2010 var der omkring 10 mia. konti - dog var kun 4,5 mia. aktive.



Kina sidder på de sjældne metaller

Rare Earth Elements (REE) – nogle gange kaldet "det 21. århundredes guld" - defineres mest simpelt som de kemiske elementer, der har atomnumre mellem 57 og 71. Som noget unikt i den periodiske tabel er de 15 af disse metaller så ens i deres egenskaber, at de er svære og dyre at adskille fra hinanden. Men når først de er adskilt, så er de individuelle egenskaber så interessante, at de i mange tilfælde er de mest kritiske metaller i teknologiske applikationer. Det gælder både civil og militært og det omfatter lasere, diverse typer af sensorer, mobiltelefoner, iPads, farve TV, X-ray, MRI maskiner, forsvarsudstyr, katalysatorer til raffinering af petroleum og ikke mindst grøn teknologi. Eksempelvis er elbiler, hybridbiler og i det hele taget elektriske motorer meget afhængige af metallerne, fordi de giver mulighed for at lave magneter, som er 4-5 gange stærkere og dermed kan de give be-

tydelige vægtbesparelser. Blot små mængder dysprosium kan reducere magnetvægten i elektriske motorer med 90 pct. I en hybridbil er der typisk omkring 30 kg REE. Men REE anvendes også i vid udstrækning i vandkraft, sol- og vindenergi. En 3,5 MW vindmølle bruger en magnet, som består af de fire REE: praseodymium, neodymium, terbium og dysprosium (de to sidste er blandt de mest sjældne REE og hhv. fir- og syvdoblet i pris siden 2003) og op mod 1000 kg er påkrævet.

Problemet er imidlertid, at hovedparten af de tilgængelige ressourcer af REE er i Kina, som i dag står for over 90 pct. af produktionen. Dermed ikke sagt, at det ikke findes andre steder, for det gør det – trods navnet er mange REE faktisk ikke sjældne. Men ifølge U.S. Geological Survey råder Kina over halvdelen af de globale reserver. Og bl.a. USA, Sydafrika og Australien

har ganske store reserver, men omkring årtusindskiftet stoppede udvindingen mere eller mindre i disse lande og andre steder, delvist pga. miljømæssige hensyn, men også fordi Kinas udbud af REE var så billigt, at det ikke kunne betale sig selv at udvinde dem.

Siden da er den globale efterspørgsel eksploderet med en årlig vækst på 10 pct. Stor vækst oplever Kina også selv – forbruget af REE er firdoblet siden 2000. Det har fået dem til at reducere eksporten med 40 pct. over de seneste 7 år, fordi de udmærket selv er klar over REE's vigtighed. Resultatet er

REE er med andre ord ved at blive en vigtig strategisk ressource, og andre lande – heriblandt USA og Australien – er begyndt at starte egen udvinding igen. Men en ny mine kan tage op til et årti at udvikle, og derfor er der lagt op til, at Kina i de kommende år stadig vil stå for langt det største udbud.

“We can hand over the jobs of the 21st century to our competitors, or we can confront what countries in Europe and Asia have already recognized as both a challenge and an opportunity: The nation that leads the world in creating new energy sources will be the nation that leads the 21st-century global economy.”

Præsident Obama, April 22, 2009



Mens vi venter på den grønne energi...

Nye Smart biler (micro hybrid drive, MHD) klar til afsendelse.

Endnu kan man ikke udpege de potentielle vindere, og netop USA synes at halte et godt stykke efter i det grønne kapløb. Man kan heller ikke endnu udpege vinderteknologierne. Nogle er langt mere lovende end andre, men om de bliver overhalet eller flopper er svært at sige præcist. Og det gælder generelt om potentielle teknologiske gennembrud – især de såkaldte “disruptive innovations” – begrebet, som oprindeligt blev lanceret af Harvard-professor Clayton M. Christensen.

Man kan se konturerne af nogle, og i et papir af netop Clayton Christensen om potentielle vindere blandt de grønne teknologier, nævnes at solenergien er en mulig kandidat, men at den langt fra er konkurrencedygtig endnu i de udviklede lande blandt krævende forbrugere med i forvejen billig elektricitet. I udviklingsøkonomierne derimod er 1,6 mia. mennesker uden elektricitet i deres hjem, og det giver en oplagt mulighed for at slå massivt igennem med den aktuelle teknologi. Og dermed nå vigtige erfaringer med low end-users.

