

INVESTERING

2011 // MARTS

Verdensøkonomiens akilleshæl er sort, fedtet og flydende

SIDE // 04

Japan er rystet

SIDE // 10

Råvarernes supercyklus

SIDE // 24

De nordiske samfundsmodeller
– hvorfor er de verdens bedste?

SIDE // 30

I, Robot – kunstig intelligens kan
tage magten fra os



04 GLOBALT PERSPEKTIV

Japan er rystet

Verdensøkonomiens akilleshæl er sort, fedtet og flydende

09 AKTIVALLOKERING

Risikoen er steget, har du taget højde for det?

10 RESSOURCER

Råvarenes supercyklus

Danske Bank-prognose: Stigende råvarepriser i 2011-2012

Råvarepriser og inflation

Nogle råvarer kan ikke erstattes

Vedvarende energi ikke klar til at afløse olien endnu

14 UDVALGTE AKTIER

The Walt Disney Company, Sanoma, Husqvarna, BASF

16 MAKROØKONOMI

Det globale opsving har slået rod

Goldman Sachs definerer nye vækstmarkeder

Forbrugerne i Growth Markets er afgørende

Euroaftalen er et vigtigt skridt

18 AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV

Dråberne, der fik bægeret til at flyde over

19 EMERGING MARKETS

Rusland kæmper for at blive stueren

20 AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV

Råolie, risiko, Rusland og revolution

22 INVESTERINGSTEMAER - OVERSICHT

24 MAKROØKONOMI

De nordiske succesmodeller

For kineserne er det vigtigste økonomien

30 VIDENSKAB & TEKNOLOGI

I, Robot

Professor advarer om kommende verdenskrig

Goldman Sachs:

Vi er på vej ind i en mobil supercyklus

36 RENTER & OBLIGATIONER

Centralbanker varsler rentestigninger

37 SKAT & PENSION

Strukturerede obligationer og akkumulerende investeringsforeninger på selvangivelsen 2010

Obligationer og selvangivelsen 2010

Aktier i Amagerbanken - fradrag for tab

39 PROGNOSE

Den olierede verden skal genopfinde sig selv

Der skrives hele tiden verdenshistorie. Men nogle kapitler er vigtigere end andre, og lige nu er vi i et af de vigtigste i nyere tid. Overskriften er energi.

Krisen i Mellemøsten har skabt frygt for en ny oliekrise. Der er ingen andre råvarer, der som olien er i stand til at kvæle økonomien, hvis der bliver mangel på den, og den bliver for dyr. Og det er der en betydelig risiko for, at den gør. Nordafrika tegner sig for 5 pct. og Mellemøsten for 30 pct. af den globale olieproduktion, og der skal ikke mange forstyrrelser til, før vi har noget, der minder om 1973. En blokade af Hormuz Strædet kunne f.eks. være katastrofal. En tredjedel af verdens olietransport til havs går gennem dette stræde, og mere end 75 pct. af al olie forbruges i Asien går samme vej. Og hvad angår produktionen, så kan OPEC's reservekapacitet på 5 mio. t/d hurtigt blive spist op af nye oprør.

Foreløbig har konger og despoter i de arabiske lande med både stok og gulerod afværget at blive væltet af pinden, men det arabiske forår kan vise sig meget svært, måske umuligt at kvæle, og dermed er der lagt op til en lang periode med uro i Mellemøsten. Det har der været i mands minde, men uroen er rykket op på et højere niveau. Og selv om det forhåbentlig ender med en demokratisk udvikling i den turbulente region, så er den vej ikke let, især ikke i lande, hvor der ikke er noget demokratisk fundament at bygge på.

1973 FIK VERDEN TIL AT SKIFTE ENERGISPOR

Olieembargoen i 1973 var et wake-up call for verdens industrinationer, og fik de fleste til - udover at søge mere intensivt efter olie selv og supplere mere med kul og gas - at søge nye energiformer for at øge energisikkerheden og mindske afhængigheden af OPEC-landene, der pludselig stod som en meget stærk enhed. Brasilien skilte sig ud ved at satse kraftigt på bioethanol, men ellers var vand og atomkraft de mest dominerende løsninger med vind i en parentes.

I dag er vindmøllerne ganske udbredt, ligesom vandkraft er udnyttet de fleste steder, det er muligt. Og mange lande er meget afhængige af atomkraft. Frankrig indtager førstepladsen med 75 pct. af elektriciteten leveret af atomkraft, men også for mange andre lande spiller det en stor rolle i den nationale elforsyning. For blot at nævne nogle - USA, Japan, Storbritannien, Tyskland og Sydkorea med hhv. 20, 29, 18, 26 og 35 pct.

Nogle har kaldt ulykken i Japan for enden på den nukleare tidsalder, og kendsgerningen er da også, at flere landes regeringer, mest markant Tysklands, har meldt ud, at man fremover vil nedtone atomkraft. Atomkraft går politisk en svær tid i møde, men afvikle den fra den ene dag til den anden kan man ikke - dertil fylder den alt for meget. Men i hvert fald i den udviklede del af verden vil der på kort sigt blive lyttet til befolkningens protester, uagtet at man kan argumentere for, at den japanske ulykke skyldes et af verdens største jordskælv og en tsunami - og at der dør flere mennesker hvert år i forbindelse med udvinding og luftforurening af fossile brændstoffer, end der er døde i forbindelse med ulykker på atomkraftværk i tidens løb. Kendsgerningen er,

at efter ulykken på Three Mile Island i 1979 har USA ikke bygget nye atomkraftværker - undervejs gjorde Tjernobyl i 1986 jo også det hele værre.

STARTSKUDDET HAR LYDT

Vi vil i den kommende tid se øget fokus på de letteste løsninger, kul, gas og øget energieffektivitet. Men også bioethanol, hvor 2. og 3. generations teknologier ikke er langt fra kommercielle gennembrud. USA's energiminister Steven Chu (nobelprisvinder i fysik) har påpeget, at det kun vil kræve reservedele for 100 USD at gøre en benzindrevet bil klar til at køre på flexfuel, dvs. en 80/20-blanding af benzol og ethanol.

Vi er ganske enkelt vidner til startskuddet på en langt mere intensiv forskning i alternative energikilder, formentlig med fornyet statsstøtte mange steder - i Tyskland er der allerede tale om at hæve støtten til vedvarende energi fra 300 mio. EUR til 1 mia. EUR. Den aktuelle globale energikrise har gjort det lysende klart for alverdens regeringer, at det oliebaserede samfund ikke er fremtidens. Vi skal simpelthen genopfinde den moderne verden i en ny version.

Det er imidlertid ikke nogen nem vej at omlægge energiforsyningen i hele samfund fra fossile brændstoffer til mere vedvarende energikilder. Og teknologien er heller ikke god nok endnu i de fleste tilfælde. Men den olieafhængige verden står med ryggen mod muren. Og i sådanne situationer har den menneskelige kreativitet det med at virke alerbedst.

Og selv om der lige nu ser ud til at være lang vej til, så er der lige en vigtig detalje at være opmærksom på: Den teknologiske udvikling er i mange sammenhænge eksponentiel.

Det er ikke en teori, men et faktum, som bl.a. den amerikanske videnskabsmand og fremtidsforsker Ray Kurzweil lægger stor vægt på. Kurzweil, som omtales nærmere i dette nummer, mener, at de fleste mennesker, også i dele af den videnskabelige verden, undervurderer den eksponentielle trend, hvilket skyldes, at vi som mennesker naturligt tænker lineært. Ray Kurzweil er overbevist om, at teknologiske forbedringer vil løse mange af verdens store problemer inden for de næste 30-40 år - bl.a. tror han, at vi om 20 år har teknologien til, at solenergi kan dække det globale energibehov fuldt ud.

Svaret på, om det er realistisk, blæser i vinden. Men om 10, 20, 30 år vil vi helt sikkert opleve teknologiske fremskridt, som vi har meget svært ved at forestille os i dag. Og som tilsyneladende også Klimakommissionen havde, da den i rapporten om Danmarks energifremtid i 2010 konkluderede, at vindenergi i 2050 vil udgøre op mod 80 pct. af Danmarks elektricitetsforsyning. Er det i en verden, som teknologisk og videnskabeligt udvikler sig så voldsomt virkelig realistisk at antage om en allerede moden teknologi? Svaret blæser ikke i vinden.

Ligesom der heller ikke foreløbig er tvivl om svaret på atomkraft eller ej.

Japan er rystet



Det japanske jordskælv ryster også de finansielle markeder, det globale opsving, forsyningskæden, atomkraft og debatten om alternativ energi.

En halv mio. hjemløse, næsten 23.000 døde eller savnede og samlede omkostninger ved genopbygningen efter jordskælv, tsunamien og ulykken på atomkraftværket Fukushima, der løber op i, hvad der svarer til halvdelen af Danmarks BNP – eller 3,5 pct. af Japans BNP. Den dyreste naturkatastrofe nogensinde - i landet, der i forvejen har en statsgæld på det dobbelte af BNP.

Japan er verdens tredjestørste økonomi og landets BNP udgør 8,8 pct. af global BNP. Væksten er imidlertid relativt lav, så Japan tegner sig for kun 3 pct. af den globale vækst. Ydermere er Japan også en ret lukket økonomi, og importen udgør kun omkring 13 pct. af BNP. Økonomerne i Danske Markets Research (DMR) konkluderer, at japansk vækst kun vil vokse med 0,1 pct. her i andet kvartal, og efterfølgende betydeligt stærkere, når genopbygningen øger aktiviteten. Men for den globale vækst får den midlertidige afmatning ikke nogen synderlig betydning.

Det skal i den forbindelse understreges, at beregninger af denne type er behæftet med stor usikkerhed, fordi ingen endnu har det fulde overblik over de samlede skader. Desuden kan man også argumentere for, at genopbygningen ender med at blive en saltvandsindsprøjtning for økonomien som helhed. Historien rummer masser

af eksempler på, at genopbygningen efter en naturkatastrofe har givet de ramte lande et ekstra skub fremad, når først der kommer gang i byggeriet, infrastrukturen osv., som kræver meget store mængder arbejdskraft og råvarer og skaber en positiv dynamik i samfundet.

I Japans tilfælde er den mirakuløse genrejsning i genopbygningen efter 2. verdenskrig et enestående tilfælde, der også fortæller noget om en fantastisk styrke og moral i det japanske folk, som også forventes at gøre sig gældende denne gang. Alene det faktum, at Tokyos 35 mio. indbyggere så tæt på Fukushima bevarer roen, fortæller noget om japanerne. En tilsvarende truende nuklear situation klos op ad New York, Paris eller Berlin ville sandsynligvis medføre en folkestemning af en helt anden karakter.

Af hændelser i nyere tid er mest nærliggende jordskælv i Kobe i 1995, hvor over 6.000 mennesker døde, og 300.000 blev hjemløse. Omkostningerne blev estimeret til omkring 2,5 pct. af landets BNP, men slutresultatet blev, at Japans økonomiske vækst blev løftet.

Medvirkende til at vanskeliggøre den konkrete situation er naturligvis krisen på Fukushima atomkraftværket. Det kan endnu ikke helt udelukkes, at det ender med en nedsmeltning med afgørende brud på

beskyttelsesbeholderne og/eller brand i de ubeskyttede beholdere med brugte brændselsstave.

I rent økonomiske termer vil det - i forhold til niveauet før jordskælv - kunne sende Japans BNP ned med 10 pct., japanske aktier med 20 pct., globale aktier med 10 pct. og global vækst med tæt på 1 procentpoint. Eksporten til Japan vil falde, og generelt vil lavere aktiekurser og dermed en negativ formueeffekt dæmpe den globale forbrug. Lavere global vækst vil midlertidigt (isoleret set) sende olieprisen ned til 95 USD pr. tønde i andet kvartal, men i takt med at den globale vækst kommer på sporet igen, vil olieprisen i løbet af året stige op til et gennemsnit på 110 USD/tønde i fjerde kvartal.

Men umiddelbart før redaktionens deadline er der anledning til optimisme vedrørende muligheden for at få situationen på Fukushima under kontrol. Således lyder meldingerne, at få timer efter at elektricitetskabler for første gang er forbundet til alle seks reaktorer, nu er forventninger om, at det i løbet af få dage vil lykkes at få gang i kølesystemerne igen til de mest beskadigede reaktorer. Krisen på Fukushima ser således ud til at komme under kontrol i den nærmeste fremtid - og er det måske mere eller mindre allerede, når disse linjer læses.

FORSTYRRELSE I GLOBAL FORSYNINGSKÆDE

Men selv om det lykkes at få atomkraftværket under kontrol, så har naturkatastrofen i Japan en vis indflydelse på den globale forsyningskæde. Japan er verdens tredjestørste nation inden for fremstillingsindustrien og en nøgleproducent inden for en række industrier, inklusiv biler, byggeudstyr og elektronik. Et stort antal sektorer fra industrielle systemer til mobiltelefoner bygger på elektroniske goder, som indeholder japanske komponenter som flash memory (30 pct. af verdensmarkedet), D-Ram memory (15 pct.), microcontrollers og dele til LCD TV - og selv konkurrenter til Toyota som f.eks. Ford får vigtige reservedele fra Japan.

Mange multinationale selskaber er bekymrede over udsigterne – og ikke mindst, at situationen er så usikker og svært gennemskuelig. Umiddelbart siger teorien ellers at i et frit marked, så er der altid masser af alternative forsyningsmuligheder, eller også vil de hurtigt opstå. Men virkeligheden er en anden. Hård konkurrence med stor fokus på at nedbringe omkostningerne har tvunget virksomheder til at strømline deres forretninger i en sådan grad, at hvis noget går galt i et enkelt led af den komplekse, multinationale forsyningskæde, så kan hele systemet bryde sammen. Desuden så er det ofte sådan, at virksomheder strømliner deres drift på meget ens måder, og det øger problemet med flaskehalse og sårbarhed. Strategier, som ser rationelle ud for individuelle fremstillingsvirksomheder kan med andre ord skabe en stor makroøkonomisk sårbarhed.

Financial Times sammenlignede for nylig det internationale erhvervsliv med det,

der førte til finanskrisen. Det var ikke subprimelånene i sig selv, der sendte det globale finanssystem tæt på ragnarok; det der virkelig skabte balladen, var at banker, finanshuse, pensionsfonde og investeringselskaber m.v. i så høj grad var bundet sammen med hinanden via et uigennemskueligt, komplekst system af låneaftaler og derivater, som gjorde, at hvis en eller få af brikkerne væltede, så skabte det en voldsom dominoeffekt.

Som eksempel på den globale forsyningskædes sårbarhed kan nævnes, at produktionslinjerne på europæiske bilfabrikker for et par år siden gik i stå i en periode, da der var problemer på en asiatisk fabrik, som var den eneste kilde for tråd til sikkerhedsseler.

Forsikringsselskabet Zürich har kortlagt mere end 1000 eksempler fra de seneste fem år på virksomheder, som i stilhed har lidt under forstyrrelser hos en leverandør af en kritisk komponent eller i et vigtigt transportled.

I 2010 offentliggjorde The Business Continuity Institute en undersøgelse af virksomheder, som afslørede, at ¾ af dem havde oplevet forstyrrelser i deres forsyningskæder inden for de seneste 12 mdr. som følge af uventede overraskelser lige fra specielle vejsituationer til sundhedsanliggender og jordskælv. En fjerdedel af de adspurgte sagde, at problemerne blev værre. Ikke overraskende. Mange virksomheder har i det stærkt konkurrenceprægede globale marked i de senere år implementeret omkostningsbesparende strategier for at fastholde profitmarginen, og det indebærer just-in-time levering af kritiske komponenter og ressourcer. Men det, der i første omgang har været en gevinst, er altså ved at udvikle sig til driftsmæssige svagheder. World Econo-

mic Forum advarede for nylig om, at mange af disse sårbarheder i vigtige forsyningskæder ikke er forstået godt nok og ikke bliver imødegået tilstrækkeligt af virksomheder med diversificering af deres forsyningskæder.

ATOMKRAFTENS FREMTID

Krisen i Japan har også fået nogle til at spørge, at dette er begyndelsen til enden for atomkraften. Der er ingen tvivl om, at atomkraft har fået en dårlig klang i folks ører, og det har politikerne reageret på i flere lande. Men atomkraft udgør i dag en essentiel del af verdens energiforsyning (ca. 15 pct.), og den kan ganske enkelt ikke undværes i mange år frem, især ikke i betragtning af problemet med klodens voksende energibehov og svindende oliereserver, for ikke at tale om den tiltagende globale opvarmning, som ville have været endnu værre uden atomkraften.

Krisen i Japan er startskuddet til øget udvikling af alternative energikilder, men indtil afgørende teknologiske gennembrud er set, så er atomkraften uundværlig. Ikke mindst for Kina, der udover det eksploderende energibehov også af hensyn til befolkningens sundhedstilstand er tvunget til at bygge atomkraftværker. 27 er under opførelse og yderligere 50 er planlagt. Også USA har efter en pause siden Three Mile Island nu planer om 25 værker.

I dag er der 442 kraftværker i verden og 62 nye er under opførelse. Alene i dette årti ventes i alt 150 yderligere atomkraftværker, og flere ventes i næste årti. Når støvet har lagt sig efter Japan-krisen, vil atomkraften efter al sandsynlighed fortsætte den renæssance, der lå i kortene før ulykken.

En (fejlkalkuleret) risiko?

Fukushima er ikke det eneste atomkraftværk, der er i bygget i områder med stor risiko for jordskælv. Ifølge Wall Street Journal (WSJ) er der 48 atomkraftværker i områder med moderat seismisk aktivitet som minimum. 14 findes i højrisikoområder, og heraf er de 10 inden for en mile fra kystlinjen, hvorved en tsunami også er en risiko. 10 af atomkraftværkerne i højrisikoområder findes i Japan og Taiwan, to øer med meget begrænsede naturlige ressourcer, mens USA har to (ved den californiske kyst), og Armenien og Slovenien et enkelt hver. Ifølge den nukleare industri er atomkraftværkerne i risikozonerne rundt omkring bygget til at kunne modstå de værste tænkelige jordskælv i netop det område. Men videnskaben har flere gange undervurderet styrken af potentielle jordskælv. I 2007 blev verdens største atomkraftværk, japanske Kashiwazaki-Kariwa, beskadiget efter et jordskælv, der var langt kraftigere end værkets konstruktører havde forventet. Og Fukushima-værket var designet til at kunne modstå et jordskælv på 8 på Richterskalaen. Det klarede et jordskælv på 9,0 – 10 gange så kraftigt – men ikke tsunamien, der ødelagde nødstrømforsyningerne til kølesystemerne.

Men det er ikke kun jordskælv, som eksperterne har en tendens til at undervurdere. Det gælder også risikoen for andre begivenheder. Næppe nogen atomekspert forestillede sig i sin tid ulykker á la Tjernobyl eller Three Mile Island kunne ske, men de skete. Ligesom det svenske Forsmark atomkraftværk i 2006 var ved at udvikle sig til en katastrofe pga. et strømsvigt og efterfølgende svigt i to af fire nødgeneratore. Og så er der nok en del faretruende hændelser rundt om, som offentligheden ikke har hørt om...



Vindens vej var ikke grøn

I kølvandet på oliekrisen i 1973 valgte Danmark at give statsstøtte til vindenergi, men man fastholdt fossile brændstoffer, en løsning, der lå lige for med landets olie i Nordsøen. Frankrig valgte atomkraften og får i dag 75 pct. af sin elforsyning herfra. Danmark har, trods vindmøllerne, en af Europas højeste CO₂-udledninger, mens Frankrig har den laveste af alle OECD-lande.

Verdensøkonomiens akilleshæl er sort, fedtet og flydende

Situationen i Mellemøsten truer det globale opsving. Og det vil den nok gøre i lang tid.

Før Nato gik massivt ind i Libyen med flyangreb havde borgerkrigen i landet betydet, at omkring halvdelen af landets normale olieproduktion på 1,5 mio. tønder dagligt mangler i den globale produktion. Det hævder Saudi Arabien imidlertid at have kompenseret for ved at hæve produktionen tilsvarende.

Men olie er ikke bare olie. Libyens olie er kendt for en meget høj kvalitet. Det meste af den har et lavt svovlindhold, hvilket gør den let at raffinere til f.eks. benzin og diesel. Den slags olie er der ikke meget af i verden, idet Libyen normalt tegner sig for 9 pct. af den daglige produktion – og eksporterer i øvrigt primært til lande som Italien, Frankrig, Spanien, Schweiz og Tyskland. I nabolandet Algeriet er den daglige olieproduktion lidt højere, og det er den samme lette type olie. I alt tegner de to lande sig for næsten 4 mio. tønder af verdens normale daglige forbrug omkring 87 mio. tønder.

Men hvis vi lige ser bort fra det med olie kvaliteten, så er det altoverskyggende problem naturligvis, hvor meget uroen i regionen spreder sig. Mellemøsten tegner

sig for 30 pct. af den daglige olieproduktion og Nordafrika for 5 pct.

Saudi Arabien, der menes at råde over 20 pct. af verdens kendte oliereserver, hævder at have yderligere 3 mio. i ledig produktionskapacitet (og de øvrige OPEC-lande ca. 2 mio.), og det er nok til også evt. at kunne dække Algeriet, der også er ramt af politisk uro. Men så rækker det heller ikke mere. Og det er stærkt medvirkende til at give nervøsitet i markedet. Uroen er nemlig også spredt i større eller mindre grad til lande som Yemen, Qatar, Oman, Syrien og Iran, der tilsammen tegner sig for en produktion på 6-7 mio. tønder dagligt – samt Bahrain, der ligger klos op ad Saudi Arabiens shia-dominerede østlige provins, som huser det meste af landets olieproduktion og reserver.

Saudi Arabien er således mere eller mindre omgivet af lande med utilfredse befolkninger. Den allerstørste frygt går selvfølgelig på, om Saudi Arabien selv vil opleve et oprørs folk. Umiddelbart ser det ikke ud til, at borgerne i oliestaten, hvis levestandard ligger betydeligt over de fleste øvrige arabiske landes, har til sinds at vælte styret. Det er ikke ensbetydende med, at mange ikke er utilfredse med den konservative styrereform og dens undertrykkende form på mange måder. Der er et stigende og stadig mere udtalt krav om reformer i landet, men der er ikke nogen klar, orga-

niseret opposition, så der er meget lang vej.

Der har dog været protester på det seneste. Den 10. marts skød politiet for at bryde en demonstration på 300 demonstranter i de østlige provinser, hvor Shia-minoriteterne bor. Dette var dagen før den bebudede "Day of Rage", hvor der var lagt op til store demonstrationer – ikke for en revolution men demokratiske reformer. Men den massive protest udeblev. Ikke overraskende idet der i dagene op til havde været advarsler i aviserne om, hvad demonstranterne kunne forvente – tørre tærsk og fængsel. Samtidig er der en intensiveret overvågning af folks mobiltelefoner, e-mails og adfærd på internettets sociale netværk osv. Under den kontrollerede overflade lurar utilfredsheden imidlertid, og den får løbende næring fra oprøret i flere af de øvrige lande.

Mest opmærksomhed har de voldsomme episoder i Yemen og Bahrain tiltrukket sig. I begge lande er der indført undtagelsestilstand, Yemen er med præsidentens ord på randen af borgerkrig, og i Bahrain er flere tusind saudiarabiske soldater troppet op for at hjælpe styret. Saudi Arabien frygter, at Iran forsøger at stimulere et shiamuslimsk oprør, som også vil kunne påvirke det shiamuslimske mindretal i Saudi Arabiens østlige olierige region. Men den seneste tid har også budt på oprør i mange andre lande, eksempelvis i Marokko, hvor en frede-



lig demonstration udviklede sig voldsomt med snesevis af sårede. Og på den arabiske halvø har sultanen i Oman, Qaboos bin Said, lovet nye demokratiske indrømmelser til befolkningen.

SAUDI ARABIEN HAR MÅSKE OVERDREVET KAPACITETEN

Ikke blot produktionen i sig selv, men også transportmulighederne giver anledning til bekymring. Det kan ikke udelukkes, at uroen i regionen kan føre til forstyrrelser af Hormuz Strædet, og det vil være skidt. En tredjedel af verdens olietransport til havs går gennem dette stræde via 30 tankskibe om dagen, og mere end 75 pct. af al olie forbrugt i Asien kommer denne vej.

