

INVESTERING

2010 // MARTS

SIDE // 14

Videndeling er fremtiden

SIDE // 6

Aktiemarkedet er på usikker grund

SIDE // 8

Nobelprisvinder: Kina vil
overraske alle

SIDE // 12

Den syge mand, der blev rask
- og møntunionen, der blev syg

SIDE // 22

Hyperinflation - og den mest
indflydelsesrige mand i
historien du aldrig har kendt

SIDE // 24

Evolution ved et tilfælde

KORT NYT 4-5

Danske Bank Bedst på Private Banking,
Afrika på vej frem, Nye bankregler på vej

AKTIER - STRATEGI OG PERSPEKTIV 6-7

Aktiemarkedet er på usikker grund
Goldman Sachs er optimistisk

EMERGING MARKETS 8-9

Nobelprisvinder i økonomi: Kina vil overraske alle

AKTIER 10-11

Nike, Acciona, Alfa Laval, Group4Securicor

FINANS OG ØKONOMI 12-13

Verdensøkonomien: Hvordan står det til?
Den syge mand, der blev rask - og møntunionen, der blev syg

**TEMA 14-21**

Videndeling er fremtiden
Problem? Find John Harrison
Det koster gratis
Professor: Videndeling er ikke et valg
Den empatiske civilisation
Bioteknologi - den næste store væksttrend
Vigtige trends i bioteknologi

**ØKONOMISK HISTORIE 22-23**

Hyperinflation - og den mest indflydelsesrige
mand i historien du aldrig har kendt

VIDENSKAB & TEKNOLOGI 24-25

Evolution ved et tilfælde
Store opdagelser - ved et tilfælde

RENTER & OBLIGATIONER 26

Centralbankerne holder vejret - og renterne i ro. Strategi

SKAT 27-29

Skal skatten tage livet af dit selskab?

**SKAT 30-31**

Skat for personlige aktionærer i investeringselskaber
Selvangivelsen, strukturerede obligationer og
akkumulerende investeringsforeninger

PROGNOSER & OBLIGATIONSOVERSIGT 32**VERDENSØKONOMIEN - KORT FORTALT 33****GLOBALE AKTIER & AKTIEALLOKERING 34****NORDISKE AKTIER 35**

INVESTERING udkommer 6 gange årligt. Hensigten med magasinet er at give primært bankens investeringsaktive privatkunder et godt overblik over de mest aktuelle investeringsmuligheder og anbefalinger og samtidig skabe den bedst mulige indsigt i andre emner af økonomisk karakter. Udgiver: Danske Bank · Holmens Kanal 2-12 · 1092 København K · Telefon 33 44 00 00 SWIFT: DABADKK www.danskebank.dk/kontakt · Redaktion: Niels Ademark (ansvarshavende) og redaktør Flemming Østergaard · Redaktion afsluttet den 23. marts 2010 · Grafisk design og produktion: Sylvester Hvid & Co A/S · Tryk: Rosendahls · Kommentarer, spørgsmål, ris og ros, bedes sendt til flste@dankebank.dk · Forsidefoto: Timothy Berners-Lee.

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

1 + 1 giver mere end 2

LEDER

Manden på forsiden er ikke én, som mange af læserne kan genkende – hvis nogen overhovedet. Han er født i London 1955, bor i Massachusetts, USA, er professor og computervidenskabsmand og blev i 1999 kåret af Time Magazine som en af det 20. århundredes 100 vigtigste mennesker. Alligevel er der næppe nogen, der kender ham af udseende. Navnet får næppe heller mange til at række hånden op, selv om der måske nok er nogen, der svagt kan erindre det fra Trivial Pursuit.

Det er Timothy Berners-Lee. Han voksede op i London i 60'erne som søn af forældre, der havde mødt hinanden, mens de arbejdede på udviklingen af Ferranti Mark I, verdens første computer solgt komercielt. De lærte ham at tænke ukonventionelt, og ved morgenbordet var det ikke usædvanligt med spil, som involverede imaginære tal (hvad er kvadratroden af minus 4?).

Tim fattede tidligt interesse for elektronikken og senere, da han blev indskrevet på Oxford University, lavede han sin egen computer ud af reservedele og et TV-apparat. Han studerede også fysik, men computervidenskab blev hans passion, og i 1980 var han ansat som softwareingeniør på CERN, det europæiske center for partikelfysik, i Geneve.

Hans tanker havde længe kredset om programmer, som kunne håndtere information på en "hjerneagtig" måde – og han endte med at udvikle programmet Enquire, som med hans egne ord "kunne holde styr på alle de tilfældige associationer, som man kommer på i løbet af livet, og som hjerner angiveligt er så gode til at huske, men det var min ofte ikke".

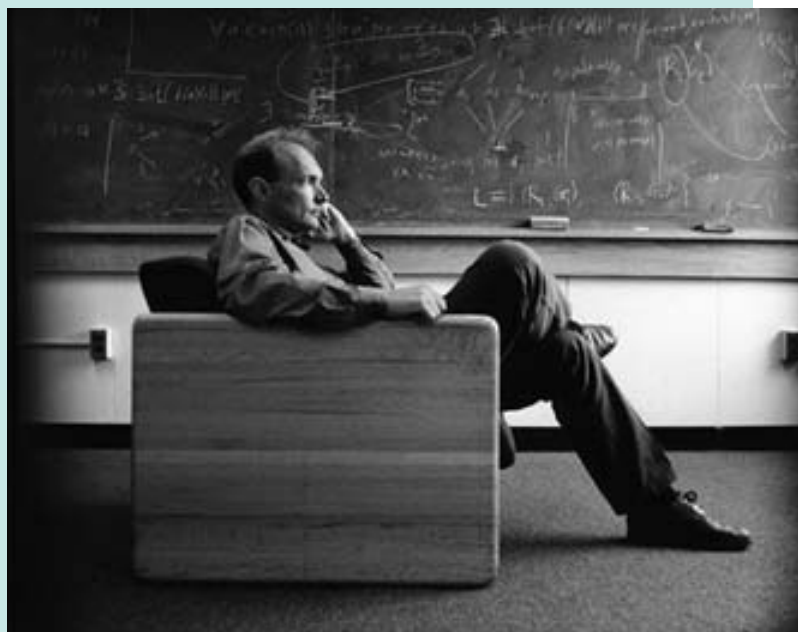
Men det stoppede ikke der. Han fantaserede om en slags "hyper-text" notesbog, hvor ord i et dokument kunne forbindes til andre filer på hans computer. Og ud af det sprang idéen om at kunne linke til dokumenter på andres computere. Måske lave en central database, som alle videnskabsfolk på CERN kunne få forbindelse til med deres egen computer og på den måde meget hurtigere udveksle information og dele viden med hinanden.

Så han lavede et relativt enkelt kodesystem – HyperText Mark-up Language (HTML); og et adressesystem, som gav hvert enkelt dokument en unik adresse; samt et sæt regler, som tillod disse dokumenter at blive linket sammen på de forskellige computere, der var forbundet via et netværk. Han kaldte disse regler for HyperText Transfer Protocol (HTTP).

Tim Berners-Lee havde opfundet the World Wide Web – i daglig tale kaldet internettet.

DELT VIDEN GIVER MERE VIDEN

Videndeling er temaet i dette nummer, og det er et vidt begreb, som gennem de seneste 15-20 år er blevet ekstremt udbredt og stadig vokser eksplosivt. Det er der flere forklaringer på – bl.a. afslutningen af den kolde krig. Men helt afgørende for eksplosionen i global videndeling har været netop internettet, som har gjort det muligt at lægge enorme mængder af digitaliseret information ud på nettet og dele alverdens visdom (og tåbeligheder) med andre. Internettet er i den grad



PROFESSOR // TIMOTHY BERNERS-LEE

fundamentet for videndeling i det 21. århundrede, og det kan få meget stor betydning for klodens fremtid.

Som før omtalt i dette magasin står menneskeheden over for meget store udfordringer i dette århundrede, som kræver en fundamentalt anderledes og bæredygtig levevis - og det kræver nogle teknologiske fremskridt, som i mange tilfælde ikke er lige om hjørnet.

Men al erfaring viser, at jo flere mennesker, der deler tilgængelig viden – desto mere viden vil der opstå. Vi vil se flere kreative idéer; ny viden fra nogen vil kunne løse gordiske knuder for andre. Vi vil se nogles fejltagelser og forskningsmæssige blindgyder åbne øjnene for andre. Vi vil se flere tilfældige videnskabelige opdagelser, og vi vil se løsninger komme fra helt andre virkefelter og mennesker, end vi skulle tro.

VI KAN ÆNDRE CIVILISATIONENS EVOLUTION

Ny forskning viser, at de store evolutionære spring i naturens verden, som langsommelig genetisk variation alene har svært ved at forklare, højst sandsynligt skyldes eksterne, tilfældige begivenheder.

Tim Berners-Lee's opfindelse af internettet har været et evolutionært kvantespring i den menneskelige civilisations historie. Med skabelsen af en fælles, global videnbase er grundlaget skabt for nye og hyppigere evolutionære spring inden for videnskab, teknologi og menneskelig adfærd i et omfang, som vi slet ikke kan forestille os.

Alene baseret på det faktum, at 1 + 1 giver mere end 2.

Danske Bank bedst på Private Banking

En global velhaverundersøgelse fra det internationale finansmagasin Euromoney kårer Danske Banks Private Banking-afdeling som bedst på formuerådgivning i Danmark og Norge. Undersøgelsen er gennemført i 50 lande og omhandler internationale bankers formuerådgivning til velhavere. I Danmark falder omtrent 100.000 personer ind under denne kategori.

Euromoneys rangering er foretaget på basis af vurderinger fra såvel kunder som fagfolk fra branchen selv, hvoraf 1200 rådgivningsspecialister og 398 institutioner på tværs af landegrænser har bedømt de enkelte udbydere af private banking og formuepleje.

Anne Buchardt, der er afdelingsdirektør for Danske Bank Private Banking siger, at Euromoneys anerkendelse har en helt speciel betydning for banken, der har valgt en strategi, hvor helhedsrådgivning prioriteres højt.

”Vi henvender os i vores formuerådgivning til en målgruppe, der stiller høje krav, og som er kendetegnet ved at have en kompleks privatøkonomi. Det er en opgave, som kræver en lang række kompetencer under ét tag. Derfor ser jeg kåringen som en anerkendelse af, at vores indsats på området har båret frugt, og at ekspertisen blandt vores private banking-rådgivere nyder anseelse fra

både konkurrenter og kunder,” siger afdelingsdirektør Anne Buchardt, Danske Bank Private Banking. For at kunne tilbyde kunderne en helhedsorienteret rådgivning har Danske Bank Private Banking udviklet rådgivningsværktøjet Formueprognose. Det er et økonomisk værktøj – en finansiel fremtidssimulator – der kan illustrere forskellige scenarier for, hvordan den enkelte kundes formue vil udvikle sig under forskellige økonomiske forudsætninger gennem hele livet. Kunden får et samlet økonomisk overblik og et detaljeret grundlag, som han kan prioritere ud fra – samt vise muligheder, som kunden måske ikke var klar over, han havde.

Nye bankregler på vej

En unødigt ekspansiv pengepolitik i flere år med højvækst. En politisk beslutning om, at mindst 10 pct. af realkreditgiganterne Fannie Mae og Freddie Mac's udlån skulle gå til de ”mindre godt stillede” borgere, så de kunne købe deres eget hjem. En utrolig vækst i omsætning og udvikling af komplicerede finansielle instrumenter. En absurd og oftest voldsomt gearet jagt på afkast i alle mulige aktiver. Alt dette var nogle af de centrale elementer i finanskrisen, og især de amerikanske banker må tage den største skyld for, at det hele gik så galt.

I 1978 var den amerikanske finanssektors gæld i pct. af BNP på 18. I 2008 var den på 118. På toppen af galskaben havde 50 pct. af de store banker i USA en gældsætning på 37 gange egenkapitalen eller mere – hvilket svarede til, at egenkapitalen kunne blive elimineret ved tab på 2-3 pct. i aktiverne. Kreditvurderingsbureauerne, der blev lønnet af gældsudstederne, undervurderede risikoen i katastrofalt omfang på utallige værdipapirer, institutioner og strukturerede bundter af gældspapirer – hvoraf en forsvarlig forståelse af sidstnævnte med The Economist's ord for nylig ville kræve, at man læste 30.000 siders dokumentation.

Ingen kunne gennemskue risikoen ved det hele – heller ikke bankernes risikomodeller – Value At Risk (VAR) - der er fundamentalt

forkerte. De tager nemlig udgangspunkt i, at finansielle variable kan beskrives af normalfordelingen – men hvis det var tilfældet, ville vi kun få gange i universets historie (13,7 mia. år) opleve krak som i 2008. Men det sker jævnligt – 1908, 1929, 1987, 1998, 2008... – og det er blot nogle af de finansielle kollaps, vi har oplevet gennem de seneste 100 år.

VAR virker kun for likvide papirer og kun i ”normale” perioder – og de kan slet ikke håndtere finansielle kollaps. Hvis en bank f.eks. har 30 mio. dollars og en VAR på 1 pct. for de næste to uger, så betyder det, at der er 99 pct. chance for, at banken ikke kan tabe mere end dette beløb over de to uger. Men det giver en falsk tryghed, fordi forudsætningerne bag VAR-modellen kolliderer, lige så snart de finansielle markeder falder markant. De store fald, der opstår på markederne i krisesituationer, har modellen på ingen måde taget højde for i sin antagelse om et marked, hvor de daglige kursændringer følger en (log)normalfordeling. Den har heller ikke taget højde for, at korrelationerne mellem de forskellige aktivklasser pludselig bliver meget høje og fjerner den risikospredning, som man troede, var indbygget i den samlede portefølje.

Reglerne for bankernes adfærd – både i USA og globalt - skal strammes op, og det forventes at ske i år. Den nylige rapport om Lehman Brothers antyder mildt sagt, at det

ikke kun handler om at begrænse bankernes spekulationer, men også deres muligheder for kreativ bogføring. Angiveligt har Lehman Brothers lavet såkaldte Repo 105-forretninger i stort omfang. En normal repo-forretning (genkøbsforretning) går ud på, at en bank f.eks. ønsker at låne penge af en anden bank i 14 dage. Som sikkerhed overdrages et aktiv – f.eks. en obligation – til modparten og banken låner et tilsvarende beløb i kontanter. I bankens balance indgår aktivet stadig og lånet indgår på passivside. Efter de 14 dage modtages aktivet igen, og lånet betales tilbage med renter. I en Repo 105 er princippet det samme. Men her er aktivets værdi 105 pct. af det lånte beløb. Det betyder, at overførslen af aktivet registreres som et salg – og dermed kan det fjernes fra balancen, mens det lånte beløb bruges til at nedbringe anden gæld. Lehman Brothers udnyttede Repo 105 via deres London-afdeling i 2007 og 2008 - især op til kvartalsregnskaber. Lehman Brothers menes at have fjernet dårlige aktiver fra balancen med USD 50 mia. i månederne op mod kollapset.

De nye bankregler bliver dog næppe den opstramning, nogen kunne ønske. Ender bankerne med en finansiell spændetrøje, vil det kunne få katastrofale konsekvenser for det skrøbelige økonomiske opsving.



Afrika på vej frem

Det er ikke ufortjent Kina, Indien og andre asiatiske lande samt Brasilien, der stjæler overskrifterne, når snakken falder på fremadstormende udviklingsøkonomier. Men faktisk er der også flere lande i Afrika – ”det tabte kontinent” – som i 2007-2008 leverede vækstrater, der kunne hamle op med Kina og Indiens, skrev Newsweek for nylig. Det var det sydlige Afrika, regionen omkring de store søer i Kenya, Tanzania og Uganda. Og i år og 2011 forventer IMF, at Afrika som helhed vil vokse med 4,8 pct.

Opgjort i indkomst pr. indbygger er afrikaneren allerede rigere end inderen, og i et dusin afrikanske stater er bruttonationalindkomsten pr. indbygger højere end i Kina.

Det mest overraskende er, at meget af denne vækst ikke er drevet af salget af råvarer, men af et voksende indenlandsk marked, det største uden for Indien og Kina. I de seneste fire år har det private forbrug af varer og serviceydelser tegnet sig for 2/3 af Afrikas BNP-vækst. Og forfatteren Vijay Majahan, der har skrevet *Africa Rising* (2009), anslår, at den

hastigt voksende afrikanske middelklasse allerede omfatter 300 mio. mennesker ud af 1 mia.

En stor del af fremgangen i den nye forbrugerklasse kan tilskrives eksterne forhold som udviklende handelsmønstre, især i forhold til Kina, samt teknologiske innovationer i udlandet der stimulerer lokal produktivitet og vækst som f.eks. de fiberoptiske linjer for mange mia. dollars, der lægges mellem Afrika og den udviklede verden. Heftige investeringer i infrastruktur spiller også en stor rolle lige fra anlæggelsen af motorveje, skoler og højmoderne hospitaler til telekommunikation. Infrastrukturforbedringer i sidstnævnte alene skønnes af Verdensbanken at have bidraget med BNP-vækst pr. indbygger på 1 pct.

Mange eksperter tror, at Afrika med dens massive base af hastigt voksende forbrugere er på kanten til at blive det nye Indien, takket være urbanisering og væksten i serviceydelser og infrastruktur, som transformere det asiatiske subkontinent for 15 år siden.

Afrika har verdens højeste vækst i urbanisering, og det understøtter i afgørende grad væksten gennem industrialisering og stor-driftsfordele. Kun en tredjedel af Afrikas befolkning bor i dag i byer, der til gengæld tegner sig for 80 pct. af BNP, viser tal fra FN. Om 30 år vil halvdelen af Afrikas befolkning leve i byer, viser prognoser.

Stadig flere aktieinvestorer vender øjnene mod Afrika. Et nyligt studie af Paul Collier fra Oxford University af alle 954 børsnoterede afrikanske selskaber i 2000-2007 konkluderer, at deres årlige afkast på den kapital, som de har investeret i deres forretning, i gennemsnit var 65 pct. højere end for tilsvarende virksomheder i Kina, Indien, Vietnam og Indonesien, fordi lønningerne stiger voldsomt i Asien. Medianen for profit margin var på 11 pct., og det er også højere end i både Asien og Sydamerika. Selv kinesiske virksomheder begynder nu at overveje outsourcing af basal produktion til Afrika.

Aktiemarkedet er på usikker grund

Der mangler stadig en hel del beviser på, at vi er på vej i den rigtige retning, før det kan forsvares at gå ind på de aktuelle niveauer i aktiemarkedet med fuld skrue.



NEGATIVE FORHOLD FOR AKTIER I 2010

Indtjeningsforventningerne i 2010/11 er for høje

Finansielle virksomheder bliver ramt af gældskrises og nye regler

Låne-renter, også for banker, vil stige pga. centralbankers exit-strategier.

Global industriproduktionsvækst vil aftage i H2 2010

For mange kortsigtede investorer ejer aktier



POSITIVE FORHOLD FOR AKTIER I 2010

Få alternativer til aktier for den langsigtede investor

Ikke-finansielle virksomheder er i god form

Risikoen for "double dip" i verdens-økonomien er meget beskeden

Efterspørgslen i den private sektor i OECD er stigende

Kina er "på sporet" med høj vækst som i 2009

FORVENTNINGERNE ER FOR STORE

Siden sidst har vi oplevet en korrektion, som blev efterfulgt af en periode med markante stigninger igen. Men det er bestemt ikke nogen garanti for, at aktiemarkedet nu er på en stabil kurs i opadgående retning.

Den kraftige korrektion, efterfulgt af en lige så kraftig stigning, vidner om, at markedet er nervøst for tiden. Og det er efter aktiestrateg Morten Kongshaugs vurdering også en afspejling af, at de kortsigtede investorer aktuelt indtager en dominerende rolle, som får markedet til at reagere overdrevent voldsomt på makrohistorier som Grækenlands potentielle konkursrisiko.

Men ser vi bort fra det ragnarok, der vil blive resultatet, hvis det utænkelige skulle ske - Grækenland defaultter og presset øges voldsomt på Spanien, Portugal og Italien samt eurozonens fremtid - så er der rigeligt med andre forhold, som gør, at perspektiverne for aktiemarkedet på kort sigt ikke ser gode ud.

"Eksempelvis er der udtalte tegn på, at industricyklen er ved at tage af i fart. Både kinesiske og amerikanske data indikerer en kommende industriel nedtur, som historisk set plejer at varsle et skifte i aktiemarkedet til det, vi kan kalde "slow down" - en fase, hvor aktiemarkedet vil handle i et begrænset interval," siger Morten Kongshaug.

NORMALT, AT VÆKSTEN I INDUSTRIPRODUKTIONEN GÅR LIDT NED...