Clayton Christensen og hans to medforfattere nævner hybridbiler som en teknologi, der kan klare sig i den vestlige verden, især næste generation, som giver mulighed for at køre op til 65 km på el, før forbrændingsmotoren skal slås til. Men den rene elbil har med foreløbig utilstrækkelige batterier ikke mulighed for at slå igennem i det brede marked og den eksisterende energinfrastruktur med tankstationer overalt, som sikrer de traditionelle biler en unik fordel. Men han argumenterer for, at amerikanske forældre med teenagerbørn i kørekortsalderen kunne være en oplagt målgruppe for elbilerne. For denne målgruppe kunne det være meget attraktivt med en billig elbil, der hverken kan køre hurtigt eller langt – den skal blot sikre at teenagerne selv kan køre frem og tilbage fra skole, til fritidsaktiviteter og vennebesøg og så heller ikke mere. Således har også elbilen en oplagt mulighed for at kunne slå igennem blandt low end-users, og dermed gradvist bane vejen for bredere forbrugeraccept, bedre øko-

nomi for elbilproducenterne og dermed bedre mulighed for en hurtigere teknologisk udvikling.

Men det er generelt svært at ændre folks indgroede vaner. Den elektriske pære er eksempelvis over 100 år gammel, men anvendes i dag i vidt omfang selv om op til 90 pct. af energien i pæren går tabt via varme. Hvorimod energibesparelsen på CFL (Compact Fluorescent Light Bulb) langt overgår den højere pris. Bruger en amerikansk forbruger f.eks. 90 dollars på 30 CFL til hjemmet, så vil energibesparelserne samlet set løbe op i 440-1500 dollars over CFL'ernes 5-årige levetid. Det kan blive til meget. I USA er det meningen at de traditionelle lyspærer skal udfases fra 2012 og fremefter. Ekspert har beregnet, at hvis alle amerikanere skiftede til CFL, så ville det kunne mindske energibehovet svarende til 30 kulkraftværker og spare i elektricitet hvad der svarer til alle hjem i Texas hvert år.



Innovator's Dilemma

Innovators Dilemma-teorien handler om, at de ledende innovative virksomheder, der behersker en teknologi til fulde eller har de ypperste produkter i branchen, har en klar tendens til at forsøge hævde sig og øge afstanden til konkurrenterne ved til stadighed at fokusere på og udvikle de produkter, de har grundlagt deres succes med. Så kommer en ny teknologi til verden – »disruptive technology» – som imidlertid har for lav performance i forhold til hovedmarkedet. Den afvises af de ledende virksomheder i branchen, mens teknologiens produkter købes af “low end users” af markedet – f.eks. forbrugere, der ikke har så stort et behov. På et tidspunkt er den nye teknologi så veludviklet, at den rammer hovedmarkedet og de stædige virksomheder, der før var ledende, kan blive overhalet indenom, hvis de ikke har nået at vågne op. Som eksempler på disruptive technologies kan nævnes Internettet, der længe blev overset af Microsoft. Eller smartphones. For få år siden var hver anden solgte mobiltelefon en Nokia. I dag er det hver fjerde, og det hænger sammen med, at verdens dominerende mobilproducent sov i timen, da smartphones begyndte at dukke op.

SALE

Inflationsbekymring kan løfte renterne

ECB indledte i april sin stramning af pengepolitikken med den første renteforhøjelse. Råvarepriserne sætter stadig nye rekorder, og det øger frykten for inflation.

Jordskælvet i Japan skabte umiddelbart bekymring for at det globale op-sving kunne blive alvorligt påvirket, men frykten har været aftagende i den senere tid, og den fornyede forvisning om, at den globale vækst alligevel ikke er truet har fået de globale renter til at stige – og øget investorernes risikovilighed. Samtidig har råvarepriserne sat ny rekord, og det giver anledning til stigende bekymring over inflationsudviklingen, og det kan medvirke til at løfte renterne yderligere.