Medvirkende til at forværre usikkerheden og nervøsiteten i markedet er også tvivl om, hvorvidt Saudi Arabien rent faktisk har den kapacitet på i alt 12,5 mio. tønder dagligt, som de hævder. WikiLeaks offentliggjorde for nylig dokumenter over en periode på to år fra den amerikanske ambassade i Riyadh til Washington, som advarede den amerikanske regering om, at Saudi Arabiens oliekapacitet er overvurderet.

Sadad al-Husseini, geolog og tidligere leder af exploration hos Saudi Arabiens olie-monopol Aramco, fortalte i 2007 USA's generalkonsul, at Aramcos kapacitet på 12,5 mio. tønder dagligt ikke kunne nås før om

10 år, men inden da – muligvis så tidligt som i 2012 – ville den globale olieproduktion toppe.

At Husseinis vurderinger ikke er taget ud af den blå luft, kan man få et indtryk af ved at sætte det i forhold til andre vurderinger. Således har IEA's cheføkonom Fatih Birol sidste år sagt, at 2020 kan blive året for global Peak Oil; det amerikanske militær har nævnt 2015 som starten på en periode med alvorlig oliemangel, og det tyske militær fremhævede sidste år i en rapport 2010 som et sandsynligt år for Peak Oil. I disse prognoser indgår de officielle estimater for Saudi Arabiens reserver. Det gør det særligt interessant, når Hussein i vurderer, at Aramcos officielle estimat af reserverne på 716 mia. tønder er en overvurdering med 300 mia. tønder, svarende til 40 pct.

Et dokument i ambassadekorrespondancen fra oktober 2009 nævner også, at stigen i indenlandsk efterspørgsel vil begrænse Saudi Arabiens eksport i de kommende år. Befolkningsvækst og økonomisk vækst vil øge efterspørgselen med 10 pct. årligt, så elektricitetsbehovet er fordoblet i 2018.

STOK OG GULEROD

Situationen i Mellemøsten er spændt, og man må ikke undervurdere dens potentielle betydning. En bølge af frihedstrang, behov for medindflydelse, frustration over

dårligt fungerende samfund med høj ledighed, især blandt de unge, og i de fleste lande også fattigdom, som de høje fødevarerpriser har sat i relief, har bredt sig i den mellemøstlige og nordafrikanske region, og den lægger sig næppe foreløbig. Via medier som TV, aviser men nok allermest internettets sociale netværk (og mobiltelefoner) oplever de unge en solidarisk styrke og samhørighed, nationalt og på tværs af landegrænser, og en følelse af "it's now or never". De oplever en øget oplysning om verden og ser deres egen eksistens i et nyt lys – og måske kan dette være starten på de arabiske landes Oplysningstid og Reformation. Den vestlige verden har kunnet fortælle dem mange ting om frihedsidealer, lighed og demokrati i flere hundrede år, men nu oplever de det selv. Sådanne tendenser er svære at kvæle på kort sigt, langt sigt eller overhovedet. Hverken med vold eller gaver.

Det første bruges i stor stil af Libyens leder Gaddafi. Hvor langt de øvrige landes overhoveder vil gå med anvendelse af vold er endnu uklart, men det vil formentlig afvige fra land til land.

Men ellers synes den foretrukne metode i første omgang at være den, som regimerne har brugt i årevis, nemlig gaverne. Næsten alle de olieproducerende – og stærkt olieafhængige – lande i Mellemøsten subsidierer i stor stil benzin, diesel og elektricitet (dvs.

priserne holdes fast) for i det mindste på det punkt at stille folket tilfreds. Men forbruget stiger voldsomt. Olieforbruget i landene omkring Golfen er steget fra 4,8 mio. tønder dagligt til 7,8 mio. tønder dagligt i 2010. Det vejer tungt i et globalt regnskab, hvor reservekapaciteten snart er væk. Og det er også dyrt for landene. Sidste år løb energisubsidiene i Nordafrika og Mellemøsten op i 150 mia. USD. I år er energipriserne næsten dobbelt så høje, og dermed løber de samlede energisubsidier op i 7,5 pct. af regionens BNP. Kun Qatar og Iran har foreløbig turdet imødegå det med stigende regionale brændstofpriser.

Men gaveregneren begrænser sig ikke kun til energi. Der bruges mange andre tricks for at dæmpe befolkningens oprørstrang. Mubarak havde allerede lovet befolkningen at brød skulle fastlåses på en lav pris, selv om hvedepriserne fortsatte med at stige. Det har de gjort og subsidierne koster nu over 2 mia. USD årligt. I Saudi Arabien lovede kongen for nylig en stimulanspakke på 36 mia. USD til bl.a. boliger, ledighedsunderstøttelse og andre sociale ydelser samt massive lønstigninger til offentligt ansatte – det sidste er brugt i vidt omfang i flere lande. Deciderede pengegaver, lavere fødevareravgifter, gratis mad i 14 mdr. (Kuwait), infrastrukturprojekter, 100 mio. USD til familier ramt af høje fødevarerpriser (Bahrain) osv. er blandt de andre tiltag.

MANGE SCENARIER

Der er mange scenarier, man kan forestille sig. Men foreløbig synes i hvert fald en

demokratisk udvikling på vej i Egypten, og det har allerede en betydelig effekt på oprørstrangen i andre arabiske lande, hvor Egypten kan gå hen og blive en rollemodel, som landet historisk set også har været på mange punkter.

At Egypten følger den demokratiske vej, er dog ikke ensbetydende med succes. Hvis Mubaraks afløser bliver en svag, ustabil serie af regeringer, som ikke kan genoprette orden eller levere gennemgribende sociale og økonomiske reformer, så vil den demokratiske vej med tiden kunne miste troværdighed og berettigelse i befolkningens øjne, og en anderledes, langt mere radikal revolutionær bevægelse vil kunne opstå. Det gælder for Egypten, og det gælder for de andre lande, hvis der gennemtvinges regimeskifter. Vejen til demokrati har aldrig været nem og hurtig.

Alt imens verdens øje med spænding følger Mellemøsten - og i særdeleshed Libyen, hvor Nato-styrkernes militære indgriben bestemt ikke har tingene mindre komplicerede - så vokser den globale olieefterspørgsel i takt med den energislugende vækst især i de asiatiske udviklingsøkonomier, og det er værd at bemærke, at olieprisen før balladen i Egypten allerede var omkring 100 USD pr. tønde. Og det på et tidspunkt, hvor der var en vis vækstafdæmpning i Asien som følge af bekæmpelsen på at tøjle de inflationære tendenser, og de rige lande ikke kører på nær fuld kapacitet endnu.

Kendsgerningen er, at vi har en situation, hvor OPEC's reservekapacitet hurtigt kan blive brugt op – om ikke af yderligere bal-

lade i de solrige oliestater, så sandsynligvis i løbet af få år. Og hvis OPEC ikke længere kan påvirke olieprisen ved at skrue op og ned for hanerne, så vil oliepriserne blive langt mere volatile.

Konklusion? Alt tyder på, at vi står over for en lang periode med uro i Mellemøsten og høje, måske meget høje oliepriser.

Det globale opsving? En tommelfingerregel siger, at for hver 10 pct. olieprisen stiger, koster det en kvart pct. på den globale vækst. Det er dog en lige lovlig grov forenkling, da sammenhængen ikke er lineær. Jo højere olieprisen kommer op, desto større bliver effekten. Økonomerne i Danske Markets Research mener, at det får alvorlige konsekvenser for opsvinget, hvis vi får en oliepris i flere måneder på 140-150 USD (prisen nåede i februar op på 120 USD). Over 175 USD har vi en global recession.

USA's egen Peak Oil var i 1971

1974: Henry Kissinger, USA's udenrigsminister, offentliggør planen om at gøre USA uafhængig af energiimport. I 2006 gjorde præsident Bush det samme.

Strategiske oliereserver

USA	727 mio. tønder
Japan	320 mio. tønder
Europa	420 mio. tønder

Husker du...?

Den 6. oktober 1973 på jødernes helligdag, Yom Kippur, foretog Egypten og Syrien et overraskelsesangreb på Israel. En våbenhvile blev indgået 24. oktober, men en oliekrise var sat i gang. De arabiske lande var sure på den vestlige verden, fordi de som regel støttede Israel, og desuden var araberne ved at finde ud af, hvor stor en magt de havde ved at sidde på verdens største oliereserver. Olieprisen steg fra 3 til 11,65 USD pr. tønde i december 1973.

Holland var de første til at indføre bilfri søndage, og Tyskland og Danmark fulgte hurtigt efter. I nationale annoncekampanjer blev folk opfordret til at rejse med tog frem for bil og fly. Men mangel på brændstof blev også hurtigt så stor, at mange afgange på tog, færger og fly måtte aflyses. Elektricitets blackout var hyppige mange steder. Der blev opfordret til brusebad frem for karbad, omtanke ved opvask, tætning af boligen i mure og vinduer, opvarmning og belysning af kun en mindre del af boligen, mørklagte butikker efter lukketid osv. Normalt kan man altid tale om

vejret, fodbold og uduelige politikere, men dominerende emner i denne tid var oliekrisen og kreative måder at spare energi på.

Rent økonomisk var det et voldsomt chok for de rige lande, som havde vænnet sig til vækst og velstand op gennem de glade 60'ere. En firdobling af olieprisen gjorde ondt i hele økonomien, ikke mindst på forbrugerne, som måtte kraftigt skære ned på andre ting. En recession blev resultatet med en voldsom stigning i ledigheden de fleste steder.

Og centralbankerne gjorde ikke det hele bedre. De valgte en ekspansiv pengepolitik for at stimulere økonomien – inflationen var en faktor, der kom i anden række dengang. Da mange lande samtidig havde indført overenskomster, som sikrede lønmodtagerne kompensation for prisstigninger via lønstigninger og oliekrisen i sig selv var et gigantisk prischok til økonomien, så var der sat en ond cirkel i gang, som førte til stagflation. Stigende inflation og faldende produktion.

For Danmarks vedkommende var oliekrisen et særligt stort chok, da danskerne var blevet lige lovlig løsslupne i deres forbrug og gældssætning, og desuden delte en uheldig verdensrekord sammen med Japan, som var at 99 pct. af landets energi blev importeret.

Oliekrisen betød naturligvis, at mange lande overvejede deres fremtidige energipolitik for at undgå lignende situationer i fremtiden. Norge var eksempelvis begyndt at bore efter olie i Nordseen i 1971 og intensiverede nu jagten, og Danmark gik også i gang, mens en vestjysk vindmøllevirksomhed ved navn Vestas så et potentiale. Andre rene energikilder som vandkraft blev også intensiveret, bl.a. i Norge og Sverige. Danmark stemte nej til atomkraft i 1975, men svenskerne og finnerne gik den modsatte vej. I dag er de nordiske lande blandt de mest energieffektive i Europa, Danmark og Norge er selvforsynende med energi, mens Finland og Sverige importerer hhv. 55 og 40 pct. af deres energi.

Risikoen er steget, har du taget højde for det?

Risikoen for at tage fejl i vurderingen af fremtiden er blevet større.

Set fra en investors synspunkt er usikkerheden steget i de seneste måneder. Vi har stadig gældskrisen i Euroland; et opsving der foreløbig ikke skaber mange jobs i Vesten, især USA; historisk høj statsgæld i mange udviklede lande; trykkede boligmarkeder; en supercyklus i råvarer; aldrende befolkninger; stigende renter; aktiemarkeder, der tangerer førkrise-rekorderne; skrøbelige banksektorer osv. – men som om det ikke var nok, så er uroen i Mellemøsten og Japan's jordskælv og forurening fra et atomkraftværk kommet til siden World Economic Forum forud for det årlige topmøde i Davos i januar advarede om, at verdensøkonomien ikke kan tåle flere chok lige nu.

Går det globale opsving i stå nu?

Som udgangspunkt er det globale opsving bedre funderet end ved årets start, der er en række positive, selvforstærkende faktorer rundt omkring. Som udgangspunkt tror vi ikke, at situationen i Mellemøsten eller krisen i Japan vil sende verdensøkonomien ud i en ny nedtur. Dertil tror vi, at momentum i opsvinget er for kraftigt lige nu. Men vi erkender også altid, at der er en risiko for, at vi tager fejl – og den risiko er steget med de seneste begivenheder, siger chefstrateg Anders Nellemose.

Hvis vi ser på krisen i Mellemøsten og sammenligner med 1973 olieembargoen, så var det en krise, der blev løst hen ad vejen i kraft af især USA's diplomatiske forhandlinger med oliestaterne. Men situationen denne gang er jo helt anderledes med det, der ligner spirerne til en demokratisk udvikling i hele regionen og kan næppe løses med vestlig indblanding...

Ja, den er helt anderledes. Vesten kan hjælpe på nogle punkter. Lige nu er det den militære indgriben i Libyen, der tiltrækker sig størst opmærksomhed. Men man kan også forestille sig flere hjælpeaktioner og en form for økonomisk og rådgivningsmæssig støtte til Egypten. Men man er naturligvis i vildrede med, hvordan man skal håndtere situationen i de øvrige lande, hvor der er spirende oprør mod regimer, som man i

mange år haft et tæt samarbejde med. En anden ting er også, at verdens magtbalance har ændret sig. Hvor det før i tiden var naturligt, at USA tog lederrollen på sig i internationalt spændte situationer, så er der kommet andre store økonomier på banen som Kina og Indien, som har deres egne interesser, og det gør spillet mere kompliceret. Desuden kan man sige, at både USA og Europa måske er hæmmede i deres råderum som følge af historisk høj statsgæld og et allerede årelangt militært engagement i Afghanistan.

Hvad skal investor gøre i den aktuelle situation?

Vi tror ikke umiddelbart, at olieprisen ryger så højt op, at den kvæler opsvinget, men det kan ikke udelukkes, at vi tager fejl. I øjeblikket er udviklingen behæftet med så stor usikkerhed, at vi råder investorerne til at overveje deres aktiebeholdning, indtil vi har et mere gennemskueligt billede. Husk at vores økonomer og analytikere ikke kender fremtiden, og derfor kan vi ændre vores holdninger, når vi får nye data eller situationen ændrer sig afgørende. Vores kompetencer består i at vurdere ud fra de data vi har, og det risiko-/gevinstbillede vi ser. Men det er også vigtigt, at du som investor vender blikket indad og spørger dig selv, om de seneste begivenheder har ændret din risikoprofil. Måske har du før foretaget dine investeringer ud fra det, vi kalder en neutral risikoprofil, men er nu mere defineret af et ønske om mindre risiko. Men risiko er også risikoen for at miste gevinster. Så måske ser du i stedet den aktuelle turbulens som et godt købstidspunkt. Hvis vi f.eks. sammenligner den aktuelle situation i Japan med jordskælvet i Kobe i 1995, så så vi på to dage et kursfald svarende til det, som tog 50 dage i kølvandet på Kobe. Det er i høj grad en afspejling af, at vi i dag har langt mere effektive medier, så alle har al information på samme tid, og det sammen med udbredelsen af finansielle instrumenter giver en meget højere volatilitet end før i tiden, som kan føre til voldsomme overdrivelser i begge retninger.

Når vi nu, udover tiltagende global opvarmning, har et langsigtet pres på olieprisen, krisen i Mellemøsten og en offentlig modvilje mod atomkraft, skal man så storme ud og købe aktier i alternativ energi?

Umiddelbart er der gode argumenter for at købe selskaber fokuseret på alternativ energi. Men køb hellere brede fonde med aktietypen i stedet, da den enkelte selskabsrisiko er meget høj. Vær også opmærksom på, at en samfundsmæssig omlægning til sådanne former har lang vej endnu, og derfor vil der komme mere umiddelbar fokus på fossile brændstoffer, især gas, herunder også de ukonventionelle gasreserver, som er geografisk mere spredt end olie og konventionel gas. Også energieffektivitet kommer i højsædet.

Men lige nu er der krise i Japan, og nogle frygter, at det ligefrem kan svække den globale forsyningskæde i visse led, bl.a. indgår der i Ford-biler komponenter fra Japan, og RAM-chips produceres primært i Japan.

Umiddelbart giver det visse problemer, men her skal man huske på, at det gang på gang har vist sig, at den menneskelige kreativitet er uovertruffen, når vi bliver pressede. Japan har vist sig som de bedste og billigste til at producere visse komponenter, men hvis de bliver mindre tilgængelige i en periode, så finder markedskræfterne andre veje – til en højere pris formentlig, men der vil findes løsninger. Der vil som altid i kriser være virksomheder, der forstår at udnytte det til egen fordel.

Og obligationer?

Der er lagt op til rentestigninger i år, og det kan man tage højde for ved bl.a. at investere i variabelt forrentede obligationer såsom CIBOR-obligationer - samt de såkaldte "Cap-Floater", der er attraktive i perioder med begrænsede rentestigninger. Også 1-3 årige flexobligationer bør indgå og 20- og 30-årige realkreditobligationer, som i et stigende rentemiljø har mindre konverteringsrisiko.

Råvarernes supercyklus

Meget tyder på, at vi må leve med stigende råvarepriser de næste mange år.

I 90'erne var råvareknaphed ikke noget, man diskuterede, medmindre man talte om meget langt sigt, og så sent som i 1998 var olieprisen kortvarigt under 10 USD/tønne. IEA's prognoser for 2010 gik på en oliepris omkring 20 USD/tønne – men også et worst case scenario på hele 30 USD/tønne. Så kom IT-euforien og 2-3 år senere IT-boblens kollaps og en efterfølgende økonomisk krise i de udviklede lande. De vestlige virksomheder skulle spare penge. Blikket faldt på lavtlønsøkonomierne i udviklingslandene, og en massiv outsourcing af produktion gik i gang, ikke mindst til Kina. Dette blev startskuddet til udviklingsøkonomiernes hastige optur i den globale økonomi, hvor de med Kina i spidsen er i fuld gang med at ændre den globale magtbalance og sluger olie og råvarer i enormt og accelererende omfang. Vi befinder os i en *supercycle*, hvor råvarepriserne set over langt sigt uundgåeligt vil stige uanset konjunktursvingninger.

KREATIVITET, EFFEKTIVITET OG SUBSTITUTTER

Hvis man skal tegne et klassisk mønster i en vigtig råvares udvikling, så er det, at efterspørgselen og udbudet stiger over tid, men i takt med at reserverne svinder ind, bliver det på et tidspunkt stadig vanskeligere at udvinde råvaren, og prisen stiger. Og selv om højere priser øger incitamentet for at udvinde og finde endnu mere af råvaren, så bliver den på et tidspunkt for dyr for dem, der efterspørger råvaren, og man begynder at overveje og udvikle mulige substitutter og/eller bruge råvaren på langt mere effektiv vis.

Som situationen tegner i dag, så er der flere metaller og sjældne mineraler, der med stor sandsynlighed bliver knaphed på frem mod 2030. Eksempelvis er eksperterne eni-

ge om, at verden de næste to årtier vil bruge lige så meget kobber som hidtil i menneskets historie.

I takt med den teknologiske udvikling, herunder nanoteknologien, vil der imidlertid blive udviklet alternativer, hvis knapheden og priserne på de forskellige råstoffer bliver for hæmmende.

Men det, der er tiltrækker sig størst opmærksomhed lige nu, er olien. Olien er det moderne samfunds omdrejningspunkt, og det er naturligt at frygte, at situationen i Mellemøsten eskalerer til en krise, der minder om oliekrisen i 1973. Der er vi dog langt fra endnu. I øjeblikket er uroen i Libyen årsag til, at 1,5 pct. af den daglige olieproduktion er forsvundet, mens tallet i 1973 i forbindelse med Yom Kippur-krigen var på 7,5 pct. Men en vigtig forskel er, at dengang var Saudiarabien med til at standse eksporten af olie til lande, der støttede Israel. Denne konflikt er der ikke denne gang, hvor Saudiarabien tværtimod har forsøgt at berolige markedet med, at landet er indstillet på at øge produktionen med op til 3-4 mio. tønder dagligt, som den ledige kapacitet angiveligt giver mulighed for.

Men selv når/hvis situationen i Mellemøsten stabiliserer sig til en forhåbentlig demokratisk og fredelig kurs, så er der stadig et olieproblem. Meget tyder nemlig på, at den globale olieproduktion topper i disse år, selv om efterspørgselen er større end nogensinde. De sidste 35 år er der faktisk ikke opdaget nye store olieletter, og dem, der er opdaget, er typisk vanskeligt tilgængelige områder, som kræver udfordrende borerier på helt op til 9-10 kilometers dybde.

Kul er der stadig relativt meget af, men dels kan det ikke erstatte olie i mange sammenhænge, dels er det ikke et fristende alternativ i lyset af den globale opvarmning,

medmindre teknologien til at opfange og lagre CO₂ fra kraftværkerne bliver mere effektiv og udbredt.

Selv om der er mange spirende "rene" alternativer til olien under udvikling, så dækker de stadig en forsvindende lille del af det globale energiforbrug og er rent teknologisk og økonomisk heller ikke reelle alternativer endnu. Idet olien i dag spiller så afgørende en rolle i samfundet, vil et skifte til substitutter være en træg proces over adskillige år. Så alt tyder på stigende oliepriser i de kommende år.

FØDEVAREPROBLEMET

Fødevarer er også en råvaregruppe, som ser problematisk ud. Her er der også flere begrænsende forhold, der spiller ind. Klimaforandringer med stadigt mere ekstreme vejr-situationer som kraftigere og hyppigere storme, voldsomme regnskyl og tørke vil i kombination med ændrede nedbørsmønstre, "invasive species" (både planter og dyr) og generelt ændrede økosystemer øge risikoen for dårligere høstudbytte i vigtige regioner. Da efterspørgselen efter mad vil stige voldsomt alene i dette årti (750 mio. flere mennesker) og en hastigt voksende middelklasse især i Asien vil have mere og mere proteinholdig mad, så er der behov for at øge fødevarerproduktionen markant.

En af måderne er i højere grad at anvende genteknologien i planteavl og frembringe bl.a. mere resistente afgrøder. En anden mulighed er, at den globale befolkning spiser mindre kød – produktion af animalsk protein kræver langt mere energi, vand og vegetabilsk foder, end hvis man spiser vegetabilsk protein direkte. En tredje mulighed er at dyrke mere jord, men det er en begrænset mulighed de fleste steder, idet en fjerdedel af Jordens landoverflade i dag allerede er opdyrket.

Danske Bank-prognose: Stigende råvarepriser i 2011-2012

Råvarernes *supercycle* er i gang og vil holde mange år endnu. Men selv om mange metaller er steget væsentligt i pris de seneste to år, så er tilgængeligheden af dem endnu ikke truende. Men det er anderledes for føde og energi. Christin Tuxen, Danske Banks råvareekspert, peger på fire scenarier for udviklingen i energi- og fødevarerpriser i år og 2012:

• Hovedscenariet

Energi- og fødevarerpriser vil stige med hhv. 20 og 15 pct. frem mod udgangen af 2012 fra de aktuelle niveauer. Bag den prognose ligger en antagelse om, at krisen i Mellemøsten ikke resulterer i, at flere staters olieproduktion går i stå. Hvis man således antager, at olieprisen bliver drevet af først og fremmest efterspørgselen i et fortsættende globalt opsving, så mener Christin Tuxen, at den stigende efterspørgsel over de nærmeste år i høj grad er afspejlet i prisen i dag. Derimod kan fødevarerpriserne godt stige mere end de spåede 15 pct., da situationen er så spændt, at blot få uheldige vejr-situationer vil kunne ændre billedet.

• Det gode scenario

Dette scenario er godt set med forbrugereøjne, da det handler om faldende priser. Energipriserne falder med i alt 12 pct. frem til udgangen af 2012, idet OPEC reagerer på de nuværende priser og øger produktionen markant, muligvis med hjælp fra Irak, for at komme i nærheden af det prisinterval på 70-90 USD/tønne, som OPEC tidligere har angivet som målet. Fødevarerpriserne falder i dette scenario med 24 pct. i prognoseperioden som følge af lovende teknologiske fremskridt og øget beplantning, som øger kapaciteten. Klimaforandringer gør, at tidligere ikke fertile områder kan bruges til landbrug.