Egentlig er der ikke noget overraskende i, at væksten i nye ordrer og industriproduktionen begynder at aftage - det er helt naturligt, at industriproduktionen går lidt ned i gear igen efter et voldsomt opsving fra bun-

den. Det var et opsving i netop industriproduktionen, der var med til at kickstarte aktiemarkedet for et år siden - udløst af, af virksomhedernes lagre ganske enkelt var i bund. Hylderne skulle fyldes op igen. Siden har øget industriproduktion i hele OECD været med til at holde investorernes optimisme højt. Tilsvarende ventes en afdæmpning i industriproduktionen at dæmpe optimismen og øge usikkerheden. Ser vi på amerikansk økonomi, som er den bedst beskrevne af alle rent datamæssigt, så viser historien, at når ISM-indekset for nye ordrer topper omkring 65-70 (aktuelt 65,9) - så vil de efterfølgende 12 måneder føre til et relativt fladt aktiemarked.

Medmindre vi ser andre tegn i økonomien, som peger på, at industriproduktionen og økonomisk aktivitet i øvrigt får en hjælpende hånd i form af en øget efterspørgsel. Men det kræver, at forbrugerne begynder at bruge flere penge og virksomhederne begynder at øge investeringerne og ansætte flere folk.

MEN "NORMAL" ER PÅ FERIE PÅ UBESTEMT TID...

Normalt er det sådan efter en konjunkturnedgang, at disse forhold begynder at bedres i takt med, at tilliden til fremtiden hos både husholdninger og erhvervsliv stiger. Og aktiemarkedets aktuelle niveau afspejler en forventning om, at det går det som det plejer - at vi nu er på vej ind i den sencykliske fase, hvor forbrugernes købelyst bliver stimuleret af, at opsvinget har nået en fase, hvor der skabes flere jobs, end der skæres bort. Sådan er det normalt - men normalt er der heller ikke så store gældsbyrder at slås med både i privat og offentligt regi, og normalt er der heller ikke tale om trængte boligmarkeder, hvor så mange boligejere er i teknisk insolvens.

FOTO // SOPHIE KALCKAR

OPKLARING PÅ VEJ – MÅSKE...

Alligevel mener aktiestrateg Morten Kongshaug at kunne skimte opklaring i horisonten.

"Det urolige investeringsklima vil dominere i de kommende måneder, men vi skimter alligevel lidt lys forude. Kendsgerningen er, at der er få relevante alternativer til aktier for den langsigtede investor – eksempelvis er obligationer generelt ikke tillokkende med så lave renter og udsigten til, at centralbankerne gradvist begynder at stramme pengepolitikken. Og der ligger meget kapital på sidelinjen, der for en betydelig dels vedkommende vil blive kanaliseret ind i aktiemarkedet, når vi ser tegn på, at opsvinget bider sig mere fast. Alene i USA er der i investeringsforeninger rettet mod risikofrie investeringer på pengemarkedet investeret hvad der svarer til 35 pct. af S&P 500's samlede markedsværdi. Fra 2003 til 2007 var denne andel under 20 pct. En positiv faktor er også udviklingen i ledigheden – de seneste amerikanske tal peger på, at vi måske ikke er langt fra, at der skabes flere jobs i USA end, der tabes. Det er også interessant at bemærke, at i OECD er husholdningernes efterspørgsel ved at nærme sig trend. Men vi kan ikke klare os uden udviklingsøkonomierne, og derfor er det værd at fremhæve, at netop de store udviklingsøkonomier med Kina i spidsen klarer sig rigtig godt med høj vækst."

PORTEFØJEN BØR VÆRE DEFENSIV

Morten Kongshaug mener dog ikke, at tiden endnu er moden til at øge aktieandelen i porteføljen.

"Vi har ganske enkelt det problem, at vi ikke er i stand til at afgøre med sikkerhed, hvilken fase økonomien er i lige nu. De aktuelle kursniveauer afspejler, at markedet tror vi er på vej ind i en moden ekspansion. Men

vi mener, at en afmatning er mere sandsynlig. Det begrundes vi bl.a. med, at både ISM-indekset i USA og OECD's ledende indikatorer har toppet, mens de korte renter ikke er steget. Man bør afvente bedre nøgletal og en ny korrektion i markedet, som vil give et bedre forhold mellem risiko og gevinst. Kort fortalt bør man klappe hesten, indtil vi ser jobskabelse i økonomierne, og markedet fastsætter aktiekurserne på især bankerne, men også de cykliske selskaber mere realistisk i forhold til de økonomiske udsigter."

Morten Kongshaug vurderer, at vi får en korrektion i markedet på -5 pct. på 3 mdr. sigt. På 12 mdr. sigt tror han, at markedet vil ligge 5-10 pct. højere end i dag. Han anbefaler generelt defensive aktier med lille gæld, høje dividendeudbetalinger og et forretningskoncept/produkter som sikrer stabile, høje marginaler og dermed en betydelig immunitet over for det prispres, der generelt præger virksomhedernes konkurrence i mange brancher p.t.

NYE REGLER VIL BEGRÆNSE**BANKERNES INDJTJENINGSMULIGHEDER**

Basel komiteen vil i efteråret 2010 præsentere forslag til fremtiden regulering af banksektoren, hvilket vil reducere profitabiliteten i sektoren langsigtet.

Forslagene indeholder bl.a.:

- Kvaliteten af kapitalbasen skal forbedres.
- Gearingsgraderne skal reduceres.
- Likviditetsberedskabet skal styrkes.
- Anvendelsen af off-balance produkter skal begrænses og overvåges (eksempelvis Credit Default Swaps).

Konklusion: Bankerne vil råde over færre penge til at levere fremtidig indtjening!

GOLDMAN SACHS ER OPTIMISTISK

Som gennemgået i *INVESTERING* november 2009 bevæger aktiemarkedet sig historisk set i fire hovedfaser: *Fortvivelse, Håb, Vækst og Optimisme*. Morten Kongshaug er skeptisk overfor, om økonomien rent faktisk er på vej ind i den modne ekspansionsfase, som skal løfte aktiemarkedet yderligere herfra. Men det er Goldman Sachs (GS) ikke. I en nylig analyse af det europæiske aktiemarked fastslår aktieanalytikerne, at vi tidligt i år er trådt ind i Vækst-fasen.

Historisk set plejer denne fase for europæiske aktier at vare 33 mdr.; det reale årlige afkast er 11 pct. og indtjeningen stiger med 23 pct. i reale termer.

Konkret for 2010 forventer GS, at det europæiske marked vil stige med nominelt 18 pct. – et pænt afkast i betragtning af, at kursniveauet for Europa som helhed aktuelt er nogenlunde det samme som ved årets start. Indtjeningen forventes at vokse med hele 38 pct. i år.

At vi i GS' optik er i Vækst-fasen, er ikke ensbetydende med, at man skal kaste sig over vækstaktier. GS gør opmærksom på, at MSCI Value Index har slået MSCI Growth Index i hver af de fem markedsacykler, der har været i kontinental-Europa, Storbritannien og USA siden 70'erne. I det første år af Vækst-fasen med gennemsnitligt 6,4 pct.

GS fremhæver selskaber, som udbetaler høje dividender som særligt interessante. Generelt er det virksomheder med relativt defensive forretningskoncepter og stabil indtjening, der historisk set klarer sig bedst i Vækst-fasen, idet vækstaktierne i den forudgående Håb-fase er steget så markant, at de i Vækst-fasen i gennemsnit klarer sig dårligere end Value-aktierne.

NOBELPRISVINDER I ØKONOMI:

Kina vil overraske alle



I 2040 vil EU tegne sig for 5 pct. af verdens BNP, USA for 14 pct. og Kina for 40 pct. Som det ikke var skræmmende nok for især europæerne, så vil den gennemsnitlige EU-borger skulle nøjes med en levestandard på omkring det halve af en kineser, der bor i en af Kinas megabyer til den tid. Mener Robert Fogel, nobelprisvinder i økonomi 1993.

Robert Fogel, der i dag er leder for Center for Population Economics ved University of Chicago Booth School of Business, peger i en artikel i Foreign Policy på, at de fleste prognoser for Kinas vækst kraftigt undervurderer, hvor massiv og vedholdende den bliver.

Tilsvarende undervurderes det relative fald i Europa, som vil opleve, at regionens æra med økonomisk gennemslagskraft og indflydelse får en ende. Europas lave fødselstal, tyngende ældrebyrde og neddæmpede forbrug vil betyde, at regionens bidrag til global BNP vil blive reduceret til en fjerdedel af, hvad det er i dag inden for de næste 30 år. I 2040 vil økonomien i de 15 første EU-lande tilsammen være en ottendedel af Kinas.

Fogel fremhæver flere forhold, der gør, at vækstudsigterne for Kina er så imponerende.

For det første er der de enorme investeringer, som Kina foretager i uddannelse. Og flere uddannede arbejdere er meget mere produktive. Amerikanske data indikerer, at arbejdere, der har gået på college, er tre gange så produktive som en arbejder med kun 9. klasse. For folk med en high school-baggrund er tallet 1,8. Antallet af studerende på college- og high school er allerede steget voldsomt siden 1998, hvor daværende præsident Jiang Zemin iværksatte en massiv kampagne for øget uddannelse. Fogel forudser, at andelen af unge, der tager en high school-uddannelse vil nærme sig 100 pct. over den næste generation, mens 50 pct. vil fortsætte på college – hvilket i sig selv vil bidrage med en forøgelse af landets årlige økonomiske vækstrate på over 6 pct.. I den forbindelse nævner han, at adskillige europæiske lande netop oplevede en forøgelse af collegeandelen fra 25 til 50 pct. i de sidste to årtier af det 20. århundrede.

Og det er ikke kun individuelle arbejdere, hvis produktivitet stiger som resultat af mere uddannelse – det gælder også virksomheder, påpeger Fogel, og henviser til en berømt analyse af økonomien Edwin Mansfield i 1971. Mansfield konkluderede, at topchefer for selskaber, som tidligt havde taget nye, komplekse teknologier i brug, gennemsnit-



ROBERT FOGEL, født 1926 i New York. Økonomisk historiker. Fik Nobelprisen i økonomi i 1993 for sin forskning inden for den klometriske skole, som tager udgangspunkt i, at opstille stærkt specificerede økonomiske modeller, som derefter afprøves empirisk på historiske data. Den klometriske tankegang handler om, at opstille kontrafaktiske ræsonnementer, dvs. opstille alternative udgangsscenerier for en given udvikling og forsøge at beregne, hvordan det ville være gået under andre forudsætninger. Ideen er, at man herved bedre kan forstå, hvorfor det er gået, som det er.

ligt var yngre og bedre uddannede end topcheferne i virksomhederne, som havde været langsommere til at innovere og tilpasse sig nye teknologier.

Fogel mener også, at kinesiske statistikkere – som ofte beskyldes for at manipulere med de økonomiske tal – meget vel kan underestimere økonomisk fremgang. Dette gælder især servicesektoren, fordi mindre virksomheder ofte ikke indberetter deres data til regeringen, og embedsmændene som regel ikke i tilstrækkelig grad tager højde for kvalitetsforbedringer i output. I USA såvel som Kina undervurderer de officielle estimater af BNP ofte den nationale vækst markant, hvis de ikke medtager forbedringer i services som uddannelse og health care. De fleste store fremskridt i disse områder medtages ikke fuldt ud i BNP, fordi værdien af disse sektorer måles i input i stedet for output. En time af lægens tid anses i dag ikke for mere værdifuld end en time af lægens tid før antibiotika og moderne kirurgi. Andre lande har tilsvarende nationale regnskabsproblemer, men den hastige vækst i Kinas servicesektor gør undervurderingen mere udtalt, mener Fogel.

Fogel peger også på, at det politiske system i Kina ikke er, som de fleste tror. Selv om iagttagere udenfor ofte antager, at Beijing-toppen altid står ved roret, så har de fleste økonomiske reformer, herunder de mest succesfulde, faktisk været lokalt drevne og oversete. Og selv om Kina bestemt ikke er et åbent demokrati, så er der mere kritik og debat på de højere trin af den politiske beslutningsproces, end de fleste forestiller sig.

Fogel nævner som eksempel det årlige møde af kinesiske økonomer kaldet The Chinese Economists Society – møder, som han har deltaget i mange gange.

”Der er deltagere på mødet, som er meget kritiske over for den kinesiske regering – og meget åbent. De siger selvfølgelig ikke ”ned med Hu Jinatao”, men de peger måske på, at den seneste beslutning af finansministeriet er forkert eller udtrykker bekymring over en foreslået justering af priserne på elektricitet og kul, eller henleder opmærksomheden på aktieemissioner. De offentliggør måske end-

da et kritisk brev i en Beijing-avis. Så kalder den kinesiske finansminister dem op og siger: Vil du samle nogle af dine folk? Vi vil gerne have, at nogle af vores folk mødes med dig og finder ud af mere om, hvad du mener. Mange folk er ikke klar over, at sådanne processer finder sted i Beijing. På det punkt er kinesisk økonomisk planlægning blevet meget mere lydhør og modtagelig over for nye idéer, end det var før i tiden.”

Slutteligt nævner han, at man ikke må overse tendenserne hos forbrugerne i Kina, der efter mange års meget begrænsede forbrugsmuligheder og –købekraft nu er i en helt anden situation og i stadig stigende grad efterspørger tøj, elektronik, fast food og biler. I de store kinesiske byer er levestandarden og indkomsten pr. indbygger på niveau med de lande, som Verdensbanken kalder ”høj middelindkomst” – og allerede nu højere end f.eks. Tjekkiet. Regeringen har erkendt at stigende indenlandsk forbrug er kritisk for Kinas økonomi, og en lang række politikker sigter nu imod at øge de kinesiske forbrugeres købelyst.

Lige så optimistisk Fogel er på kinesernes vegne, lige så pessimistisk er han på europæernes. Han forventer Europa bliver kørt langt bagud af kineserne. De lave fødselstal og store ældrebyrder er i sig selv et problem, men der er også kulturelle aspekter, som svækker europæernes konkurrenceevne i forhold til kineserne. Vi er naturligt blevet mere mægelige i de velfærdssamfund, der præger de vesteuropæiske lande, og det betyder, at selv de svageste i samfundet er ganske godt stille-

de. Fogel påpeger, at europæisk kultur sætter lange ferier, tidlig pensionering og kortere arbejdsuger højere end at købe flere ting end i mange andre udviklede lande, ikke mindst USA. Fogel opfatter de vesteuropæiske borgere som mere tilfredse end amerikanerne med de ting de har, og går f.eks. ikke op i at få endnu flere TV i huset. Men den mindre forbrugsiver hjælper ikke ligefrem EU's vækst ligesom mindre arbejdsiver heller ikke gør det i den globaliserede verden.

Fogel erkender dog, at også Kina står over for en aldrende befolkning i fremtiden som følge af et-barns politikken, men kritikerne peger også på mange andre forhold, der kan true Kinas vej mod det økonomiske verdensherredømme – stigende indkomstulighed, politisk og social uro, territoriale stridigheder, energimangel, vandmangel, miljømæssig forurening m.v.

”Selv om kritikerne har en pointe, så er disse trusler ikke nogen hemmelighed for de kinesiske ledere. I de senere år har Beijing vist sig at være ganske ferm til at tackle de problemer, den har sat sig for at gøre noget ved. Desuden ser historien ud til at bevæge sig i den rigtige retning for Kina. Den mest tumultagtige lokale stridighed over Taiwans suverænitet ser nu ud til at nærme sig en løsning. Og på hjemmefronten har regeringens stigende følsomhed over for den offentlige opinion kombineret med stigende levestandarder resulteret i en folkelig tillid til regeringen, som i mine øje, gør større politisk ustabilitet usandsynlig.”



FOTO // ISTOCK

BNP I 2000

USA: 22%
EU: 21%
Kina: 11%
Japan: 8%
Sydøstasien: 6%
Indien: 5%
Resten af verden: 28%

BNP I 2040 (ifølge Robert Fogel)

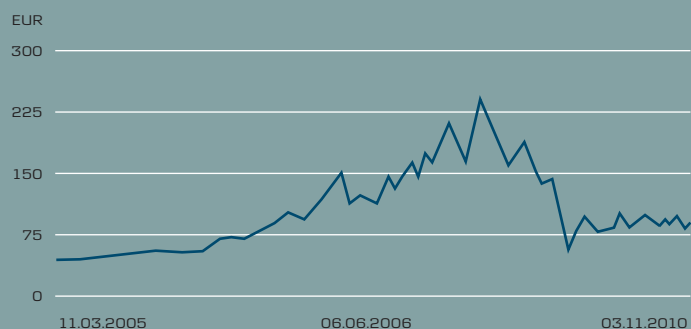
Kina: 40%
USA: 14%
Sydøstasien: 12%
Indien: 12%
EU: 5%
Japan: 2%
Resten af verden: 15%

FOTO // ISTOCK

Aktier



Acciona



Acciona er et spansk forsyningselskab med primær fokus på vedvarende energi, der udgør 76 pct. af selskabets værdi. Men aktiviteterne tæller også udvikling og håndtering af infrastruktur, ejendomsudvikling, transport- og logistikydelser, samt børsrådgivningsvirksomhed og kapitalforvaltning.

Goldman Sachs (GS) fremhæver aktuelt selskabet, idet analytikerne mener, at selskabet står ved et vendepunkt – det indenlandske prispress på vedvarende energi er aftaget, og indtjeningen i ikke-energiaktiviteterne har set bunden. Derudover kan frasalget af ikke-kerneaktiviteter kun overraske positivt i 2010 efter et skuffende 2009, og dermed frigøre kapital til den rentable forretning for vedvarende energi. Samtidig er en stigning i værdien af selskabets ejendomsportefølje ikke usandsynlig. Desuden mener GS, at markedet undervurderer selskabets store vækstpotentiale i perioden frem til 2011.

En positiv vækst i 2010 vil forsikre markedet om selskabets potentiale og udgør derfor en konkret kurstrigger, mens en tendens tilbage til fusioner i det bredere marked kan forbedre chancerne for fordelagtige frasalge af ikke-kerneaktiviteter. 98,5 pct. af selskabets strømproduktion kommer fra vedvarende energi, hvorfor det er mindre eksponeret mod offentlige klimareguleringer. En manglende vækst indenfor forretningen for vedvarende energi, salg af turbiner, lavere elpriser, en forværring af kreditmarkedene, og eksponering mod den spanske økonomiske cyklus udgør risiciene ved aktien.



Alfa Laval

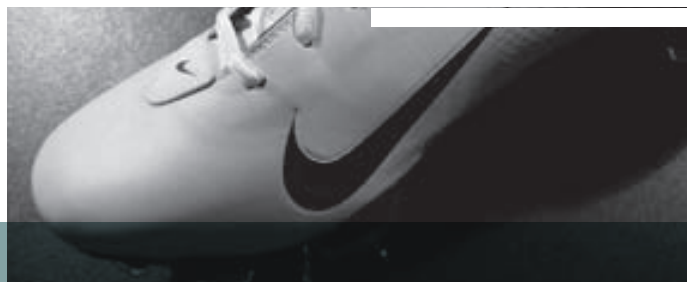


Alfa Laval er et svensk ingeniørselskab, der blandt andet tilbyder specialiserede produkter inden for opvarmning og nedkøling, samt transport og filtrering af olie, vand, kemikalier, fødevarer og medicinalprodukter. Alfa Laval opererer internationalt med salgsaktiviteter i 100 lande, og 27 produktionsfaciliteter i Europa, Asien, USA og Brasilien. I 2008 nåede selskabet en omsætning på SEK 27 mia.

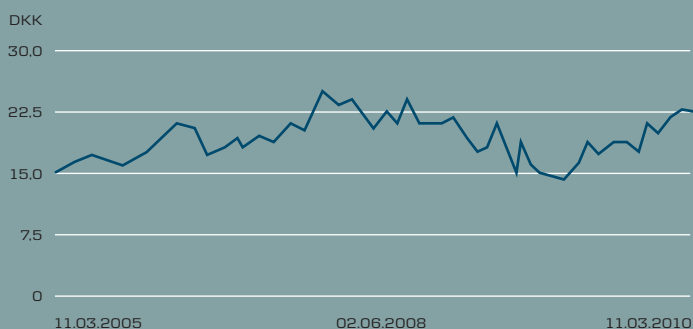
Danske Markets Equities (DME) vurderer, at stigende energipriser vil øge efterspørgslen på Alfa Laval's produkter, grundet selskabets eksponering mod olie-, og gassektoren. Derudover er det DME's opfattelse, at markedet undervurderer ordrepotentialet fra skibssektoren. En lang række af selskabets produkter øger desuden kundernes udnyttelse af ressourcer og begrænser CO₂-udledning, hvorfor det er godt positioneret i forhold til øget politisk fokus på klima. I lyset af dette handler aktien til en favorabel pris.