Selv om det globale opsving ikke synes alvorligt truet af hverken jordskælvet, gældskrisen i Euroland eller de høje råvare – og oliepriser (endnu), så er det dog værd at bemærke, at de globale ledende indikatorer peger på en vis afmatning i de kommende måneder. Økonomerne i Danske Markets Research (DMR) forventer dog, at det globale opsving er blevet mere bredt funderet geografisk og i forhold til sektorer og dermed er mere modstandsdygtig over for nye chok. Fortsatte forbedringer på arbejdsmarkedet vil være en stærk stødpude mod en mindre afdæmpningsfase i den globale vækst.

Rentekurven for de helt korte renter, pengemarkedsrenterne, er generelt blevet stejlere i takt med de stigende renteforventninger. Det gælder især i eurozonen, hvorimod skuffende nøgletal i Storbritannien har lagt en dæmper på forventningerne om renteforhøjelser fra Bank of England. DMR forventer dog fortsat renteforhøjelser i

Syd Korea hævede allerede i januar renten for tredje gang siden finanskrisen og varslede samtidig fastfrysning af priserne på bl.a. gas og el samt en nedsættelse af afgifterne på visse importerede fødevarer for at imødegå det stigende inflationspres.

august og november, men yderligere skuffende nøgletal kan udskyde dem.

Vi har til gengæld set den første af flere forventede renteforhøjelser fra ECB. Norges centralbank ventes at hæve renten med en kvart i maj, mens den svenske kollega, som hævede renten tilsvarende i april, ventes at komme med tilsvarende forhøjelser på hvert af de fem resterende møder i 2011. I Danmark vil Nationalbanken fortsat skygge ECB og dermed fastholde spændet mellem de ledende rentesatser på 5 bp.

Selv om de korte renter er steget, så er rentekurven baseret på 2-10 år blevet generelt stejlere, fordi der har været endnu større stigninger i den lange ende af rentekurven. I løbet af det næste års tid er der imidlertid lagt op til fladninger af rentekurverne, idet de korte renter ventes at stige betydeligt mere end de lange.

USA

Med en ledende rentesats på 0-0,25 pct. i flere år har Federal Reserve (Fed) ikke haft mulighed for yderligere rentenedsættelser, men af frygt for at det amerikanske opsving ikke kunne holde fast, vedtog Fed sidste år en ny runde af såkaldte kvantitative lempelser i pengepolitikken, som gik ud på at opkøbe obligationer i det amerikanske marked. Opkøbsprogrammet nærmer sig nu sin afslutning og ventes ikke afløst af en ny omgang, da det amerikanske opsving ser ud til at have fået tilstrækkelig meget dynamik i sig til at blive selvkørende. Men en renteforhøjelse ligger ikke lige om hjørnet.

DMR-økonomerne nedreviderede for ny lig vækstkønnet for 1. kvartal efter en række skuffende nøgletal. For det første er olieprisen steget mere end forventet. For det andet blev USA ramt af usædvanligt hårdt vejr i januar og februar, og for det tredje er volatiliteten og den generelle usikkerhed på de finansielle markeder steget. Men effekten af disse faktorer vil fortælle sig, og DMR venter en ny fremgang i den årlige vækstrate til 3,5-4,0 pct. k/k i det kommende kvartal. De stigende råvarepriser ventes at trække den samlede inflation op over 2,5 pct. i 2011, men inflationen falder igen til under 2 pct. i 2012. DMR venter kun en begrænset afsmittning til kerneinflationen, der fortsat vil være lav i 2011-12.

I juni afsluttes Fed's opkøb af obligationer, og derefter ventes Fed langsomt at gøde jorden for en strammere pengepolitik. En

egentlig renteforhøjelse ventes dog af DMR ikke før i 2. kv. 2012 med 25 bp, efterfulgt af yderligere 25 bp i hvert af de to følgende kvartaler.

I den senere tid er obligationsrenterne steget som følge af fornyet tro på amerikansk og global vækst, en stigende risikovillighed blandt investorerne og bekymring for, at Kongressen ikke kunne nå at få vedtaget den nødvendige forhøjelse af det offentlige låneloft i tide.

DMR tror ikke, at de amerikanske 10-årige renter stiger nævneværdigt på et års sigt, men derimod er der lagt op til en væsentlig stigning i den korte ende af rentekurven, som i øjeblikket er meget stejl.