• Det dårlige scenario

I dette scenario er OPEC langsom til at reagere og oliepriserne fortsætter med at stige – 24 pct. i alt frem mod ultimo 2012. Samtidig betyder La Nina-effekten (mere nedbør i Australien, Sydøstasien, Oceanien; tørke i dele af Sydamerika og USA), at landbrugsproduktionen bliver yderligere forstyrret og medfører prisstignin-

ger på fødevarer – ligeledes på op mod 24 pct. frem til ultimo 2012. Et scenario ikke langt fra hovedscenariet.

• Det endnu dårligere scenario

Scenariet udspiller sig som et resultat af stigende efterspørgsel fra udviklingsøkonomierne som supercyklen forudsiger i kombination med yderligere restriktioner på olieboringer uden for OPEC og en lille/forsinket reaktion fra OPEC på priserne. Resultatet bliver prisstigninger på op til godt 30 pct. i måneden. Dette scenario forudsætter også at de store energislugere ikke ændrer nævneværdigt i deres energipolitik. Brent-olie kan slutte tæt på 140 USD/tønne ultimo 2012. Og hvad angår fødevarerpriserne, så vil ufavorable vejr-betingelser og forstyrrende handelsrestriktioner kunne presse fødevarerpriserne op med knap 50 pct. frem mod udgangen af 2012.

Råvarepriser og inflation

Stigende råvarepriser forplanter sig til økonomien, og det giver naturligt en vis bekymring over inflationen, hvis dårligdomme fra 70'erne de udviklede lande ellers så lykkeligt havde fortrængt. Samtidig har vi jo også renter så lave, at de forekommer dybt uansvarlige i henhold til historiske erfaringer og klassisk økonomisk teori. Men hvor stor er risikoen egentlig for en løbsk inflation?

"Råvarepriserne er endnu ikke steget til et niveau, hvor de udgør en inflationsrisiko. Men det er klart, at det har en indflydelse på den økonomiske vækst, når olie- og råvarepriserne stiger. Ser vi på de udviklede lande, så har de stadig en vækst under normalen, og ledigheden er høj. Det betyder, at selv om samfundet oplever stigende priser på flere ting, så er der ikke et pres fra lønmodtagerne om kompenserende lønstigninger. Den vækstmæssige effekt er værre i udviklingsøkonomierne, hvor indkomstniveauet er betydeligt lavere, og råvareprisstigninger vejer forholdsvis tungt," siger Signe Roed-Frederiksen, senior økonom i Danske Markets Research.

Hvad betyder råvarernes supercycle for inflationen?

"Ifølge vore råvareanalytikere vil prisstigningerne i de kommende år ikke være så voldsomme, at de i sig selv giver anledning til høj inflation, men det er klart, at renterne ikke kan blive på det her niveau. Aktuelt er det ikke råvarernes supercycle, der giver anledning til bekymring. Det er risikoen for, at uroen i Mellemøsten udvikler sig til en situation med et oliechok med prisstigninger til omkring 140-150 USD/tønne som i 2008 eller endnu højere. Det er ikke inflationen, bekymringen går på i den forbindelse, men den effekt, det vil få på verdensøkonomien. Hvordan inflationen vil blive påvirket i den sammenhæng afhænger af, hvor længe oliepriserne bliver på et så højt niveau. Hvis det er i lang tid, kan man få de afledte effekter, men dertil kan man så sige, at det er en "fordel" at der er så meget ledig arbejdskraft, at risikoen for stigende lønpres er begrænset."

Nogle taler om risikoen for stagflation – dvs. både lavvækst/recession og høj inflation, mens andre taler om risikoen for deflation.

"Længevarende stagflation tror jeg er urealistisk at tale om på dette tidspunkt, netop fordi ledigheden er så høj. Hvad angår deflation, så kan man ikke afvise, at verdensøkonomien bliver sendt så hårdt til tælling af et olieprischok, at vi får en situation som i 2008, men den lammende finanskrisen vi havde dengang, forværrede jo i meget høj grad billedet. Hvis vi skal opsummere det aktuelle billede, så er den helt store trussel fra råvareprisstigninger i dag den vækstmæssige, men det kræver altså at olieprisen skal ligge på et meget højt niveau i nogle måneder, og det vil kun ske som følge af specifikke begivenheder i Mellemøsten. Det værste tænkelige scenario vil være meget høje oliepriser i en periode, som både svækker væksten, sender aktiemarkedet ned og giver negative formueeffekter og fører til stigende renter. Det er altså først og fremmest en event-risiko, vi står overfor," slutter Signe Roed-Frederiksen.



Nogle råvarer kan ikke erstattes

Ofte synes debatten om råvarer delt i to lejre. Den ene har en tendens til "Malthusiansk" fremskrivning, der peger i retning af dommedag. Den anden lejr har en uforgængelig tro på, at teknologisk udvikling klarer alle forhindringer. Når et råstof er ved at være udtømt, sørger den geniale menneskehed for at finde alternativer.

Der er sandheder i begge lejre. Mennesket har en historisk evne til at finde nye udveje, når vi er presset op i et hjørne. Men der er i sandhed også flere ressourcer, som vi ikke kan gendanne med nok så megen teknologisk kreativitet.

Eksempelvis fiskeriet. Siden de effektive store trawlere med meget store net og bedre metoder til at spotte fiskene blev introduceret er den globale fiskebestand faldet drastisk. Erfaringen viser, at der højst går 10-15 år fra et fiskeri intensiveres med en moderne fiskerflåde til fiskebestanden inden for fiskerbådernes rækkevidde er faldet til under 10 pct. af udgangspunktet. I en hel del områder i verden er fangsterne i dag mindre end en procent af niveauet før det industrielle fiskeri.

Inden for de seneste 60 år er 90 pct. af verdens store fisk forsvundet, ikke blot i kystområder, men også de åbne oceaner. Et godt

eksempel på overfiskeri er New Foundland i Canada. Det var frem til 1980 verdens centrum for torskefiskeri. Men op gennem 80'erne blev fangsterne mindre og mindre – som fiskene. Og i 1991 var de væk. Den canadiske regering forbød al fiskeri i området, men situationen er den samme i dag. Fiskebestanden blev fisket ned til så lavt et niveau, at den ikke kunne gendanne sig selv.

Historien er langt fra enestående. Siden 1970 er 40 pct. af verdens fiskearter forsvundet og flere videnskabelige undersøgelser de senere år peger på, at fisk generelt har passeret et irreversibelt tipping point, når vi når til midten af århundredet. Stærkt medvirkende til en så hastig nedgang i den globale fiskebestand er, at en faldende artsrigdom forværrer billedet drastisk. Biodiversiteten sammenlignes af forskere med et korthus – falder der nogle få, kan det hele kollapse.

Generelt er mange økosystemer under pres i dag som følge af forurening, global opvarmning, invasive arter, faldende biodiversitet, afskovning, forsurening af oceanerne (sfa. mere CO₂ i atmosfæren), overdreven udnyttelse af naturressourcer og andre forhold. FN pointerede i en rapport i 2010 om global biodiversitet, at biodiversiteten falder i en hastighed aldrig set tidligere i hi-

storien, og adskillige økosystemer inkl. Amazonas regnskoven, ferskvandssøer og floder og koralrev er tæt på tipping points, som hvis de nås, sandsynligvis aldrig vil kunne komme sig.

Achim Steiner, executive director for UN Environmental Program, udtalte:

”Mange økonomier forbliver blinde over for den enorme værdi af diversiteten af dyr, planter og andre livsformer og deres rolle i sunde og velfungerende økosystemer.”

Selv om mange lande forsøger at indregne "naturlig kapital" som en del af økonomien, så er det langt fra nok. I en moderne økonomi, fokuseret på økonomisk vækst, overses naturens ressourcer af den simple grund, at den ikke er prissat. Nick Nuttall, en talsmand for UN Environmental Program påpegede at omkostningerne ved ødelagte økosystemer er enorme.

”Hvad angår ændringer i brugen af land, så er det estimeret, at det årlige finansielle tab af serviceydelser leveret af økosystemer - vand, lagring af kulstof og stabilisering af jord - er omkring USD 64 mia. Hvis dette fortsætter, kan vi meget vel i 2050 se et kumulativt tab af hvad du kan kalde landbaseret naturlig kapital på omkring 121.000 mia USD.”



Hundredvis af rejjetrawlere tager afsted fra Shenjiamen fiskerihavnen i Zhoushan, en by ved kysten i det østlige Kinas Zhejiang Provins.

Vedvarende energi ikke klar til at afløse olien endnu

Når situationen i Mellemøsten er så spændt, og alle taler om råvarernes supercyklus og global opvarmning, så burde aktier med relation til vedvarende energi og andre Clean Technology-selskaber vel stige i kurs. Men det gør de ikke. Vi har spurgt Simon Webber fra Schroders om hvorfor. Han er rådgiver for flere store fonde, herunder DI KlimaTrends, om netop energi og de nye alternativer inden for Clean Tech.

”Der er flere forklaringer. Mange stater er økonomisk trængte, og beskærer subsidier til Clean Tech-projekter, herunder vedvarende energi, som f.eks. Tyskland og Italien har gjort med deres støtte til solenergi. Desuden er de vedvarende energikilder som f.eks. sol heller ikke tæt nok på Grid Parity – dvs. det niveau, hvor de kan producere elektricitet lige så billigt som de traditionelle kraftværker. I meget solrige regioner er de tæt på, men ikke andre steder. Atomkraft har længe været konkurrencedygtig, men her er problemet, at det tager meget lang tid at bygge et nyt kraftværk. Vindenergi er tæt på, mens vandkraft er en god substitut for fossile brændstoffer, der hvor det er muligt. I øvrigt er det også vigtigt i forbindelse med de vedvarende, ustabile energikilder som sol og vind, at lagringen af energi bliver billigere og mere effektiv i dag,” siger Simon Webber og fortsætter:

”Biobrændsler er også tæt på Grid Parity. Gennembruddet vil her komme, når man med det rigtige mix af de rigtige enzymer kan lave cellulosebaseret ethanol lige så hurtigt og effektivt og rentabelt, som når man i dag laver biobrændsel med brug af f.eks. majs og andre fødevarerafgrøder. Og tredje generation, hvor biobrændsel udvindes af alger er der også meget store forventninger til. Jeg vil i øvrigt blive overrasket, hvis helt nye kilder kommer ind i billedet på kort sigt. På kort sigt er gas den mest oplagte substitut til den dyre olie.”

Vi advarer kunderne om, at det er svært spotte vinderne i det nye energikapløb, fordi der i de fleste tilfælde er tale om umodne teknologier. Hvordan håndterer I det?

”Vi tager ikke bare en kurv af mange og håber på, at nogle af de fremtidige vindere er blandt dem. Vi ser grundigt på mange forskellige, og dem vi udvælger, skal være kendetegnet ved en stærk ledelse og en teknologi, der skiller dem ud. Men det er svært at

se vinderne på dette tidlige tidspunkt i en strukturel trend.”

En nylig undersøgelse fra Cambridge University konkluderede, at det globale energiforbrug kan reduceres med op til 73 pct., hvis man forbedrer energieffektiviteten ved først og fremmest at isolere bygninger bedre og bruge 3-lags vinduer, men også biler med en max vægt på 300 kg, lavere temperaturer i vaskemaskiner m.v.

”Der er ingen tvivl om, at netop energieffektivitet er den klart letteste, hurtigste og umiddelbart mest effektive at imødegå både global opvarmning og høje oliepriser på. Og netop selskaber, der beskæftiger sig med energieffektivitet, har vi de største forventninger til på kort sigt. Grunden til, at eksempelvis isoleringsselskaber ikke allerede er eksploderet i kurs, hænger sammen med det trykkede ejendomsmarked i mange lande og manglende finanseringsmuligheder vedrørende bedre isolering af boliger og erhvervsejendomme.”

Hvilke regioner skiller sig ud – USA må eksempelvis slås med en befolkning, som har ødsle energivaner og er meget skeptiske over for global opvarmning, mens EU i mange miljøspørgsmål har haft en first mover advantage i mange år. Og så er der Asien...

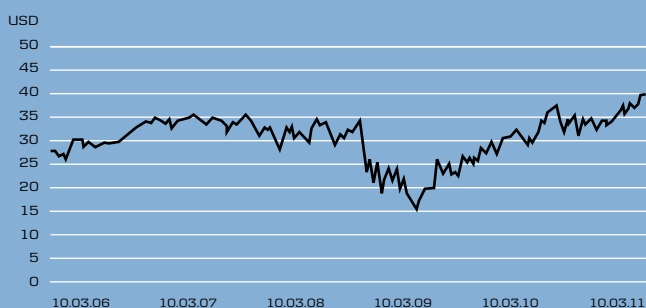
”EU har nogle gode selskaber, bl.a. Siemens, og der er også en hel del stærke tyske selskaber. USA er klart bagud inden for Clean Technology, og det er ikke lykkedes at følge op på de ambitioner om mange grønne jobs, som Obama-administrationen proklamerede. I Asien derimod er der en voldsom udvikling, og det er værd at holde øje med på mange felter.”

Bl.a. fik kineserne hurtigt produceret elbiler, som er en stor succes. Hvornår får elbilerne deres globale gennembrud?

”Den rene elbil kommer ikke lige om hjørnet, batterierne er simpelthen ikke gode nok til at billisterne vil turde skifte benzinen ud med en elbil. Derimod tror jeg, at plug-in hybridbiler bliver et stort hit i de nærmeste år – dvs. biler med både forbrændings- og elmotor, samt batterier, som lades op både ved opbremsninger og tilslutning til elnettet.”



The Walt Disney Company



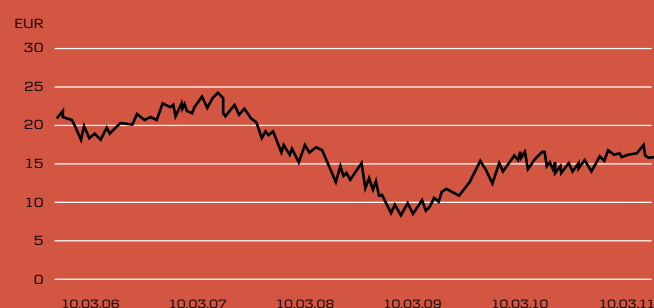
Walt Disney er verdens største mediekonglomerat med engagementer inden for film, tv, publicering og temaparker. Herunder ABC tv-netværket med helt op til 10 nyhedsstationer og en portefølje af kabelnetværk, bl.a. ESPN. Walt Disney studios producerer film via Walt Disney Pictures, Disney Animation, Pixar og bogudgiveren Marvel Entertainment.

Goldman Sachs (GS) har netop opjusteret sine forventninger til selskabets indtjening per aktie. Bag dette ligger bl.a. fornyet tro på, at forlystelsesparkerne atter vil opnå stigende omsætning og indtjening. Et opsving i økonomien vil betyde flere penge imellem hænderne hos de private forbrugere, og det forventes, at underholdningsbranchen vil nyde godt af de private husholdningers større råderum. Endvidere anslår GS, at Walt Disney vil være i stand til opnå højere marginer på produkterne.

Af konkrete kurspåvirkende events forude peges der på en historisk høj positiv samvariation imellem ledighed/lønudvikling og omsætningen hos Walt Disney. Derfor vil det forventede opsving i økonomien altså smitte positivt af på kundetilgangen. Ydermere forventes Walt Disney's nye krydstogtskibe at generere profit inden for en relativt kort horisont.

Den primære risikofaktor er Walt Disney's høje korrelation med makroøkonomiske faktorer. Dvs. skulle vi opleve en ny økonomisk afmatning, herunder stigende ledighed og faldende lønninger, så vil det have en negativ afsmittende effekt på driftsresultatet.

Sanoma



Finske Sanoma er et toneangivende mediekonglomerat, der bl.a. driver forretning inden for magasiner, nyhedsaviser, bogudgivelser og TV. Sanoma er tilstede i 20 lande, der opererer igennem 5 primære divisioner. Divisionen Sanoma News drives primært i Finland, mens bogudgivelserne er pan-europæiske.

Danske Markets Equities (DME) vurderer, at det er værd at lægge mærke til denne aktie, idet Sanoma i 2011 forventes at foretage vigtige strategiske ændringer. DME forventer, at Sanoma vil fortsætte sin stærke finansielle performance i 2011, og der ses signifikante vækstmuligheder i Østeuropa. Specielt vurderes, at markedet for reklamer og annoncer i Østeuropa kan skabe langsigtede muligheder for vækst og indtjening i selskabet.

Af konkrete kurspåvirkende events forude fremhæver DME, at Sanoma formentlig sælger dets Trade Division. Det forventes, at frasalget vil ske i 4 bidder, da divisionen har 4 primære segmenter i Trade Divisionen. Desuden ses stigende markedsandele og marginer som events, der vil give aktiekursen et nøk opad.

Af konkrete risikofaktorer fremhæves en ny afmatning af den europæiske økonomi, der vil bremse omsætningsvæksten. Mislykkes frasalget af Trade Divisionen, vil det angiveligt også skade aktien. Endelig udgør politisk ustabilitet i Østeuropa en central risikofaktor.



Husqvarna



Svenske Husqvarna er en førende producent og leverandør af udendørsudstyr til brug i haver, parker og skove. Selskabet producerer bl.a. motorsave, græsslåmaskiner og snekanoner. Aktierne i Husqvarna blev i sommeren 2006 sat i udbud af Electrolux, hvor flere af aktierne blev opkøbt af institutionelle investorer, herunder Investor og Lundbergs.

Selskabet har en stor eksponering imod Nordamerika, hvor selskabet synes at vinde markedsandele og forventes at nyde godt af et muligt økonomisk opsving. Herudover har Husqvarna en interessant eksponering på det russiske marked, der også forventes at accelerere selskabets omsætning. Selskabet har desuden en omkostningsstruktur, der er mindre sårbar over for udsving i valutakurser og stigende råvarepriser. Danske Markets Equity (DME) anslår desuden, at selskabet er prissat attraktivt i forhold til dets konkurrenter og således kan købes til en discount.

Af konkrete kurspåvirkende events forude kan fremhæves forventet vækst i den amerikanske økonomi, der udgør 44 pct. af Husqvarnas samlede omsætning i 2009. DME vurderer, at den amerikanske økonomi er på vej imod en genopretning og dermed kan bane vejen for stigende omsætning og indtjening.

Af konkrete risikofaktorer fremhæves en mindre gunstig udvikling i den amerikanske økonomi end forventet. Det vil betyde lavere omsætning og indtjening end budgetteret. Tab af markedsandele som følge af stigende konkurrence kan ligeledes udgøre en trussel.

BASF



BASF SE udforsker nye potentielle områder for olie og gas og er også producent af begge dele. Desuden fremstiller selskabet sundheds- og ernæringsprodukter, plastic, kemikalier (bl.a. gødningsstoffer) og farvestoffer.

Selv om det stadig er et selskab med mange forskellige forretningsområder, så er der foretaget en gennemgribende strømlining af selskabet gennem det seneste årti. Det er sket ved at frasælge forretningsområder, hvor selskabet ikke havde nogen konkurrencemæssig fordel og foretage opkøb nedad i værdikæden i forretninger, som har enten stærke markedspositioner eller hvor BASF kunne generere betydelige synergieffekter.

Salget til Emerging Markets er steget markant de senere år og i 2010 udgjorde det 35 pct. af det totale salg. BASF har et mål om, at salget til Asien stiger til 20 mia. EUR i 2020 fra 11,7 mia. EUR i 2009.

Goldman Sachs (GS) mener, at den aktuelle kurs på BASF ikke afspejler de strukturelle forbedringer og et omfattende program, der har reduceret omkostningerne. Efter GS' vurdering er BASF et af de bedst positionerede selskaber i sektoren til at nyde godt af det stærke økonomiske miljø, der ventes i 2011 og 2012 med global vækst på hhv. 4,8 og 5,0 pct. Vigtigt er det også, at BASF med olie og gas samt forskellige landbrugsprodukter er positivt korreleret med stigende råvarepriser. Den altovervejende risiko ved køb af den cykliske aktie er, at det økonomiske opsving ikke udvikler sig så stærkt som ventet.



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



Det globale opsving har slået rod

Verdensøkonomien er blevet mere modstandsdygtig siden årets start.

Det globale opsving, der i første omgang måtte sætte sin lid til Asien, trækker nu på mange motorer, og økonomerne i Danske Markets Research (DMR) ser en pæn vækst i alle verdens regioner i øjeblikket – med nogle få gældsplagede lande i Europa som de eneste undtagelser. Opsvinget er også blevet mere robust, når man ser på, hvad der ligger bag efterspørgslen. Nemlig tegn på stigende privatforbrug og faldende opsparring.

Privatforbruget i USA har nu vist en pæn fremgang to kvartaler i træk. Og i euroområdet er der også opmuntrende tegn på, at forbrugerne i stigende grad er kommet til lommerne her i begyndelsen af 2011. I Asien er forbruget allerede nu relativt stærkt, og Kina kan f.eks. opvise en forbrugsvækst på omkring 10 pct. om året.

Positivt er det også, at efter at virksomhederne i længere tid har fokuseret på at slanke sig og nedbringe gælden, nu har fået mod på at investere igen med de langsigtede vækstmuligheder for øje.

En anden vigtig faktor er også, at lagerbeholdningerne er relativt lave, da mange virksomheder satte lageropbygningen på lavt blus i 2010 i forbindelse med eurokrisen – og en del blev taget på sengen, da der kom liv i efterspørgselen i andet halvår.

Afgørende for opsvingets videre udvikling og holdbarhed bliver det i høj grad om ledighedskurven for alvor knækker. Det er der efter DMR-økonomernes vurdering udsigt til. Der er en klar stigende optimisme i erhvervslivet, der afspejler sig bl.a. i de stigende investeringer, men det også opløftende, at der er udsigt til økonomisk vækst over normalen i de fleste lande, og at produktiviteten mange steder er presset til det yderste – ikke mindst i USA. Samtidig peger en række arbejdsmarkedsindikatorer (PMI, virksomhedernes jobforventninger, forbrugernes syn på arbejdsmarkedet m.v.) også på en klar styrkelse af arbejdsmarkedet forude.

DMR mener, at ledigheden har toppet både i USA og euroområdet, og økonomerne venter, at den falder langsomt i hele 2011

og ind i 2012. I USA ventes ledigheden at nå ned på 8½ % ved udgangen af 2011 efter at være toppet på 10,1 % i oktober sidste år. I euroområdet ventes et fald i ledigheden til 9,6 % det kommende år, og i Asien er ledigheden allerede begyndt at falde efter en periode med høj vækst.

Den mere bredt funderede økonomiske vækst og vendingen på arbejdsmarkedet betyder, at den globale økonomi er blevet mere modstandsdygtig over for negative chok. Og DMR-økonomerne forventer, at det globale opsving holder sig på sporet ind i 2012, men der er udsigt til en mere afdæmpet vækst i 2. halvår 2011. Det skyldes, at opstramningen af finanspolitikken vil begynde at kunne mærkes, samtidig med at vækstbidraget fra lagrene aftager, når lagrene nærmer sig et passende niveau. Effekten af de finanspolitiske stramninger i USA forstærkes i 2012 og vil dermed trække den samlede vækst ned. Men den tid, den sorg. Lige nu er det vigtigt, at det globale opsving holder kurser.

Goldman Sachs definerer nye vækstmarkeder

Investeringsbanken definerer fire nye lande blandt verdens mest dynamiske økonomier som supplement til BRIK.

Goldman Sachs (GS) definerede begrebet BRIK i 2003 om Brasilien, Rusland, Indien og Kina som en salgbar betegnelse for nogle af klodens mest folkerige lande, der ville få en betydelig rolle i verdensøkonomien med tiden og være oplagte investeringsområder. Forventningen holdt stik. Det har været en særdeles god forretning at købe aktier i BRIK. De fire vidt forskellige lande præger i dag verden på mange forskellige måder og har gang på gang overrasket alle med deres vækstrater.