Af konkrete kurstriggere forude er benyttelsen af de stærke frie pengestrømme og den lave gæld i forhold til tilbagekøb af egne aktier udover den eksisterende udbyttepolitik. Endvidere kan ordreindgangen de kommende kvartaler give investorerne tiltro til indtjeningspotentialet.

Risici ved aktien udgøres af fortsat pres på råvare- og energipriser, hvilket kan udsætte tilgangen af nye ordrer, samt mindre politisk fokus på effektiv ressourceudnyttelse.



Group4Securicor



NIKE



G4S er et dansk sikkerheds- og værdihåndteringsselskab, der i 2002 fusionerede med Falck, og i 2004 fusionerede med engelske Securicor i en handel, hvor Falck blev udskilt som selvstændigt selskab. G4S er således et globalt selskab med mere end 580.000 ansatte i mere end 110 lande. G4S er den største leverandør af sikkerhedsydelser med en estimeret global markedsandel på 7-8 pct.

Aktien er interessant at købe netop nu, idet Danske Markets Equities (DME) vurderer, at aktiemarkederne i den kommende tid vil lægge vægt på selskabernes størrelse, stabilitet, pengestrømme og dokumenteret rentabilitet. G4S vurderes i en gunstig position til at profitere af denne fokus, og selskabet har en attraktiv eksponering mod vækstmarkeder, der potentielt kan udgøre mere end 45 pct. af indtjeningen i 2012.

Af kurstriggere forude er udsigten til øget shareholder value efter frasal. Selskabet har afviklet svage forretningsenheder og sat øget fokus på de fremadrettede og værdiskabende dele af virksomheden. G4S har en stærk og værdifokuseret ledelse, og DME forventer, at det vil hente en betydelig indtjening fra offentlig udlicitering.

Risici ved aktien udgøres primært af svagere end ventet omsætningsvækst, tab af markedsandele, fornyet uro omkring nye vækstmarkeder samt store og værdiforringende opkøb.

NIKE beskæftiger sig med udvikling og verdensomspændende markedsføring af sko, tøj, sportsudstyr og tilhørende produkter, og sælger sine produkter i mere end 170 lande gennem egne detailnetværk, samt via uafhængige distributører. Kollektionerne tæller en lang række sportsgrene, mens der også produceres teknisk udstyr såsom solbriller og golfkøller.

Aktien er interessant netop nu, mener Goldman Sachs (GS), som ser betydelige tegn på salgsvækst og forbedring af indtjeningsevnen for de kommende kvartaler, hvilket vil mere end modsvare investeringer i salgsstyrken. GS projekterer en 2-cifret procentuel vækst i bundlinjen igen i 2010 efter fire kvartaler med en flad tendens. Dette styrkes af mindre lagerbeholdninger, og dertil mindre behov for rabatgivning. Desuden handles aktien noget billigere end dets historiske gennemsnit, set i forhold til den forventede fremtidige indtjening.

Af konkrete kurstriggere forude er sommerens VM i fodbold. Med USD 2 mia. i kontant beholdning og netto USD 1,5 mia. i frie pengestrømme er der derudover gode muligheder for tilbagekøb af egne aktier. Samtidig kan det skarpe opsving i det amerikanske detailsalg siden november 2009, kombineret med butikernes beskedne indkøb i første kvartal, betyde snarlig salgsvækst.

Med godt 60-65 pct. af salget udenfor USA udgøres den største risiko ved aktien af valutakursudsving.



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

VERDENSØKONOMIEN

Hvordan står det til?

Det globale opsving er på sporet, men det er skrøbeligt. Asien er en vigtig motor. Europa er det svage led.



KRISENS TYNGDEKRAFT ER STÆRK

Hvis man skal sende en rumraket af sted til månen, hvor meget fart skal den så have for at slippe fri af Jordens tyngdefelt? Det er nok de færreste, der kan huske formlen (for slet ikke at nævne argumentationen) fra fysiktimene i gymnasiet, men så kan det heldigvis googles (et eksempel på videndeling og Wikipedia). Og den ser sådan her ud:

$$v \approx \sqrt{2(9.8 \text{ m/s}^2)(6.4 \times 10^6 \text{ m})} = 11\,201 \text{ m/s.}$$

Tallene i parenteserne er henholdsvis tyngdeaccelerationen ved Jordens overflade og Jordens radius. Resultatet er 11,2 km i sekundet – svarende til godt 40.000 km/t. Det kræver en meget stor mængde brændstof at få en rumraket op i den hastighed. Og hvis man har regnet forkert og ikke fyldt nok på tanken, så falder rumskibet ned igen. Jordens tyngdekraft viser ingen nåde. Men lykkes det, så bliver raketten selvflyvende og kan holde farten uden tilførsel af yderligere brændstof.

Dette kan bruges som en metafor for det globale opsving. For at sparke den globale økonomi i gang igen efter den værste krise siden 30'erne krævede det en voldsom mængde brændstof i form af massive finanspolitiske indsprøjtninger og hjælpepakker samt en uhørt ekspansiv pengepolitik.

Vi er nu nået til det punkt i den globa-

le økonomis forsøg på at undslippe krisens grumme tyngdekraft, hvor brændstoffet er ved at slippe op. Det vil derfor i den kommende tid blive stadig mere klart, om den globale økonomi har fået fart nok på. Man kan sige, at tyngdekraften fra efterværerne af krisen er usædvanligt stærk i forhold til andre kriser, fordi der er sket så stor skade på banksektoren, der er så høje gælds niveauer og så massive formuetab.

Et andet problem er naturligvis, at der ikke er så meget brændstof tilbage på de forskellige landes økonomiske tankstationer, hvis der er tegn på, at farten i den globale økonomi er utilstrækkelig. Effekten af produktion til lagrene er ved at ebbe ud, statsbudgetterne er spændt til det yderste de fleste steder, og det samme kan siges om pengepolitikken – medmindre, selvfølgelig, man ønsker at trykke flere penge (men som historien fortæller side 22 har tyskerne dårlige erfaringer med den slags). Kendsgerningen er, at 2010 bliver et enten-eller år.

LEDIGHEDEN ER AFGØRENDE

Heldigvis er der tegn på, at arbejdsmarkedene er i bedring flere steder på kloden, hvilket er den afgørende forudsætning for at slippe fri af "tyngdekraften". Ledigheden er enten faldet eller stabiliseret i de fleste vestlige økonomier, og i Asien er den allerede på en klart nedadgående kurs.

Al erfaring viser, at når først ledigheden begynder at gå ned, så fortsætter den normalt med at falde i en betragtelig periode og bliver selvforstærkende. En proces, som virker gennem flere kanaler. For det første - beskæftigelsesgevinster øger væksten i den disponible indkomst for husholdninger og støtter vækst i forbruget. For det andet – faldet i ledigheden fører til højere jobsikkerhed og reducerer derfor behovet præventive opsparinger. For det tredje – forbedringen i forbrugernes efterspørgsel får virksomhederne til at opskalere deres investeringsplaner i takt med, at usikkerheden over efterspørg-

sel mindskes og fokus skifter fra krisestyring til strategisk ledelse. Slutteligt – idet dette er en proces, der finder sted i det meste af verdensøkonomien, så vil det forbedre den eksisterende efterspørgsel såvel som give et løft til eksportvæksten, og det vil være til gavn for verdenshandelen.

CHAMPAGNEN SKAL BLIVE PÅ KØL

Men det er stadig for tidligt at sige, vi er gået ind i den positive spiral. Det er vigtigt, at økonomierne ikke bliver ramt af nye chok i de næste 6-12 mdr. Men der er kandidater nok at holde øje med: Acceleration af den offentlige gældskrise, fornyede store tab i banker, en markant stigning i olieprisen eller en stigende protektionisme.

Økonomerne i Danske Bank fastholder dog som udgangspunkt, at verdensøkonomien formår at holde skruen i vandet – men det bliver et moderat opsving i historisk perspektiv. Stærkest vil det gå i Asien, som er en vigtig motor. Betydeligt langsommere i USA. Og Euroland – det er økonomernes største bekymring.

Hvis Euroland glider tilbage i en ny recession, så er der ikke meget at stille op. Speederen er allerede i bund med den mest ekspansive penge- og finanspolitik nogensinde. Der kan ikke blive meget mere brændstof til den europæiske raket. Tværtimod så er næste skridt, at slippe speederen – og hvad finanspolitikken angår, så skal dette hellere gøres før end senere.

"Det der er virkelig bekymrende er, hvis Euroland ikke formår at vise stærkere vækst i de kommende kvartaler. Så er der ingen chance for, at arbejdsmarkedet vil stabiliseres og privatforbruget vil komme sig. Vi kunne i så fald se et Japan-agtigt tab af et årti i Euroland. Det er det, der holder os vågne om natten," lyder den skræmmende konklusion fra økonomerne i den seneste analyse af europæisk økonomi.

Den syge mand, der blev rask – og møntunionen, der blev syg

Onde tunger hævder, at en dansk statsminister engang sagde, at lønningerne for de svageste nødvendigvis måtte løftes yderligere, fordi denne gruppe stadig lå under gennemsnittet. Nu er det jo sådan med gennemsnittet, at der altid er nogen over og nogen under. Sådan er det også med monetære unioner.

I ØMU'en er der nogle medlemmer, der ligger et godt stykke under gennemsnittet, når man ser på økonomiens sundhedstilstand. Her finder vi Spanien, Irland, Portugal, Italien – og så Grækenland, der er så meget ballade om for tiden. I midten finder vi Frankrig, Holland, Finland og flere andre. Men der er en særlig eliteelev i klassen, som ligger langt over de andre. Tyskland.

For 10 år siden blev Tyskland kaldt Europas syge mand, plaget af svag vækst, høj ledighed, eftervær af den dyre genforening, et stift arbejdsmarked og stærke fagforeninger.

I dag er situationen en anden. Og selv om Tyskland for nylig måtte overlade pladsen som verdens største eksportør til Kina, så er germanerne stadig en uhyre stærk eksportnation med et betalingsbalanceoverskud, der, målt som andel af BNP, overgår Kinas i år.

Tysklands aktuelle styrke er resultatet af reformer af arbejdsmarkedet og velfærdssystemet i 2003-04, samt en betydeligt lavere udvikling i arbejdsomkostninger end hos de rigere af de europæiske kolleger og USA. En anden vigtig faktor er, at det tyske boligmarked er et af de få i verdens rige lande, som ikke gik amok, mens de tyske forbrugere generelt været mådeholdne og sparet penge op – helt modsat den øvrige del af den rige verden. Det gælder ikke mindst de sydeuropæi-

ske lande, der ikke benyttede højvækst-årene til at få gennemført strukturelle reformer og få mere styr på statsfinanserne. Krisen gør kun det hele værre. Værst er det for Grækenland, men en bebudet hestekur kombineret med meldinger fra ØMU-partnerne om opbakning har tilsyneladende skabt tillid på de finansielle markeder. Det er ikke fordi, at Grækenland med 2 pct. af Eurolands BNP er "too big to fail", men det er ØMU-projektet. Og skulle Grækenland defaulte eller træde ud af euroen, så ville det skabe et så voldsomt pres på de øvrige slemme drenge i klubben, at unionen kunne blive rykket fra hinanden.

Det er endnu ulart, hvordan Grækenland skal bakkes op. Forslagene spænder fra salg af nogle de mange græske øer, udtræden af euroen. IMF-lån og en fælles europæisk valutafond med betydelig myndighed, der skal bidrage til at stabilisere eurozonen fremover. Men foreløbig handler det mest om hensigts- og tillidserklæringer. Og Tyskland.

Sagen er nemlig, at Tyskland ganske vist er unionens absolut dygtigste elev – men det sker også på bekostning af de andre. Næsten halvdelen af Tysklands eksport går til andre eurolande, som ikke længere kan ty til devaluering. De kan dog afhjælpe problemet på anden vis - Frankrig, Spanien og Italien bør følge Tysklands eksempel og løse op for deres stive og dyre arbejdsmarkeder – og Italien, Spanien, Portugal og Grækenland skal stramme op på statsfinanserne.

Men tyskerne kan også hjælpe til. Tyskland har stadig brug for reformer på arbejdsmarkedet, sundheds- og uddannelsessystemet; servicesektoren er underudviklet; det er

for svært at være iværksætter, og landet er generelt præget af underbeskæftigelse i form af få kvinder i arbejdsstyrken, et meget stort antal ledige indvandrere og en aldrende befolkning. Reformen vil løfte landets økonomiske styrke og dermed efterspørgselen til gavn for de andre eurolande. Men i første omgang er der en nemmere løsning lige for.

"Tyskerne har tydeligvis gjort et frygtelig godt stykke arbejde i de sidste 10 år med forbedring af konkurrenceevnen ved at lægge et meget hårdt pres på arbejdsomkostningerne. Jeg er ikke sikker på, at det er en holdbar model på langt sigt og eurozonens helhed. Vi har tydeligvis brug for bedre konvergens," sagde den franske finansminister Christine Lagarde for nylig og opfordrede til, at tyskerne stimulerer den indenlandske efterspørgsel for at hjælpe underskudslande med at genvinde konkurrenceevne og lette problemerne med deres offentlige finanser.

Det lyder paradoksalt, at der ikke blot fra mange økonomer rundt omkring, men også den politiske top i et af eurozonens kernelande ligefrem opfordres til, at tyskerne slækker på løndisciplinen og bruger flere penge. Ukontrollerede lønstigninger og mangel på økonomisk disciplin i det hele taget er forklaringen på, at de sydeuropæiske lande i dag har så store problemer med de offentlige finanser – og hvis nogen skulle have glemt det, så var det i høj grad overdrevent forbrug, der var med til at skabe den globale krise.

Men sådan er det nu engang at være i en møntunion. Ingen må ligge for langt fra gennemsnittet. Europas syge mand blev rask – men nu er Europas møntunion blevet syg.



Videndeling er fremtiden

Det er essentielt, at vi i stigende grad deler vores viden med andre, hvis vi skal løse de udfordringer vi står overfor

SOM BRØDRE VI DELE

Hvis to hjerner skal løse det samme problem, opnår de et bedre resultat, hvis de samarbejder, end hvis de forsøger at løse problemet hver for sig. Det er bestemt ikke nogen nyhed. At samarbejde og videndeling er nyttige begreber, som kan give gevinster til alle, har været kendt i hele menneskets historie. Men det er først med internettets tilblivelse og de enorme muligheder, som digitaliseringen af viden har medført, at man for alvor taler om videndeling som en afgørende byggesten i fremtidens samfund.

For de generationer af børn og unge, der vokser op i dag og fremover er det helt naturligt, at man gratis finder og giver værdifuld viden på internettet. Man deler med hinanden til gevinst for alle. Give-2-Get. Det vrimer med gratis tilbud på nettet. Søgmaskinerne i sig selv kan på et øjeblik hjælpe med

at finde frem til den information, man søger – en proces, som før i tiden var langt mere besværlig med biblioteker, avisarkiver, telefonopringninger osv.

Men derudover er der websites som de sociale netværkssites Twitter, MySpace og Facebook, video-sitet Youtube, de akademiske tidsskrifter på Google Scholar, internetbiblioteker som The Internet Archive og Google Bøger, det gratis internetleksikon Wikipedia osv. Listen er meget, meget lang, ligesom der ligger enorme mængder af gratis software af forskellig slags på nettet.

UNIVERSITETSFORSKERE DELER DERES VIDEN

Videndeling har i mange år været en naturlig del af forskernes verden på universiteterne rundt omkring. Man har ganske vist holdt kortene tæt ind til kroppen med sit eget forskningsprojekt for at andre ikke skulle hugge idéen, for forskernes mål er at nå

først med at publicere en videnskabelig artikel om resultatet og måske også få et patent. Men når det så er sket, så er den viden, man oparbejdede under forskningen til gengæld tilgængelig for alle – og kan dermed virke som en vigtig inspiration og støtte for andre forskere i jagten på nye videnskabelige landvindinger.

I erhvervslivet har piben derimod altid haft en helt anderledes klang. Det handler jo her om at overleve og helst udmanøvrere konkurrenterne og køre dem langt bagud. Så her har det bestemt ikke været kutyme, at man deler ud af sine "opskrifter". Højest har man søgt inspiration og udveksling af erfaringer via ledernetværk. Men også her har globaliseringen og digitaliseringen sat sine spor.

Mest kendt for offentligheden er måske PC-styresystemet Linux, der for år tilbage blev udviklet af en finsk ingeniør, og faktisk er en alvorlig konkurrent til Microsofts

Windows. Linux, som er gratis for alle, satte for alvor gang i Open Source-bølgen inden for udvikling af software – hvilket betyder, at kildekoden til programmet bliver åben for alle, der ønsker at studere eller forbedre det.

ERHVERVSLIVET VIL OGSÅ DELE

Men denne tankegang har også bredt sig til den del af erhvervslivet, som ønsker at tjene penge på deres produkter. Faktisk er det blevet sådan, at flere og flere virksomheder åbner dørene ind til forsknings- og udviklingsafdelingen for andre. Ugebladet Mandag Morgen beskrev for nylig, at det også gælder danske virksomheder – bl.a. store, veletablerede brands som Novozymes, der stiller enzymer og viden til rådighed for potentielle partnere i ofte fjerntliggende brancher.

Men det er en balancegang, at dele virksomhedernes inderste hemmeligheder med andre. Grænserne mellem virksomheden og eksterne parter skal være veldefinerede. Og uanset hvor meget det globale samfund bliver grebet af solidaritet og global samhørighed i de kommende år, så vil der opstå konflikter, mistillid, misbrug og retssager. Alle virksomheder ønsker at tjene penge og overleve. Money makes the world go around.

Ikke desto mindre – to hjerner tænker bedre end én. Hvad kan det ikke blive til med syv milliarder?



DANSKE VIRKSOMHEDER BRUGER IKKE UNIVERSITETERNES FORSKNINGSVIDEN

Danmark ligger ifølge regeringens egen konkurrencevurdering (2009) tredjesidst blandt 18 udvalgte OECD-lande, når det gælder evnen til at udnytte universiteternes viden i erhvervslivets innovation. Og ifølge en ny undersøgelse om videndeling i Danmark fra tænketanken Danmarks Erhvervsakademi (DEA) er andelen af danske virksomheder, der bruger universiteterne som kilde til innovation, halveret seneste 10 år fra 4 til 2 pct. Det er planen ifølge regeringens globaliseringsaftale, at mindre og mellemstore danske virksomheder fremover skal geares til langt bedre at opsøge og anvende viden fra universiteterne. Og universiteter og forskningsinstitutioner skal blive langt bedre til at få deres forskningsviden ud at arbejde i samfundet.

Kilde: Mandag Morgen

OPEN INNOVATION

Open Innovation blev introduceret som begreb af Henry Chesbrough, professor og leder af Center for Open Innovation på UC Berkeley, USA, i hans bog *Open Innovation: The new Imperative for creating and profiting from*

technology. "Open Innovation er et paradigme, som antager, at virksomheder kan og bør bruge eksterne idéer såvel som interne idéer i bestræbelserne på at udvikle deres teknologi. Grænserne mellem en virksomhed og dets miljø er blevet mere gennemtrængelige; innovationer kan let overføres indad og udad. Den centrale idé bag open innovation er, at i en verden, hvor viden er bredt distribueret har virksomhederne ikke råd til at stole udelukkende på deres egen forskning, men bør i stedet købe eller licensere processer eller opfindelser (f.eks. patenter) fra andre virksomheder. Endvidere bør interne opfindelser, som ikke bruges i en virksomheds forretning, tages udenfor selskabet (f.eks. gennem licenser, joint ventures, spin-offs," skrev Chesbrough i en opsigtsvækkende artikel i *IT Sloan Management Review* i 2003.

OPEN INNOVATION PLATFORME

Der findes adskillige formidlere og platforme for Open Innovation. F.eks.: InnoCentive, ThinkPlace, Innovation Exchange, Hypios, InnovationXchange, NineSigma, Connect and Develop, yet2.com, MillionBrains, Tekscout, Presans, Innoget og Fellowforce.

Problem? Find John Harrison

Lars Bo Jeppesen, lektor på Copenhagen Business School, lavede i det forgangne årti en undersøgelse af InnoCentive.com i USA – en web-plattform, hvor virksomheder kan lægge problemer relateret til Research & Development (R&D) ud og tilbyde en betydelig pengepræmie til dem, der finder løsningerne. De deltagende virksomheder har lært at opsplitte deres problemer på sofistikeret vis, så de undgår at afsløre for meget af deres strategi m.v. Jeppesen konkluderede på baggrund af undersøgelsen, som spandt over 2001-2004, at i ikke mindre end 30 pct. af tilfældene blev problemer, som ikke kunne løses af virksomhedens egne folk, løst af folk udefra.