EUROLAND

Euroområdet kernerlande er kommet godt fra start i 2011. DMR venter en vækst på 3 pct. i Tyskland i år – og Frankrig, Benelux, Finland og Østrig har også udsigt til vækst over trend. Nedjusteringen af periferilandenes kreditvurderinger og senest Portugals anmodning om hjælp fra EU/IMF har imidlertid medført stigende fokus på gældskrisen. Der bliver strammet op på de offentlige finanser, og periferien kan derfor se frem til meget lav eller ligefrem negativ vækst. Trods modvind i form af finanspolitiske stramninger, stigende energipriser og renteforhøjelser kan væksten i euroområdet godt blive omkring 2,0 pct. i år, hvilket vil få ledigheden til at falde langsomt. Inflationen ventes at ligge et godt stykke over inflationsmålet på 2 pct. i hele 2011 for så at falde til under 2 pct. i 2012.

ECB leverede som forventet den første renteforhøjelse på 25 bp i april. DMR venter en ny renteforhøjelse på 25 bp i april, juli og oktober 2011 og igen i januar 2012. Derefter tager ECB formentlig en pause, når økonomien bremser op, og inflationen igen dykker ned under 2 pct. - en pause, som markedet efter forwardrenterne at dømme ikke forventer.

Oblighationsrenterne er steget over hele linjen som følge af en mere og mere aggressiv indprisning af ECB's stramning af pengepolitikken, samtidig med at oliepriserne er skudt i vejret, og de økonomiske nøgletal har set robuste ud. DMR har generelt løftet renteprognosen på op til 6 måneders sigt, mens 12-måneders prognosen stort set er uændret. DMR venter en fladning af den 2-10-årige kurve på omkring 40 bp på 12

måneders sigt, tæt på prisningen i forwardmarkedet. De 10-årige obligationsrenter ventes at stige til 3,75 pct., dvs. til 15 bp over de tilsvarende renter i USA, og det 10-årige USD/EUR-rentespænd vil dermed være negativt på 12 måneders sigt.

DANMARK

DMR venter moderat økonomisk vækst i Danmark i prognoseperioden. Fremgangen vil primært være drevet af en gradvis stigning i privatforbruget og et positivt vækstbidrag fra nettoeksporten. Samtidig har væksten nået et niveau, der er højt nok til at skabe en vending på arbejdsmarkedet. Ledigheden er begyndt at falde langsomt, og denne udvikling ventes at fortsætte fremover.

Nationalbanken fulgte i kølvandet på ECB og forhøjede udlånsrenten med 25bp til 1,30 pct. tidligere i april.

De danske obligationsrenter ventes fortsat at udvikle sig parallelt med de tyske. DMR venter, at det 10-årige swaprentespænd til euroområdet vil være uændret 15-20bp over de næste 12 mdr. Der er udsigt til en fladning af den danske rentekurve i det kommende år i takt med, at ECB og Nationalbanken sætter renten op.

ANBEFALINGER

DMR-økonomerne fastholder undervægten af varigheden (rentefølsomheden), da de fortsat forventer generelle rentestigninger. Da rentestigninger sjældent sker i en ret linje, forventer de da også, at renterne indimellem kan falde kortvarigt tilbage.

Der fastholdes en overvægt af realkreditobligationer, hvilket blandt andet skyldes forventningen om indsnævring af rentespændet mellem stats- og realkreditobligationer, generelt stigende renteniveau med tilhørende lavere konverteringsaktivitet samt en fladere rentekurve.

Porteføljerne indeholder fortsat en blanding af "det hele" – mere eller mindre rentefølsomme obligationer. Det er vigtigt, at man har en vis spredning af renterisiko i sin obligationsportefølje.

Der anbefales primært 1-3-årige flexere, 10-årige CF'ere, CIBOR-obligationer, 20-årige 4%ere samt 30-årige 5%ere. Specielt de 30-årige 5%ere skal man holde øje med ved fortsat stigende rente, da varigheden stiger i takt med stigende renter.



Andelsbolig som forældre køb – hvad siger skatten?

Når vi taler om forældre køb, falder snakken naturligt på ejerlejligheder. Men kan der også være andre brugbare muligheder?

Ved udlejning af en ejerlejlighed til dit barn, kan du anvende de særlige favorable regler i virksomhedsordningen eller kapitalafkastordningen.