I 2010 voksede BRIK med 8,5 pct. i snit og i 2009 midt i den værste globale krise i årtier voksede BRIK ufortrødent med 5,5 pct. I 2010 fortrængte Kina Japan fra pladsen som verdens næststørste økonomi – fem år tidligere end forudset af GS – og Kina er nu lige så stor som de tre andre BRIK-lande tilsam-

men. Brasilien har en økonomi, der næsten matcher Italiens, hvilket ikke var forventet før omkring 2025. Og Indien og Rusland er ikke langt efter.

BRIK som helhed har en størrelse svarende til 80 pct. af USA's økonomi, og amerikanerne ventes at blive overhalet på et tidspunkt i dette årti, mens Kina alene vil nå en størrelse omkring 2/3 af USA. I 2020 vil BRIK tegne sig for knap halvdelen af væksten i global BNP.

NYE VÆKSTMARKEDER

Men der er andre udviklingsøkonomier i en rivende udvikling, som også vil spille en stadig større rolle i den globale økonomi - og nogle mere end andre. GS mener, at den traditionelle opdeling mellem udviklede lande og Emerging Markets ikke længere giver en tilstrækkelig god afspejling af den globale økonomis natur.

GS har derfor udvalgt nogle lande i Emerging Markets universet – nogle som tegner sig for mindst 1 pct. af global BNP – og kaldt

dem *Growth Markets*. Udover de fire BRIK-lande er der fire andre lande, der opfylder dette kriterium pt.: Mexico, Korea, Tyrkiet og Indonesien.

Overordnet set er det disse lande, som efter GS' vurdering har de bedste perspektiver for at opleve stigende produktivitet understøttet af favorabel demografi og derfor en hurtigere vækstrate end det globale gennemsnit. Yderligere karakteristika til at skelne Vækstmarkeder fra Emerging Markets er vækstmiljøet såvel som niveauet for finansiel udvikling og adgangsmulighederne for investorerne.

Jim O'Neill, cheføkonom i GS, mener, at investorer bør se på dem uden de traditionelle risikobriller.

"Investorerne skal i stigende grad tænke på de otte Growth Markets på en anden måde, end de plejer at gøre om udviklingsøkonomier – dvs. de skal ikke ses som risikable investeringer i tillæg til en kerneportefølje af udviklede økonomier," siger Jim O'Neill.

Forbrugerne i Growth Markets er afgørende

USA's forbrugere har spillet en meget afgørende rolle for verdensøkonomien i de seneste årtier, ikke mindst det sidste. Ikke blot udgjorde det amerikanske privatforbrug 72 pct. af USA's BNP, da økonomien var i højeste gear, men det svarede også til ikke mindre end 21 pct. af global BNP. I dag, hvor ledigheden stadig er høj, 23 pct. af boligejerne er teknisk insolvente, og anden gæld stadig tynger dem, så er amerikanerne ikke så villige til at bruge penge som før. Hvordan skal verden så klare sig?

Det er Goldman Sachs (GS) ikke i tvivl om. BRIK og de fire andre Growth Markets (og

andre N11-lande) skal nok sørge for mere end at opveje et svagere USA-forbrug. GS forventer, at BRIK-s forbrugere vil udgøre en lige så stor købekraft som amerikanerne ved udgangen af dette årti. Sammenlagt vil BRIK-forbruget i reale termer kunne vokse med 1.000 mia. USD årligt frem til 2025 (nominelt 1.500-2.000 mia. USD årligt). Men også de andre Growth Markets – Mexico, Tyrkiet, Indonesien og Korea vil opleve stærk vækst i middelklassen, dens købekraft og dermed forbruget.

Væksten i mellem- og højindkomst klassen i BRIK og N11 vil blive den afgørende drivkraft for forbruget de nærmeste årtier. I

takt med at folk øger deres indkomster, får de bedre råd til forskellige varer og ydelser og efterspørgselen efter dem vil accelerere. Det vil først og fremmest ramme tre sektorer: Varige forbrugsgoder (især biler); luksusvarer samt rejser og turisme (især luftfart). Kina er allerede blevet verdens største bilmarked. I løbet af 10 år kan det blive verdens største marked for luftfart og om 15 år det største for luksusvarer.

"Selv om mulighederne er mange og meget komplekse, så tror vi, at væksten i forbrugerne i BRIK og N11 er en af de vigtigste strategiske historier i vores tid," siger Jim O'Neill.

Euroaftalen er et vigtigt skridt

Forud for EU topmødet, der fandt sted 24.-25. marts (efter redaktionens slutning) lykkedes det overraskende for landene at nå frem til en aftale, som i hovedtræk er ganske positiv:

- 1) Lånekapaciteten udvides til 500 mia. EUR
- 2) European Financial Stability Facility (EFSF) får lov til at købe obligationer i det primære marked. Det kan vise sig at være en hjælp for Portugal.
- 3) Renten blev sænket på Grækenlands lån. Grækerne indvilligede i at sælge statsejede aktiver til en værdi af 50 mia. EUR. Irlands rente blev ikke sænket. Irerne nægtede af sænke selskabsskatten, der

med 12,5 pct. er den klart laveste i Euro-land og hele EU.

- 4) Der blev oprettet en europagt, som er en revideret version af the Competitiveness Pact. En introduktion af de fiskale regler i de nationale lovgivninger er det vigtigste skridt her.

Indholdet af aftalen, hvis detaljer blev endeligt fastlagt på EU topmødet, er særligt positiv for Portugal, men også for Spanien og Grækenland, mens den får mindre betydning for Irland.

Økonomerne i Danske Bank mener, at dette kan blive et vendepunkt for gældskri-

sen med bedre betingelser for Grækenland, bedre instrumenter til at hjælpe Portugal og flere penge på bordet til Spanien. Og sådan blev den også modtaget, idet de fire problemlandes rentespænd til Tyskland blev indsnævret ganske pænt, mindst for Irland.

Men problemet er langt fra løst endnu. Når alt kommer til alt indeholdt aftalen ikke mere end hvad, man kunne forvente givet den alvorlige situation og nødvendigheden af at overbevise de finansielle markeder om, at der gøres noget ved sagen. Og viser det sig, at situationen udvikler sig værre i Spanien eller Italien, så kan den nye aftale vise sig utilstrækkelig.



Dråberne, der fik bægeret til at flyde over

Grænsen for hvor meget risiko, aktiemarkedet kunne tåle, blev nået med kriserne i Mellemøsten og Japan. For investorer med en tidshorisont på mindst 6-9 mdr. kan den usikre situation være et godt købstidspunkt, mener aktiestrateg Morten Kongshaug.

Til trods for stigende råvare- og oliepriser; Kina-afdæmpning; et jobløst opsving; downgrades af PIGS-lande i eurokrisen, der ikke vil dø; voldsomme uroligheder i Mellemøsten samt lurende renteforhøjelser i Euroland, så havde det globale aktiemarked buldret af sted med over 20 pct. siden september. Selv det japanske jordskælv - som med 9,0 på den logaritmiske Richter-skala var 100 gange så kraftigt som det 7,0 skælv, der ramte Haiti i 2010 - kunne ikke bremse markedet. Men det kunne den usikkerhed, der bredte sig, da et kølesystem på Fukushima atomkraftværket blev ødelagt af den efterfølgende tsunami og en frygt for kerne-smeltning begyndte at brede sig. Så var det nok. De japanske aktier faldt hurtigt 15 pct.; DAX og Norden med 5-6 pct.

Er det en "fair" markedsreaktion?

Set som isoleret begivenhed virker det som en meget følelsesmæssig overreaktion på Japan-krisen. Sammenlignet med historiske begivenheder af relevans for de store regionale aktiemarkeder i Japan, Tyskland og USA, så som episoderne med hhv. Three Mile Island i 1979, Tjernobyl udslippet i 1986 samt Kobe- jordskælvet i 1995, så har den aktuelle reaktion for det japanske aktiemarked været i særklasse den hurtigste og skarpeste. Dette til trods for, at hverken Japans industrielle centre i syd er blevet berørt, eller et alvorligt radioaktivt stråleudslip endnu er blevet registreret. Det er med andre ord en chokerende hård finansiel reaktion på en begivenhed, der fortsat synes at være på en skala sammenlignelig med de øvrige nævnte katastrofer, siger aktiestrateg Morten Kongshaug.

Hvad tror du, forklaringen er på det?

Jeg tror, det hænger sammen med, at investorerne ikke har glemt finanskrisen. Dengang blev alle overrasket af, hvor slemt det hele var under overfladen, og i dag har vi en

tilsvarende uigennemskuelig situation på atomkraftværket med konsekvenser ingen kan overskue. Men den kraftige markedsreaktion er formentlig også en afspejling af, at markedet var lidt overkøbt, og at den indtjeningsfremgang, som har drevet markedet indtil nu, måske snart vil fortage sig.

Tror du, det vil ske?

Nej, jeg tror faktisk, at vi vil opleve en stærk indtjening i virksomhederne året ud. Vi er stadig i den tidlige cykliske fase af opsvinget, hvilket betyder, at der stadig er mulighed for at lave "overnormale" profitter for mange virksomheder. Desuden er virksomhederne typisk også stadig præget af en høj operationel gearing. Så jeg mener faktisk, at den aktuelle situation faktisk er en god købsmulighed for investorer med en tidshorisont på mindst 6-9 mdr. Går du ind og køber mere op nu, kan du måske få det dobbelte afkast i forhold til hvad du får, hvis du venter 14 dage og det er lidt mere gennemskueligt. Sådan er den finansielle verden jo. Højt afkast hænger sammen med høj risiko. Når det er sagt, må jeg kraftigt understrege, at hvis man går ind nu, så er det under forudsætning af, at vi ikke får en forværring af situationen på Fukushima og en radioaktiv sky driver ind over Tokyos 35 mio. indbyggere. Det er et scenario, som ingen i realiteten kender konsekvenserne af. Men forudsætter vi, at det lykkes at få strøm på køleanlægget igen og situationen under kontrol - hvilket de seneste meldinger tyder på - så tror jeg at allerede regnskabsæsonen, der starter om 14 dage, vil vise at det stadig går godt for virksomhedernes indtjening.

Hvilke sektorer skal man så koncentrere sig om?

Helt overordnet skal man holde sig fra sektorer med virksomheder, som har stor eksponering til f.eks. PIGS-lande eller andre

trængte økonomier og som også er ramt af de højere råvarepriser. Derimod skal man kaste blikket på selskaber med global omsætning og en global omkostningsbase, som klarer sig godt. Specifikt er bankerne, især de svenske interessante lige nu, da de ikke er eksponeret over for hverken PIGS-lande eller Mellemøsten, men med fortsat stigende renter oplever en bedring af rentemarginalen. Olie- og gas er særlig interessant i Norden, mens kapitalgoder er en mere blandet landhandel - nogle har det hårdt, men andre har det fint.

Vi står over for dividendeudbetalinger i de nordiske selskaber. Det lyder umiddelbart som en mulighed for sikkerhed i et usikkert miljø - bl.a. også fordi aktiekurser typisk ikke falder så meget, som dividendeudbetalingen tilsiger?

Ja, sådan opfatter vi det også. Og denne sæson ser særlig interessant ud efter en indtjening, som i 2010 voksede med 44 pct. for de nordiske virksomheder. Der er groft sagt tre muligheder for virksomhederne at bruge pengene på: De kan investere i fremtiden; nedbringe gæld eller udbetale højere dividender. Idet gælds niveauerne er de laveste siden 2008 tror vi ikke, de vil nedbringe gælden yderligere. Investeringsplaner er generelt beskåret siden 2009, og vi forventer, at profitterne fra 2010 bliver anvendt i et mix af investeringer og dividendeudbetalinger. Vi vurderer, at de nordiske selskaber under ét vil øge dividendeudbetalingerne med 33 pct. i forhold til 2010. Så selskaber med høje udbyttebetalinger og stærke frie cash flows er interessante i denne tid, men selvfølgelig med kritiske øjne på det enkelte selskab og en spredning over forskellige sektorer, siger Morten Kongshaug, og peger på, at et interessant alternativ til enkeltaktier for private investorer er investeringsfonde med speciale i temaet, f.eks. DI Højt Udbytte.

Rusland kæmper for at blive stueren

Den russiske bjørn gør en aktiv indsats for at slippe af med et dårligt ry blandt udenlandske investorer.

Verdens største land har en meget turbulent historie at se tilbage på i det 20. århundrede. I årene umiddelbart efter Murens fald var den bestemt ikke mindre turbulent med en uhensigtsmæssig privatisering, korruption og et politisk kaos, der ikke ligefrem gjorde det til en magnet for udenlandske investorer. Men tiderne har ændret sig. I de seneste måneder har inflationære tendenser og vækstafmatning i Asien fået investorerne til at se sig om efter andre muligheder, og blikket er faldet på Rusland – som i parentes bemærket ikke har nogen nævneværdig statsgæld.

Det umiddelbare indtryk, som mange har af Rusland er høj korruption, og en regering, der ikke står tilbage for at blande sig i forhold, som den set med vestlige øjne ikke burde. Som f.eks., da Khodorkovsky, som for år tilbage blev dømt for skattesvig med indtægterne fra salg af Yukos' olie, og sidste år blev dømt igen i samme sag for at have stjålet olien. Ser du nogle tegn på, at regeringens politik og forretningsmiljøet er blevet mere betryggende for udenlandske investorer?

Vi hører i de vestlige medier meget om en hård politisk linje og et land, der lider af høj korruption, og jeg vil heller ikke benægte, at der er en stor sandhed i det. Men der er en overdreven fokus på de negative forhold. Den historie, som man ikke har hørt meget om siden krisen, er, at investeringsmiljøet er i en meget positiv trend, og det samme gælder den udenrigspolitiske linje siden "reset" for to år siden i forholdet til USA med bl.a. ratificeringen New Strategic Arms Reduction Treaty sidste år; en "genforening" med Polen efter den polske præsidents flystyre, et forbedret forhold til Georgien og et medlemskab af WTO, der sandsynligvis bliver en realitet i år eller næste år. De positive tendenser ses også

i den indenlandske politik og i den kommercielle verden. Regeringen er klar over betydningen af at tiltrække udenlandske investeringer, og gør meget for at forbedre forretningsmiljøet. Det har allerede båret frugt i form af, at Pepsi og BP har foretaget opkøb i landet og andre store udenlandske virksomheder i stigende grad etablerer baser i landet, som på mange punkter vurderes at have et enormt potentiale. Alene medlemskabet af af WTO vil styrke Ruslands handelsrelationer betydeligt og via øget konkurrence medvirke til at dæmpe inflationspresset, siger David Reid, research analyst inden for Global Emerging Markets hos BlackRock, et af verdens største kapitalforvaltningsselskaber.

Men udover at have store reserver af gas og olie, hvad er det så egentlig, russerne kan?

Faktisk har russerne en meget stor intellektuel kapital, de har mange højtuddannede mennesker, og det er ikke tilfældigt, at Rusland har leveret flere stormestre i skak end resten af verden tilsammen. Inden for videnskab har russerne en fremtrædende position på verdensplan, og de er godt med i flere højteknologiske områder og teknologisk innovation, og har fostret mange teknologiske entreprenører. Modernisering er en nøglepolitik for regeringen, og der er påbegyndt etablering af flere innovationscentre de senere år, som også tiltrækker udlandet. Vigtigt fra et investorsynspunkt er også, at selskabernes topledelse er meget synlige og troværdige, hvilket du f.eks. ikke oplever i Kina.

Aktiemarkedet er billigt – er det fair?

Aktuelt har det russiske aktiemarked en P/E på 8, hvilket gør det til et af de billigste markeder i verden. I lyset af de positive tendenser, er det ikke retfærdiggjort. Da krisen var

på sit højeste, var der en P/E-rabat på 2,5 på russiske aktier i forhold til andre Emerging Markets, og der er den faktisk stadig i dag til trods for, at de russiske aktier historisk set har handlet til en præmie – hvilket de også gjorde så sent som 18 mdr. før krisen. Der er flere forhold, som giver anledning til at forventer rabatten reduceres. Investorernes risikoappetit er steget; de høje energipriser; samt de reformer, der er i gang på mange fronter, herunder ikke mindst at der er en privatiseringsproces i gang, som vil øge effektiviteten i økonomien og den private sektor markant. Bl.a. er man også ved at slippe den statslige kontrol i bankerne, hvilket lægger op til en mere effektiv långivning til sunde projekter. Energisektoren er særlig interessant p.t. Selv om vi allerede har set pæne stigninger på russiske energiaktier i år, så er der stadig gode gevinstmuligheder. F.eks. i Gazprom, som var verdens mest profitable virksomhed i 2010 – der er lagt op til at selskabets indtjening vokser hurtigere end mange energiselskabers i år, og den handler til en P/E så lav som 6.

Er der andre interessante sektorer?

Ja, ikke mindst i infrastrukturen. Rusland har boligmangel, et nedslidt jernbanesystem, og 75 pct. færre lufthavne end før Murens fald med samme antal passagerer. I det føderale budget for de næste fem år er der afsat dobbelt så mange penge som de foregående fem år. Alene VM i fodbold vil kræve 14 nye stadions og lige så mange lufthavne skal ombygges. Så selskaber, der arbejder med infrastruktur er meget interessante. Det samme gælder transportsektoren. Der er udsigt til en meget stor vækst i containertransport via jernbanenettet i de kommende år, så containerindustrien er også et meget stort vækstområde.

KLOGE RUSSERE

Rusland har 3.500 ingeniører for hver mio. indbyggere, næsten det samme som USA. Blandt andet inden for softwareudvikling er landet stærkt og har markeret sig ved mange universiteter i Top 10 ved de seneste 8 års ACM-ICPC verdensmesterskaber i programmering. Fem russiske universiteter var eksempelvis i Top 10 i 2008 og slog bl.a. MIT, Harvard og Cal Tech. Virksomheder som Sun, LG, Google, Oracle, Siemens, Intel, Boeing, IBM, Dell, Microsoft og Motorola har etableret sig i Rusland for at nyde godt af talentmassen. Flere mennesker i Rusland arbejder med forskning og udvikling end noget andet land i verden. Målt i lokale patentansøgninger er landet på niveau med Tyskland, men på de internationale patentansøgninger kun på niveau med Brasilien, betydeligt efter de fleste andre lande. Rusland har 1 mio. teknisk veluddannede mennesker, mere end Kina, Japan og USA, og tre gange så mange som Indien.

Råolie, risiko, Rusland og revolution

Vi kommer heller ikke uden om smartphones, og hvorfor Apples største fordel også er selskabets største risiko.

Money makes the world go around, sang Liza Minelli i Cabaret, men hun kunne lige så godt have sunget om olie. Olie er det moderne samfunds uundværlige brændstof, og derfor er det ganske forståeligt, at verdens øjne med nervøsitet er rettet mod Mellemøsten lige nu, hvor revolutioner er kommet på mode – og Japan, hvor en forfærdelig ulykke får atomkraft til at gå af mode. Ser man tilbage på de seneste fem store globale nedture, så har der i øvrigt i alle tilfælde været en markant top i oliepriserne umiddelbart før...

Situationen i Mellemøsten og Japan skrider risiko til himlen. Hvad skal investor gøre i sådan en situation – også skride?

Det er endnu et eksempel på, at investor hele tiden kommer ud for vigtige valg. Når tingene spidser til, føler vi, at vi som investorer skal gøre noget. Det var det samme sidste år med eurozonen. Men hvis man havde solgt ud, hver gang aktierne var faldet pga. usikkerhed om eurozonen, havde man tabt penge. Man skal passe med ikke at gøre noget på et forkert grundlag, siger senioranalytiker Lars Skovgaard Andersen i Danske Bank, der har en del af ansvaret for at identificere vigtige trends og tendenser – helst før alle andre.

Men Mellemøsten er jo i høj grad en reel risiko, eurokrisen er stadig uafklaret og kan i værste fald udløse en ny bankkrise i Europa, de udviklede lande har et stort gældsproblem, så er der den med ældrebyrden, fødevarerne, råvarerne, manglende jobs i USA osv. Listen er lang. Hvordan skal jeg forholde mig til al den risiko?

Du skal prøve at definere summen af risiko og gøre op med dig selv, hvad du forventer og kan tåle af tab – og så lave en allokering derudfra på forskellige aktiver. Når først du har gjort det, skal du ikke lade dig forvirre af risikoen en gang til. Men sker der noget afgørende nyt, så må du revurdere den samlede risiko og se din portefølje igen.

nem. Når du handler med enkeltpapirer på egen hånd, har du selv et ansvar for din risikoprofil.

Og hvad er det så konkret, jeg som investor skal gøre nu, hvor Mellemøsten og upopulær atomkraft og dermed en potentiel oliekrise er en ny risiko oven i alle de andre?

Du kan starte med at se på nøgletallene, som lige nu fortæller, at den økonomiske motor er ok. Derefter overvejer du den nye risiko, og hvordan det kan ændre billedet. Tag et ekstra kig indad for at se om du har samme risikoappetit som tidligere. Hvis den er ændret, så må du i gang. Hvis det betyder, at du gerne vil have lidt færre aktier, så behold dem du tror på, og sælg de svageste historier. Køb evt. forsikring på de gode historier via optioner – dvs. en strategi kaldet Protective Put, hvor du køber put-optioner på udvalgte aktier. Det er godt, hvis man har rustet porteføljen til et tilbagefald i aktiemarkedet, men det er kun en halv succes, hvis man ikke får købt igen.

Når situationen lige nu er så oliefikseret, skal man så hedge sin risiko ved at gå ud og købe olieaktier i stor stil?

Nej, så enkelt er det ikke. Stiger olien for meget, vil det kvæle væksten i økonomien, det vil ramme alle aktier over en bred kam og i sidste ende svække efterspørgslen på olie og dermed også olieprisen igen og i sidste ende indtjeningen for olieselskaberne. Ved det olieprisniveau, vi har nu, har de rene olieselskaber det godt, og det gælder også olieserviceselskaber som f.eks. Technip og Diamond Offshore. De er i øvrigt også begyndt at investere igen efter en pause som følge af ulykken i den mexicanske golf, der gav forventning om skrappe reguleringer. Men de kom aldrig.

Der er nogle, der mener, at snakken om Peak Oil – at den globale olieproduktion topper i disse år, fordi den tilbageværende olie bliver stadig vanskeligere at få fat i – er noget

bavl. De hævder, at der er olie til mange årtier endnu. Hvad mener du om det?

I teorien kan de have ret. Men det nytter bare ikke noget, hvis olien ikke er til at få fat i. "Anti-Peak Oil-teorien" er problematisk, fordi den er blevet en sovepude for nogen, eksempelvis regeringer, der har ansvaret for fremtidens energipolitik. Som det er i dag, kan opdyrkningen af nye oliefelter slet ikke følge med væksten i efterspørgslen, så enkelt er det.

Du er flere gange i medierne citeret for at sige, at det der skulle til for, at der for alvor kom fokus på udviklingen af alternative energikilder, var en krise som i 70'erne. Nu har vi den. En logisk følgeslutning må vel så være, at man skal investere i selskaber, der arbejder med teknologier til udnyttelse af vedvarende energi, f.eks. sol og vind?

Ja, det skulle man umiddelbart mene, men der er flere årsager til, at sådanne aktier ikke på kort sigt vil ryge til himmels. Mange vestlige lande har budgetproblemer og ikke råd til storstilede investeringer i alternativ energi, men udviklingen i Mellemøsten og Japan tror jeg får mange stater til at indføre fornyede subsidier. Det holder også mange lande og virksomheder tilbage, at de alternative energiformer ikke er så gode endnu, at de kan levere elektricitet til samme pris som de traditionelle kraftværker. En lang række teknologier er endnu også på et så tidligt stadie i deres udvikling, at ingen ved, hvilken bliver den bedste, og det holder også mange tilbage. Ydermere har man også stadig et problem med at kunne lagre energi fra f.eks. sol og vind tilstrækkeligt effektivt. Generelt kan man sige, at mange teknologier simpelthen ikke er gode nok endnu til, at vi vil opleve omstillingen fra fossile brændstoffer til vedvarende energi i stor skala. Det kommer, men ikke lige nu. Lige nu er det mest oplagt at skyde genvej ved energieffektivitet. ABB og Siemens er eksempler på selskaber, som begge bl.a. arbejder med forsyningselskaberne om at



Fransk jagerfly i aktion
mod Gaddafi.

energieffektivisere energiforbruget bl.a. via et mere intelligent elnet. Schneider er et andet eksempel og isoleringsselskaber som Saint Gobain og Rockwool også interessante og nyder godt af højere oliepriser. Og som alternative brændstoffer vil der komme øget fokus på gas – ikke et grønt alternativ, men udleder ved forbrænding dog meget mindre CO₂ end olie og kul. Mellemøsten sidder på ¾ af verdens naturgasreserver, men ny teknologi har gjort det muligt at udvinde ukonventionelle gaskilder, eksempelvis fanget i skiferlag, som er langt mere geografisk fordelt. Denne gastype vil komme mere i fokus, selv om teknikken kræver meget store mængder vand. USA har de største reserver, men mange andre lande, herunder Australien, Kina, Sydafrika og især Europa har betydelige reserver.