I gennemsnit blev alle problemerne, der var lagt ud på InnoCentive i 2001-2004, udsat for detaljeret opmærksomhed fra mere end 200 personer og fik 10 løsninger. Det er i stil med, hvad det britiske parlament gjorde

i 1714, da det med pengepræmier i udsigt bad offentligheden om løsninger på hvordan man kan beregne længdegraden til søs. Vinder løsningen kom fra en ukendt urmager i Yorkshire, John Harrison, i form af et robust kronometer med stor præcision efter datidens normer. Jeppesen satte sig for på baggrund af undersøgelsen bl.a. at belyse, hvad der karakteriserer nutidens John Harrisons.

Problemer skal lægges ud til folk i forskellige brancher. Radikale innovationer sker ofte i videnskabelige discipliners skæringspunkter. Jo mere forskelligartet en problem-løsende population er, desto mere sandsynligt er det, at et problem bliver løst. Folk har en tendens til at linke problemer, der ligger langt fra deres eget felt, med løsninger som de har brugt i deres eget arbejde. Det giver ofte gode resultater, idet de hermed angriber problemet med synsvinkler, som f.eks. en virksomheds egen R&D-afdeling ikke er

i stand til.

Pengepræmier for at løse et problem er nødvendige men ikke tilstrækkelige. Pengepræmier er nødvendige for at motivere folk til at deltage – og virksomhederne er desuden nødt til at betale for løsningerne, hvis de vil sikre sig patentrettighederne. Men glæden ved at kaste sig over et nyt problem er endnu mere tiltrækkende end pengene. Lars Bo Jeppesen fandt ingen signifikant sammenhæng mellem præmiens størrelse og sandsynligheden for at et problem bliver løst.

Insiders er stadig vigtige. Videnskabsfolk og ingeniører inde i virksomheden er af kritisk betydning i bestemmelsen af hvilke problemer, der skal lægges ud; hvilke potentielle løsninger, der er de bedste og hvordan de implementeres.

Kilde: Harvard Business Review, 2007, *Getting Unusual Suspects to Solve R&D Puzzles*

Det koster GRATIS



FOTO // SCREENDUMP FRA YOUTUBE

Videndeling på nettet lige fra software, film og spil til analyser, bøger og journalistiske artikler af høj kvalitet er gratis i mange tilfælde. En hel del er lagt ud af privatpersoner uden kommercielle ambitioner, men virksomheder står også bag mange af de gratis elementer og formår alligevel at tjene penge.

NOGET SKAL VÆRE GRATIS

Monty Python har påvirket verden i høj grad. Det har internettet også. Hver for sig er de blevet enorme succeser. Og blander man de to sammen, så får man? En enorm succes!

I november 2008 havde medlemmerne af Monty Python (ekskl. afdøde Graham Chapman) fået nok af, at kunne se mange af deres sketches ligge på Youtube.com til gratis afbenyttelse. Så de offentliggjorde i vanlige ironiske overtoner en meddelelse på Youtube, hvor de bekendtgjorde, at de var trætte af at se det, de havde lavet i en så jammerlig kvalitet. Så nu lavede de deres egen kanal på Youtube, hvor de offentliggjorde alt deres materiale – i en bedre kvalitet og stadig gratis. De opfordrede dog folk til at købe deres DVD'er. Og se hvad der skete!

Monty Python-kanalen fik et enormt antal besøgende, og mange fik lyst til at købe DVD'erne. Rigtig mange. Tre måneder efter de gale englændere (og en enkelt amerikaner) mediestunt kunne man konstatere, at Monty Pythons DVD'er lå nummer to på Amazons bestsellerliste over film og TV-serier – og salget var øget med 23.000 pct.

Med denne sande historie indleder Chris Anderson sin bog *Free*, som handler om,

hvordan internettet har revolutioneret verden og skabt en ny parameter for virksomhederne, som mange bliver tvunget til at overveje: De skal forære noget til kunderne gratis.

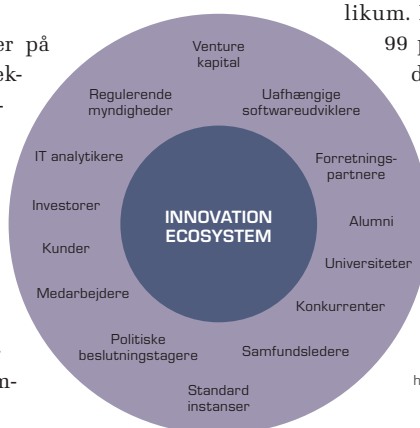
Baggrunden er, at internettet har reduceret omkostningerne forbundet med digital produktion, nethandel og –trafik, research, on-line markedsføring osv. i meget stort omfang. Aldrig tidligere i historien er fremstillings- og distributionsomkostninger faldet så hurtigt og vedvarende. Og med en stadig bedre teknologi og faldende priser på båndbredde, lagring og databehandling fortsætter omkostningerne nedad. Det betyder, at virksomhederne kan sænke deres priser på mange ydelser og varer – og i en hel del tilfælde kan det betale sig for dem at tilbyde noget gratis.

Chris Andersons bog er på mange måder et tankevækkende portræt af den digitale revolution og de perspektiver, den indebærer for samfundet, erhvervslivet og økonomisk tankegang. I og med, at internettet og den digitale teknologi påvirker alle virksomheder og alle aspekter af sam-

fundet på én eller anden måde, så har det en påvirkning af virksomhedernes mulige forretningsmodeller og indtjeningsmuligheder, som kræver nye overvejelser.

Internettet er blevet en parameter, som virksomhederne nødvendigvis må indarbejde i deres forretningsmodel. Og den dominerende forretningsmodel i dag på nettet er da også blevet at give ting væk gratis. Nogle bruger den traditionelle med at tilbyde fri adgang for at opbygge et stort publikum og tjener penge på annoncer. Mens andre bruger strategien med at tilbyde visse digitale ydelser gratis – men ikke "the full monty". Der er en premium adgang, som kunderne skal betale for, og det kan der tjenes mange penge på, hvis man har opbygget et stort publikum. Det gør ikke noget, hvis

99 pct. af kunderne bruger den gratis version så længe 1 procent betaler for premium. 1 pct. af et stort tal kan også blive et stort tal.



Den moderne virksomhed har et åbent samarbejde med de mange parter, som indgår i innovationens økosystem. IBM er i høj grad med på moden.



PROFESSOR:

Videndeling er ikke et valg

Det er en nødvendighed. Den globale vidensmasse, den teknologiske udvikling og de videnskabelige landvindinger sker med en eksponentiel hastighed – og det kan selv den mest kvalificerede R&D-afdeling i en virksomhed ikke følge med til.

Open Innovation er en uomgængelig nødvendighed for selv de største mastodonter, hvis de vil klare sig i den globale konkurrence, mener Jens Frøslev Christensen, professor ved Institut for Innovation og Organisationsekonomi ved CBS i København.

”Kendsgerningen er, at mange af de processer, der foretages internt i virksomheden, kan gøres bedre udenfor hos eksterne parter i et åben innovationsmiljø.”

Betyder det, at vi i fremtiden ikke vil se gigantvirksomheder á la Microsoft fordi alle nu i større eller mindre omfang kan kigge hinanden i kortene, så det bliver svært at etablere konkurrencemæssige forspring?

”Man kan godt forestille sig, at vi vil se færre mastodonter i den størrelse – og vi vil i hvert fald se stadig færre virksomheder, som laver alt selv. Men det er ikke ensbetydende med, at vi ikke kan se meget store vækstvirksomheder. Virksomhederne skal bare finde ud af, at agere rigtigt i dette miljø. Apple er et godt eksempel på en virksomhed, der håndterer Open Innovation godt. iPod består af 450 komponenter, og Apple hverken producerer eller udvikler nogen af dem – de samler dem ikke engang selv. Alt det sker hos hundrevis af eksterne leverandører. Det, som Ap-

ple kan, er at integrere de mange forskellige komponenter i et særligt design – og stille nogle udviklingskrav til leverandører. Tilsvarende forretningsmodeller bruges af bl.a. Nokia og Intel. Og selv om mange førende teknologiproducenter således lægger næsten al produktion og en stor del af udviklingen uden for virksomheden, så opretholder mange alligevel en høj beskæftigelse ved at varetage det overordnede systemdesign og marketing og ved at fastholde kunderne i serviceengagementer.”

Japan, der nu har befundet sig i økonomisk krise i de seneste to årtier, er blandt verdens mest innovative økonomier og leder globale trends inden for bl.a. forbrugerelektronik og legetøj. Men Japan er en relativt isoleret økonomi geografisk, politisk, befolkningsmæssigt og sprogligt. Det er svært at forestille sig Open Innovation som en integreret del af japansk erhvervsliv?

”Ja, men det er måske også en del af forklaringen på, at Japan ikke har formået at løfte sig ud af krisen. Japans succesformel i udviklingen fra udviklingsøkonomi til verdens næststørste økonomi i løbet af få årtier var en formidabel evne til at integrere produktions- og produktudvikling. Men det er de

andre asiatiske lande nu også blevet gode til og til et meget lavere lønniveau – og det giver Japan et konkurrenceevneproblem, hvis de samtidig ikke er tilstrækkelig åbne i deres innovation.”

USA – verdens mest innovative økonomi. Kan de holde den position?

”Der er en voldsom innovativ drivkraft i den yngre del af erhvervslivet, så det kan ikke udelukkes. Men der er en udpræget konservatisme i det politiske miljø, som er en stor hindring. F.eks. opfordrede stærke konservative kræfter GM til at tage elbiler ud af produktionen under Bush-regeringen. Og netop den store amerikanske modstand mod enhver snak om klimaforandringer og Clean Technology kan betyde, at USA bliver kørt bagud. Omstillingen til Clean Tech vil blive altdominerende inden for erhvervslivet de næste mange år. Og det kan meget vel blive kineserne, der kommer i front, hvis de sætter sig for det. I øvrigt er det vigtigt at understrege, at netop klimakrisen ikke kan løses uden Open Innovation – hele problemstillingen og transformationen af samfundet er så kompleks en proces, at virksomhederne må gå sammen om at frembringe den nødvendige viden.”

Den empathiske civilisation

Først fik vi håndskriften. Så kom bogtrykkerkunsten – efterfulgt af den trykte presse. Og så skyllede informationsteknologien ind over os. Hvert spring i kommunikationsmulighederne har øget vores videndeling, vores sociale bevidsthed og dermed vores empati. Og det er empati, der skal redde verden. Mener Jeremy Rifkin i sin nye bog.



SPEJLNEURONER

Rifkin refererer til opdagelsen af spejlneuronerne, som italienske forskere stod bag i 1996. Opdagelsen går ud på, at nogle af de hjerneceller, der styrer vores krop, reagerer på andre menneskers bevægelser på samme måde, som hvis vi selv havde gjort bevægelsen. Hvis du ser på en person, der bevæger sin hånd eller taler, så vil nogle af de hjerneceller, der styrer en tilsvarende bevægelse i dit hoved, reagere, som om du gjorde bevægelsen. De hjerneceller eller neuroner, der reagerer på denne måde, kaldes spejlneuroner. Den amerikanske professor i psykologi, V. S. Ramachandran, har sagt, at spejlneuronerne vil få samme betydning for psykologien som DNA for biologien. Sagen er, at opdagelsen af spejlneuronerne har øget vores forståelse af os selv. Det er muligt at argumentere for, at vi her har den biologiske baggrund for vores empati og forståelse af hinanden. At spejlneuronerne er grunden til vores store evne til at lære via imitation og dermed måske basis for både vores sprog og vores evne til for eksempel at dele opfindelser og viden med hinanden.

GLOBAL DELING AF VIDEN OG VÆRDIER

Den moderne tidsalder er ved at nærme sig et slutspil. Det peger to enkeltstående begivenheder inden for de seneste to år på. I juli 2008 toppede olieprisen med 147 dollars pr. tønde, oprør omkring fødevarer blussede op i 30 lande, prisen på basale varer skød i vejret, og købekraften faldt drastisk. Dette var jordskælvet; markedets krak 60 dage senere var efterchokket. Det signalerede begyndelsen på enden af den store industrielle æra baseret på fossile brændstoffer. Den anden begivenhed var COP15 i København, hvor verdens ledere forsøgte at håndtere klimaproblemet og fejlede.

”Det er konteksten i min bog. Hvorfor kunne vores verdensledere ikke forudse eller respondere på den globale nedsmeltning af den industrielle revolution? Og hvorfor kan de ikke håndtere klimaforandringer, når videnskabsfolkene har fortalt os, at det kan være den største trussel vores art nogensinde har stået overfor?,” sagde Jeremy Rifkin for nylig til New Scientist.

VERDEN STYRES EFTER FORKERTE IDÉER

Han mener, at politikernes fiasko skyldes, at det skyldes de politiske ledere bruger forældede idéer og er alt for fokuserede på at sikre nationalstatens interesser, hvis de på effektiv vis skal kunne imødegå de udfordringer, vi har i dag.

”Jeg rådgiver adskillige statsledere i Europa og igen og igen ser jeg, hvordan gamle idéer om menneskelig natur og meningen med livet fortsat dominerer offentlig politik. Men hvordan skal vi håndtere behovet for 7 mia.

mennesker og hele biosfæren, hvis vi blot er individer, som forfølger vores egne mål og interesser?”

Rifkin fremhæver, at mange nye opdagelser inden for evolutionær biologi, neurovidenskab, børns udvikling, antropologi og andre områder peger på, at mennesket er mere end blot individer, der udelukkende er fokuserede på at bedre deres egen situation. Eksempelvis antyder opdagelsen af spejlneuroner (se boks), at vi er en social art.

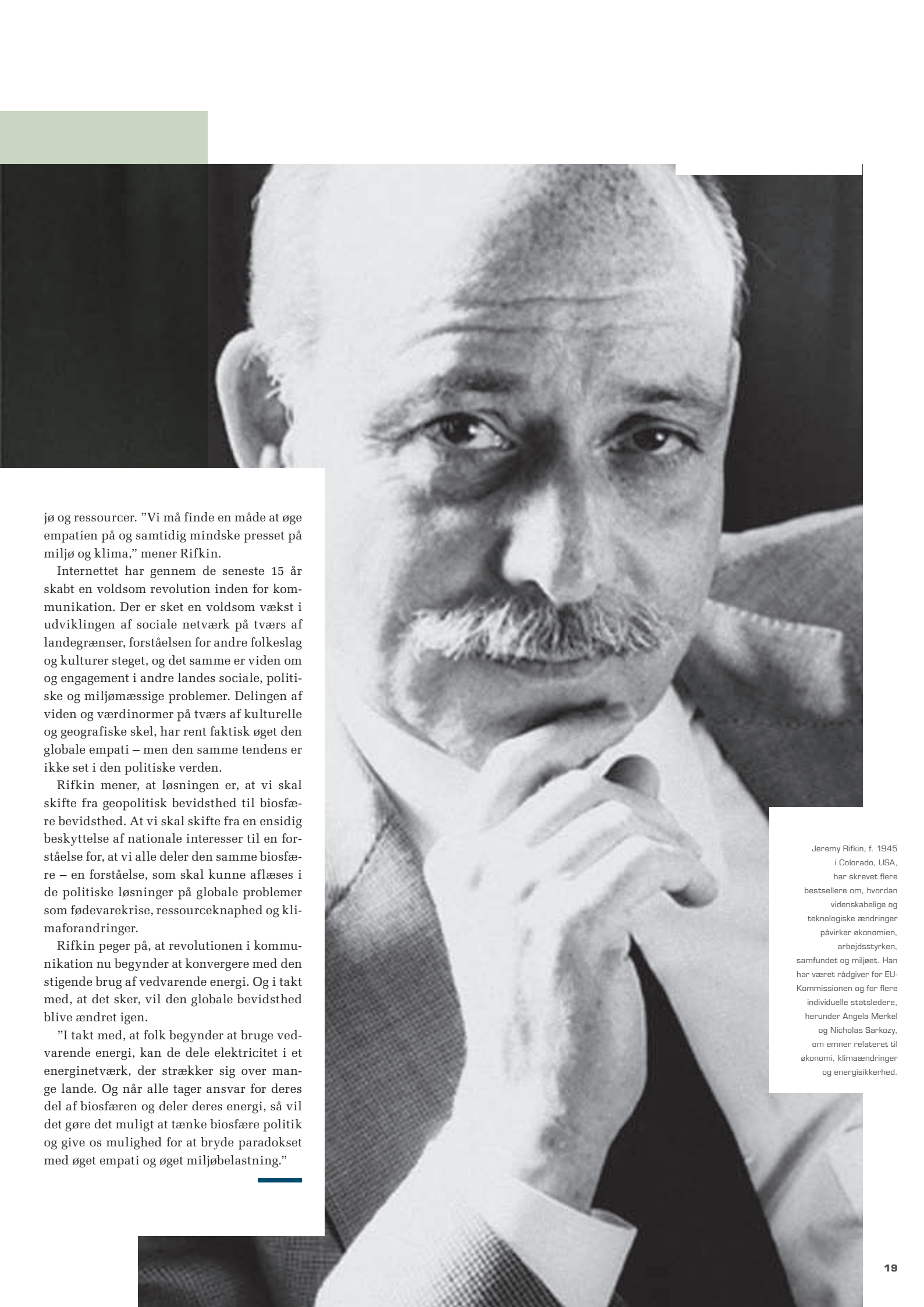
Rifkin påpeger, at bevidsthed i tilknytning til empati og socialt engagement ændrer sig over tid. Og håndskriften, bogtrykkerkunsten og informationsteknologien har haft afgørende betydning.

”Rækkevidden af oral kommunikation er begrænset – du kan ikke forlænge empati ud over familie og slægtninge. Med skrift kunne man ekspandere empatien yderligere med organisationsmæssige bånd, man udvidede sin referenceramme.”

I det 19. århundrede konvergerede revolutionen i den trykte kommunikation med nye energier, kul og damp. Dette førte til introduktionen af offentlige skoler og læsekunnen for masserne i Europa og Amerika. Det samme skifte fandt sted i det 20. århundrede med den anden industrielle revolution, den elektroniske, som medførte en stigning i den psykologiske bevidsthed.

MEN MILJØET BETALER PRISEN

Ulempen ved alt dette har imidlertid været, at det er sket på bekostning af miljøet. De mere komplekse civilisationer, som bruger en større energigennemstrømning bringer folk tættere sammen, men i processen skabes større ubalancer på flere punkter, bl.a. mil-



jø og ressourcer. ”Vi må finde en måde at øge empatien på og samtidig mindske presset på miljø og klima,” mener Rifkin.

Internettet har gennem de seneste 15 år skabt en voldsom revolution inden for kommunikation. Der er sket en voldsom vækst i udviklingen af sociale netværk på tværs af landegrænser, forståelsen for andre folkeslag og kulturer steget, og det samme er viden om og engagement i andre landes sociale, politiske og miljømæssige problemer. Delingen af viden og værdinormer på tværs af kulturelle og geografiske skel, har rent faktisk øget den globale empati – men den samme tendens er ikke set i den politiske verden.

Rifkin mener, at løsningen er, at vi skal skifte fra geopolitisk bevidsthed til biosfære bevidsthed. At vi skal skifte fra en ensidig beskyttelse af nationale interesser til en forståelse for, at vi alle deler den samme biosfære – en forståelse, som skal kunne afløses i de politiske løsninger på globale problemer som fødevarekrise, ressourceknaphed og klimaforandringer.

Rifkin peger på, at revolutionen i kommunikation nu begynder at konvergere med den stigende brug af vedvarende energi. Og i takt med, at det sker, vil den globale bevidsthed blive ændret igen.

”I takt med, at folk begynder at bruge vedvarende energi, kan de dele elektricitet i et energinetværk, der strækker sig over mange lande. Og når alle tager ansvar for deres del af biosfæren og deler deres energi, så vil det gøre det muligt at tænke biosfære politik og give os mulighed for at bryde paradokset med øget empati og øget miljøbelastning.”

Jeremy Rifkin, f. 1945
i Colorado, USA,
har skrevet flere
bestsellere om, hvordan
videnskabelige og
teknologiske ændringer
påvirker økonomien,
arbejdsstyrken,
samfundet og miljøet. Han
har været rådgiver for EU-
Kommissionen og for flere
individuelle statsledere,
herunder Angela Merkel
og Nicholas Sarkozy,
om emner relateret til
økonomi, klimaændringer
og energisikkerhed.

DEN NÆSTE STORE VÆKSTTREND



Biotek

Merrill Lynch har udråbt bioteknologi til sammen med Clean Technology at være den næste store industrielle revolution. Gennembruddet lader dog vente på sig, men øget videndeling kan være den afgørende trigger.