VIRKSOMHEDSORDNINGEN

Hvis du anvender virksomhedsordningen i forbindelse med udlejningen, skal du i den personlige indkomst beskattes af **driftsresultatet efter renter**. Er der underskud fratrækkes underskuddet i første omgang i eventuel positiv nettokapitalindkomst. Skatteværdien af underskuddet er her mellem ca. 37,5 procent og 48,5 procent afhængig af, om din positive nettokapitalindkomst er større end 40.000 kr. (80.000 kr. for ægtefæller).

Eksempel:

Lejeindtægt
÷ driftsudgifter
= driftsresultat før renter
÷ renter
= driftsresultat efter renter

Har du negativ kapitalindkomst, trækkes underskud fra i den personlige indkomst med en skatteværdi på op til 52,5 procent, hvis du betaler topskat.

KAPITALAFKASTORDNINGEN

Vælger du at benytte kapitalafkastordningen, som er en simplere ordning end virksomhedsordningen, skal **driftsresultatet før renter** indgå i den personlige indkomst. Renter trækkes fra i kapitalindkomsten på sædvanlig vis.

I kapitalafkastordningen får du mulighed for at beregne et kapitalafkast af anskaffelsessummen for lejligheden. Kapitalafkastet flyttes efter særlige regler fra beskatning i den personlige indkomst til beskatning i kapitalindkomsten. Herved flyttes indkomst fra beskatning med op til 52,5 procent til beskatning med mellem ca. 33 procent og 48,5 procent

ANDELSBOLIG

Overvejer du at investere i en andelsbolig til dit barn, er der nogle særlige forhold, som du skal være opmærksom på.

Når du køber en andelsbolig, er det reelt et andelsbevis, som du køber. Andelsbeviser kan ikke indgå i virksomhedsordningen.

Anvendelse af kapitalafkastordningen ved udlejning af andelsbolig giver ikke nogen skattemæssige fordele, da købsprisen for andelsbeviset ikke kan danne grundlag for beregning af kapitalafkast.

Endelig skal du være opmærksom på, om andelsboligsforeningens vedtægter giver mulighed for udlejning af lejligheden. Mange andelsboligsforeninger har krav om, at ejeren bebor lejligheden.

Hvis du køber en andelsbolig, hvor vedtægterne giver mulighed for udlejning, skal du derfor anvende de almindelige regler, hvor lejeindtægt reduceret med driftsudgifter beskattes som personlig indkomst, og renteudgifter trækkes fra i kapitalindkomsten.

Nye betingelser for tabsfradrag på aktier

Når du investerer i aktier, er der et forhold, du fremover skal være opmærksom på – nemlig den særlige indberetning, der skal være opfyldt for at du kan få fradrag for et eventuelt tab på dine aktier. Skemaet viser i hovedtræk de nye regler.

TABSFRADRAG KRÆVER INDBERETNING

Selve princippet, om at tab på aktier først kan gøres gældende, når du har realiseret tabet, er der ikke ændret ved. Sælger du aktier, der er handlet på et reguleret marked, kan eventuelle realiserede tab modregnes i andre realiserede gevinster og udbytter fra aktier, der er handlet på et reguleret marked. Det samme gælder for omsættelige aktiebaserede investeringsforeningsbeviser.

Overstiger årets realiserede tab årets gevinster og udbytter, modregnes det overskydende tab i en eventuel ægtefælles realiserede nettogevinster på omsættelige aktiebaserede investeringsforeningsbeviser og aktier, handlet på et reguleret marked, samt udbytter fra disse. Tab herudover fremføres tidsbegrænset til modregning i tilsvarende realiserede gevinster og modtagne udbytter.

Muligheden for at kunne modregne realiserede tab er betinget af, at SKAT modtager indberetning om dit køb af aktier, herunder aktiernes identitet og antal aktier, erhvervestidspunkt og købspris.

Indberetningen skal foretages inden udløbet af selvangivelsesfristen for det indkomstår, hvor aktierne er købt. For aktier der er købt i 2010, skal SKAT have modtaget indberetning inden den 1. maj 2011 eller 3. juli 2011, hvis du er selvstændigt erhvervsdrivende og har udvidet selvangivelse. Har du handlet dine aktier eller aktiebaserede investeringsforeningsbeviser gennem Danske Bank eller et andet dansk pengeinstitut, er dine handler automatisk indberettet til SKAT, og du skal ikke foretage dig noget. Fra og med indkomståret 2010 indberetter danske pengeinstitutter nemlig både køb og salg af aktiebaserede investeringsforeningsbeviser og aktier til SKAT.