Lige nu er det næsten, som om vi begynder at se det billede, som en tysk militærrapport sidst år advarede om ville finde sted i et "Peak Oil"-scenario. Bilaterale aftaler og handler i krogene...

Ja, og det gør jo ikke situationen bedre, at det i fleste tilfælde er stater, der ejer olien; ikke mindst de oliefelter, der er opdaget de senere år. Apropos bilaterale aftaler og statsligt ejerskab, så er det værd at nævne, at Kina, som har masser af kul selv, er nettoimportør af olie og gas, i starten af året indgik en aftale med Rusland om olielevering og senere gas. Vi fastholder stadig, at russiske energiaktier er oplagte køb. De er ekstremt billige, men selv om det er et land med betydelig politisk risiko, stor korrupsion m.v., så retfærdiggør det ikke så lav en værdiansættelse – især ikke i betragtning af de mange positive forhold. Rusland er helt klar over nødvendigheden af at tiltrække udenlandske investorer, kapital og viden, og derfor vil de gøre meget for at bedre Ruslands omdømme via en mere samarbejdsvillig, åben politik og øget fokus på shareholder value. Det er en proces, der allerede virker. Flere udenlandske virksomheder, bl.a. Pepsi og BP, har foretaget opkøb i Rus-

land, og det er en slags blåstempling af forholdene. Af andre tiltrækkende forhold ved Rusland kan nævnes, at landet ikke har nogen offentlig gæld og WTO-medlemskab er i udsigt. Og landet er faktisk verdens største med enorme andele af verdens ressourcer, så som 9 pct. af det opdyrkelige land; hhv. 23 pct., 19 pct. og 6 pct. af verdens gas-, kul- og oliereserver. I et århundrede, hvor energi og fødevarer bliver et hovedtema, har Rusland stærke kort på hånden, men investorerne er først ved at opdage, hvor attraktiv Rusland er i forhold til andre Emerging Markets.

Lad os tage fat i mobiltelefoner. Det er stadig en trend, du har store forventninger til?

Ja, det er en meget stærk trend, som giver flere investeringsmuligheder. Ikke blot er der tale om en ekstremt stærk vækst i udbredelsen af smartphones i mange udviklingsøkonomier, som mere eller mindre ser ud til at springe PC'en over. Dertil kommer en *disruptive technology* i første omgang i de udviklede lande med 4G teknologien, som giver langt større hastighed og dermed anvendelsesmuligheder for smartphones. Det giver mange investeringsmuligheder, som det kan læses andetsteds i dette magasin.

Apple lancerede jo i sin tid den første smartphone i form af iPhone. Men deres koncept med at iPhone – og iPad – fungerer ved, at kun Apple-godkendt indhold kan bruges, er imod den Open Source tankegang, som præger internettet, sociale netværk og i øvrigt også konkurrenterne i form af Android-baserede smartphones. Tror du, deres koncept holder?

Apples styrke er – udover en stor brugervenlighed og et imponerende og funktionelt design – at de formår at knytte deres kunder til deres produkter med indhold, som er tilstrækkeligt interessant til, at kunderne accepterer det lukkede forum. Men jo stærkere konkurrenternes tilbud bliver, desto

sværere bliver det at fastholde den platform – et flot design vil ikke kunne modvirke det. Apple vil stå overfor det problem som mange har været i, når man har kultstatus: den er svær at fastholde, når alle har produktet. Men den største risiko for Apple er hvis de blev tvunget til at åben op for deres univers, eller hvis der var nogen, der kom med samme funktionalitet og indholdstjeneste. Dette er selve hjørnesteinen. Jeg ved, vi taler meget om selskabets afhængighed af Steve Jobs. Skulle han forlade selskabet, kan det få aktiekursen ned på den korte bane, men så længe der ikke er nogen konkurrence på indhold, så vil det blive et kortsigtet setback. Eller sagt på en anden måde: en købsmulighed.

Lad os slutte af med sociale netværk. JP Morgan har købt en 10 pct. andel i endnu ikke børsnoterede Twitter. Hvordan skal vi tolke det?

Det afspejler selvfølgelig en klar tro på, at der er potentiale i de sociale netværk. Men det betyder ikke nødvendigvis, at vi skal kaste os over dem, når de bliver børsintroduceret. I den forbindelse skal man huske, at når vi andre dødelige investorer kommer til fadet, så har store professionelle investorer været inde først og få en meget billigere del af kagen (de har oftest også løbet en højere risiko) Jeg vil ikke påstå, at jeg ved, at alle sociale netværk vil være for dyre ved børsintroduktioner, men jeg vil dog gerne fremhæve den risiko, der er ved at skulle investere i en ny sektor, hvor det er meget småt med analytisk grund for at vurdere værdien af selskaberne. Vi aner simpelthen ikke, hvad de er værd. Det er dotcom om igen. Men hold øje med dem og andre typer selskaber, der kan give kunderne værdi via sociale netværk, emails og smartphones. Som f.eks. Groupon, der har planer om en børsnotering. Selskabet som formidler rabatkuponer til folk inden for mange forskellige ydelser og har 70 mio. brugere, er estimeret til en værdi af 25 mia. dollars.

TEMA

BAGGRUND

RELEVANTE SEKTORER/
UNDERSEKTORERRELEVANTE
AKTIER/FONDE

MEGATRENDS

Er trends, som vil påvirke verdenssamfundet i op til adskillige årtier. Brede temaer, som ofte bedst udnyttes via investeringsforeninger, men enkeltaktier kan også være hensigtsmæssige.

Generelt

En af de store udfordringer i dette århundrede er, at mange essentielle råvarer bliver stadig knappere i takt med, at de store udviklingsøkonomier gennemgår industrialiseringsfasen og udbygningen af deres indenlandske økonomier med meget stor hast.

Energi, metaller, fødevarer og vand.

Energi herunder olie/gas, underleverandører samt alternative energiformer.

Metaller, mineselskaber og underleverandører

Fødevarer, herunder såsæd/ gødningsproducenter, landbrugsmaskiner, landbrugsjord

Vand, herunder vandrensning, afsaltning og forsyning.

DI KlimaTrends
DI Europa Bæredygtig Indeks
PGS, Cenovus, Gazprom
Diamond Offshore
Technip

Antofagasta, BHP,
Metso
FLS
Syngenta

Veolia

Energimangel/
nye energiformer

Fokus omkring alternativ energi er ændret til endnu mere fokus på energidelen efter, at oliepriserne igen er begyndt at stige, mens der er mindre fokus på de klimaændringer, som vores energiforbrug forårsager. Ændring i fokus understøtter energieffektive selskaber, da vi uden tilskud fra det offentlige søger disse produkter pga. høje energipriser. På længere sigt vil effektivitetsforbedringer i de vedvarende, "rene" energiformer kombineret med, at det offentlige igen vil give tilskud gøre disse selskaber interessante investeringsmæssigt. Fokus på knappe råvarer, herunder rent vand, vil medføre mere fokus på affaldshåndtering, vandrensning og forureningsbegrensninger.

Energieffektivitetsselskaber med produkter inden for isolering, elektricitetseffektivitet, kørselseffektivitet.
Nye energiformer, herunder vind, vand, sol, brint, a-kraft, CCS kulkraft (Carbon Capture and Storage).
Nye transportformer, herunder el-biler, brint-biler, biofuel

DI Klimatrends
Rockwool
ABB
Siemens

Emerging Markets, BRIK, Growth Markets, Next 11

Stærk vækst i udviklingen af den indenlandske økonomi samt middelklassen og dens købekraft. I 2030 forventes middelklassen i Emerging Markets at være vokset med 2 mia. mennesker, hvilket gør, at forbrugerne især i de største udviklingsøkonomier er uhyre interessante.

Råvarer, energi, mærkevarer, teknologi og infrastruktur fra Vesten

DI Nye Markeder
DI Kina
DI Fjernøsten
DI Emerging Markets
Smaller Companies
DI Rusland
DI Østeuropa
FLS, Technip
BMW, Adidas

TRENDS

Er udviklingstendenser, der har en varighed på mindst 6-12 mdr., men som kan vare i adskillige år. Kan udnyttes i en blanding af investeringsforeninger og enkeltaktier.

Mobildata

Smartphones (herunder LTE) og tablets Den teknologiske udvikling og ikke mindst øget datahastighed muliggør at mobile enheder får stadig flere funktioner således, at de nu både er telefoner, minipc'er, tv, spilkonsoller og betalingsenheder. Inden for dette tema vil investeringstemaer dukke op i løbet af de kommende år.

Smartphones- og tabletsproducenter. Underleverandører
Netværk
Teleselskaber
Indholdsleverandører

DI Teknologi,
Apple, Qualcomm,
Juniper, Verizon

Health Care

De store pharma-producenter har i årevis været plaget af manglende innovation, kopiproducenter og stadig flere patentudløb, der kulminerer i 2011-2013. Innovationsproblemet betyder, at mange opkøber biotekstelskaber, - en trend, der ventes at fortsætte.
Vær opmærksom på, at der forventes vitale gennembrud (disruptive) på mange forskellige områder i biovidenskaben i dette årti - herunder ikke mindst inden for genetikken. Der ventes samtidig et langt tættere, integreret samarbejde mellem mange forskellige videnskabsgrene i de kommende år, som vil bidrage til massive fremskridt i vores forståelse af biologiske organismer - herunder også menneskets.

Biotekstelskaber

DI Bioteknologi

Faste Investeringer

Kapitalgodesektoren er godt positioneret til at nyde godt af et opsving i faste investeringer og virksomhedernes anlægsinvesteringer i 2011.

Kapitalgoder

Siemens,
ABB

TEMA	BAGGRUND	RELEVANTE SEKTORER/ UNDERSEKTORER	RELEVANTE AKTIER/FONDE
------	----------	--------------------------------------	---------------------------

TRENDS - KORTSIGTEDE HANDELSTEMAER

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

Højere oliepriser	En stigende oliepris kombineret med at evt. begrænsende reguleringer i kølvandet på ulykken i den mexicanske Golf ser ud til at udeblive har ført til udmeldinger om stigende investeringer fra olieselskaberne i forbindelse med den seneste runde af regnskabsaflæggelser. Olieprisen understøttes yderligere af, at der foreløbig bliver ro i de nordafrikanske og mellemøstlige oliestater.	Olieservice	Diamond Offshore, Technip, PGS
Global Vækst	Der er en tæt korrelation mellem cykliske nyheder og aktiemarkedets performance. Udsigten til stærkere global vækst øger fokus på sektorer med størst operationel gearing og størst BNP-følsomhed. Det drejer sig om biler, industrielle goder og services, sektorer, som også i stigende grad fokuserer på de hurtigt voksende BRIK-lande.	Cykliske selskaber	BASF, Siemens, ABB, Technip, BMW, Volvo, Husqvarna, Walt Disney, Apple, UPM Kymmene, Sanoma, Autoliv, Swedbank, JP Morgan
USA's forbrugere	Det forventes, at USA's opsving tager fart i år, drevet af et stabiliseret boligmarked, lave renter i en rum tid endnu kombineret med en forlængelse af finanspolitiske lempelser og skatte-nedsættelser, et stigende antal nyansættelser og investeringer. Forhold, som vil ændre forbrugernes syn på fremtiden og øge forbruget mærkbart.	Forbrugsaktier	DI USA Abercrombie & Fitch, Apple, Walt Disney Husqvarna
Renteforhøjelser	ECB's seneste rentemøde tyder på, at der inden for kort tid vil komme rentestigninger. Historisk klarer visse sektorer det bedre end andre.	Finansielle services, kemi, stabile forbrugsvarer og metaller	Swedbank BASF, Reckitt Benckiser, Carlsberg, Swedish Match

TRENDSPOTTING

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

Rusland	Højere oliepris sætter fokus på valueringen af olieaktier. Dette understøtter russisk energi, som fremstår historisk billig i forhold til peers. En oliepris over USD 90 er positivt for russisk økonomi. Rusland er interesseret i en høj oliepris men ikke så høj, at den dræber global vækst.	Primært russisk energi Sekundært russisk forbrug og finans	DI Rusland, Gazprom Tal med din rådgiver
USA turnaround	Et mere positivt syn på fremtiden for små og mellemstore virksomheder i USA er med til at ændre sentimentet omkring forbrug og bolig, hvilket kan medføre lavere tab på lån og bedring i boligmarkedet	Primært amerikanske regionalbanker Sekundært bolig relaterede selskaber	DI USA Tal med din rådgiver



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

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

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

opmærksom på, at det bestemt ikke er uden risiko at forfølge de nævnte trends og tendenser i en investeringsstrategi. Vi opfordrer til, at du benytter oversigten som inspiration til en samtale med din investeringsrådgiver.

De nordiske succesmodeller

Hvad er hemmeligheden bag de nordiske samfundsmodeller, som andre lande ofte har skelet til med misundelse?

"The most successful society the world has ever known." Sådan var overskriften i The Guardian i 2005 i en artikel om Sverige. Andre har i årenes løb ytret lignende, om end knap så svulstige formuleringer om de øvrige nordiske lande. Og for mange andre lande har de nordiske lande i mange år været udråbt som en slags rollemodeller for det noget nær perfekte samfund.

Perfekte bliver de næppe nogensinde, men en kendsgerning er det dog, at der er tale om samfund præget af stor tillid, lighed, social sikkerhed, fleksible arbejdsmarkeder, velfungerende institutioner, politisk stabilitet, åbne økonomier, teknologisk tilpasningsevne, højt uddannelsesniveau, fri adgang for alle til sundhedssystemet, uddannelse osv. og samtidig en stærk konkurrence- og innovationsevne i erhvervslivet, som gør, at de er blandt de rigeste lande i verden målt på BNP pr. indbygger.

Og ikke nok med det. I forbindelse med det årlige økonomiske topmøde i Davos, hvor alverdens kloge hoveder mødtes for at diskutere verdens tilstand og udfordringer var der til lejligheden udfærdiget et dokument, hvori det blev påpeget følgende:

"I internationale sammenligninger, ikke mindst World Economic Forums globale konkurrenceevneindeks, befinder de nordiske lande sig altid på eller i nærheden af toppen. I et metaindeks, som er en samlet opgørelse af 16 forskellige globale indeks (konkurrenceevne, produktivitet, vækst, livskvalitet, velstand, lighed etc.) så toppe de fire nordiske lande – Sverige, Norge, Danmark og Finland listen."

Hvorfor det er sådan, forsøger en svensk økonom og to historikere at give en forklaring på i Davos-dokumentet.

NORDEN HAR LÆRT AF TIDLIGERE KRISER

Kendetegnende for de fire lande er, at de klarede sig nogenlunde gennem finanskrisen og den efterfølgende økonomiske krise uden altødelæggende bankkriser. Og selv om det danske ejendomsmarked har haft en hård nedtur er der ingen af landene, der har farlige budgetunderskud eller underskud på betalingsbalancerne.

Men at samle de fire lande under betegnelsen "den nordiske model" skal man være påpasselig med, mener Klas Eklund, seniorøkonom hos SEB og adjunkteret professor i økonomi på Lund Universitet. De

fire lande følger nemlig forskellige økonomiske strategier.

Dette er mest tydeligt i deres holdning til euroen. Finland er medlem af EU og med i euroen. Danmark er med i EU, men nøjes med at knytte kronen stramt til euroen. Sverige er med i EU, men har en flydende valutakurs. Og Norge er hverken med i euroen eller EU.

Det er ikke ensbetydende med, at der ikke er økonomiske ligheder. Alle fire lande er små, åbne økonomier med høje indkomster pr. capita. Alle har ret store offentlige sektorer med høje skatter, og alle har inkluderende velfærdsstater.

Men den historiske baggrund er forskellig. Danmark havde den værste økonomi i 70'erne med høj inflation og ledighed. Norge oplevede en lang finansiell krise og krise på ejendomsmarkedet i 80'erne efter en fejlhåndtering af et kreditboom, som endte med en systemisk krise og nationalisering af større banker. Og i Finland og Sverige var 80'erne præget af høj inflation og svage valutaer – og i starten af 90'erne fik landene økonomiske chok, da Finland blev hårdt ramt handelsmæssigt af Sovjetunionens sammenbrud og Sverige af høje renter for at forsvare valutaen. Resultatet var bankkriser og recessioner.

Men fælles for alle lande var, at de formåede at modernisere den økonomiske politik og gennemføre de nødvendige reformer uden at forfalde til protektionisme og andre kortsigtede lappeløsninger. En vigtig årsag til reformernes succes og gennemførelse var også, at der i alle fire lande var og stadig er en tradition for konsensusøgende politiske løsninger.

LAD IKKE EN GOD KRISE GÅ TIL SPILDE

"Never let a good crisis go to waste" udtalte præsident Obamas tidligere Chief of Staff, Rahm Emanuel på et tidspunkt. Men ser man tilbage på andre landes historik – og også håndtering af aktuelle situationer – så er det langt fra altid, at nationale kriser og eksterne trusler bliver imødegået på den rigtige måde. Alligevel lykkedes det for alle fire nordiske lande, og det i en grad, så deres samfundsøkonomi kom relativt let igennem krisen. Hvorfor?

"En mulighed er, at nordboerne af natur er usædvanligt samarbejdsvillige, rationelle og mindre tilbøjelige til at falde for fristelsen til markedsegoisme end andre men-

nesker. Hvis det er tilfældet, så er der ikke meget andre lande kan lære af det," skriver de to svenske historikere Henrik Berggren og Lars Trägårdh.

De vælger at antage, at borgerne i de nordiske lande overordnet set er som andre mennesker på godt og ondt, og dermed er der andre faktorer i spil: Den sociale praksis, institutionerne og de historiske erfaringer, som understøtter den nordiske kapitalisme.

"Det indebærer ikke, at der er en fritflydende nordisk model, der kan eksporteres til andre lande. Men det betyder, at nogle aspekter af den nordiske kapitalisme kan være relevante i adresseringen af problemerne med globalisering, social fragmentering og ustabiliteten i moderne finans kapitalisme."

Forfatterne mener, at det handler om den fundamentale harmoni mellem den sociale kontrakt i landene og de basale principper i markedet. De mener, at nøglen til vitaliteten af nordisk kapitalisme er, at den basale enhed af samfundet er individet og et centralt mål for politikken derfor er at maksimere individuel autonomi og social mobilitet.

Op gennem det 20. århundrede har netop de nordiske lande været blandt de globale frontløbere i denne proces, som forenklet sagt har gået på, at frigøre individet fra alle former for subordination og afhængighed inden for familien og det civile samfund.

I praksis er denne prioritering af individuel autonomi foregået via et hav af love og politikker for mangt og meget. Afhængigheden inden for familien er blevet minimeret gennem individuel beskatning af ægtefæller, familiens pligt til at forsørge de ældre medlemmer er overladt til samfundet, offentlige tilbud om børneoplysning giver alle kvinder adgang til arbejdsmarkedet, uddannelsesstøtte uden skelen til familiens indkomst giver unge autonomi i forhold til familien, og børn har også opnået en mere uafhængig status via afskaffelsen af korporlig afstraffelse samt generelt øget fokus på børns rettigheder og levevilkår.

Alt i alt har denne lovgivning gjort de nordiske lande til de mindst familieafhængige på Jorden. Familien er stadig en central social institution, men den er også indgydet af den samme moralske logik, som lægger vægt på autonomi og ligestilling. Den ideelle familie består af to forældre, der arbejder og ikke er finansielt afhængige af hinanden og børn, som opfordres til at blive uafhængige så tidligt som muligt.

"Velfærdsstaten kan betragtes som et system for risikostyring og ikke blot som en metode til omfordeling mellem rig og fattig – eller som en måde at kontrollere de fattige på, hvilket når alt kommer til alt, var dér, hvor velfærdsstaten havde sit udspring. Grundlæggende er den et socialt eller kollektivt forsikringssystem. Spørgsmålene om velfærdsstaten handler ikke blot om, hvem der betaler, hvem der vinder og hvem der taber, men om hvordan vi skal veje risiko og sikkerhed op mod hinanden i en verden, hvor risiciene skifter karakter."

Giddens, 2002

"Snarere end at underminere "familieværdier", så kunne det fortolkes som en modernisering af familien som en social institution. Mens man accepterer det faktum, at langsigtede ægteskabelige forpligtelser ikke længere er normen, så tager "den nye nordiske familie" forældreskabet alvorligt, både i en demografisk forstand (de nordiske lande har højere fødselsrater end de mere traditionelle familiekulturer i det sydlige Europa) og hvad angår den tid, som forældrene, gift eller ej, bruger sammen med deres børn," skriver de to historikere.

Billedet bekræftes af World Values Survey (WVS), jf. figuren. Heraf fremgår det, at de nordiske lande skiller sig ud som samfund, hvor folk lægger stærk vægt på vigtigheden af individuel selvrealisering og personlig autonomi. I den sproglige WVS-terminologi udtrykkes det således, at de nordiske lande er karakteriseret af deres høje grad af "frigørende selv-udtrykkelser" på den ene side og "sekulære-rationelle værdier" på den anden side.

MAN STOLER PÅ HINANDEN

Man kunne fristes til at tro, at den høje grad af individualisme kunne svække den generelle tillid i samfundet, men det er på ingen måde tilfældet, påpeger de to historikere. Der er teorier, som siger, at tillid kun opstår i små, tæt-knyttede fællesskaber, hvor man

i høj grad er afhængige af hinanden. Men ny forskning viser, at det netop er de mest moderne og individualistiske lande, især de nordiske, som er karakteriseret af en bred social tillid forlænget ud over den intime sfære af familie og venner til at inkludere andre medlemmer af samfundet.

Undersøgelser (the Eurobarometer 2004) viser, at ud over at lægge stor vægt på individuel selvrealisering, så er netop de nordiske lande præget af en høj grad af social tillid; et godt stykke over halvdelen af de adspurgte borgere i Norden hævder at have tillid til andre mennesker, inklusiv fremmede. Danmark toppe listen med 75 pct., mens Sverige er på andenpladsen med 65. Storbritannien, Tyskland og Spanien ligger omkring 33-35; Frankrig og Italien omkring 23. I bunden blandt EU-lande ligger de østeuropæiske lande og Grækenland på 10-18.

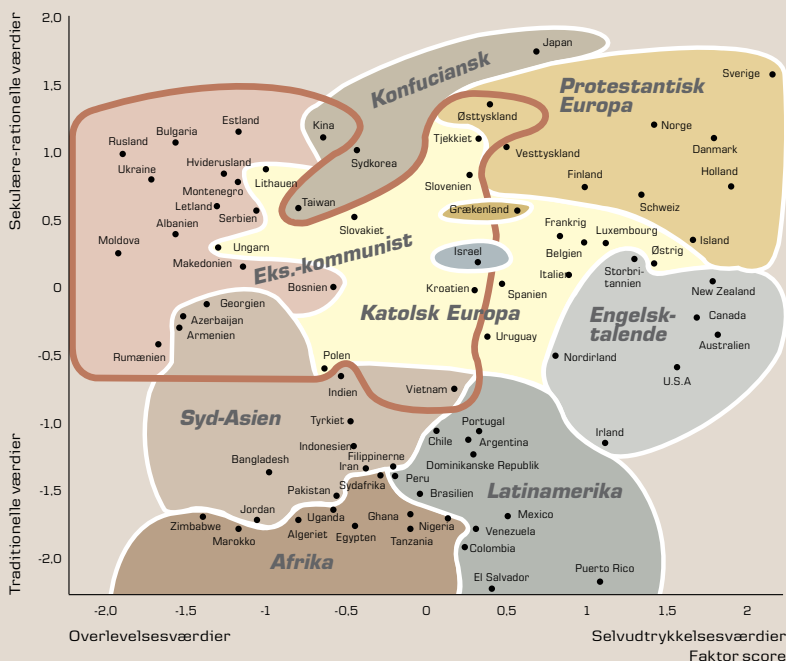
Den sociale tillid og tilliden til de statslige institutioner er en afgørende faktor for graden af korruption og i hvilket omfang landets befolkning oplever lovgivningen som resultatet af en demokratisk proces funderet i fælles værdier – og dermed også hvor godt lovgivningen virker.