FEJL OG FREMGANG SKAL DELES

Da aktier relateret til informationsteknologi gik amok i 1998-2000 var risikovilligheden blandt investorerne stor og appetitten på alle mulige vækstaktier ligeså. Dette nød især biotek-aktierne godt af. Biotekaktierne nærmest eksploderede fra 1998 og to år frem. Næret af meget store forventninger til en branche, hvor imponerende teknologisk udvikling kombineret med en snarlig fuldstændig kortlægning af det humane genom ifølge eksperterne ville bane vejen for en historisk vækst i opdagelsen af nye medicinalprodukter til bekæmpelse af de helt store sygdomme som kræft.

Men sådan gik det ikke. Da luften gik ud af IT-boblen, blev investorerne hårdt ramt, og tilliden til biotek forsvandt som dug for solen. Og det var ganske velbegrundet, har det siden vist sig. Den fortsatte hastige teknologiske udvikling, som har gjort forskningen betydeligt lettere end for 15-20 år siden, er ganske vist fortsat med imponerende hastighed, og kortlægningen af det humane gen-

om har været en realitet siden 2003, men den spåede revolution har ladet vente på sig.

Faktisk begynder biotekselskabernes opdagelseshastighed og indtjening i bekymrende grad at minde om medicinalbranchens. Ikke desto mindre konkluderede OECD i en rapport i 2009, at biotek-branchen i 2030 vil udgøre knap 3 pct. af BNP – en tredobling i forhold til i dag.

OECD-rapporten peger på, at en vigtig forudsætning for, at den forventning opfyldes, er, at branchen formår at udvikle nye forretningsmodeller, hvor videndeling er et centralt element – og virksomhederne kan lære både af hinandens succeser, men i høj grad også af fejlene, så man ikke ender i de samme blindgyder. Det kan ske i form af partnerskaber med andre virksomheder; videndeling med kunder og andre biotek- og medicinalvirksomheder og mere brede Open Innovation-miljøer, hvor man lægger viden og forskning til brug for alle.

Det sidste er der dog en del skepsis overfor, men ikke desto mindre spår eksperterne, at det i et vist omfang bliver en del af fremtiden, at man lægger en del af sin viden ud i

sådanne miljøer, men i en grad så risikoen for at andre løber med gevinsten i netop det produkt, man sigter imod, er begrænset – en vanskelig balancegang, som utvivlsomt nogle gange vil ende galt set fra virksomhedernes synsvinkel.

Men videndeling og samarbejde bliver under alle omstændigheder en vigtig del af fremtiden for at dele de enorme forsknings- og udviklingsudgifter med andre i bestræbelserne på at knække de sygdomsgåder, der er langt mere udfordrende end opfindelsen af hovedpinepillen og deslige.

I øvrigt er det værd at tilføje, at bioteknologi er langt mere end menneskelig sundhed. Det handler i høj grad også om landbrug. Over de næste 20 år bliver vi 1,2 mia. mennesker mere; den globale middelklasse vokser med 2 mia.; der bliver rift om landbrugsjord og vand – og dermed i stigende grad behov for bioteknologi, der medvirker til at øge udbyttet i landbruget. Men også enzymer m.v. til nedbrydning af biomasse vil få stor opmærksomhed i den stigende anvendelse af biobrændstoffer.

Vigtige trends i bioteknologi

STAMCELLER



Der forskes meget intenst i brugen af stamceller. Håbet er at kunne gøre noget ved en række sygdomme, som i dag er uhelbredelige, fordi manglende eller ødelagte celler visse steder i kroppen ikke bliver dannet igen.

Sundhedsguide.dk beskriver stamceller således: En stamcelle er en umoden celle, der kan udvikle sig til en hvilken som helst type celle i den menneskelige krop. Man kan også kalde den en ukodet celle. Alle væv i den menneskelige krop er bygget op af forskellige typer af celler (hjerneceller, blodceller, muskelceller, hudceller, leverceller osv.), men ved livets begyndelse er der kun én celle - nemlig den befrugtede ægcelle. Denne celle begynder at dele sig og derved kopiere sig selv og danne en klump af helt identiske stamceller. Efterhånden begynder cellerne at specialisere sig og blive til f.eks. hudceller eller hjerneceller afhængig af hvor i "klumpen", de er placeret. En celle med sådanne egenskaber for udvikling har stort potentiale i den medicinske verden, idet mange alvorlige sygdomme i vore dage skyldes tilstande, hvor specielle celler mangler eller er gået irreversibelt til grunde. Tanken er så, at man kan transplantere stamceller ind i det syge væv og erstatte de manglende celler, som ellers ikke kan regenereres. Stamceller er sparsomme hos voksne, og de kan kun udvindes af fostre, navlestreng, knoglemarv og blod. Heraf er kun de tre førstnævnte typer anvendelige i behandlingsøjemed, og de har ikke helt ens egenskaber. Stamceller fra et foster har det største potentiale og kan blive til alle celletyper. De kaldes pluripotente stamceller.

Potentialet for stamceller er helt enormt, og præcist hvor forskningen er i dag, er ikke klart, da kortene i det segment holdes meget tæt ind til kroppen. Men meget tyder på, at med stamcelle-teknologier vil man i fremtiden kunne erstatte ødelagte nervebaner, danne nye muskelceller i hjertet, gøre en hærget lever ung og rask, helbrede sygdomme som Parkinson's, sklerose, Alzheimers, sukkersyge (diabetes 1) og sågar danne hele organer ud fra stamceller. Og jo, man vil også kunne danne kloninger (har man kunnet længe) - hvilket måske vil blive brugt til at danne perfekte individer inden for kvægavl. Men menneskekloninger slipper vi måske heller ikke for...

ALGER



Craig Venter får æren for at have afdækket det humane genom - oven i købet meget hurtigere og billigere end nogen havde regnet med. Craig Venter kalder celler for hardware og DNA for software. I dag forsker han i Synthetic Genomics i at udvikle værktøjer, så han kan reprogrammere den simpleste form for liv: mikroorganismer. Og eksperter siger han er tæt på at være den første, der udvikler en kunstig livsform, formentlig allerede i år, i form af en designet bakterie. Venter's mål er, at udvikle alger som udskiller kulbrinte, der kan raffineres til transportbrændstof. Algeproduktion kræver kun en tiendedel af den plads, som det kræver for at lave biobrændstof ud af majs. Craig Venter er ikke den eneste, der satser på alger som en del af fremtidens energiløsning. En række andre selskaber er i fuld gang og enhver, som skaber en ny slags alge, kan patentere den.

RNA INTERFERENS



Vores DNA kommunikerer med resten af kroppen via RNA, som er cellens budbringer af genetisk information. Den enkelte celledes genetiske information afkodes i form af dobbeltstrengt DNA til enkeltstrengt messenger-RNA, og disse beskeder kan indeholde "ordrer" om at skru op eller ned eller helt slukke for gens udtryk. Dette kaldes RNA interferens (RNAi), og er altså en styring af vores gener, og de proteiner, som de producerer. Disse proteiner er nøglen til de fleste menneskelige sygdomme. RNAi kan både øge og reducere disse proteiner - og med syntetisk RNAi kan man altså kurere et utal af sygdomme. RNAi kan f.eks. bruges til at slukke for de gener, som tillader kræftceller at udvikle kapillære netværk; moderere kroppens evne til at lagre fedt; lukke af for infektioner eller forhindre nervesygdomme som Parkinson's og Alzheimer's. I modsætning til den traditionelle medicin, som er symptombehandling, så kan RNAi altså stoppe de genfunktioner, som forårsager sygdommene. Dette er i sandhed en revolution - stadig i sin barndom, men mulighederne er enorme.

NANOTEKNOLOGI



Nanoteknologien, som kort fortalt handler om at man er blevet i stand til at designe, fremstille og kontrollere materialer og objekter helt ned på det molekylære og atomare niveau. Mulighederne er enorme og vil få indflydelse på mange brancher. Blandt disse er naturligvis biotekindustrien, hvor det anvendes i stadig stigende omfang. I dag tester man f.eks. medicin på dyr, som kombinerer nanotek polymere strukturer med biologiske dele på måder, som snyder og angriber vira. På markedet findes i dag allerede nanotek sensor systemer, som bruger submikroskopiske biologiske komponenter sat sammen med metal molekyler, som tilvejebringer en næsten øjeblikkelig diagnose af en lang række patogener. Disse sensorer skaber fundamentet for en revolution i personaliseret medicinering.

I dag er det sådan, at medicin traditionelt baseres på "one size fits all"-konceptet. Medicinpræparaterne siger mod den brede befolkning, ikke individer. Men det vil ændre sig. Man ved, at mange behandlinger virker på nogle mennesker, men ikke på andre. Nogle er sikre præparater for nogen, men har farlige bivirkninger for andre. Det er fordi vi hver især har individuelle forskelligheder i vores genetiske kode baseret på arv og miljø. Selv små forskelle kan føre til meget forskellige reaktioner på medicinering.

Dette skaber naturligvis problemer for myndighederne, der skal godkende produkterne. Mange produkter afvises derfor - ikke fordi de ikke virker, men fordi en mindre del af befolkningen reagerer uensigtsmæssigt på dem. Men det vil ændre sig fremover i og med, at man nu er i stand til at kortlægge den enkelte patients genetiske profil, og dermed kan man teste, hvordan et præparats kemiske profil interagerer med en specifik patient. Fremtidens præparater vil kunne få et individuelt genetisk design.

Hyperinflation

Versailles-traktatens ydmygende betingelser i kombination med 30'ernes dybe krise er blevet udpeget som hovedforklaringer på, at Hitler kunne formå at overtale det tyske folk til endnu en krig godt to årtier efter den hidtil største, verden havde set. Men en anden tysker, ukendt for de fleste, lagde måske grundstenen allerede i 20'erne, påpeger Société Generale i en ny analyse.



Den største pengeseddel under den tyske hyperinflation lød på 100.000.000.000.000 Mark. Da inflationen var på sit højeste, kostede en amerikansk dollar 4.000.000.000.000 Mark. I midten af 1923 fik folk ofte udbetalt lønnen i 3 daglige portioner, og de arbejdende mænds hustruer styrtede hen i butikkerne for at bruge pengene.

PENGEPOLITISKE EKSPERIMENTER

Det er hævdet, at Den Store Depression, der destruerede den sociale struktur i den industrialiserede verden i 30'erne, gjorde, at 2. Verdenskrig var uundgåelig. Det forekommer dog som lidt af en påstand. Hverken USA eller de fleste europæiske lande havde næppe lyst til at gå i krig med 1. Verdenskrigs meningsløshed så tæt på. Men det forekommer sandsynligt, at depressionsperioden var det afgørende strå for Tyskland.

For tyskerne var nedturen i 30'erne nemlig en trøstesløs kulmination på en langvarig krise, der startede i 20'erne i kølvandet på nederlaget i krigen.

Vi skruer lige tiden tilbage. Tyskerne tabte 1. Verdenskrig, og Versailles-traktaten (1919) var en ydmygelse. Ydermere blev ty-

skerne tvunget til at betale krigsskadeerstatning svarende til 4-7 pct. af BNP årligt, indtil krigens sejrherre havde modtaget fuld kompensation for krigens ødelæggelser. Noget, der umiddelbar forekommer som en skrap kur, men ifølge en rapport fra BIS (2010, Cecchetti et. al.) er det i grove træk overskud på det primære statsbudget i den størrelsesorden, som i gennemsnit skal til i OECD-landene, hvis den offentlige gæld skal stabiliseres i forhold til BNP på 2007-niveau.

Nogle hævder, at tyskerne ganske enkelt var tvunget til at trykke penge for at kunne betale gælden. Men sådan hænger tingene ikke sammen.

DEN UKENDTE SKURK

Tyskernes problemer startede i virkeligheden allerede med udbruddet af 1. Verdenskrig. Krig koster penge, og hvad var mere enkelt end at trykke nogle flere af dem. Det var i hvert fald filosofien hos *Rudolf von Havenstein*, chefen for den tyske centralbank, som ved krigens udbrud havde siddet på posten siden 1908.

Et argument for den nemme løsning med seddelpressen var, at Havenstein, som fleste andre tyskere i magtfulde positioner, forventede, at krigen ikke ville vare længe, og derfor ville det ikke skabe nævneværdige inflationsproblemer. For sagen var jo, at man i økonomikredse var udmærket klar over, at en uhæmmet ekspansiv pengepolitik uundgåeligt fører til inflation. Det havde man set i forbindelse med den amerikanske borgerkrig samt det revolutionære Frankrig i slutningen af det 18. århundrede. Alligevel holdt Haven-

stein fast i denne metode. Kun 10 pct. af tyskernes udgifter ved krigen blev finansieret af skatter. Da krigen var slut var pengemængden eksploderet og priserne firdoblede.

Men ikke desto mindre, så var inflationen åbenbart stadig ikke skræmmende nok. I 1921 steg priserne ganske vist med 60 pct., men den reale industrielle produktion steg med 26 pct., og ledigheden var på kun 1 pct. Men 1921 var også året, hvor den endelige krigsskadeerstatning blev defineret. 269 mia. guld mark (2.790 guld mark svarede til 1 kilo guld), svarende til omkring 32 mia. USD (knap 400 mia. USD i 2005) – hvilket mange økonomer dengang anså for at være en uoverstigelig udfordring.

Havensteins pengepolitiske eksperiment begyndte for alvor at give resultater – på den udeføede måde. I 1922 eskalerede inflationen til 5.300 pct., og sent i 1923 var den årlige inflationstakt på 16.579.999 pct.

HAVENSTEINS DILEMMA

Man kan undre sig over, at Havenstein ikke skiftede kurs i tide, når han nu var fuldt bekendt med andre landes dårlige erfaringer med en superekspansiv pengepolitik. Og at det er svært at bremse en accelererende inflation, når den først er i gang. Når en inflation er så heftig som i Tyskland og priserne fordobles hver anden dag, så er der ingen, der vil have pengene i ret lang tid. Det gælder om hurtigst muligt at få pengene brugt på fysiske goder – og det betyder, at pengenes omsætningshastighed vokser med eksplosiv hast og gør problemet endnu værre.

Men Havenstein befandt sig i et dilemma.



I en analyse for nylig skrev Société Generale, at "det er muligt, at den tyske hyperinflation spillede en afgørende rolle i opbygningen til 2. Verdenskrig og derfor logisk at udl de, at den centralbankchef, som var kilden til hyperinflationen er den mest indflydelsesrige person i historien, som du aldrig hørt om."

Rudolf von Havenstein hed manden.



Pengene blev hurtigt så lidt værd, at det bedre kunne betale sig at fyre med dem.



Centralbankerne i både USA og Europa f r kritik af nogle for at føre en for ekspansiv pengepolitik, men vi vil næppe opleve en inflation, som gør at vores børn og børnebørn kommer til at lege med pengene på samme måde.



Hvis han valgte at stoppe trykningen af penge for at finansiere underskuddet på de offentlige finanser, s  risikerede han, at renterne ville skyde voldsomt i vejret og det på et tidspunkt, hvor regeringen havde sit hyr med at l ne fra alle mulige kilder. Den massearbejdsløshed, der ville opstå som følge heraf, ville medføre en voldsom økonomisk krise og skabe en kolossal politisk krise i den allerede skrøbelige republik med risiko for et totalt sammenbrud.

Desuden var Havenstein overbevist om, at kilden til Tysklands krise og stigende inflation dybest set ikke hang sammen med pengepolitikken. Både importpriserne og værdien af Reichsmark var hhv. steget og faldet i et omfang så stort, at det overgik det, som væksten i pengemængden kunne berettige. Og dermed var det udlandet, der skabte problemet – ikke budgetunderskud og pengemængde. Havenstein mente, at det helt basale problem var de årlige krigsskadeerstatninger.

"Herr Havenstein honestly believed that the continued issue of new notes had nothing to do with the rise of commodity prices, wages and foreign exchanges. This rise he attributed to the machinations of speculators," skriver Ludwig von Mises i "The Great German Inflation."

Tyskerne fik l st problemet med hyperinflation ved at udnævne Hjalmar Schacht til valutakommiss r d. 12. november og få dage senere centralbankchef (Havenstein døde meget belejligt d. 20. nov.), oprette en ny bank, Rentenbank og introducere en ny valuta pr. 16. nov., Rentenmark, som havde sik-

kerhed i tyske industrianlæg, ejendomme og jord. Der blev udstedt 2,4 mia. Rentenmark og hver af disse kostede 1.000.000.000.000 af de gamle Mark.

Men prisen for Havensteins pengepolitiske eksperiment havde været høj. I 1923 faldt industriproduktionen med 37 pct.; ledigheden steg fra 1 pct. til næsten 30 pct. og hele den tyske middelklasse mistede deres opsparinger og måtte se deres levestandard styrtdykkke. Belgiske og franske tropper havde kun gjort det hele værre, da de i januar 1923 besatte Ruhrdistriktet – tyskerne industrielle nøgleområde - for at sikre sig fysisk pant for de krævede krigsskadeerstatninger. Fra tysk side blev besættelsen besvaret med passiv modstand, strejker og sabotage. Konflikten bragte Weimarrepublikken på randen af politisk sammenbrud og bidrog til hyperinflationen. Alt dette skete, mens resten af verden boomede derudaf i en euforisk h jv kstperiode. De krigsslagne tyskere blev kørt endnu mere bagud.

Men en vis Adolf Hitler øjnede chancen for at kunne lede det tyske folk ind på en vej, der ville genoprette Tysklands stolthed og storhed. " lstue-kuppet" i München den 8. november 1923 var et forsøg på at overtage magten i Bayern, og derfra lede kampen mod den demokratiske regering i Berlin. Kuppet mislykkedes, og Hitler og hans kump ner (bl.a. G ring og Hess) fik fem års fængsel – men slap reelt med godt otte måneder. I 1933 – da Tyskland igen var i knæ under en dyb, økonomisk krise - blev Hitler valgt til Rigskansler. Kursen mod det Tredje Rige var indledt.

PARALLELLER TIL NUTIDEN

Selv om vi i dag har et mere stabilt politisk miljø, så er det ikke svært at trække visse paralleller til den grumme tyske historie. Alan Greenspan, centralbankchef for USA's Federal Reserve, havde rigeligt med historiske erfaringer og økonomisk teori i bagagen til at vide som en uigendrivelig sandhed, at for ekspansiv pengepolitik fører til problemer. Men ikke desto mindre valgte han at fortsætte med lavrentepolitik længe efter at det oprindelige mål – at afværge en dyb krise i 2001 – var nået. Begrundelsen var, at inflationen blev væk. Men den var der i rigeligt mål i aktivpriserne – aktier, ejendomme, jord, råvarer, obligationer....

Greenspans løsningsmodel på en truen-de krise var i virkeligheden også et pengepolitisk eksperiment imod gængs økonomisk fornuft og teori, som blev eksporteret til det meste af verden. Det gik galt, og nu er man i gang med et nyt eksperiment. Centralbanker verden over bruger den samme medicin, som skabte krisen – nemlig lave renter og i et vist omfang en k rende seddelpresse – suppleret med finanspolitiske hjælpepakker, for at forhindre verdensøkonomien i et synke ned i et sort hul. På sin vis et dilemma   la Havensteins. Hellere l be en risiko for en løbsk inflation og nye bobler end at ende i en global nedtur i stil med den, som Japan foreløbig har haft patent på. Først om nogle år ved vi, hvad der ville have været klogest at gøre...

Evolution ved et tilfælde



Antarktiske fisk anvender ”kølvæske-proteiner” for at overleve i det kolde vand. Velsmagende vicekonger og sommerfugle undgår at blive ædt ved at ligne de giftige monark sommerfugle. Sygdomsfremkaldende bakterier bliver resistente over for antibiotika.

DARWINS EVOLUTIONSTEORI

Overalt i naturen kan man se beviser på, at naturlig selektion spiller en afgørende rolle i arters tilpasning til deres miljø. Dette er essensen i Darwins evolutionsteori – at de bedst egnede i en art overlever, og selektionen sker i kraft af de genetiske variationer, som egner sig bedst til det pågældende miljø.

Siden 60'erne har forskerne også vidst, at *neutrale* genetiske mutationer, der ikke ændrer selve funktionaliteten af en organisme, men blot ophobes i en population, kan have en stor betydning for evolutionen.

Alligevel har hele evolutionsteorien haft et lille problem – nemlig, at evolution alene forklarer ud fra naturlig selektion går lidt for langsomt i forhold til den faktiske, observerede evolution, og det har bl.a. medført, at nogle mener, at der må have været en skaberkraft med inde i billedet og levere et *intelligent design*. Nu viser ny forskning imidlertid noget, der støtter den klassiske evolutionslære fuldt ud, men kan hjælpe med til at forklare, hvorfor den faktiske udvikling er sket i et tempo, som den langsommelige naturlige selektion har lidt svært ved at forklare.