Det er ikke nødvendigt at indberette aktier eller aktiebaserede investeringsforeningsbeviser, der er købt før den 1. januar 2010, såfremt beholdningerne er indberettet til SKAT ultimo 2009. Beholdninger af aktier og investeringsforeningsbeviser, der ligger i depot i danske pengeinstitutter, indberettes automatisk til SKAT.

HAR DU HANDET GENNEM EN UDENLANDSK FONDSHANDLER?

Har du derimod købt dine aktier gennem en udenlandsk fondshandler, vil dine handler højst sandsynligt ikke være indberettet, og du skal derfor selv sørge for at indberette dine køb af aktier. Kun herved kan du sikre dig mulighe-

den for på et senere tidspunkt at kunne modregne et eventuelt realiseret tab i din aktieindkomst.

Tilsvarende skal du selv sørge for at indberette din beholdning af aktier og aktiebaserede investeringsforeningsbeviser pr. 31. december 2009, hvis aktierne er deponeret hos en udenlandsk fondshandler eller et udenlandsk pengeinstitut.

INDBERETNING KAN SKE I SKAT'S SYSTEM

Indberetning af køb af aktier og aktiebaserede investeringsforeningsbeviser kan ske ved brug af SKAT's system til automatisk beregning af gevinster og tab på aktier og investeringsforeningsbeviser. Du finder SKAT's system ved at logge dig på tast-selv på www.skat.dk. Ønsker du ikke at anvende dette system, skal der indsendes kopier af købsnotater til SKAT.

Overskrider du fristen for indberetning er konsekvensen, at muligheden for at modregne realiserede tab i 2010 og senere bortfalder. Uudnyttede tab, der allerede tidligere er indberettet til SKAT, modregnes fortsat automatisk i din fremtidige aktieindkomst.

Aktier, der er handlet på et reguleret marked og omsættelige aktiebaserede investeringsforeningsbeviser

	Købt i Danmark i 2009 og tidligere	Købt i Danmark i 2010 og senere	Købt i udlandet
Hvad gør banken/ fondshandleren	Beholdning indberettes pr. 31.12.2009	Køb indberettes	Ingen indberetning
Hvad skal du gøre?	Ingenting	Ingenting	Indberette køb



Billboard reklame for kinesisk webportal.

Trends på internettet

På internettet er der noget for enhver smag. Men i de traditionelle medier er billedet langt mere unuanceret. Her forsøger man at ramme så bredt som muligt, og det bliver med et snævert udvalg af nyhedsdækning, programmer, historier, film, musik osv. Det samme gælder i stor udstrækning på vare- og servicemarkederne. Her er det også relativt få produkter, der dominerer, i forhold til det reelle udbud og de mange forskelligartede interesser og behov, som forbrugere har.

Men det giver informationsteknologien mange muligheder for at lave om på, og det er en proces, der allerede er i fuld gang. I takt med at omkostningerne ved produktion og distribution online er faldet, og de teknologiske muligheder løbende forbedres voldsomt i form af øget båndbredde, smartphones, ipads, søgemaskiner osv., så er der et stadigt mindre behov for at stoppe forbrugere og produkter ind i one-size-fits-all kasser, som Chris Anderson beskriver i sin bog *The Long Tail*. I en æra uden begrænsninger i form af fysisk hyldeplads og andre distributionsflaskehalse, så har produkterne til snævre målgrupper gode muligheder for at blive lige så økonomisk attraktive som produkterne til den brede masse.

"Det er kun nogle få procent af det samlede udbud, som får langt den største del af mediernes opmærksomhed. Eksempelvis er der hele tiden kun 5-6 film, som alle ser og som dominerer biografer og TV, der jo har en begrænset sendeflade. Men det er jo forsvindende lidt i forhold til den globale filmproduktion. Det samme gælder den musik, der spilles i radioen. Der er derfor gode for-

retningsmuligheder i at sætte tingene i system. Vi har købt den britiske virksomhed Perform, som har købt medierettighederne fra over 200 sportsgrene for meget beskedne beløb, da netop ikke har den store bevågenhed. Det giver dem til gengæld mulighed for at sælge annoncer i stor stil," siger Jens Larsson, chefporteføljemanager for Danske Invest Hedge Aktier.