FREMTIDEN

"Skal velfærdsstaten overleve på længere sigt er det vigtigt, at tilliden fastholdes og at familier og skoler formår at viderebringe de

socialle adfærdsnormer, såsom at "et ord er et ord" eller at alle, der kan, skal yde deres til det fælles bedste. Mister folk tiltroen til, at andre borgere vil bidrage, fordi de observerer flere og flere på frihjul, så starter en ond cirkel med skatteunddragelser, mindre skatteindtægter og dermed færre penge til velfærdsydelser, som igen vil medføre mindre tillid til, at systemet virker," fastslog den danske professor i offentlig politik ved Århus Universitet, Gert Tinggaard Svendsen tilbage i 2005.

De nordiske lande står som mange andre udviklede lande over for en vigtig udfordring i de kommende år i form af udsigten til, at en stor del af den nuværende arbejdsstyrke går på pension og ikke i tilsvarende omfang erstattes, da de yngre generationer ikke er så talrige. Der skal laves reformer. De nordiske økonomier formåede under kriserne i 70'erne, 80'erne og starten af 90'erne at indføre de bæredygtige reformer, som ikke resulterede i social fragmentering, men tværtimod samfundsmodeller, som i dag misundes af andre lande. De nærmeste år vil vise om de også denne gang med ryggen mod muren kan gennemføre de nødvendige bæredygtige reformer, der bevarer velfærdsstaten og borgernes generelt høje tillid til systemet.



RATIONELLE OG SELVUDTRYKKELSESVÆRDIER DOMINERER I DE NORDISKE LANDE

Undersøgelsen fra World Values Survey bekræfter i kvantitative termer, at de nordiske lande skiller sig ud som en klynge af samfund i hvilke folk lægger stor vægt på vigtigheden af individuel selvrealisering og personlig autonomi.

Kilde: World Values Survey (WVS), fourth wave (1991-2001). Ronald Inglehart and Christian Welzel, Modernization, Cultural Change, and Democracy: The Human Development Sequence. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.

For kineserne er det vigtigste økonomien

Omvæltningerne i Nordafrika har skabt spekulationer om virkningen i verdens kommende økonomiske supermagt, men der er intet, der tyder på en tilsvarende udvikling, og det skyldes også kinesernes mentalitet.

"Nu går kineserne også på barrikaderne," sagde mange i den vestlige verden efter omvæltningerne i Nordafrika. Det var også holdningen blandt mange udenlandske journalister i Kina. Men der er en verden til forskel på de ældgamle kulturriger, Kina og Egypten, selv om begge har flere tusinde års rig historie bag sig.

I årene efter Den anden Verdenskrig var Egypten rigere og mere udviklet end Kina, men i de seneste 30 år har alt ændret sig dramatisk i Kina, mens der har været en langt mere træg udvikling i Egypten.

Der er mange myter om Kina, men det er nogle relativt få kendsgerninger, der er centrale for at forstå kineserne. De har altid levet under et autoritært styre, og de har altid haft et hårdt arbejdsliv. De har lært at være tålmodige. Men de er samtidig meget optaget af deres eget liv, og de har sans for at skabe forretning og sætte noget i værk.

Da kommunistpartiet under formand Mao's efterfølger, Deng Xiaoping, lagde kursen radikalt om og tillod kapitalisme og privat foretagsomhed, blev der frigjort en kolossal energi i den kinesiske befolkning. Bønderne fik lov til at beholde en stor del

af afgrøderne og selv sælge dem, og private fik lov til at drive egen virksomhed. Det førte til et boom i væksten. Samtidig gav kommunistpartiet staten og kommunerne ideelle rammer for udviklingen af industrien og gav udenlandske investorer fri adgang til kæmpemæssige industrizoner, hvor infrastrukturen blev etableret på rekordtid.

Når der blev skabt plads til en fabrik med 100.000 medarbejdere, blev der også bygget boligblokke, skoler, børnehaver, veje, indkøbscentre osv. i nærområdet, og det hele var færdigt til åbningen af fabrikken.

Det er et af kerneelementerne i den kinesiske udvikling. Borgerne er ikke kommunister, i hvert fald ikke særligt mange, men de arbejder energisk for at få et job og for at skabe sig bedre muligheder, og de er ikke bange for at etablere en virksomhed. Iværksætter-raten er langt højere i Kina end i de nordiske lande.

Kinesiske virksomheder blev noteret på børsen og hentede enorme summer – det gjaldt både statslige og private virksomheder – og almindelige kinesere kastede sig over børsmarkedet, så der er dag er flere private aktionærer i Kina end i USA, omkring

100 millioner. Kinesere har ry for at være gamblere. Derfor spekulerer mange kortsigtet, og er aktiemarkedet dårligt, investerer de i ejerlejligheder, og når en boligboble truer, vender de tilbage til aktierne. De er fuldt optaget af deres egen økonomiske tilværelse, og de har lige så frie rammer som danskere og amerikanere.

De kan etablere egne virksomheder og skabe milliardværdier i løbet af 10-20 år, og de kan beholde værdierne, og der har i flere år været en kult omkring succesrige forretningsfolk, selv om dele af kommunistpartiet syntes, det var at gå for vidt. Derfor holder nogle af milliardærerne lav profil, mens andre ikke er så skræmte og går aktivt ind i kommunistpartiet for at varetage deres interesser dér eller for at skabe forandringer dér, hvor magten ligger.

KINESERNE GÅR IKKE PÅ BARRIKADERNE NU...

Samtidig er kineserne ekstremt ambitiøse på deres børns vegne, og derfor presses børnene til at få gode karakterer, og alle, der har råd til at sende børnene på udenlandske universiteter, gør det. De unge selv stu-



derer på livet løs, for de véd, at konkurrencen er benhård, men de véd også, at de kan opnå resultater og topposter, hvis de knokler og opnår gode kompetencer.

Denne udvikling vedrører især middelklassen og befolkningen i storbyerne. Der er sket en enorm forbedring af levevilkårene i de seneste ti år. Mange unge mennesker i 30'erne har egen bolig og bil, og de begynder at tage på ferie i udlandet. De går ikke på barrikaderne.

De tilløb, der har været til demonstrationer i Beijing og Shanghai i sympati med Jasmin-revolutionen i Egypten og Tunesien, blev kun til tilløb, der nærmest var en parodi. En internet-blog, måske i udlandet, havde opfordret kinesere til at lave en "vandreturs"-protest hver søndag kl. 14 ved at gå på de mest befærdede indkøbsstrøg i Beijing og Shanghai – foran en MacDonald eller foran en biograf. Hvem kan skelne mellem demonstranter og de hundreder eller tusinder af normale forbi-passerende? Men journalister mødte op og fiskede efter demonstranter, og politiet tog nogle af dem med på politistationen.

Kinesere kender udmærket til demon-

strationer og oprør, men dette her var en opustet brise i en kop te. Det afgørende for kineserne i almindelighed er en konstant fremgang i deres økonomi og levevilkår, og at de har friheden til at skabe deres egen tilværelse. Mange vil gerne udtrykke andre politiske synspunkter end kommunistpartiets, og mange er fortørnede over korrupsionen blandt magthaverne. Men det er ikke det centrale for langt hovedparten, bare deres tilværelse bliver bedre. Derfor hersker der ikke samme vilkår i Kina og i Mellemøsten, hvor hundredtusinder af unge – eller flere millioner – ikke kan få et ordentligt arbejde trods gode uddannelser, og hvor politiet og sikkerhedstjenesten hidtil har slået ned på den mindste protest.

...MEN DER ER OPRØR HELE TIDEN

Kina virker ikke som en politistat for de fleste borgere, og der er ikke det store opbud af væbnede politifolk og militærfolk, man ser i f.eks. Mellemøsten. Men alligevel er der oprør – ustandseligt. I de seneste år har der hvert år været omkring 80.000 demonstrationer og sammenstød landet over, og det har i mange tilfælde ført til fængslinger

og drab. Det er typisk protestaktioner mod de lokale myndigheder, hvor befolkningen protesterer mod korrupte ledere eller konfiskation af jord eller ejendomme uden en tilfredsstillende erstatning.

Tidligere greb politiet ofte vilkårligt ind og smed mange af demonstranterne i fængsel, men i de seneste par år har de lokale afdelinger af kommunistpartiet fra topniveau i Beijing fået besked på at fungere som en slags mægler mellem en oprørske gruppe og politiet. Borgernes rettigheder kan altså ikke tilsidesættes, som det ofte skete tidligere.

Borgerprotester har somme tider haft markant virkning. Det berømte magnetbanetog Måglev fra Pudong lufthavn til Shanghai skulle have været forlænget til byen Hangzhou, men protester mod magnetjernbanen med påstande om skadelige strålinger har fået styret til at droppe prestigeprojektet. Nu satser kineserne udelukkende på hurtigtog på hjul, og de kan til gengæld køre lige så hurtigt som magnettoget.

I byen Xiamen syd for Shanghai har borgerne standset en udenlandsk kemikalie-



fabrik, fordi borgerne mente, at den svinede. Borgeraktionen førte f.eks. til, at der på én dag blev sendt 100.000 sms'er til borgmesteren, og der var også fysiske demonstrationer. Det var altså organiserede protester fra 100.000 personer, og det skal sammenholdes med, at 100.000 personer eller deromkring mødte op på Tahrir-pladsen i Cairo.

Kinesere kan altså i samme omfattende tal reagere i utilfredshed med styret, men det handler altid om lokale forhold og episoder, der direkte har noget at gøre med borgernes dagligdag eller økonomi. Det er ikke tilladt at demonstrere mod kommunistpartiet og mod dets monopol. Det gør nogle alligevel, og det fører til husarrest eller fængslinger, og det mest aktuelle eksempel er modtageren af Nobels fredspris, Liu Xi-aobo. Han har imidlertid i årevis været systemkritiker, og han kræver politisk frihed, dvs. frihed til at have flere partier. Systemkritikere kan imidlertid eksistere i Kina, men det er graden af deres engagement og krav, som afgør, om de sættes i husarrest eller i fængsel. De kender vilkårene, og nogle vandrer ind og ud af fængsler.

TOPLEDELSEN ER OPMÆRKSOM PÅ PROTESTER

Men kommunistpartiet er ikke blind for protesterne mod lokal magtudøvelser eller korruption, og partiet véd udmærket, at der i befolkningen er stor opbakning til større politisk frihed. Det er også i år blevet understreget under det kinesiske nytår, hvor de to kommende topchefer Xi Jinping (udtales: Sji Djingping) og Li Keqiang (udtales: Li Kødjang) aflagde høflighedsvisit hos enken til Hu Yaobang, der er blevet kaldt Kinas Gorbatsjov. Han har været leder af kommunistpartiet, men blev fjernet i 1987 under en dramatisk magtkamp, der handlede om, hvorvidt økonomiske reformer skulle ledsages af politiske reformer. Hu kæmpede for politiske reformer. At han blev væltet og ikke blev nævnt i officielle medier siden hen gav ham et knæk, og han døde to år senere. Hans død var med til at fremprovokere oprøret på Tiananmen-pladsen i juni 1989, selv om den egentlige årsag var elendige økonomiske og sociale vilkår for de studerende.

Hvorfor møder de to kommende ledere op for at hilse på enken til en person, der blev udstødt, og som gik ind for større re-

former, end der har været? Financial Times har i en omfattende analyse spekuleret i, at forklaringen kan spænde fra almindelig høflighedstone til at signalere en sympati for reform-politikeren, og at der kan blive blødt op for kommunistpartiets monopol, når de har sat sig i stolene.

I Kina's magtsystem sker intet, som ikke er velovervejet, og derfor skal høflighedsbesøget ses som et skridt i retning af politiske reformer. Det skal også ses i lyset af, at Xi's far, der var med som leder under borgerkrigen, blev udstødt af Mao, og siden hen rehabiliteret under Deng Xiaoping. Men han var blandt de første, der stod bag de økonomiske reformer, nemlig i det sydlige Kina. Men han støttede også politiske reformer, og han bakkede op bag Hu Yaobang, og han var en af de få, der kritiserede militærets nedskydning af demonstranter på Tiananmen-pladsen. Han kritiserede altså den økonomiske reformleder Deng Xiaopings hårde *politiske* linje, og han blev førtidspensioneret.

Det er således et uhyre følsomt farvand, som især Xi, der ventes udpeget som præsident i 2012, bevæger sig ind i. Der er symbolværdi, så det kan mærkes. Han kender processen fra sin far, men han blev selv ramt af kulturrevolutionen og sendt ud på landet.

Li, som ventes at blive ministerpræsident når Xi udnævnes, hørte til en gruppe liberale studenter, da han gik på universitetet og eksperimenterede med valg til elevråd og styrelser.

Hvis der under deres styre skulle komme et nyt oprør som i 1987, er det næppe tænkeligt, at de to vil beordre hæren ind for at knægte oprøret. Skulle det ske, vil vi utvivlsomt se en splittelse af kommunistpartiet og dannelsen af et militærdiktatur, og det kan ende i borgerkrig. I så fald vil Kinas økonomi blive smadret. Alle i Kina tager afstand fra Kulturrevolutionen, som i virkeligheden var en borgerkrig, og som lagde landet øde, og ingen ønsker fortidens tragedier. Derfor er det mest sandsynlige, at vi fra nu af vil se en gradvist politisk opblødning.

KOMMUNISTPARTIET VIL BEVARE MAGTEN

Kommunistpartiet vil så vidt muligt bevare magten, og forsvaret og sikkerhedsapparatet vil bevare en stor rolle, ikke mindst fordi Kina bevæger sig op som en af verdens to

supermagter. Det kan føre til demonstrationer af magten for at vise, hvor den er. Men kommunistpartiet har også vist en betydelig evne til at lytte til græsrodderne. Den debat, vi har i demokratier mellem partier, foregår primært internt i kommunistpartiet, og f.eks. var der en 14 år lang og hed debat mellem betonkommunister og liberale om at give borgerne lov til at købe deres egen bolig. Kommunistpartiet tillader også andre partier, men de skal respektere kommunistpartiets førerrolle.

Der er nogle ret nye tendenser i retning af, at kommunistpartiet bevæger sig hen i en mæglende rolle – dvs. mellem statens og erhvervslivets interesser, og mellem nationens og regionernes interesser. Det kan måske også blive til en mæglerrolle mellem forskellige politiske og sociale interessegrupper.

Partiet vil for alt i verden forsøge at undgå at slippe tøjlerne brat, så Kina ender i et kaos som i Rusland under præsident Boris Jeltsins "vilde kapitalisme."

Det er det lange, seje træk, kineserne lægger vægt på, og det gælder i magtens cirkler og i den enkelte familie. Kineserne er vant til at tænke i historiske baner, og tilværelsen for 125 millioner "fremmedarbejdere" i storbyerne – dvs. folk fra landet – viser, at kineserne kan holde til en barsk tilværelse i et helt menneskeliv, hvis de føler, at deres tilværelse trods alt bliver forbedret.

Under dette års partikongres i marts lagde partiet særlig afgørende vægt på at forbedre forholdene for landbefolkningen og de lavtlønnede. Kina er det land, der mere end noget andet har formået at gøre et stort indhug i fattigdommen. 350 millioner, som for 30 år siden levede i dyb fattigdom, er hevet ud af fattigdomssvøben. Hverken Indien eller Afrika kan præstere noget, der bare ligner det.

Men alligevel er der mange hundrede millioner, som lever en kummerlig tilværelse. Da revolutionen i Egypten og Tunesien viser, at utilfredshed hurtigt kan brede sig, fordi alle bruger de moderne kommunikationsmidler, skal levestandarden derfor forbedres i et snuptag – lidt som med Kinas hurtige aktion for at undgå at blive ramt af den vestlige finanskrise.

Derfor skal indkomsterne nu stige lige så meget som den økonomiske vækst, og virksomhederne skal give lønninger, der svarer

til produktivitetsgevinsterne. Lønindkomster er i de seneste fem år ikke steget med de ca. 10 pct. om året, som økonomien er vokset med.

NY FEMÅRSPLAN

I den sidste femårs-plan har prioriteten været lagt på økonomisk vækst, men chefen for Kinas Nationale Udviklings- og reformkommission, Zhang Ping, sagde under kongressen, at der vil ske en ny-orientering af vækst-tænkningen i de kommende fem år. "Nu skal vi lægge mere vægt på at sikre og forbedre folks levestandard," sagde han. Det kan føre til en lavere vækst i de kommende år. Regeringen lægger foreløbig op til en vækstrate på 7-8 pct. i stedet for 9-10 pct.

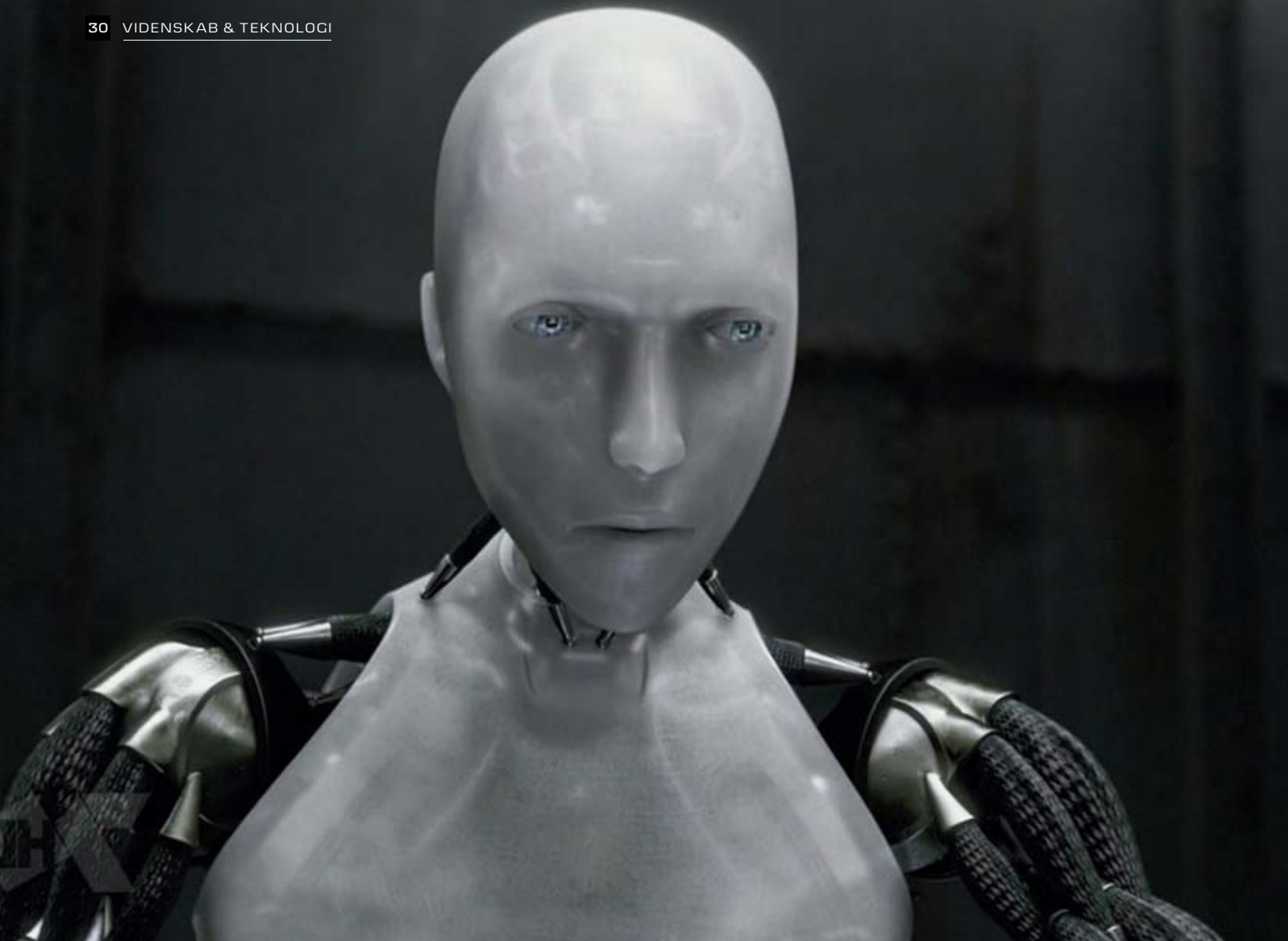
Det er den slags kursændringer, som Kina kan foretage, fordi landet trækkes af to heste: Staten og kommunistpartiet kan udstikke nogle generelle retningslinjer f.eks. om investeringer uden benspænd fra en opposition, og den private sektor, dvs. erhvervslivet og borgerne, har frihed til at sætte fuld damp på kedlen, men inden for de overordnede retningslinjer.

Så længe, der er økonomisk fremgang for den enkelte, er der opbakning til et autoritært styre i et samfund, hvor respekten for forældre, de ældre og for ledere og eksperter i forvejen er stor. Magthavere og borgere har også den opfattelse, at de forskellige kræfter i samfundet skal arbejde sammen i stedet for at bekriige hinanden eller konkurrere – selv om konkurrencen mellem virksomheder, også de statslige, er benhård. Men i sidste ende handler det om "det fælles bedste."

Et medlem af Hongkong-regeringens tænketank, Shiu Sin-por, har sagt, at Kina og Fjernøsten kan have udviklet en samfundsmodel, der er Vestens overlegen. Han begrundet det med, at Vesten tænker i termerne: at vinde eller tabe. I Asien handler det om at finde løsninger og om at have alle med. Der skal findes en middelvej, men med tempo.

Denne tænkning er sat i system i Kina, og der er tale om langtidsplanlægning. Det er derfor, at styret vil undgå pludselige forandringer som i Nordafrika. Det har man prøvet rigeligt af. Borgerne ønsker heller ikke at smide fremskridtene overbord. Kineserne er vant til kampe, men det er kampe inden for murene.





I, Robot

Isaac Asimovs berømte roman er ikke helt ude i hampen.

Kunstig intelligens har man talt om siden computerens opfindelse, og det har skabt en del debat og science fiction gennem tiderne. Debatten blussede op, da daværende verdensmestret Garry Kasparov tabte i skak til *Deep Blue* i 1997, og igen for nylig da *Watson* slog USA's mest suveræne menneskelige vindere i Jeopardy.

Men der er stor forskel på de to sejre. Hvor *Deep Blue* hele tiden regnede konsekvenserne af alle træk igennem, så var *Watsons* opgave anderledes kompleks og krævende, idet "han" skulle forstå spørgsmål i talesprog. *Watsons* hemmelighed var til dels ret sofistikerede algoritmer, men også en enorm computerkraft i form af 90 servere, 15 terabyte af hukommelse og 2.880 parallelt forbundne mikroprocessorer. Men *Watson* svarede ikke rigtigt på alle spørgsmål, nogle var helt uden for sammenhængen.

Watson lærer imidlertid af sine fejl. Men

selv om han kunne slå USA's Jeopardy Champions er det ikke ensbetydende med, at han kan regnes som en egentlig konkurrent til mennesker. *Watson* har ikke nogen bevidsthed om, hvad han er, og man kan ikke føre en samtale med ham, end ikke på small talk niveau. Det vil hans efterfølgere kunne gøre ikke så langt ude i fremtiden i takt med den voldsomme teknologiske udvikling. Computerteknologi har i dag mere fremgang på en time, end den havde de første 90 år af dens levetid.

EKSPONTENTIEL UDVIKLING

Ray Kurzweil, amerikansk videnskabsmand og fremtidsforsker, har meget stor tiltro til kunstig intelligens inden for overskuelig fremtid. Kurzweil var et vidunderbarn, som hurtigt besluttede at blive opfinder. Det blev han så allerede i drengeårene, og han susede igennem studierne på Massachusetts

Institute of Technology (MIT) uden nævneværdigt fremmøde til forelæsningsne og graduerede allerede som 21-årig med en dobbeltgrad i computervidenskab og creative writing.