Charles Darwin udgav sit hovedværk – *Arternes Oprindelse* – i 1859, og et utal af undersøgelser har siden understøttet hans teorier om naturlig selektion og ”survival of the fittest”. Men der er en ironi i hans valg af titel – hans værk udforsker faktisk ikke, hvad det egentlig er, der udløser dannelsen af nye arter. Mange har beskæftiget sig med gåden om, hvorfor en art pludselig bliver til to og

med den genetiske indsigt, som Darwin ikke havde, skulle man tro, at nogen havde løst den. Men det er ikke sket. Artsdannelse er stadig et af de største mysterier i evolutionær biologi.

Som udgangspunkt siger man, at en art er blevet til to, når individer fra hver gruppe ikke kan parre sig med hinanden. Men hvordan, det kommer dertil, er mysteriet. I midten af det 20. århundrede havde biologer regnet ud, at nye arter nogle gange opstår, hvis nogle få individer bringes til nydannede søer eller fjerntliggende øer. Andre artsdannelse synes at opstå fra betydelige ændringer i kromosomer, som pludselig gør, at nogle individer bliver ude af stand til at parre sig med de andre. Men det forekommer usandsynligt, at så drastiske ændringer alene kan tegne sig for alle eller blot de fleste nye arter, og det er så her, den naturlige selektion kommer ind. Arter eksisterer som mere eller mindre separate populationer i forskellige områder, og idéen er så, at to populationer gradvist kan fjerne sig fra hinanden i takt med, at de hver især tilpasser sig deres lokale betingelser.

STATISTISKE FODAFTRYK

Mark Pagel, evolutionærbiolog på University of Reading, begyndte at studere 101 udvalgte DNA-baserede evolutionære træer beskrevet i den videnskabelige litteratur for både planter, dyr og svampe. Hans idé var, at hvis en ny art er summen af et stort antal af små ændringer, så bør det kunne aflæses i statistiske fodaftryk i artens evolutionære udvikling. Dvs. i normalfordelingen, som beskriver mange forhold lige fra menneskers

højde til bredden af en dansk kvindes bagparti. Sagt på en anden måde: Hvis artsdannelse er resultatet af mange små evolutionære ændringer via naturlig selektion, så vil tidsintervallet mellem successive artsdannende begivenheder – dvs. længden af hver forgrening i et evolutionært træ – passe ind i normalfordelingen. Den klassiske normalfordeling, hvis det er summen af de trinvis ændringer, der på et tidspunkt overskrider den tærskelværdi, som gør, at der er tale om en ny art – og den lognormale fordeling, hvis de mange små ændringer forstærker og multiplicerer hinanden, så tærskelværdien nås hurtigere.

Men ingen af kurverne passede. Bedst var lognormalfordelingen i 8 pct. af tilfældene, mens normalfordelingen ikke var den bedste beskrivelse for nogen af de undersøgte evolutionære træer overhovedet. Den bedste beskrivelse af længden af de evolutionære træers enkelte grene fandtes i *eksponentialfordelingen*. Eksponentialfordelingen beskriver det mønster, man får, når det drejer sig om enkeltstående, ikke-hyppige begivenheder. Som f.eks. afstanden mellem trafikdræbte dyr på en landevej eller henfaldstiden for det enkelte radioaktive atom. Hele 78 pct. kunne beskrives af eksponentialfordelingen. Mark Pagel tolker det således:

”Det er altså ikke akkumulationen af begivenheder, som skaber en art. Det er enkeltstående, sjældne begivenheder, som falder ud af himlen, om jeg så må sige.”

Alle typer af sjældne begivenheder kan udløse denne ”artsdannelse ved et tilfælde”. Ikke blot fysisk isolation og større genet-

ske ændringer, men miljømæssige, genetiske og psykologiske hændelser. En stigning i en bjergkæde, som deler en art i to populationer, kan gøre det. Det samme kan en mutation, som får fisk til at yngle i overfladevand frem for tæt på bunden – eller en ændring i hunnøglers præference for hanner med blå pletter frem for røde. Mark Pagel understreger, at nøglepunktet, som kan uddrages af de statistiske beviser er, at udløseren af artsdannelse må være et enkelt skarpt spark af skæbnen, som i en evolutionær sammenhæng er uforudsigeligt.

”Vi siger ikke, at Darwin tager fejl. Når først en art har delt sig i to, så vil den naturlige selektion formentlig tilpasse hver enkelt til de betingelser, som de oplever. Men pointen er, at denne tilpasning følger som en konsekvens af artsdannelse snarere end at bidrage som en årsag til artsdannelse.

Hvis Pagel har ret, så former naturlig selektion eksisterende arter på en gradvis og i et vist omfang uforudsigelig måde – men den tilfældige natur af artsdannelsen betyder, at størstedelen af evolutionære ændringer er uforudsigelige. Noget, der stemmer godt overens med det, som Stephen Jay Gould, en berømt palæontolog, der også havde teorier om punktvis evolutionære fremskridt, sagde: ”Hvis du var i stand til at spole historien tilbage og genspille evolutionen af liv på Jorden, så ville det tage sig anderledes ud hver gang.”

KRITIK

Pagels teorier har naturligvis affødt megen debat blandt kollegerne, da de reelt er et opgør med de fundamentale idéer inden for evolution. En af idéer Pagel ramler ind i hedder ”adaptive radiations”. Det handler om, når økologiske muligheder åbner sig – som f.eks., da finker fra Sydamerika koloniserede Galapagos – og arter ser ud til at respondere ved at sprede ud i en vrimmel af nye former, hver tilpasset en bestemt niche. Disse udbrud af artsdannelse antyder, at arter ikke behøver at vente på en sjælden begivenhed, som skal skubbe dem ind i artsdannelse, men de kan i stedet blive trukket dertil af naturlig selektion.

Men Pagel så specifikt efter spor af netop sådanne evolutionære overdrivelser. Udbrud af artsdannelse ville manifestere sig som evolutionstræer med masser af forgreninger med irregulære tidsintervaller – med andre ord, en stærkt variabel ændringshastighed over tiden. Noget, der i statistisk henseende ville kunne beskrives af en variable rate curve. Men det kunne den kun i 6 pct. af tiltældene, så heller ikke denne forklaring er generel for, hvordan grupper af arter fylder deres nicher ud. Foreløbig tyder Pagels undersøgelser på i sig selv at være et evolutionært hop inden for vores forståelse af, hvordan verden udvikler sig.

STORE OPDAGELSER - VED ET TILFÆLDE

Jo flere, der deltager i den åbne innovations- og videndeling, desto flere interessante opdagelser vil blive gjort *helt tilfældigt*. Der findes et engelsk udtryk for den slags – *serendipity* – som handler om, at man ved en (heldig) tilfældighed finder ud af noget vigtigt, selv man var på udkig efter noget helt andet.

- **DYNAMIT.** Alfred Nobel havde længe forgæves ledt efter en måde at stabilisere nitroglycerin på. Den supereksplorative substans havde kostet mange mennesker livet, inkl. hans egen bror Emil. I laboratoriet prøvede Nobel mange forskellige substanser såsom savsmuld, cementpulver og trækul, men forgæves. En dag så han, at nitroglycerin løb ud fra utætte beholdere, men det blev opsuget af den diatoméjord, som var anvendt til at pakke og beskytte de små containere med nitroglycerin. Han opdagede, at diatoméjorden opslugede tre gange sin egen vægt. Og desuden, at når blandingen var tør, kunne man slå på det med en hammer, uden der skete noget.
- **ELEKTROMAGNETISME.** Hans Christian Ørsted var ved at gøre klar til en undervisningstime, da han bemærkede en kompasnål afvige fra magnetisk nord, da han tændte for et batteri.
- **VULKANISERET GUMMI.** Charles Goodyear fandt ud af, hvordan man kunne lave gummi fra et uhåndterligt materiale, som smeltede i varmt vejr om til en brugbar substans, da han tabte et stykke på komfuret.
- **NEOPREN.** Det kunstige gummi neopren blev også opdaget ved en tilfældighed, da en laboratorieassistent lod en kemisk urenhed forblive i et testrør weekenden over.
- **NYLON.** I samme laboratorium, halvanden uge senere, blev de første kunstige fibre også skabt ved et lykketræf, en udvikling som førte til nylon.
- **ANTIMICROBIELLE PEPTIDER.** Biolog Michael Zasloff var ved at fjerne æg fra nogle afrikanske frøer i en genetisk undersøgelse, og syede frøerne sammen igen og anbragte dem igen i deres naturlige miljø – mudret vand med masser af bakterier. Men sårene blev aldrig inficeret – hvilket førte til opdagelsen af antimicrobielle peptider, en ny familie af naturligt forekommende antibiotika, som dræber et meget bredt spektrum af bakterier. Zasloff stiftede senere Magainin Pharmaceuticals, et selskab, som ledte efter medikamenter, som allerede findes et eller andet sted i naturen (senere opkøbt af Genaera Corp.).
- **VIAGRA.** Et medicinsk præparat mod hjertekrampe var i den første kliniske testfase med mennesker, men viste sig at have ringe effekt. Til gengæld oplevede forsøgspersonerne overraskende bivirkninger...



Centralbankerne holder vejret – og renterne i ro

Det afgørende i de kommende måneder i både Euroland og USA er, at vi ser en stabilisering på arbejdsmarkedet (og boligmarkedet) – og helst en vending – som vil give forbrugerne og virksomhederne mere tro på fremtiden og dermed styrke lysten til hhv. øget privatforbrug og øgede investeringer.

Men der er stadig stor usikkerhed om, hvorvidt det vil ske. Det afspejler sig i den forsigtige retorik fra centralbankerne. I Federal Reserve er der dog allerede påbegyndt en vis stramning med lukning af flere ekstraordinære likviditets- og kreditprogrammer og opkøb af realkredit. En egentlig renteforhøjelse ventes først til november.

KØBEKRAFTSPARITETEN – HVAD ER DET?

Købekraftspariteten nævnes ofte i valutaanalyser og udtrykker, at vekselkursen mellem to valutakurser er i ligevægt, når indbyggerne i de to lande har den samme købekraft – dvs. de kan købe den samme mængde varer for en given sum.

Antag, at SEK/DKK er i 75 (75 DKK for 100 SEK). Danskeren i København kan købe en cykel for 4000 DKK. Hos cykelhandleren i Malmø er prisen 4000 SEK – og med SEK/DKK på 75, så koster den svenske cykel altså kun 3000 DKK. Af sted til Sverige. Pludselig vil alle danskere have cykel i Sverige, så de hen i banken og veksle danske kroner til svenske. Den større efterspørgsel efter den svenske krone og salg af de danske gør den svenske krone relativt stærkere. Og de svenske cykelhandlere oplever stigende efterspørgsel og sætter prisen op. Mens de danske cykelhandlere oplever dalende efterspørgsel og sætter prisen ned.

Alle tre forhold ændrer valutakursen og priserne i de to lande, så vi til sidst får købekraftsparitet. Hvis f.eks. SEK/DKK ender i 90, prisen hos den danske cykelhandler falder til 3800 DKK og prisen hos den svenske stiger til 4222,2 SEK, så har vi købekraftsparitet. Danskeren kan bruge 3800 DKK på cyklen i Danmark, eller han kan veksle om til 4222,2 SEK og købe cyklen i Malmø. Danskeren og svenskeren har nu samme købekraft.

Købekraftspariteten er en god indikator for valutakursudviklingen på langt sigt, men ikke på kort sigt.

ECB meddelte på mødet i marts, at de månedlige og ugentlige likviditetsauktioner fortsat vil køre med fuld tildeling til fast rente indtil midt oktober. Det betyder at markedet vil være oversvømmet med likviditet indtil da, hvilket vil holde pengemarkedsrenterne lavere end refi-renten. Vi tror først, renten sættes op i 1. kvartal 2011.

Der ventes generelt stigende renter i USA, Euroland og Danmark i 2010 – især i den korte ende.

ANBEFALINGER

Vi forventer, at rentekurven kan flade yderligere i de kommende måneder – dvs. de korte renter vil stige. De 2-årige tyske renter ser fortsat for lave ud, og markedet indpriser ikke den første renteforhøjelse fra ECB før til juli næste år.

I USA peger flere indikatorer på, at jobvæksten muligvis kommer tilbage i positivt territorium i de kommende måneder. Hvis det rent faktisk sker, vil det få markedets tillid til et selvstående opsving i vejret, og dermed vil renteforhøjelser fra Fed også blive rykket tættere på.

Vi anbefaler derfor fortsat, at investorerne beskytter obligationsporteføljen mod kommende rentestigninger – specielt i det 2-årige rentepunkt. Her kommer CF-obligationerne – realkreditobligationerne knyttet til 6 mdr. CIBOR-renter og med renteloft – ind i billedet, idet de er særligt anvendelige, når man forventer en fladning af rentekurven i den korte ende.

Man kan splitte en obligations varighed op på løbetider, også kaldet deltavektorer, og herved få et indtryk af, hvor på rentekurven obligationen er mest følsom over for renteændringer. CF-obligationerne er karakteriseret ved faktisk at have en negativ følsomhed i 2 års-rentepunktet, hvilket betyder, at en isoleret rentestigning på denne løbetid faktisk vil få obligationen til at stige i kurs.

Derudover er 5 pct. 20- og 30-årige realkreditobligationer samt 3-5 års Flex-obligationer interessante

UDENLANDSKE OBLIGATIONER FOR DEN RISIKOVILLIGE INVESTOR

For den risikovillige investor kan statsobligationer i andre udviklede lande være en interessant investeringsmulighed for en mindre del af porteføljen. Vi finder tre lande særlig interessante for tiden: Storbritannien, Sverige og Norge.

Fælles for de tre lande er, at de i lighed med eurozonen og Danmark også er præget af stejle rentekurver – dvs. korte obligationsrenter er væsentligt lavere end lange. Med vores forventning om generel opstramning

af pengepolitikken over de kommende 12 mdr. og mere anbefaler vi derfor korte statsobligationer med løbetid på 1-2 år for at undgå en nævneværdig rentefølsomhed.

Et andet fællestræk for statsobligationer fra de tre lande er, at de har renter, der ligger tæt på de danske. Og med en renteudvikling, der ventes at forme sig i stil med den danske er det ikke hverken kuponrenter eller potentielle kursgevinster, som er begrundelsen for, at statsobligationer fra de lande er interessante investeringsobjekter. Det er derimod valutakursudviklingen. Alle tre lande har flydende valutakurser, og er blevet svækket betydeligt i forhold til EUR (og dermed DKK) under krisen, men fundamentale forhold peger nu på en væsentlig styrkelse over de kommende 12 mdr.

Mest interessant er obligationer i GBP, som i forhold til EUR ligger 25 pct. lavere end i midten af 2007. Det giver briterne en konkurrenceevneforbedring, som eurolandene (og Danmark) ikke får. Boligmarkedet er stabiliseret, og forbrugerne udviser stigende købelyst. Opgjort på købekraftsparitet (se boks) er GBP den mest undervurderede af G10-landenes valutaer og EUR den mest overvurderede. En tilbagevendende mod "ligevægtskursen" kan finde sted inden for prognosehorisonten på 12 mdr. Vær dog opmærksom på, at GBP kan være volatil frem mod parlamentsvalget, der ventes afholdt primo maj.

Også SEK er understøttet af positive fundamentale tendenser – bl.a. er de offentlige finanser i mange lande i en væsentlig bedre forfatning end i mange andre lande. Og i og med, at netop budgetunderskud og statsgæld vil være fokus i de kommende år, vil der også være belønning til de lande, der skiller sig positivt ud.

Dette vil i særdeleshed også gælde NOK, som har store overskud på både statsbudget og handelsbalance og flere andre stærke fundamentale forhold understøtter forventningen om en stærkere NOK.

Konkret hvilket papirer, der er relevante investeringsmulighed for dig, bedes du tale med din rådgiver om.



Skal skatten tage livet af dit selskab?

Selskaber bliver fra og med indkomståret 2010 som udgangspunkt lagerbeskattet af deres porteføljeaktier uanset ejertid. Denne ændring har givet anledning til en del skriverier om, hvorvidt det stadig er rentabelt at have en såkaldt pengetank. Det er desværre ikke muligt at give et entydigt svar på dette, men i denne artikel vil vi belyse fordele og ulemper som følge af de ændrede regler for beskatningen af selskabers værdipapirer.

SKAL DU BEHOLDE DIN PENGETANK?

Fjernelsen af skattefriheden på aktier ejet i mindst 3 år og fremrykningen af beskatningen i form af lagerbeskatning vil alt andet lige medføre, at pengetanke er knapt så attraktive som tidligere. Hertil skal også lægges, at beskatningen af kapitalindkomst i personligt regi er lempet markant med skattereformen.

Tidligere har skattefriheden på aktier ejet i mindst 3 år medført, at selskaber i realiteten har kunnet undgå skat af aktieavancer. Den samlede skat på afkastet har herefter udelukkende ligget hos investoren i forbindelse med udlodning; altså max. 45 pct. efter de tidligere gældende satser. I dag kan den samlede beskatning af afkastet i sidste ende blive op til 56,5 pct.

FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE ➔

FORTSÆTTELSE FRA SIDE 27 ➔

Hvis der alene ses på den samlede beskatning af det udloddede resultat i selskabet sammenholdt med, at beskatningen af kapitalindkomst er lempet væsentligt i 2010, er det alt andet lige blevet væsentligt mindre attraktivt at investere i obligationer og akkumulerende investeringsforeninger via et selskab i forhold til investering for frie midler. Et billede der vil blive yderligere forstærket, hvis skatten på kapitalindkomst bliver yderligere nedsat. En pengetank er således ikke længere det eneste rigtige valg, hvis du ønsker at optimere dine investeringer skattemæssigt.

Har du allerede et selskab, er det derfor relevant, at du stiller dig selv spørgsmålet om, hvorvidt du fortsat ønsker at foretage dine investeringer via selskabet, eller om selskabet skal likvideres med henblik på at fortsætte investeringerne for frie midler. At svare på dette spørgsmål er ikke så simpelt!

Der er mange punkter, som du skal være opmærksom på.

Værdien af udskudt skat bør fastholdes, hvis den er tilstrækkelig stor

Om et selskab skal bibeholdes med hen-

blik på fremtidige investeringer i værdipapirer hænger primært sammen med, om der er en tilstrækkelig stor udskudt skat på aktierne i selskabet, der først forfalder til betaling, når selskabet likvideres.

Senere opstart af ny virksomhed i selskabsform

Ønsker du eller din familie senere at starte en driftsvirksomhed op, kan dette med fordel gøres med midler opsparet i et selskab, da disse midler til dels kan være ubeskattede. Hvis f.eks. formuen stammer fra salg af en virksomhed, som selskabet havde ejet i mere end 3 år. Likviderer du et sådant selskab, medfører det, at du reducerer den investerbare formue med op til 42 pct.

Hvis du ikke kan udelukke sådanne tanker, bør du derfor ikke likvidere dit selskab.

Selskaber stiftet før 19. maj 1993

Hvis du var hovedaktionær 19. maj 1993, er der til dine aktier knyttet et såkaldt hovedaktionær-nedslag på op til 25 pct. af avancen. Det betyder, at den effektive beskatning af et likvidationsprovenu kan blive reduceret helt ned til 31,5 pct.

Er der knyttet et hovedaktionær-nedslag til dine aktier i selskabet, skal du derfor beholde selskabet længst mulig, da også skat på fremtidig avance på dine aktier i selskabet bliver reduceret.

Skattemæssigt underskud i selskabet

Skattemæssige underskud har en værdi, da de kan modregnes i fremtidige indtægter i selskabet. Du bør derfor ikke likvidere dit selskab, så længe der er skattemæssige underskud til modregning.

Det samme gælder, hvis selskabet har en negativ nettokurstabskonto.

Tab på aktier i selskabet

Har du tab på aktierne i dit selskab, kan det i nogle tilfælde være fordelagtigt at likvidere selskabet. Fordelen opstår, hvis skatteværdien af tabet kan modregnes i andre personlige skatter af f.eks. lønindkomst. Se nærmere om dette på næste side i boksen om "Beskatningen af værdipapirer for personer".

Konklusion

Som du kan se af ovenstående, er der flere forhold, der skal tages hensyn til, inden du tager en endelig beslutning om, hvorvidt du skal bevare dit selskab. Samlet set kan det dog konkluderes, at der skal en temmelig lang tidshorisont til, før der opstår en markant forskel på de to investeringsformer.

SKAL DU STIFTE EN NY PENGETANK?

Går du med overvejelser om at opstarte en investeringsaktivitet, skal du vurdere, om det skal foregå via et selskab eller for frie midler. Der er nogle forhold, som du skal være opmærksom på, f.eks:

- Hvor ofte ønsker du at omlægge din portefølje?