I 2010 leverede Perform live dækning af over 25.000 sportsbegivenheder, 1,1 mia. videostreams, over 100 websites og mobiltjenester og kunne i januar i år notere en skare på 95 mio. sportsfans over hele kloden.

"Perform er et lille selskab og blot et eksempel på en virksomhed, der tager fat i at dække en masse uopfyldte behov, men det vil se meget mere af i de kommende år. Det vil ændre mediebranchen og annonce-markedet radikalt. Ikke mindst video kommer til at spille en stor rolle, fordi videoreklamer har langt større gennemslagskraft end trykte annoncer," siger Jens Larsson, hvis fond også har investeret i Ericsson og Autonomy inden for samme tema.

KINESISK INTERNET I VOLD SOM VÆKST

I Kina sker der også ting og sager på internettet. I takt med den stigende velstand og de mange, der flytter til de store byer, så bruges nettet mere og mere. Langt fra alle har råd til en computer selv og går i stedet på netcaféer.

"Grundlæggende er internetrelaterede selskaber i Kina interessante fordi markedet vokser i takt med urbaniseringen og generelt øget velstand. Spillekonsoller som Playstation eller X-box og cd-baserede spil

til PC, er ikke særligt udbredt i Kina, men online spil er meget populære og især adventure spil. Markedet for Internet TV og online litteratur er på mange måder også mindst ligeså veludviklet som i Vesten," siger John William Olsen, chefporteføljemanager for DI StockPicking, som har Shanda i porteføljen, et selskab som både leverer spil, litteratur og film til internettet.

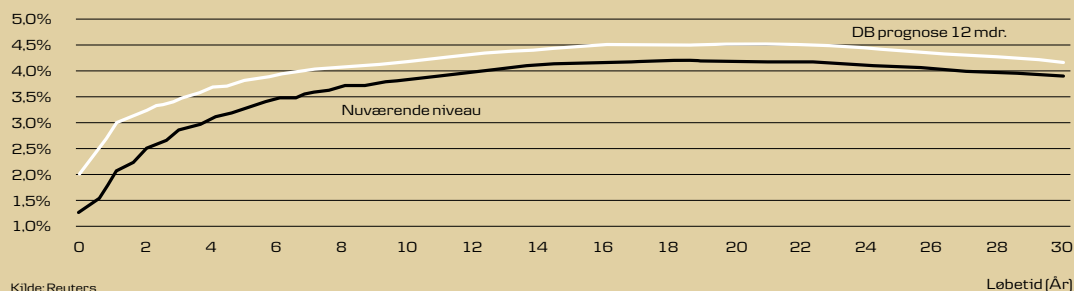
John William Olsen maner dog til påpasselighed, hvis man påtænker investeringer i kinesiske internetselskaber.

"Som udgangspunkt er det en stærk strukturel trend, at kineserne går mere på nettet, og de kinesiske selskaber har også en fordel i, at de er delvist beskyttet mod udenlandske konkurrenter, som ofte ikke bliver tilladt at gå ind i det kinesiske marked på egen hånd, men må gå via aftaler med kinesiske selskaber. Det gælder ikke bare på spilområdet, den kinesiske regering vil gerne lave sine egne "national champions" - deres egen Google - og de vil gerne bevare kontrollen over informationsdeling over nettet. Den hastige vækst betyder bare også hård intern kinesisk konkurrence på mange områder, og den politiske kontrol kan være et tveægget sværd. Det er et svært og omskifteligt marked at investere i, og mange af aktierne ser allerede meget dyre ud. Det er en sektor, som pga. det svimlende potentiale nærmest opfordrer til spekulation," siger John William Olsen, og påpeger, at Shanda er en investering med relativt høj risiko, selv om de har cirka halvdelen af selskabets markedsværdi i kontanter på balancen, men aktien er attraktivt prissat.