Han har lavet en hel del opfindelser gennem tiden, har flere selskaber, har gættet rigtigt på nogle fremtidsudviklinger og forkert på andre, har skrevet adskillige bøger, hvoraf fire er blevet bestsellere. En af dem – *The Singularity is Near* – handler om det, han brænder allermost for, nemlig kunstig intelligens.

Kurzweils fremtidsvisioner om, at mennesket kan blive udødeligt allerede om 34 år eller deromkring er der delte meninger om, men før vi kaster os i det, så lad os se på Kurzweils grundlæggende observation.

Kurzweil baserer nemlig sine teknologiske forudsigelser på det, han kalder "the law of accelerating returns", som ganske

I find death unacceptable

Ray Kurzweil, videnskabsmand, som håber den videnskabelige og teknologiske udvikling en dag gør det muligt for ham at genskabe sin afdøde far.

det humane genom på et år. Men så satte de sig et mål om at kunne beskrive det 100 pct. på 15 år. Efter syv år var kun 1 pct. beskrevet. Men det var ikke, fordi projektet ikke var på sporet, for det var det. Fremskridtene blev nemlig fordoblet for hvert år, og det betød, at når forskerne havde nået 1 pct., så var de faktisk kun syv år fra målet. Og det blev nået i 2003.

VI TÆNKER LINEÆRT

Kurzweil påpeger, at det er en integreret del af vores natur at tænke lineært, og derfor er vores prognoser for teknologisk og videnskabelig forskning ofte helt ved siden af. Eksempelvis på energiområdet, hvor Kurzweil spår, at solenergi er fremtiden – vi har 10.000 gange mere sollys, end vi har brug for, hvis vi taler om det globale energiforbrug.

Han mener, at vi kun er få år fra, at solenergi er økonomisk konkurrencedygtig med fossile brændstoffer. Nanoteknologien vil kunne levere materialer til solpaneler, som er langt mere effektive, og i den stadig mere trådløse verden vil det snart blive muligt at overføre energi uden kabler. Eller energien kan lagres med brug af nanogenerede brændselsceller.

”Du kan f.eks. skabe brint eller brintbase-rede brændstoffer fra energien produceret af solpaneler og derefter bruge det til at lave brændsel for brændselsceller. Der er allerede nanofremstillede brændselsceller, mikroskopiske i størrelse, som kan opskaleres til at lagre enorme mængder af energi,” sagde Kurzweil allerede i 2008.

Om 20 år vil vi teoretisk set kunne dække Jordens energibehov udelukkende med solenergi, påstår Kurzweil i sine 70 årlige 30.000 dollars/stk foredrag i dag, selv når man tager højde for, at energibehovet samtidig øges.

Kurzweil får ikke kritik for sine teorier om, at den teknologiske udvikling i mange sammenhænge er eksponentiel. Der er heller ikke så meget at sige til det, når observationerne af fænomenet er så rigelige. Der, hvor han får kritik, er, når han begynder at snakke om *Singularitet* og *udødelighed*.

NÅR COMPUTERNE BLIVER KLOGERE END OS

Computernes regnekraft vokser voldsomt, det ved vi alle. Lige nu er menneskehjerner stadig bedre til mange ting end computerne, f.eks. kreative ting – den computer er endnu ikke skabt, som kan skrive en roman. Ganske vist arbejder hjernen langsommere end computere, men den har 100.000 mia. interne neurale forbindelser og kan derfor levere 20 petaflops, mens de hurtigste supercomputere kun kan levere 2 petaflops. Men computerne er godt på vej til at indhente os. Computerkraften fordobles hvert år, og computerne lærer at gøre flere ting, når de er parallelt forbundne (som Watson).

I mellemtiden er forskerne godt på vej til at finde ud af, hvordan hjernen fungerer. Kurzweil tror, at vi indenfor to årtier vil være i stand til at lave ”reverse engineering” af hjernen, dvs. i realiteten lave en kopi af hjernen og dens funktionalitet. I 2029 vil en computer nå en intelligens svarende til et menneske eller så tæt på, at man ikke kan kende forskel.

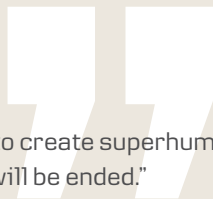
Singularitet er et begreb, som kendes fra astrofysikken, og beskriver øjeblikket lige før Big Bang eller inde i et sort hul, hvor de fysiske love vi kender og kan observere ikke gælder. Kurzweils tese er, at vi omkring 2045 vil nå en Singularitet i den teknologiske udvikling – en tilstand, hvor den teknologiske udvikling går så hurtigt, at vi ikke kan forudsige den. Computerne vil være væsentligt mere intelligente end os, og det er problematisk, fordi de så selv vil sørge for at gøre sig selv endnu mere intelligente. Og det vil ske med en voldsomt accelererende hastighed. En supercomputer vil lynhurtigt kunne gøre sig selv endnu klogere, fordi den kan trække på enorme mængder af data og andre computere.

Når det sker, så vil menneskeheden – vores kroppe, vores sind, vores civilisation – blive fuldstændigt og irreversibelt forandret, mener Kurzweil. Det bliver enden på den menneskelige civilisation, som vi kender den. For at kunne hamle op med computerne bliver vi ganske enkelt nødt til at tage den tids teknologiske kunnen til os, eller rettere sagt, *ind i os*.

enkelt er, at teknologiske fremskridt ikke foregår på lineær vis, men følger en eksponentiel udvikling. Altså forenklet sagt en udvikling ikke som 1, 2, 3, 4... men snarere som 1, 2, 4, 8... Præsenteret i en graf ligner det en ishockeystav – den starter fladt ud i nogle år, og så kommer der en kraftig stigning, som ofte misforstås som et underliggende gennembrud, men blot er en fortsættelse af den eksponentielle udvikling.

Det er en sammenhæng, som i høj grad kendes fra informationsteknologiens verden. Computerkraft og internettets hastighed fordobles for hvert år. Den eksponentielle sammenhæng fra computerverdenen påvirker naturligvis også andre områder end informationsteknologien i sig selv, og giver mulighed for enorme fremskridt i eksempelvis biologi, pharma og genetik.

Tag *The Human Genome Project*. I 1990 havde forskerne kun beskrevet 1/10.000 af



"Within 30 years we will have the means to create superhuman intelligence. Shortly after, the human era will be ended."

Vernor Vinge, in "The Coming Technological Singularity"

Kurzweil, der i dag er 62 år, håber, at han kan holde sig i live til den tid og gør, hvad han kan med motion, sund kost og op mod 200 sundhedspiller dagligt. For til den tid vil vi nemlig have teknologien til at *fusionere med computerne*.

Vi vil i 2045 have mulighed for, at nanoroboter drøner rundt i blodbanerne og sørger for at holde os raske; vi vil have diverse elektroniske dimser indopereret i os, så vi er koblet til computere (eller har computere i os) og er online hele tiden. Fornøjelsen ved Trivial Pursuit forsvinder, men til gengæld er der en anden fordel, i hvert fald i Kurzweils vision. Han mener, at vi ganske enkelt vil være så fremskredne i teknologi og sundhedsvidenskaber, at vi bliver udødelige. Vi kan ganske enkelt fusionere med computere, kunstig intelligens og anden elektronik, så vi bliver *cyborgs*.

Ja, det lyder langt ude, men tænk lige over nogle af de fremskridt, der er sket de seneste årtier. F.eks. at den gennemsnitlige mobiltelefon i dag størrelsesmæssigt og prismæssigt er en milliontedel af og tusind gange mere kraftfuld end den computer, som Kurzweil brugte på MIT for 40 år siden.

I dag har 30.000 patienter med Parkinsons en computer på størrelse med en ært implanteret i hjernen. Tre blinde tyske patienter blev i november 2010 i stand til at se med et indopereret aggregat. Google er nået langt med computere, der kan køre biler. 2.000 robotter kæmper i dag side om side med soldaterne i Afghanistan. Lykkepiller kan fjerne dårligt humør, og hjerneforskere siger det kun er et spørgsmål om tid, før vi har piller, der kan gøre os morsomme, charmerende eller andet. Og Viagra er jo allerede opfundet...

Og udødeligheden? Allerede i november

2010 kunne forskere fra Harvard berette i Nature om enestående resultater. Det har længe været kendt, at fysisk degenerering er forbundet med *telomerer*, som er segmenter af DNA i enden af kromosomer. Hver gang en celle deler sig, bliver dens telomere kortere, og det er velkendt, at denne proces forårsager en lang række aldersrelaterede lidelser - og når en celle til sidst går tør for telomere, kan den ikke reproducere sig selv mere og dør. Men et enzym kaldet *telomerase* kan reversere processen, hvilket er en forklaringerne på, at kræftceller lever så længe. Harvardforskerne behandlede normale celler med telomerase i mus, som led af aldersrelateret degenerering. Skaderne forsvandt. Aldringen var ikke blot sat i stå, den var reverseret. Musene blev yngre...

I en anden undersøgelse har man i mus konstateret samme enestående egenskab som hos visse fisk. Man beskadigede hjertet hos mus kun få dage gamle, og inden for de første syv dage af levetiden var de i stand til at regenerere fuldstændigt, uden arvæv. Det er første gang, man har observeret denne evne hos pattedyr, og forskerne mener, at mennesker har samme iboende egenskab, som imidlertid også forsvinder ret hurtigt. Men den kan evt. bevares ved brug af stamceller. Forskningen fortsætter.

MORALSKE DILEMMAER

Det er meget muligt, at Kurzweil tager munden rigeligt fuld, når han ligefrem taler om udødelighed. Man kan også kritisere hans tidsramme og generelle antagelser for at være for optimistiske. Teknologiske fremskridt er som tveæggede sværd, de kan bruges og misbruges - og velvidende, at mennesker er irrationelle væsener, der ofte også kan være ond-

skabsfulde, egoistiske og grådige, så er det en farlig cocktail.

Men teknologi kan ikke bremses. Hvis mulighederne er der, bliver de udforsket og udnyttet. Så vi må forholde os til, at verden bliver forandret voldsomt i de kommende årtier. Vi bliver ikke nødvendigvis udødelige, men vi vil kunne forlænge levetiden drastisk, og vi vil kunne blive meget klogere. Det giver naturligvis moralske dilemmaer.

Når unge forældre til den tid ser på deres børn, skal de overveje, om de vil lade dem være normale mennesker - eller om man lige skal forstærke dem med noget ekstra computerkapacitet i hjernen, så de ikke halter efter de andre børn i vuggestuen, børnehaven og skolen. Ganske vist vil de ændre personlighed, hvis man gør det, men man er jo interesseret i, at de klarer sig godt, ikke?

Men her er det vigtigt at pointere, at teknologisk udvikling, selv om den går stadigt hurtigere, ikke sker lige pludseligt. Det er en gradvis proces, og vi tager (generelt) hurtigt teknologiske landvindinger til os som en naturlig del af hverdagen. Dem, der bliver forældre i 2045, vil være vokset op med, at teknologiske værktøjer er en integreret del af livet, som til stadighed kan gøre den mere spændende og lettere. Ligesom børn og unge i dag ikke stiller spørgsmålstegn ved om Nintendo, Smartphones, hurtige computere og iPods er dårligt for dem. For forældre i 2045 bliver det slet ikke noget spørgsmål om deres børn skal have elektronik i kroppen. Det bliver en selvfølge, for det har de allerede selv. Måske.

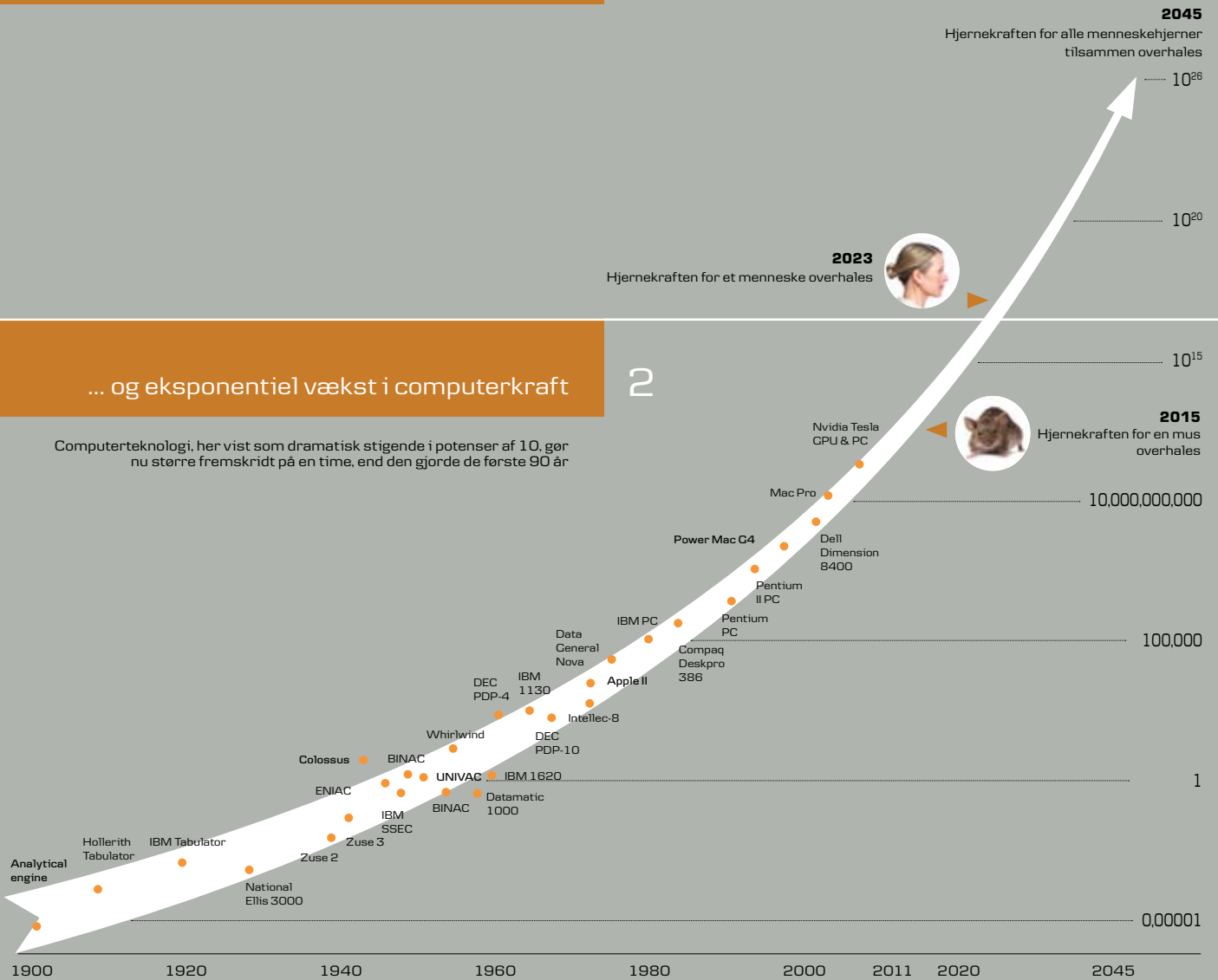
Det er svært at spå om fremtiden. Men at verden bliver helt anderledes end den vi kender i dag, det er helt sikkert.

May Technology Save Us All.

... og eksponentiel vækst i computerkraft

2

Computerteknologi, her vist som dramatisk stigende i potenser af 10, gør nu større fremskridt på en time, end den gjorde de første 90 år



Analytisk motor
Charles Babbage's opfindelse, som aldrig blev færdigbygget, var designet til at løse beregningsmæssige og logiske problemer



Colossus
Den elektroniske computer, med 1.500 vakuum rør, hjalp briterne med at knække de tyske koder under 2. Verdenskrig



UNIVAC
Den første kommercielt markedsførte computer; anvendt til at tabulere U.S. Census (USA's statistikbureau), fyldte 27 kubikmeter



Apple II
Til en pris på \$1.298, var denne kompakte maskine en af de første meget populære PC'er



Power Mac G4
Den første PC, som var i stand til at levere mere end 1 mia. floating-point operations pr. sekund

Computer rangering
Ved kalkulationer pr. sekund pr. \$1.000

— ELEKTROMEKANISK — — RELÆER — — VAKUUM RØR — — TRANSISTORER — — INTEGREREDE KREDSLØB —

Den accelererende hastighed af ændringer

1

Landbrugets revolution

< 8.000 år

Industriel revolution

< 120 år

Lyspære

< 90 år

Måne-landing

< 22 år

World Wide Web

< 9 år

Sekvensen af det humane genom



VI FÅR BRUG FOR ROBOTLOVE

Isaac Asimov, videnskabsmanden, der valgte at blive science fiction forfatter, er et ikon blandt sci-fi forfattere og skrev bl.a. *I, Robot*, som består af ni noveller. Han introducerede i 1942 i novellen Runaround *The Three Laws of Robotics*:

1. A robot may not injure a human being or, through inaction, allow a human being to come to harm.
2. A robot must obey any orders given to it by human beings, except where such orders would conflict with the First Law.
3. A robot must protect its own existence as long as such protection does not conflict with the First or Second Law.

Professor advarer om kommende verdenskrig

Hugo de Garis er en anden videnskabelig wonderboy, som startede ud med teoretisk fysik, men skiftede til primært kunstig intelligens. Han har arbejdet mange forskellige steder i verden, senest på The School of Information Science and Technology på Xiamen University i Kina, hvor han indtil pensioneringen sidst i 2010 stod i spidsen for et projekt, der gik ud på at bygge Kinas første kunstige hjerne. Hugo de Garis, som bl.a. har skrevet bogen *The Artilect War: Cosmists vs. Terrans: A Bitter Controversy Concerning Whether Humanity Should Build Godlike Massively Intelligent Machines* - er enig med Kurzweil i, at vi er på vej mod en Singularitet inden for teknologi. Hans argumenter er bl.a. følgende;

Moore's Law, som siger, at antallet af transistorer på en chip fordobles hver 18. måned holder stadig efter 40 år, og vil holde til omkring 2020, hvor transistorerne når atomstørrelse. På det tidspunkt vil vi altså være i stand til placere en bit af information på et enkelt atom. Disse atom-bits vil være i stand til at skifte deres status (0 eller 1) på et femtosekund, som er $1/10^{15}$ sekund. Idet der er 10^{24} atomer i et håndholdt objekt på størrelse med et æble, så er kapaciteten til informationsbearbejdning i et objekt af den størrelse på omkring 10^{40} bits per sekund, pointerer de Garis i et papir fra 2008. Til sammenligning er tallet for den menneskelige hjerne 10^{16} bits per sekund. Altså en forskel i den kunstige "hjernes" favør på 10^{24} - altså 1.000.000.000.000.000.000.000.000 mere end menneskehjernen.

Men det er ikke i sig selv nok at have en enorm "processor"-hastighed for at skabe

hyperintelligens, der kan overgå menneskets. Der skal også "neurale" forbindelser til, der minder om det, man finder i hjernen, som er kendetegnet ved 100.000 mia. interneurale forbindelser. Men det er også på vej. Ligesom nanoteknologien vil muliggøre at lagre en bit på et enkelt atom, så vil den også give værktøjerne til at aflure den menneskelige hjernes hemmeligheder.

Forskeren Henri Markram arbejder i Schweiz med at bygge verdens første kunstige "sind" - en kunstig hjerne med en bevidsthed om sin egen eksistens - som efter planen skal være klar i 2018. Foreløbig er hans vigtigste resultater, at han har kortlagt hver eneste forbindelse i en enkelt kortikal søjle i en rottes hjernebark (en rotte har tusind sådanne søjler, hver bestående af 10.000 tæt forbundne neuroner, og den menneskelige hjerne har omkring en million).

Denne detaljerede viden om forbindelser er blevet lagt i supercomputere, så neuroforskerne kan udføre eksperimenter i en computer. Man kan få supercomputeren til at udføre de samme funktioner som en kortikal søjle i en rottes hjernebark, men en million gange hurtigere. Ifølge Moore's Law vil rottens fulde hjernefunktion være simuleret indenfor et årti og den menneskelige hjerne et årti eller to senere.

Hugo de Garis er overbevist om, at en af de største industrier i 2030 vil være "kunstige hjerner", anvendt til at styre hjemmerobotter, som vil være intelligente og brugbare. Millioner, hvis ikke milliarder af mennesker, vil være villige til at bruge flere penge på en husholdningsrobot end på en bil.

Men udviklingen stopper selvfølgelig ikke med husholdningsrobotter. Han mener, at menneskeheden vil blive opdelt i tre grupper:

The Cosmists - som går ind for at bygge maskiner med intelligens langt større end vores egen.

The Terrans - vil være imod, da de frygter menneskeheden kan blive udryddet af de kunstige livsformer.

The Cyborgists - vil fusionere med den kunstige intelligens.

Hugo de Garis er dybt uenig med Ray Kurzweil i hans optimistiske forudsigelser, som antager, at udviklingen af kunstig intelligens kun vil være godt for menneskeheden.

"Jeg tror, det vil være en katastrofe. Jeg ser en krig komme, "Artilect krigen", ikke mellem artilects (sammentrækning af artificial intelligence, red.) og mennesker som i filmen Terminator, men mellem Terrans, Cosmists og Cyborgists. Dette vil blive den værste og mest passionerede krig menneskeheden nogensinde har kendt, fordi indsatsen - overlevelsen af vores art - aldrig har været så høj. Givet perioden i hvilken krigen vil forekomme, det sene 21. århundrede med den tids våben, vil omfanget af krigen ikke blive i millionerne som i det 20. århundrede (det blodigste i historien, med 200-300 mio. mennesker dræbt i krige, udrensninger, holocausts og folkedrab) men i milliarderne. Der vil blive gigadød," skrev Hugo de Garis i Forbes i 2009.

Goldman Sachs:

Vi er på vej ind i en mobil supercyklus

Investorerne undervurderer potentialet, mener investeringsbanken.

”Vi tror, vi er i de tidlige stadier af en mobil supercyklus og ser introduktionen af LTE (Long-Term Evolution), der er en 4G teknologi for næste generation af mobiltelefoner, som den primære drivende kraft. På overfladen kan denne teknologiske introduktion se ubetydelig ud med tidligere trådløse teknologi skuffelser i erindring. Men vores analyse omkring historiske trends i bredbånd, LTE performance og forbrugeradfærd tyder på, at investorerne undervurderer potentialet af denne ændring.”

Sådan indleder Goldman Sachs (GS) en stor analyse af mobilsektorens nye trend, som er i fuld gang i USA. Investeringsbanken mener, at LTE vil være en *disruptive technology* – dvs. en teknologi, der erstatter en eksisterende med store konsekvenser for aktørerne i branchen og forbrugerne. GS tror, at udbredelsen og accepten af LTE vil foregå langt hurtigere end 3G, da den har tre nøgleelementer til succes fra starten.

- Udgangspunktet for en hurtig accept af teknologien i langt højere grad er til stede, end da 3G blev introduceret. I dag har man et robust netværk, populære avancerede mobiltelefoner til overkommelig pris og et veludviklet indhold til telefonerne, som er en integreret del af forbrugernes hverdag.

- GS tror, at oplevelsen af internettet vil blive en vigtig drivkraft for forbrugernes accept af LTE. Med en hastighed, der er 13 gange hurtigere end 3G, vil anvendelsesmulighederne blive langt større. GS forventer, at videostreaming fra internettet i en kvalitet, der minder om fastnetsforbindelser, bliver en vigtig del. De påpeger videre, at download af en HD film vil tage omkring 2,2 timer med LTE (svarende til mange kabelforbindelser) mod 30 timer med 3G. De tror oven i købet, at det vil blive muligt at lave HD videostreaming med tiden.