Ønsker du at omlægge din portefølje ofte, kan et selskab være et godt alternativ, da lagerbeskatningen i denne situation ikke vil være en væsentlig likviditetsmæssig byrde i forhold til realisationsbeskatning. Selskaber skal fra og med indkomståret 2010 medregne udbytter fra porteføljeaktier med 100 pct. Du vil derfor opleve en dobbeltbeskatning af de modtagne udbytter på samme måde som for aktieavancer i selskabet.

Bliver afkastet dobbeltbeskattet? Investorer der via et selskab, kan der reelt blive tale om dobbeltbeskatning, i og med at afkastet først bliver beskattet i selskabet med almindelig selskabsskat på 25 pct. Efterfølgende bliver udbytte fra selskabet beskattet hos dig som aktieindkomst med op til 28-42 pct. (27-42 pct. fra 2012). Se nærmere i skemaet.

Tabel 1:

Samlet skat af afkast i selskab

	2009	2010
Indkomst i selskabet	100 kr.	100 kr.
Skat i selskabet	0 kr.*	25 kr.
Beløb til beskatning hos investor	100 kr.	75 kr.
Laveste sats for aktieskat (28 pct./28 pct.)	28 kr.	21 kr.
Højeste sats for aktieskat (45 pct./42 pct.)	45 kr.	31,5 kr.
Samlet skat ved lav sats for aktieskat	28 kr.	46 kr.
Samlet skat ved høj sats for aktieskat	45 kr.	56,5 kr.

Tabel 2:

Beskatning af aktieavance i personligt regi

	2009	2010
Aktieavance i personligt regi	100 kr.	100 kr.
Beløb til beskatning hos investor	100 kr.	100 kr.
Skat ved lav sats for aktieskat (28 pct./28 pct.)	28 kr.	28 kr.
Skat ved høj sats for aktieskat (45 pct./42 pct.)	45 kr.	42 kr.

Tabel 3:

Beskatning af kapitalindkomst i personligt regi

	2009	2010
Kapitalindkomst i personligt regi	100 kr.	100 kr.
Beløb til beskatning hos investor	100 kr.	100 kr.
Skat ved negativ kapitalindkomst (33 pct./33 pct.)	33 kr.	33 kr.
Skat ved kapitalindkomst mellem 0-40.000 kr. ved topskat (60 pct./37,5 pct.)***	60 kr.	37,50 kr.
Skat ved kapitalindkomst over 40.000 kr. ved topskat (60 pct./52,5 pct.)***	60 kr.	52,50 kr.

* Hvis selskabet ejer aktier i mindst 3 år, skal selskabet som udgangspunkt ikke betale skat af avancen.

** Bliver lovforslaget (L 112) om fjernelse af skattefrihed på blåstemplede obligationer vedtaget, vil den højeste skattesats på 52,5 pct. inkl. kirkeskat blive nedsat gradvist til 43 pct. inkl. kirkeskat.

*** 80.000 kr. for ægtefæller.



- Har du en kort eller lang tidshorisont?
Ved en længere tidshorisont vil investering for frie midler som oftest vise sig mest fordelagtig under forudsætning af, at en større del af afkastet kanholdes indenfor den lave sats for aktieskat eller en positiv kapitalindkomst på 40.000 kr. (80.000 kr. for ægtefæller).

Konklusion

Konklusionen på spørgsmålet, om du skal stifte en pengetank til brug for dine investeringer, vil således være, at det kun i meget særlige situationer vil være fordelagtigt. Investering for frie midler vil som alt overvejende hovedregel være det mest rentable skattemæssigt. Stiftelse af en ny pengetank baseret på kontant indskud er således ikke



GENERELLE FORUDSÆTNINGER:

I eksemplerne er der en formue i selskabet på 3.000.000 kr. og en indskudskapital på 1.000.000 kr. Hvis selskabet likvideres, skal der betales 42 pct. i skat af avancen på 2.000.000 kr. Eksemplerne tager derfor udgangspunkt i formuen efter skat.

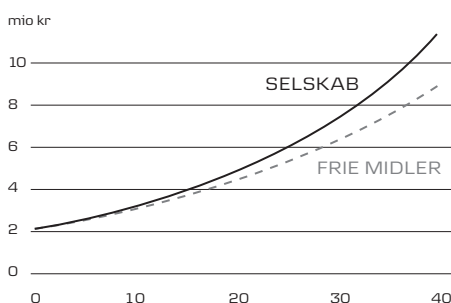
EKSEMPEL 1

Forudsætninger:

- Årligt afkast 3,75 pct.
- Selskabsskat 25 pct.
- Beskatning ved likvidation 42 pct.
- Frie midler beskattes med 52,5 pct.

I eksempel 1 er der investeret i obligationer. Eksemplet viser forskellen i formueudviklingen, hvis investeringsaktiviteten bevares i selskabet indtil likvidation og den udskudte avanceskat betales, set i forhold til formuen, hvis investeringsaktiviteten foregår for frie midler. Med en beskatning på 52,5 pct. af hele afkastet i frie midler, er investering via selskaber det mest rentable over en længere tidshorisont.

længere en reel valgmulighed, hvis du ønsker at optimere dine investeringer skattemæssigt. Har du spørgsmål til, hvordan du skal håndtere din pengetank i fremtiden, eller ønsker du rådgivning i forbindelse med langsigtet opsparing for frie midler, er du velkommen til at drøfte spørgsmålet med din investeringsrådgiver i banken, ligesom vi naturligvis opfordrer dig til at kontakte din revisor.



EKSEMPEL 2

Forudsætninger:

- Årligt afkast 6,25 pct.
- Selskabsskat 25 pct.
- Beskatning ved likvidation 42 pct.
- Frie midler beskattes med 42 pct.
- Årlig omsætningshastighed 100 pct.

Eksempel 2 viser, at hvis du ønsker at omlægge din portefølje ofte, er det mere rentabelt at fortsætte din investering via selskab.

HVAD ER EN PENGETANK?

En pengetank er et personligt ejet selskab, der som alt overvejende hovedregel kun investerer i værdipapirer. Pengetanken kan være opstået f.eks. i forbindelse med salg af en virksomhed. Selskabet betaler almindelig selskabsskat. Er i 8 ejere eller flere, er selskabet skattefrit, men der gælder særlige skatteregler for investorerne. Disse regler kan du læse mere om i dette nummer af **INVESTERING** på s. 30 "Skat for personlige aktionærer i investerings-selskaber".

BESKATNING AF VÆRDIPAPIRER I SELSKABER

Til og med indkomståret 2009 har selskabers avancer på aktier ejet i mindst 3 år været skattefrie. Dette ændres, så der er skattepligt uanset ejertid, og samtidig skiftes der opgørelsesprincip fra realisationsprincip til lagerprincip. Reglerne gælder for selskabers porteføljeaktier, der er optaget til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet. Porteføljeaktier er aktier, hvor selskabet ejer mindre end 10 pct. Selskabsskatten udgør 25 pct. Endvidere er der fra og med indkomståret 2010 indført obligatorisk lagerbeskatning på obligationer og investeringsbeviser i udloddende investeringsforeninger.

BESKATNING AF VÆRDIPAPIRER FOR PRIVATPERSONER

Privatpersoners investering i aktier beskattes som aktieindkomst med 28 pct. og 42 pct. af den del, der overstiger 48.300 kr. (96.600 kr. for ægtefæller).

Realiseret tab på aktierne/anparterne i din pengetank kan fratrækkes direkte i aktieindkomsten. Bliver aktieindkomsten derved negativ, omregnes den til en negativ skat med satserne for aktieskat på 28 henholdsvis 42 pct., og det omregnede beløb modregnes i de skatter, der i øvrigt er beregnet af f.eks. din lønindkomst.

Både udbytter og avancer beskattes som aktieindkomst.

Obligationsinvesteringer beskattes som kapitalindkomst, hvorfor skatten kan variere fra 33 pct. til 52,5 pct. Har du negativ kapitalindkomst er skatten 33 pct. Positiv kapitalindkomst beskattes med 37,5 pct. af de første 40.000 kr. (80.000 kr. for ægtefæller). Positiv kapitalindkomst udover 40.000 kr. (80.000 kr. for ægtefæller) beskattes med op til 52,5 pct.

Skat for personlige aktionærer i investeringsselskaber

Aktionærer med aktier i investeringsselskaber fik i 2009 ændret reglerne for beskatning af avance og tab på disse aktier. For personlige aktionærer i investeringsselskaber er der en række forhold som fra og med indkomståret 2009 vil være ændret i forhold til reglerne for beskatning af almindelige aktier.

Er du investor i et sådant selskab, skal du fremover lagerbeskattes af din investering.

Lagerbeskatningen indebærer, at der hvert år sker beskatning af urealiserede avancer og tab. Der er ved kursstigning tale om en mere byrdefuld beskatning end tidligere, idet beskatningen af urealiserede avancer fremrykkes. Urealiserede avancer og tab skal medregnes som kapitalindkomst. For personer er beskatningen af kapitalindkomst asymmetrisk, da positiv nettokapitalindkomst i 2009 beskattes med op til 60 pct., mens skatten kun er ca. 33 pct. hvis nettokapitalindkomsten er negativ.

HVORNÅR ER DER TALE OM ET INVESTERINGSSKAB, DER SKAL LAGERBESKATTES?

Beskatningen efter lagerprincippet gælder deltagere i danske og udenlandske selskaber mv., der opfylder følgende kriterier:

INVESTERINGSSKABETS 2009-INDKOMSTÅR OG SENERE

Selskabet investerer mindst 85 pct. af sine aktiver i værdipapirer m.v.

Under 8 deltagere:

Aktierne kan kræves indløst til indre værdi hos selskabet – eller hos tredjemand

Mindst 8 deltagere:

Uden betydning om der er indløsningsret. Koncernforbundne aktionærer og nærtstående personer anses for én aktionær

Udvidelsen i 2009 af kredsen af investeringsselskaber, hvor aktionærerne skal beskattes efter lagerprincippet, rammer danske aktie- og anpartsselskaber, der investerer i værdipapirer, når blot der er mindst 8 aktionærer i selskabet. Det gælder f.eks. visse børsnoterede investeringsselskaber.

For danske investeringsselskaber modsvarer den skærpede lagerbeskatning hos investorerne af, at investeringsselskabet ikke skal betale normal indkomstskat.

BETYDNING FOR SKATTEN I 2009

Følger investors indkomstår kalenderåret, har de nye regler normalt virkning fra 1. januar 2009. Det betyder, at investor skattemæssigt skal behandles som om aktierne er afstået på overgangstidspunktet den 31. december 2008. Investorerne skal derfor:

- Pr. 31. december 2008 opgøre urealiseret gevinst og tab på aktierne efter reglerne i aktieavancebeskatningsloven. En gevinst medregnes som aktieindkomst i investors indkomstår 2009. Er det et børsnoteret selskab skal en sådan avance anføres på oplysningskortets rubrik 66, mens avance på unoterede selskaber anføres i rubrik 67.
- Herefter foretages en årlig lagerbeskatning. Værdien af aktierne pr. 31. december 2008 anses for at være den nye skattemæssige anskaffelsessum.
- Den 31. december 2009 skal investor for første gang opgøre årets urealiserede gevinst eller tab efter lagerprincippet. Urealiseret gevinst eller tab medregnes som

kapitalindkomst og anføres på oplysningskortets rubrik 38. Årets urealiserede gevinst eller tab beregnes som forskellen mellem værdien af aktierne på den sidste dag i investeringsselskabets regnskabs år fratrukket værdien af aktierne pr. 31. december 2008.

Virkningstidspunktet kan i visse tilfælde være et andet, hvis investor og/eller investeringsselskabet har forskudt indkomstår.

SÆRLIGE REGLER FOR PERSONLIGE INVESTORER MED TAB PÅ OVERGANGSTIDSPUNKTET

Er investeringsselskabet børsnoteret skal det opgjorte tab pr. 31. december 2008 i første omgang modregnes i udbytter og realiserede avancer på andre børsnoterede aktier i dit indkomstår 2009. Dernæst skal et eventuelt uudnyttet tab tillægges anskaffelsesværdien på aktierne i investeringsselskabet ved overgangen til lagerbeskatning, altså den 31. december 2008. Tabet vil herefter komme til fradrag som et led i lagerbeskatningen, der opgøres første gang den 31. december 2009.

Hvis du vil vide mere om reglerne for investeringsselskaber, er du meget velkommen til at kontakte din bankrådgiver.

Eksempel: Sådan virker reglerne

Du ejer før overgangen børsnoterede aktier i et investeringsselskab.

Købspris for aktier, købt den 1. april 2007	100.000 kr.
Værdi den 31. december 2008 (overgang til lagerbeskatning)	50.000 kr.
Opgjort aktietab:	50.000 kr.
Udbytte fra andre børsnoterede aktier	4.000 kr.
Gevinst ved salg af andre børsnoterede aktier	6.000 kr.
Gevinst, der kan modregnes i tab på andre børsnoterede aktier	10.000 kr.
Overskydende tab	40.000 kr.
Det overskydende tab, altså de 40.000 kr. lægges til værdien af aktierne i investeringsselskabet ved begyndelsen af det første år, hvor der sker lagerbeskatning, altså til værdien pr. 31. december 2008	
Værdi den 31. december 2008 (overgang til lagerbeskatning)	50.000 kr.
Overskydende tab	40.000 kr.
Korrigeret anskaffelseskurs	90.000 kr.
Værdi af aktierne ved pr. 31. december 2009 (udgangen af investeringsselskabets regnskabsår).	70.000 kr.
Urealiseret tab i 2009	20.000 kr.

Det urealiserede tab fratrækkes i din kapitalindkomst for 2010.

Hvis investeringsselskabet anvender et andet regnskabsår end kalenderåret, og investeringsselskabets regnskabsår 2009 derfor er udløbet før den 31. december 2009, ville det urealiserede tab på 20.000 kr. derimod kunne fratrækkes i kapitalindkomsten for 2009.

Selvangivelsen, strukturerede obligationer og akkumulerende investeringsforeninger

Vær opmærksom på, at du selv skal sørge for at opgøre kursgevinster og -tab på såvel strukturerede obligationer som akkumulerende investeringsforeninger og anføre dem på selvangivelsen eller oplysningskortet. På bankens årsoversigt fremgår ultimo beholdninger og kursværdien af dine strukturerede obligationer og akkumulerende investeringsforeninger.

VALUTAINDEKSEREDE OBLIGATIONER

Valutaindekserede obligationer behandles skattemæssigt på samme måde som obligationer i fremmed valuta. Det indebærer, at gevinst og tab medregnes ved salg eller indfrielse efter realisationsprincippet. Handelsomkostninger i form af kurtagte mv. indgår ved opgørelse af kursgevinst og -tab.

Private investorer medregner kursgevinst og -tab i kapitalindkomsten, og skal anføre det på oplysningskortets rubrik 39. Kursgevinsten respektive -tabet skal alene medregnes, hvis den samlede gevinst eller tab på fordringer og gæld i fremmed valuta overstiger en bagatelgrænse på 1.000 kr. Hvis årets nettobeløb overstiger beløbsgrænsen, skal hele beløbet medregnes.

RÅVARE- OG AKTIEINDEKSEREDE OBLIGATIONER

Gevinster og tab på obligationer som reguleres i forhold til prisudviklingen på f.eks. værdipapirer, råvarer eller aktier skal beskattes efter de særlige regler for finansielle kontrakter, når udstedelsen er sket efter den 4. maj 2005.

Det indebærer blandt andet, at kursgevinster og -tab på sådanne strukturerede obligationer beskattes løbende efter lagerprincippet. Det betyder, at urealiserede kursgevinster eller -tab opgøres ved indkomstårets udløb, og at skattepligtige kursgevinster medregnes i kapitalindkomsten.

Et urealiseret kurstab hos en person kan som udgangspunkt ikke fratrækkes, men kun medregnes i kursgevinster på andre finansielle kontrakter eller strukturerede obligationer, hvor kursgevinst og -tab skal opgøres efter lagerprincippet, fx andre råvare- og aktieindekserede obligationer. Et uudnyttet kurstab kan overføres og medregnes i en eventuel ægtefælles nettokursgevinst på finansielle kontrakter mv. eller fremføres tidsubegrænset til modregning i egne og dernæst en eventuel ægtefælles fremtidige nettokursgevinster af samme art. Fremførselsberettigede tab skal du anføre på blanket 04.055 i rubrik 85.

Et kurstab i 2009 kan dog altid fratrækkes ved opgørelsen af kapitalindkomst i det omfang du i indkomståret 2002 og senere samlet set er blevet beskattet af en nettokursgevinst på finansielle kontrakter eller strukturerede obligationer, som beskattes efter lagerprincippet.

Er de råvare- eller aktieindekserede obligationer solgt eller udløbet i 2009, er det den realiserede kursgevinst eller -tab, i forhold til værdien pr. 31. december 2008, der skal anføres i rubrik 39.

GAMLE KURSTAB

Hvis der i indkomståret 2009 samlet set er en nettokursgevinst på råvare- eller aktieindekserede obligationer, og der foreligger et fremførselsberettiget kurstab på finansielle kontrakter mv. fra indkomståret 2002 og senere, kan det gamle kurstab medregnes i gevinsten. Et resterende fremførselsberettiget kurstab anføres på blanket 04.055.

AKKUMULERENDE INVESTERINGSFORENINGER

Du skal selv sørge for at opgøre og anføre kursgevinst og -tab på akkumulerende investeringsforeninger på selvangivelsen eller oplysningskortet i rubrik 38.

Investeringsbeviser i akkumulerende investeringsforeninger beskattes efter lagerprincippet. Dvs. ultimo hvert år skal der opgøres urealiseret gevinst og tab – som medregnes i kapitalindkomsten. For indkomståret 2009 er det sidste gang, at urealiseret gevinst og tab først skal medregnes dagen efter udløbet af foreningens regnskabsår. Da investeringsforeninger i Danske Invest har kalenderårsregnskab betyder det, at beskatningen udskydes til det følgende indkomstår. På selvangivelsen for indkomståret 2009 skal kursgevinst og -tab, der er urealiseret ved udløbet af indkomståret 2008 påføres.

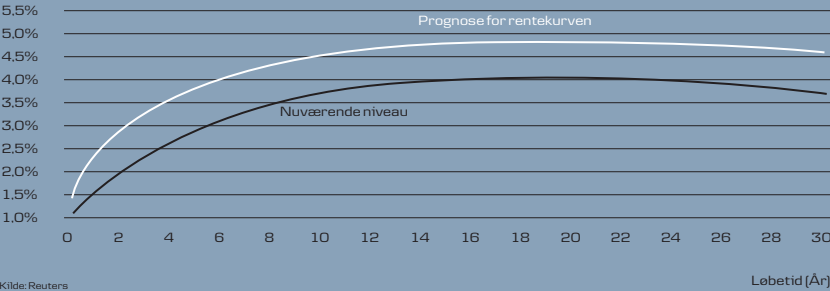
Hvis investeringsbeviserne er solgt i løbet af indkomståret 2009, skal gevinst og tab, som er realiseret i forhold til værdien pr. 31. december 2008 også medregnes på selvangivelsen for indkomståret 2009. Husk at kurtagte kan fratrækkes ved opgørelse af kursgevinst og -tab.

Fra og med indkomståret 2010 fremrykkes skatten – dvs. at, årets urealiserede gevinst og tab allerede medregnes på den sidste dag i investeringsforeningens regnskabsår. I indkomståret 2010 skal du således beskattes af urealiserede gevinster og tab for såvel indkomståret 2009 og 2010.