Renteprognose - realkredit

DKK	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
3 mdr. Euribor	1,32	1,80	2,10	2,35
6 mdr. Cibor	1,71	2,25	2,55	2,70
F1	1,96	2,10	2,30	2,60
F3	2,97	3,00	3,20	3,50
F5	3,57	3,60	3,80	4,10
F10	4,21	4,30	4,50	4,80
4 % 2031	4,78	4,83	4,96	5,10
5 % 2041	5,29	5,35	5,50	5,74

Prognose for rentekurven



Kilde: Reuters

Renteprognose - statsobligationer/swaprenter

DKK	Spot	+ 3 mdr.	+6 mdr.	+12 mdr.
Repo-renten	1,30	1,30	1,55	2,15
3 mdr. Cibor	1,43	1,70	2,05	2,55
2-årig stat	2,65	2,85	3,05	3,30
10-årig stat	3,91	3,95	4,05	4,20
EUR				
Refi-renten	1,25	1,50	1,75	2,00
3 mdr. Euribor	1,33	1,80	2,15	2,40
2-årig swap	2,42	2,60	2,80	3,05
10-årig swap	3,72	3,80	3,90	4,00
USD				
Fed Funds	0,13	0,13	0,13	0,13
3 mdr. Libor	0,28	0,30	0,40	0,65
2-årig swap	0,92	1,10	1,35	1,60
10-årig swap	3,65	3,65	3,70	3,70

Valutaprognose

	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
USD/DKK	516,0	497	497	533
EUR/DKK	745,8	746	746	746
JPY/DKK	6,19	5,87	5,78	6,11
GBP/DKK	844,3	838	838	867
CHF/DKK	577,7	569	553	541
SEK/DKK	83,1	85,3	85,7	84,8
NOK/DKK	95,3	96,9	96,9	97,5
EUR/USD	144,5	150	150	140
USD/JPY	83,3	82	85	90
USD/GBP	163,6	164	169	165

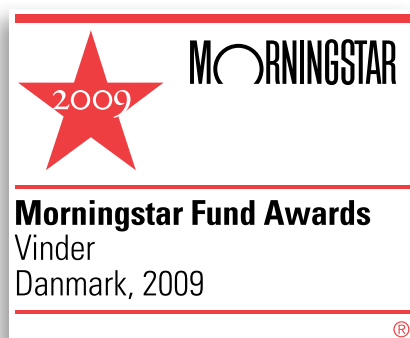
Notationen er som følger:

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

Råvareprognose

	Spot	2011 kv. 4	2012 kv. 4	2011 - gns.	2012 - gns.
Olie - NYMEX WTI (USD/tønde)	108	108	110	103	109
Olie - ICE Brent (USD/tønde)	122	114	112	111	112
Kobber (USD/t)	9.410	9.800	10.300	9.725	10.150
Zink (USD/t)	2.399	2.415	2.435	2.408	2.428
Nikkel (1000 USD/t)	26	27	28	26	27
Stål (USD/t)	550	590	610	575	603
Aluminium (USD/t)	2.643	2.550	2.650	2.513	2.613
Guld (USD/oz)	1.474	1.475	1.375	1.438	1.413
Matif Mill Hvede (EUR/t)	235	220	220	235	220
CBOT Hvede (USD/bushel)	772	729	729	754	729
CBOT Majs (USD/bushel)	747	615	635	608	628
CBOT Soyabønner (USD/bushel)	1.324	1.380	1.420	1.365	1.405

TILLYKKE TIL VORES INVESTORER



OG TAK TIL VORES LOKALE PORTEFØLJERÅDGIVERE VERDEN OVER

Morningstar har for tredje år i træk kåret Danske Invest som den bedste danske investeringsforening på aktieområdet – målt på afkast til investorerne. Den titel er vi naturligvis stolte af, men vi deler i høj grad æren med vores lokale porteføljerådgivere, der verden over plejer investeringerne.

Hos Danske Invest tror vi på, at indsigt i lokale forhold er den

bedste forudsætning for at håndplukke de rigtige aktier. Kendskab til kultur, markedsforhold og tæt kontakt med virksomhederne støber fundamentet for et indgående kendskab til aktieinvesteringer.

Derfor har vi valgt porteføljerådgivere, der er til stede på de markeder, vi investerer i. Deres ekspertise har medvirket til, at alle vores 92 investeringsafdelinger i 2010

har givet positive afkast, og at 75 pct. af vores aktivt forvaltede aktieafdelinger har gjort det bedre end markedet – efter at omkostningerne er trukket fra.

På danskeinvest.dk kan du læse mere om vores porteføljerådgivere og dine investeringsmuligheder hos Danske Invest.