Renteprognose - realkredit

	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
Indskudsbevisrenten	0.80	0.80	1.05	1.55
3 mdr. Euribor	0.64	0.75	1.20	1.55
6 mdr. Cibur	1.61	1.65	1.85	2.20
F1	1.34	1.75	2.00	2.25
F3	2.22	2.75	3.00	3.25
F5	2.90	3.40	3.70	4.00
F10	3.74	4.20	4.40	4.70
RD 5.0 A 10/01/2041	5.01	5.25	5.35	5.50

Prognose for rentekurven



Renteprognose - statsobligationer

	Repo-renten	3 mdr. Cibur	2-årig stat	5-årig stat	10-årig stat
DKK					
Spot	1.05	1.38	1.65	2.71	3.43
+ 3m	1.05	1.40	1.85	2.85	3.60
+ 6m	1.05	1.65	2.00	3.10	3.75
+ 12m	1.30	1.90	2.35	3.20	3.85
EUR	Refi-renten	3 mdr. Euribor	2-årig stat	5-årig stat	10-årig stat
Spot	1.00	0.65	1.03	2.18	3.15
+ 3m	1.00	0.75	1.30	2.40	3.35
+ 6m	1.00	1.20	1.60	2.70	3.50
+ 12m	1.25	1.55	2.00	2.90	3.65
USD	Fed Funds	3 mdr. Libor	2-årig stat	5-årig stat	10-årig stat
Spot	0.13	0.26	0.94	2.39	3.69
+ 3m	0.13	0.25	1.20	2.65	3.90
+ 6m	0.13	0.50	1.50	2.95	4.10
+ 12m	1.00	1.15	2.00	3.20	4.20

Valutaprognose

	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
USD/DKK	547.7	543	536	525
EUR/DKK	744.1	744	745	746
JPY/DKK	6.05	5.81	5.52	5.14
GBP/DKK	829.2	809	876	910
CHF/DKK	518.3	517	525	511
SEK/DKK	76.9	77.5	78.4	79.4
NOK/DKK	93.4	94.2	95.5	95.6
EUR/USD	135.9	137	139	142
USD/JPY	90.5	92	97	102
USD/GBP	151.4	149	164	173

Notationen er som følger:
USD/DKK i 550 betyder, at man skal betale 550 DKK for 100 USD.

Råvareprognose

	Spot	2010 kv. 1	2010 kv. 2	2010 - gns.	2011 - gns.
Olje - NYMEX WTI (USD/tønde)	82	80	80	82	87
Olje - ICE Brent (USD/tønde)	81	79	79	81	86
Aluminium (USD/t)	2.276	2.200	2.200	2.225	2.375
Kobber (USD/t)	7.486	7.400	7.500	7.625	8.250
Zink (USD/t)	2.334	2.300	2.300	2.338	2.513
Nikkel (USD/t)	23	19	20	20	22
Guld (USD/oz)	1.123	1.100	1.050	1.025	900
Matif Mill Hvede (EUR/t)	125	123	119	120	120
CBOT hvede (USD/bushel)	488	500	490	496	508
CBOT Majs (USD/bushel)	375	375	400	413	486
CBOT Soyabønner (USD/bushel)	963	960	975	986	1.035

Obligationsoversigt

Følgende oversigt viser obligationer, der aktuelt er relevante investeringsobjekter for private investorer - både for private midler og pensionsmidler.

Tidshorisont 0-3 år	
Fondskode	Papir
DK0009279531	RD 6.0 A 10/01/2041
DK0009279457	RD 5.0 A 10/01/2031
DK0009774978	NYKREFRN 10/01/2011
DK0009281511	RD 2.0 01/01/2013
DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015

Tidshorisont 3-7 år	
Fondskode	Papir
DK0009279457	RD 5.0 A 10/01/2031
DK0009272957	RD 5.0 Aio 10/01/2038
DK0009779531	RD 6.0 A 10/01/2041
DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015

Tidshorisont over 7 år	
Fondskode	Papir
DK0009279457	RD 5.0 A 10/01/2031
DK0009272957	RD 5.0 Aio 10/01/2038
DK0009779531	RD 6.0 A 10/01/2041
DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015

Obligationerne er udvalgt under antagelse af vedtagelse af lovforslaget om fjernelse af private investorers skattefrihed på kursgevinster på obligationer købt fra og med 27. januar 2010. Dette gør, at bruttorenter - ikke potentielle kursgevinster - er det primære kriterium for udvælgelse af relevante obligationer for en given tidshorisont og risikoprofil.

Lovforslaget ventes vedtaget, idet det er fremsat med henblik på at sikre Danmark overholder EU-retten. En vedtagelse betyder, at det fremover bliver mere interessant for private investorer med frie midler at købe:

Obligationer med høj kuponrente. Disse er stadig interessante for pensionsmidler. Fremover bliver de også interessante for frie midler.

Floaters og capped floaters. Floatere er variabelt rentede obligationer og dem, der er "capped" er obligationer med et renteloft. Typisk er disse sortstemplede obligationer - dvs. kursgevinster har ikke været skattefrie - og derfor har de ikke været interessante for frie midler.

Nulkuponobligationer. Obligationer uden rente, som udstedes til kurser væsentligt under kurs 100, hvorved afkastet udelukkende kommer i form af kursgevinster. Der forventes at blive udstedt papirer i dette segment med en løbetid, som gør, at investorerne vil kunne udnytte den gradvise nedsættelse af skattesatsen for positiv kapitalindkomst frem mod 2014 ved at investere i obligationer, hvor betalingerne falder senere.

Udenlandske obligationer. Bliver mere attraktive, når danske obligationer ikke har fordelene med skattefrie kursgevinster. Valutarisiko vil naturligvis fortsat være til stede, hvorfor den største interesse forventes rettet mod lande i eurozonen, primært kernelandene.

BEMÆRK: Du bedes kontakte din rådgiver for en snak om, hvilke obligationer, der er mest interessante for netop din investeringsprofil - samt hvordan du bedst muligt disponerer obligationer købt før 27. januar 2010.

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



USA: Jobvækst rundt om hjørnet

Den amerikanske økonomi voksede med en årsstignings-takt på 5.7 pct. i fjerde kvartal sidste år, hvilket er den kraftigste vækst siden tredje kvartal 2003. Der er tegn på, at økonomien er kommet ind i 2010 med relativt højt tempo. Vi forventer dog mere moderate, men fortsat pæne, vækstrater henover året.

Der er nu tegn på at arbejdsmarkedet er stabiliseret, og jobvæksten er lige om hjørnet. Det er gode nyheder med hensyn til holdbarheden af opsvinget. Med en høj ledighed og aftagende kerneinflation vil den amerikanske centralbank være tilbageholdende med at stramme hurtigt op på pengepolitikken. Vi forventer ikke, at se traditionelle renteforhøjelser før hen mod slutningen af i år. Inden da vil Fed begynde at opsuge den rigelige likviditet som opkøbene af stats- og realkreditobligationer har skabt.

Euroland: Støtte til Grækenland hjælper græske markeder

I den senere tid har græske markeder været stærkt under pres med udsigt til et offentligt budgetunderskud på hele 12.7 pct. af BNP i 2010. Stigende græske renter er gift for det offentlige budget, fordi en stor del af gælden skal ruller i år. EU har på det kraftigste opfordret Grækenland til at fremrykke offentlige besparelser med henblik på at nedbringe budgetunderskuddet med 4 procentpoint i 2010. I 2012 er det planen, at budgetunderskuddet skal være mindre end 3 pct. af BNP.

Grækenland har sidenhen fremlagt en omfattende spareplan, baseret på udgiftsbesparelser samt øgede skatteindtægter. Demonstrationer i de græske gader til trods, så synes der at være en generel opbakning for spareplanen blandt de græske vælgere. EU har taget positivt imod den og ratingbureauet Standard & Poor's har fjernet betegnelsen CreditWatch fra græsk statsgæld, hvilket betyder, at en umiddelbar nedjustering af græsk rating er fjernet. Outlook er dog stadig 'negativ'

Dermed er vejen banet for, at Grækenland kan bevæge sig lidt væk fra centret af radarskærmen. De græske obligationsmarkeder har også reageret positivt i de senere dage, og spændet til tyske statsobligationer er indsnævret pænt.

Udfordringen på længere sigt bliver for Grækenland at implementere de planlagte besparelser. Et risikoscenario involverer, at de finanspolitiske besparelser kvæler den private efterspørgsel fuldstændigt, hvilket betyder svagere økonomisk aktivitet. Dette vil gøre det særdeles svært for Grækenland at opfylde målsætningen i den offentlige spareplan.



Kina lader snart yuan'en styrke

I Asien vil opmærksomheden i de kommende måneder være rettet mod den kinesiske valutakurspolitik. Kina har siden midten af 2008 holdt valutakursen på yuan i forhold til US-dollar nogenlunde uændret. Der er dog et stigende internationalt pres på Kina for at lade yuan styrke. Der er uden for Kina bred enighed om, at yuan er betydeligt undervurderet.

Vi tror, at Kina meget snart vil tillade sin valuta at blive gradvist styrket – formentlig i maj. For det første er en stærkere yuan efterhånden i Kinas egen interesse. Væksten i Kina virker solid, og fokus rettes i nu mere og mere mod den stigende inflation. Her kan en stærkere yuan gennem eksempelvis lavere priser på importerede varer bidrage til at holde inflationen i ave. For det andet frygter Kina, at stigende protektionisme i Vesten mod kinesiske varer kan blive resultatet, hvis ikke Kina gør noget ved valutakursen.

Risikoen er dog, at der opstår stigende politiske spændinger mellem USA og Kina i de kommende måneder, og det bliver vigtigere for Kina at demonstrere, at de rige lande ikke kan koste rundt med Kina, frem for at gøre det, som vil være det mest fornuftige for alle – også for Kina.

Østeuropa skeler mod Vesteuropa

Det går fremad i CEE-landene, men som i de vesteuropæiske lande er der stadig tale om en svag privat efterspørgsel, som gør opsvinget skrøbeligt. På det punkt ligger Østeuropa langt fra de asiatiske lande, som også falder ind under Emerging Markets, men hvor høj vækst, efterspørgsel, stramme arbejdsmarkeder og lønstigninger i Asien betyder, at inflation er ved at være en trussel.

Men CEE-landene er stadig plaget af høj ledighed og har behov for en stram styring af de offentlige finanser – lige som de sydeuropæiske lande i Vesteuropa. De fleste CEE-lande er dog bedre stillet end Grækenland, Spanien, Portugal og Italien hvad angår statsbudget- og gæld samt makroøkonomisk tilpasningskapacitet. Ikke desto mindre er CEE-lande meget påvirkelige over for det, der sker i euroen. Stigende frygt for græsk kollaps og efterfølgende pres på de øvrige "usunde" euro-medlemmer vil føre til en generel stigning i investorernes risikoaversion, og det vil gå hårdt ud over CEE-landene, der er det svage led blandt Emerging Markets.

En stigende tillid til Grækenlands bebudede hestekur og støtteerklæringer fra andre EU-lande har dog foreløbig dæmpet spændingerne i euroen en anelse og givet investorerne mere appetit på aktiver i CEE-landene. Men opstår der ny tvivl om Grækenlands evne til at føre de ambitiøse spareplaner ud i livet, så vil de finansielle markeder i regionen blive ramt.



Goldman Sachs og Danske Bank peger på følgende selskaber, som relevante elementer i den internationale portefølje

	Forbrugsgoder	
	Autoliv	(Norden)
	Royal Caribbean	(Norden)
	Inditex	(Europa)
	Hennes & Mauritz	(Norden)
	McDonalds	(USA)
	Nike Inc.	(USA)
	Starwood Hotels	(USA)
	Honda Motor	(Asien)
China DongXiang	(Asien)	
Volkswagen	(Europa)	
	Energi	
	Aceryg	(Norden)
	Technip	(Europa)
	Royal Dutch Shell	(Europa)
Petrobras	(USA)	
	Industri	
	Group 4 Securicor	(Danmark)
	FL Smidth	(Danmark)
	Alfa Laval	(Norden)
Vallourec	(Europa)	
	Informationsteknologi	
	Nokia	(Norden)
	Google	(USA)
	Accenture	(USA)
Lenovo Group	(Asien)	
	Telecommunication services	
	China Unicom	(Asien)
	Forbrugsvarer	
	Carlsberg	(Danmark)
	Danisco	(Danmark)
	Diageo	(Europa)
Colgate Palmolive	(USA)	
Japan Tobacco	(Asien)	
	Finans	
	Lazard	(USA)
	China Construction Bank	(Asien)
		Materialer
JFE Holdings		(Asien)
	Forsyning	
	Fortum	(Norden)
	Acciona	(Europa)
	China Resources Power	(Asien)
	Sundhed	
	Novo Nordisk	(Danmark)
	Meda	(Norden)
	Novartis	(Europa)

Sektor/Selskab	Land	Anbef.	Kurs		Land	Anbef.	Kurs		Land	Anbef.	Kurs
■ ENERGI				Solar	DK	K	376,0	Biogaia	SE	K	102,0
Olie og Gas Udstyr & Tjenester				Erhvervsservice & -produkter				Genmab	DK	K	71,8
Acergy	NO	K	109,2	GAS	UK	K	22,1	Exiqon	DK	H	9,8
Aker Solutions	NO	H	87,2	Gunnebo	SE	R	35,5	Karo Bio	SE	H	7,7
BW Offshore	NO	K	8,9	Lassila & Tikanoja	FI	H	15,4	LifeCycle Pharma	DK	K	5,3
Det Norske Oljeselskap	NO	K	29,0	Loomis	SE	A	86,8	Neurosearch	DK	K	171,5
Fortum	FI	A	19,8	Niscayah	SE	R	16,1	Q-Med	SE	S	68,0
Fred. Olsen Energy	NO	H	224,0	Securitas	SE	K	78,2	TopoTarget	DK	K	5,4
Petroleum Geo-Services	NO	S	79,4	Tomra Systems	NO	H	27,6	■ Farmaci			
Prosafe SE	NO	A	31,0	Luftfart				Astrazeneca	UK	H	2911,0
Prosafe Production	NO	K	11,8	Finnair	FI	H	4,0	Lundbeck	DK	H	99,6
Seadrill	NO	A	137,0	SAS Group	SE	AS	2,8	Meda	SE	A	78,3
Seawell	NO	K	21,0	Shipping				Novo Nordisk	DK	K	419,0
Sevan Marine	NO	A	9,4	A. P. Møller - Maersk	DK	K	42730	Orion	FI	H	17,6
Subsea 7	NO	R	123,9	DFDS	DK	AS	407,0				
TGS-NOPEC	NO	K	130,1	Mols-Linien	DK	S	60,5	■ FINANS			
Olie og Gas				Norden	DK	S	241,3	Banker			
Neste oil	FI	K	13,0	Torm	DK	S	56,5	Amagerbanken	DK	R	32,7
Statoil	NO	H	134,7	Transport				Danske Bank	DK	IA	138,7
				DSV	DK	K	95,2	DNB Nor	NO	K	68,3
■ MATERIALER				■ FORBRUGSVARER				Jyske Bank	DK	A	195,5
Kemikalier				Reserve dele				Nordea	SE	R	74,6
Auriga Industries	DK	H	106,5	Autoliv	SE	K	48,0	Pohjola Bank	FI	K	8,9
Kemira	FI	R	12,3	Mekonomen	SE	R	157,5	Ringkjøbing Landbobank	DK	K	608,0
Novozymes	DK	A	607,5	Nokian Tyres	FI	A	19,5	SEB	SE	H	45,3
Emballage				Varige forbrugsgoder				Spar Nord	DK	A	58,0
Broderne Hartmann	DK	R	107,5	Bang & Olufsen	DK	H	64,5	Svenska Handelsbanken	SE	A	207,3
Huhtamäki	FI	A	8,9	BoConcept	DK	A	212,5	Swedbank	SE	H	72,4
Metaller & Minedrift				Ekornes	NO	A	134,0	Sydbank	DK	K	149,0
Norsk Hydro	NO	K	41,6	Electrolux	SE	H	168,0	Vestjysk Bank	DK	K	87,0
Outokumpu	FI	A	14,6	Husqvarna	SE	K	49,3	Forsikring			
Outotec	FI	K	26,1	Fritidsudstyr				Alm. Brand	DK	A	93,5
Rautaruukki	FI	H	15,5	Amer Sports	FI	K	8,5	Sampo	FI	R	19,6
SSAB	SE	A	125,8	Tekstiler & bekældninger				TopDK	DK	A	697
Talvivaara Mining Co PLC	FI	K	4,6	Björn Borg	SE	K	76,0	TrygVesta	DK	H	355,5
Papir & Skov				IC Companys	DK	K	237,0	Ejendomsstyring & udvikling			
M-real	FI	S	1,9	Hennes & Mauritz	SE	K	463,6	Citycon	FI	K	2,8
Stora Enso	FI	H	5,0	New Wave Group	SE	R	34,1	JM	SE	R	123,0
UPM-Kymmene	FI	H	9,0	Hoteller og Cruise Lines				Sponda	FI	K	3,0
				Royal Caribbean Cruises	NO	K	181,2	■ INFORMATIONSTEKNOLOGI			
■ INDUSTRI				Hoteller, Restauranter & Underholdning				E-Services			
Fly & Forsvar				Betsson	SE	A	118,0	Net Entertainment	SE	K	82,3
SAAB	SE	A	107,8	Skistar	SE	H	138,0	Tradedoubler	SE	A	37,5
Byggeprodukter				Unibet	SE	K	213,5	IT-konsulenter			
Assa Abloy	SE	H	144,0	Medier				Columbus IT Partner	DK	H	2,6
Flügger	DK	H	400,0	Alma Media	FI	A	7,5	EDB Business Partner	NO	K	21,0
H+H International	DK	R	65,0	Cision	SE	A	8,2	HiQ International	SE	R	33,2
Lindab	SE	H	79,0	CTC Media	FI	A	16,3	Semcon	SE	K	29,9
Rockwool International	DK	H	563,0	Modern Times Group (MTG)	SE	K	423,7	Tieto	FI	R	17,7
Uponor	FI	A	14,2	Sanoma	FI	K	16,2	Software			
Anlæg & Maskinteknik				Schibsted	NO	A	143,9	Atea	NO	A	51,3
Højgaard Holding	DK	K	235,0	Stormagasiner				Netop Solutions	DK	H	8,1
Monberg & Thorsen	DK	K	340,0	Stockmann	FI	H	26,0	IBS	SE	H	5,9
NCC	SE	H	130,0	Detaillhandel				Maconomy	DK	H	10,8
Peab	SE	R	44,8	Clas Ohlson	SE	K	132,0	Opera Software	NO	H	22,7
Per Aarsleff	DK	K	476,0	Nobia	SE	K	40,8	Orc Software	SE	K	167,5
Pöyry	FI	K	10,2	■ NÆRING & NYDELSE				Simcorp	DK	K	1041,0
Skanska	SE	A	128,6	Supermarkeder				Kommunikationsudstyr			
Trelleborg	SE	H	50,5	Axfood	SE	R	223,5	Eltek	NO	H	3,2
YIT	FI	A	17,3	Hakon Invest	SE	R	139,3	Ericsson	SE	R	79,6
Elektrisk udstyr				Kesko	FI	A	28,8	GN Store Nord	DK	K	31,7
ABB	SE	A	151,0	Drikkevarer				Nokia	FI	K	11,0
REC	NO	R	25,7	Carlsberg	DK	K	437,1	RTX Telecom	DK	R	13,5
Vestas Wind Systems	DK	A	272,3	Harboe	DK	K	110,0	Thrane & Thrane	DK	K	158,5
Maskinindustri				Royal Unibrew	DK	K	187,0	■ TELEKOMMUNIKATION			
Alfa Laval	SE	K	109,7	Fødevarer				Telekommunikationsydelse			
Atlas Copco	SE	A	109,0	AAK	SE	A	200,0	Elisa	FI	H	16,8
Beijer Alma	SE	A	113,0	Atria	FI	K	12,2	Tele2	SE	K	118,6
Cardo	SE	R	252,0	Cermaq	NO	H	67,3	Telenor	NO	A	80,3
Cargotec Corp	FI	K	21,9	Danisco	DK	K	399,5	TeliaSonera	SE	A	52,2
FLSmidth & Co	DK	K	385,0	EAC	DK	S	164,5				
Haldex	SE	H	58,8	HKScan	FI	A	9,6				
Hexagon	SE	R	104,8	Leroy Seafood Group	NO	A	140,0				
Kone	FI	K	30,8	Marine Harvest	NO	R	5,1				
Konecranes	FI	H	23,7	Orkla	NO	A	50,9				
Lemminkäinen	FI	A	24,5	Tobak							
Metso	FI	K	24,0	Swedish Match	SE	K	167,9				
Morphic Technologies	SE	R	0,5	Personlige Produkter							
Nibe	SE	R	77,5	Oriflame	SE	H	431,0				
NKT Holding	DK	H	309,8	■ SUNDHED							
Opcon	SE	H	42,2	Medicinalinstrumenter & -udstyr							
Sandvik	SE	R	88,4	Coloplast	DK	A	604,0				
Scania	SE	A	115,3	Elektro	SE	S	194,5	■ Anbefalelsesstruktur			
Seco Tools	SE	R	83,3	Gefinge	SE	A	164,1	Anbefaling			
SKF	SE	H	124,6	William Demant Holding	DK	S	369,9	Køb (K)			
VBG	SE	K	77,0	Biotechnologi				Akkumulér (A)			
Volvo	SE	H	70,2	ALK-Abello	DK	R	428,0	Hold (H)			
Wärtsilä	FI	K	36,0	Bavarian Nordic	DK	K	216,5	Reducér (R)			
Handel & Distribution								Sælg (S)			
Cramo	FI	R	13,3								
Ramirent	FI	S	7,4								



Disclosure

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

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