- Økonomien er et tredje lovende aspekt for LTE's succes. Der vil være store omkostninger i starten for operatørerne, men til gengæld vil forbrugerne betale en højere pris og forskellige tekniske forhold gør, at effektiviteten vil stige og de variable omkostninger falde. Således estimeres det, at LTE er 4-5 gange mere effektivt end 3G i datahåndtering. Dertil kommer, at operatørerne trods hård konkurrence og dermed prispres vil nyde godt af, at forbrugerne hurtigt vil tage teknologien til sig, selv om LTE ikke umiddelbart vil være en substitut for kabelbaseret bredbånd men oftest blot et tillæg i første omgang. GS forventer, at LTE abonnenter vil nå 8 mio. i år og 29 mio. næste år – og 200 mio. i 2014.

Hvem bliver vinderne i overgangen til LTE?

GS tror, at TMT er en teknologi, som vil få forbrugerne til at tage teknologien til sig enten som et tillæg til kabelbånd eller som erstatning, og det vil påvirke forskellige brancher og dermed skabe en lang række investeringsmuligheder i TMT-universet (Teknologi, Medier, Telekommunikation).

Inden for de forskellige delsegmenter peger GS på følgende selskaber som potentielle vindere.

- 1) Den førende 4G teleoperatør franchise, idet dens ”first mover” fordele vil være en nøglekilde til at skille sig ud, hvilket vil re-

sultere i erobring af markedsandele og accelerere den trådløse vækst. **Verizon**

- 2) Den ledende chip-forhandler, idet LTE driver en supercyklus for high-end mobile apparater. **Qualcomm, Broadcom**
- 3) Den ledende inden for test af udstyr, idet LTE driver en ny produkt cyklus for ”test equipment companies”. **Aeroflex**
- 4) Den ledende forhandler af IP netværksudstyr ved udsigten til øget efterspørgsel efter routere, backhaul, mobil sikkerhed og packet core. **Juniper**

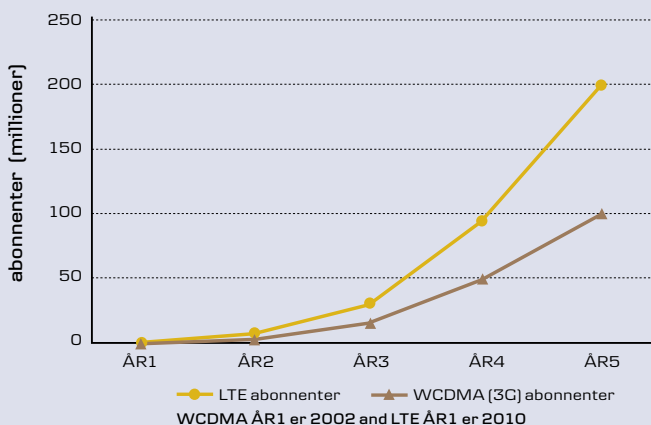


HVAD ER LTE?

Det er ikke helt rigtigt, at kalde Long-Term Evolution (LTE) for fjerde generation af den trådløse teknologi, selv om den tilbyder hastigheder op til 13 gange hurtigere end 3G, og endda hurtigere end første generation af kabelbaseret bredbånd. Operatører med LTE og andre præ-4G teknologier ynder at præsentere dem som 4G, men der er mere at betragte som forløbere for 4G, idet de rent teknologisk endnu ikke er på det niveau, som i definitionen af 4G er fastsat af International Telecommunications Union (ITU), der sætter de globale standarder for telekommunikation. LTE kan levere download hastigheder på 10-20 Mbps (mindre end 1 Mbps i 3G), men ”rigtige” 4G netværk vil med tiden kunne levere hastigheder på 100 Mbps – hvilket er langt højere end de gængse hastigheder på kabel bredbånd i dag.

ANTALLET AF LTE ABONNENTER FORVENTES AT VOKSE HURTIGERE END ANTALLET AF 3G ABONNENTER, DA DEN UDVIKLING VAR I SIN TIDLIGE FASE

3G abonnenter (2002-2006) vs. LTE abonnenter (2010-2014E)



Kilde: Selskabsdata og Goldman Sachs Research estimerer.

Centralbanker varsler rentestigninger

ECB ventes at sætte renten op allerede i april, mens Federal Reserve med opstramninger ikke før hen imod midten af 2012 spås at blive en af de sidste centralbanker, der hæver renten.

Vi er på vej ud af æraen med lave renter, mener renteanalytikerne i Danske Markets Research (DMR). ECB forventes efter klare udmeldinger fra præsident Jean-Claude Trichet at hæve renten allerede i april. I Danmark følger Nationalbanken ECB som en skygge og vil derfor følge med, mens Sverige og Norge i samme ombæring fortsætter de rentestigninger, de allerede har påbegyndt. Bank of England ventes at stramme renten i august, mens Federal Reserve (Fed), der fører den mest ekspansive pengepolitik af alle ikke ventes at hæve den ledende rente før i midten af 2012.

Generelt er der lagt op til stigende globale renter og en fladning af rentekurverne, da de kortere renter ventes at stige mere end de lange renter i takt med, at renteforhøjelserne rykker nærmere. Mest udtalt ventes fladningen af rentekurven at være i euroområdet, hvor renterne også stiger mere over hele kurven end i USA og Storbritannien. DMR's prognose for EUR-renterne ligger over forward-renterne - dvs. DMR forventer højere renter end markedet - mens USD- og GBP-prognosen er mere på linje med forward-markedet.

USA

Det går fremad i USA i en grad – en årlig vækstrate på 4 pct. gennem hele året - så man nu kan begynde at ane en ende på den historiske lavrentepolitik. Ganske vist ventes Fed ikke at hæve renten med en kvart før i 2. kvartal 2012 og det samme i de efterfølgende to kvartaler. Men et vendepunkt vil formentlig blive markeret med afslutningen af obligationsopkøbsprogrammet i juni i år, som indtil da fastlåser pengepolitikken. Til trods for stigende føde- og råvarepriser ventes kerneinflationen, som er det prismål Fed holder mest øje med, at være fortsat meget lav både i år og næste år.

Den amerikanske rentekurve er meget stejl. Der forventes en begyndende fladning af kurven her i første halvår, som tager til i andet halvår i takt med at normaliseringen af pengepolitikken og renteforhøjelserne rykker nærmere.

EUROLAND

Også i Euroland er opsvinget ved at bide sig fast – væksten i Tyskland ventes på 3 pct., mens Frankrig, Benelux, Finland og Østrig også ventes at vokse over trend. Men selv om væksten er lidt lavere end i USA, så vil ECB stramme renten først, hvilket hænger sammen med, at en stabil, lav inflation har højeste prioritet i den europæiske centralbank. Men inflationen er også over de 2 pct., som er målet, og det forventes at holde året ud. Derfor har ECB i form af Trichet meldt hårdt ud for nylig i en grad, der giver grund til at forvente en rentestigning i april på 0,25 pct. – fulgt op af lignende stramninger i juli, oktober og januar. Derefter tager ECB muligvis en pause, når økonomien bremser op og inflationen dykker under 2 pct. igen.

DMR venter en hurtigere stigning i de 2-årige renter end det så ud til for et par mdr. siden, hvor ECB-stramningerne syntes at ligge længere ude i horisonten. Og de højere renter ventes at trække de lange renter med op. Der er lagt op til en fladning af den 2-10 årige rentekurve, men dette er allerede indpriset i markedet.

DANMARK

Der er udsigt til fremgang de næste to år, men væksten kan ikke følge med euroens kernelande. Det ventes, at ved udgangen af 2012 vil BNP ligge mere end 1 pct. under niveauet fra før krisen satte ind. Selv om arbejdsmarkedet har vist tegn på bedring, så ventes ledigheden at stige yderligere frem mod sommeren i år – herefter er der udsigt til et mindre fald.

Det forventes, at Nationalbanken følger ECB i april, hvilket formodes at indebære at både repo- og indskudsbevisrenten hæves med 25 bp – og formentlig med 10 bp yderligere som et naturligt led i normaliseringen.

F1-renten stiger gradvist i takt med udviklingen på pengemarkedet. De danske obligationsrenter vil som normalt udvikle sig parallelt med de tyske – det vil sige vi får en fladning af rentekurven. Det 10-årige rentespænd ventes at være uændret 10bp i 2011.

ANBEFALINGER

Vi har det seneste halve år nedvægtet varigheden i flere omgange i takt med, at renterne er steget, og det holder vi fast i med udsigten til fortsatte rentestigninger.

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

Porteføljerne indeholder fortsat en blanding af det "hele" – mere eller mindre rentefølsomme obligationer. Det er vigtigt, at man har en vis spredning af renterisikoen i sin obligationsportefølje, da vi jo ikke med sikkerhed kender renteutviklingen..

Vi anbefaler 1-3-årige flexere samt CIBOR-obligationer, som er variabelt forrentede obligationer, knyttet til enten 3 eller 6 mdr. CIBOR, hvilket betyder at renten justeres hhv. hver tredje og sjette måned. 20-årige 4%’ere samt 30-årige 5%’ere anbefales også. Specielt de 30-årige 5%’ere skal man dog holde øje med ved fortsat stigende renter, da varigheden stiger i takt med stigende renter. Også 10-årige CF’ere bør indgå i porteføljen. Det er de såkaldte "Cap-Floater" – dvs. variabelt forrentede obligationer med et tilknyttet renteloft, som låntager betaler en præmie for. I scenarier med begrænsede rentestigninger er det også et attraktivt papir for investor. Generelt anbefaler vi fokus på likvide og højt ratede udstedelser. Den konkrete fordeling af forskellige papirer i porteføljen afhænger af investors risikovillighed og tidshorisont, hvorfor du bedes tale med din rådgiver.

Strukturerede obligationer og akkumulerende investeringsforeninger på selvangivelsen 2010

Kursgevinster og –tab på såvel akkumulerende investeringsforeninger som strukturerede obligationer skal selvangives hvert år. I denne artikel har vi samlet et overblik over, hvordan du skal selvangive sådanne papirer.

SKAT's nye beregningssystem kan automatisk beregne kursgevinster og –tab og på akkumulerende investeringsbeviser. SKAT har dog oplyst, at kursgevinster og –tab ikke bliver fortrykt til den første årsopgørelse, men man forventer at kunne fortrykke gevinst og tab inden selvangivelsesfristens udløb, og en ny årsopgørelse bliver så automatisk udsendt. Det kræver dog, at du har oplyst SKAT om købspriser m.v. på køb, som du har foretaget før 1. januar 2010.

SKAT kan imidlertid ikke automatisk beregne kursgevinster og –tab på strukturerede obligationer. Vær derfor opmærksom på, at du selv skal selvangive disse gevinster og tab.

AKKUMULERENDE INVESTERINGSBEVISER

Investeringsbeviser i akkumulerende investeringsforeninger beskattes efter lagerprincippet. Du skal ultimo hvert år opgøre urealiseret kursgevinster eller –tab, som medregnes i kapitalindkomsten.

Fra og med 2010 skal urealiseret gevinst eller tab medregnes i indkomsten den sidste dag i foreningens regnskabsår. Det betyder, at urealiseret gevinst og tab i 2010 skal medregnes i 2010.

Dette er en ændring i forhold til tidligere, hvor urealiseret gevinst og tab skulle medregnes dagen efter udløbet af foreningens regnskabsår.

Resultatet af ændringen er, at du på selvangivelsen for 2010 skal medregne både den urealiserede gevinst/tab for 2009 og den urealiserede gevinst/tab for 2010.

Hvis du har indtastet dine købsoplysninger i SKAT's system, forventer SKAT, jf. ovenfor, at kunne fortrykke den skattepligtige gevinst eller tab inden selvangivelsesfristens udløb. Udover købsoplysningerne skal du indtaste urealiseret gevinst eller tab i 2009. Bemærk, at de akkumulerende investeringsforeninger i SKAT's system er angivet med "Investeringselskab (lagerprincippet)" som papirtype.

Har du ikke indtastet købsoplysninger og urealiseret gevinst eller tab for 2009, skal

du selv sørge for at opgøre og anføre gevinst eller tab på akkumulerende investeringsbeviser. Beløbet skal anføres på selvangivelsen eller oplysningskortet i rubrik 38.

Er der solgt investeringsbeviser i løbet af indkomståret 2010, er det gevinsten og tabet, som er realiseret i forhold til værdien pr. 1. januar 2010, som skal medregnes på selvangivelsen. Herudover skal du også medregne den urealiserede gevinst eller tab for 2009.

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 obligationen er udstedt efter den 4. maj 2005.

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.

Hvis der i 2010 samlet set er en nettokursgevinster på råvare- eller aktieindekserede obligationer, og der foreligger et fremførselsberettiget kurstab på finansielle kontrakter m.v. fra indkomståret 2002 eller senere, kan det gamle kurstab medregnes i gevinsten. Resterende fremførselsberettiget tab skal du anføre på blanket 04.055 i rubrik 85. Husk at du hvert år skal oplyse SKAT om dine samlede fremførselsberettigede tab på finansielle kontrakter.

Et kurstab i 2010 kan altid trækkes fra ved opgørelsen af kapitalindkomst i det omfang, du i indkomståret 2002 og senere samlet set er blevet beskattet af en nettokursgevinster på finansielle kontrakter eller strukturerede obligationer, som beskattes efter lagerprincippet.

Et urealiseret kurstab, der ikke kan trækkes fra hos en person, kan medregnes i årets kursgevinster på andre finansielle kontrakter eller strukturerede obligationer, hvor kursgevinster og –tab skal opgøres efter lagerprincippet, f.eks. andre råvarer – og aktieindekserede obligationer. Et uudnyttet kurstab kan overføres og medregnes i en eventuel ægtefælles nettokursgevinster på finansielle kontrakter m.v. eller fremføres tidsubegrænset til modregning i egne og

der næst en eventuel ægtefælles fremtidige nettokursgevinster af samme art. Fremførselsberettigede tab skal du anføre på blanket 04.055 i rubrik 85, jf. ovenfor.

For aktieindekserede obligationer gælder der som noget nyt en yderligere modregningsmulighed for tab opstået i 2010 og fremefter. Tab, udover hvad der kan fradrages og modregnes i andre gevinster på finansielle kontrakter og strukturerede obligationer, kan modregnes i årets realiserede gevinster på aktier optaget til handel på et reguleret marked. Tab herudover kan som tidligere beskrevet fremføres til modregning i fremtidige gevinster på finansielle kontrakter og strukturerede obligationer. Vær opmærksom på, at det kun er i realiserede avancer på aktier, der kan modregnes. Der kan ikke modregnes i udbytter fra aktier.

Er de råvare- eller aktieindekserede obligationer solgt eller udløbet i 2010, er det den realiserede kursgevinster eller –tab, i forhold til værdien pr. 31. december 2009, der skal anføres i rubrik 39. Realiserer du et tab, skal du anføre det på blanket 04.055 i rubrik 85, jf. ovenfor.

Valutaindekserede obligationer købt den 27. januar 2010 eller senere

Bemærk at valutaindekserede, som er købt den 27. januar 2010 eller senere, også beskattes efter de særlige regler for finansielle kontrakter, se tidligere i artiklen.

Valutaindekserede obligationer købt inden 27. januar 2010

Valutaindekserede obligationer købt inden den 27. januar 2010 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 kurtage m.v. indgår ved opgørelse af kursgevinster eller tab.

Private investorer medregner kursgevinster og –tab i kapitalindkomsten og skal anføre det på selvangivelsen eller oplysningskortet i rubrik 39. Kursgevinsterne respektive –tabet skal alene medregnes, hvis årets samlede nettobeløb for kursgevinster og –tab på obligationer, kursgevinster og –tab på lån i fremmed valuta samt avance på udloddende obligationsbaserede investeringsforeninger overstiger 2.000 kr.



Aktier i Amagerbanken – fradrag for tab

Den 6. februar 2011 gik Amagerbanken A/S konkurs og overdrog sine aktiviteter til Finansiell Stabilitet A/S. Alle aktionærer i Amagerbanken A/S efterlades med værdiløse aktier.

Går et selskab konkurs, kan personer som udgangspunkt først modregne aktietabet i anden aktieindkomst, når konkursboet er endelig opgjort. Dette kan i værste fald tage flere år.

Det er imidlertid muligt at fremskynde

realiseringen af tabet og dermed det tidspunkt, hvor tabet kan modregnes.

Personlige aktionærer kan med fordel realisere tabet ved at sælge aktierne. Salget kan eksempelvis ske til samboende, søskende, myndige børn, forældre og ikke-beslægtede, f.eks. til eget hovedaktionærsselskab. Bemærk at, der ikke realiseres tab ved salg til ægtefælle, og at aktierne ikke kan sælges til pensionsdepoter.

Ejes porteføljeaktierne af et selskab, er det normalt ikke nødvendigt at sælge aktierne, da disse er omfattet af lagerbeskatningen. Lagerbeskatningen sikrer løbende fradrag for værdiændringen på aktierne.

Det samme gør sig gældende for aktier i pensionsdepoter. Investeringen i pensionsdepoter beskattes også efter lagerprincippet, og der er løbende fradrag for værdiændringer på aktierne.

Obligationer og selvangivelsen 2010

I 2010 blev skattefriheden for privatpersoners blåstemplede obligationer afskaffet. Det betyder, at hvis du har fået udtrukket eller solgt obligationer i 2010, skal du være opmærksom på, om du skal selvangive gevinst og tab.

OBLIGATIONER I DANSKE KRONER

Kursgevinster bliver skattepligtige, og tab kan trækkes fra på alle obligationer i danske kroner – uanset om de er blåstemplede eller sortstemplede. Det gælder dog ikke for blåstemplede obligationer, der er erhvervet før 27. januar 2010. For disse obligationer vil kursgevinster fortsat være skattefrie, og kurstab kan ikke trækkes fra.

BAGATELGRÆNSE

Hvis årets samlede nettokursgevinst eller –tab ikke overstiger 2.000 kr., skal kursgevinster og kurstab på obligationer ikke beskattes. Overskrides bagatelgrænsen, medregnes hele kursgevinsten eller kurstabet. Når du skal finde ud af, om bagatelgrænsen er overskredet, skal der fra og med indkomståret 2010 medregnes kurs-

gevinster og –tab på alle obligationer, gevinster og tab på lån i fremmed valuta samt avancer på beviser i udloddende obligationsbaserede investeringsforeninger. Tab på udloddende obligationsbaserede investeringsforeninger indgår i beregningen af bagatelgrænsen fra og med 2011.

For indkomståret 2010 kan du vælge, om du vil benytte dig af reglerne for bagatelgrænsen på 2.000 kr. eller den ”gamle” bagatelgrænse på 1.000 kr. Valgfriheden har især værdi, hvis året samlede gevinst eller tab på obligationer eller gæld i fremmed valuta ligger i intervallet 1.000 – 2.000 kr. Hvis du anvender bagatelgrænsen på 1.000 kr. indgår kun kursgevinster og –tab på alle obligationer og lån i fremmed valuta.

Du kan læse nærmere om bagatelgrænsen i februar nummeret af *INVESTERING*.

HVORDAN OPGØRES OG SELVANGIVES KURSGEVINSTER OG -TAB

Kursgevinster beskattes som kapitalindkomst, og kurstab kan trækkes fra direkte i kapitalindkomsten. Gevinst og tab anføres i rubrik 39. Tab angives med et minus.

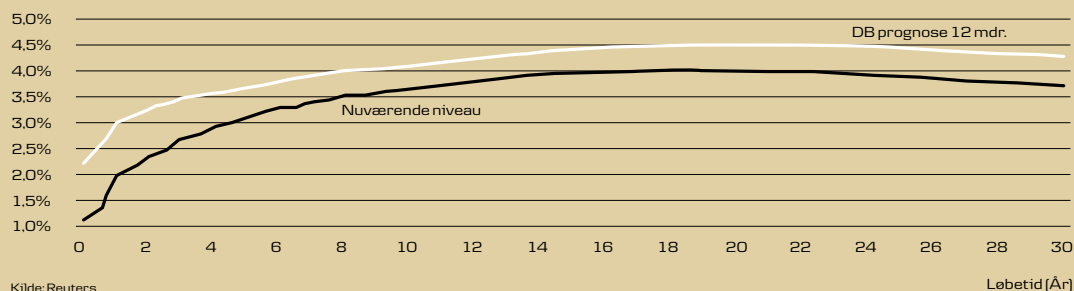
Kursgevinster og –tab på obligationer opgøres efter realisationsprincippet som forskellen mellem afståelsessummen og anskaffelsessummen. Er obligationerne udtrukket opgøres kursgevinst og –tab som forskellen mellem den udtrukne værdi og anskaffelsessummen. Betalt kurtag i forbindelse med obligationshandler fragår ved opgørelsen af den skattepligtige kursgevinst og –tab. Hvis det kun er en del af beholdningen, der sælges eller udtrækkes, så er det kun en forholdsmæssig del af kurtagen, der kan fratrækkes ved opgørelsen.

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

Renteprognose - realkredit

DKK	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
3 mdr. Euribor	1,18	1,65	2,05	2,35
6 mdr. Cibor	1,64	1,85	2,30	2,70
F1	1,89	2,00	2,25	2,60
F3	2,76	2,90	3,20	3,50
F5	3,34	3,50	3,80	4,10
F10	3,93	4,20	4,50	4,80
4 % 2031	4,57	4,69	4,82	5,09
5 % 2041	5,18	5,33	5,48	5,74

Prognose for rentekurven



Renteprognose - statsobligationer/swaprenter

DKK	Spot	+ 3 mdr.	+6 mdr.	+12 mdr.
Repo-renten	1,05	1,30	1,55	2,15
3 mdr. Cibor	1,33	1,70	2,05	2,55
2-årig stat	2,51	2,85	3,00	3,30
10-årig stat	3,68	3,95	4,05	4,20
EUR				
Refi-renten	1,00	1,25	1,50	2,00
3 mdr. Euribor	1,18	1,65	2,00	2,40
2-årig swap	2,23	2,55	2,70	3,00
10-årig swap	3,48	3,75	3,85	4,00
USD				
Fed Funds	0,13	0,13	0,13	0,13
3 mdr. Libor	0,31	0,30	0,35	0,50
2-årig swap	0,83	1,10	1,25	1,45
10-årig swap	3,49	3,70	3,70	3,70

Valutaprognose

	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
USD/DKK	539,8	510	497	525
EUR/DKK	745,8	745	745	746
JPY/DKK	6,52	6,01	5,73	5,83
GBP/DKK	865,7	866	887	888
CHF/DKK	578,2	569	552	541
SEK/DKK	84,6	86,6	87,6	85,7
NOK/DKK	95,5	96,8	96,8	97,5
EUR/USD	138,2	146	150	142
USD/JPY	82,8	85	87	90
USD/GBP	160,4	170	179	169

Notationen er som følger:

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

Råvareprognose

	Spot	2011 kv. 4	2012 kv. 4	2011 - gns.	2012 - gns.
Olie - NYMEX WTI (USD/tønde)	98	108	110	103	109
Olie - ICE Brent (USD/tønde)	112	114	112	111	112
Kobber (USD/t)	9.760	9.800	10.300	9.725	10.150
Zink (USD/t)	2.491	2.415	2.435	2.408	2.428
Nikkel (1000 USD/t)	28	27	28	26	27
Stål (USD/t)	560	590	610	575	603
Aluminium (USD/t)	2.565	2.550	2.650	2.513	2.613
Guld (USD/oz)	1.408	1.475	1.375	1.438	1.413
Matif Møll Hvede (EUR/t)	259	220	220	235	220
CBOT Hvede (USD/bushel)	811	729	729	754	729
CBOT Majs (USD/bushel)	712	615	635	608	628
CBOT Soyabønner (USD/bushel)	1.366	1.380	1.420	1.365	1.405

MØD VORES MAND I BOSTON



Edward Bousa kender værdien af at holde sig ajour med erhvervsnyhederne og køber gerne dagens avis på vej til arbejde. Men han ved også, at der skal mere detaljeret viden til, når det kommer til investeringsbeslutninger.

Bag kulissen

Når Edward Bousa vurderer en aktie, besøger han så ofte som muligt virksomheden og mødes med ledelsen. "Vi besluttede for nogle år siden at

investere i et amerikansk olieselskab, selvom det øvrige marked solgte

kraftigt ud af aktien. Aktiekursen var faldet sideløbende med den globale efterspørgsel på olie. Men

vores analyser viste, at faldet kunne være midlertidigt, da bl.a. Indien og Kina har et stærkt stigende energiforbrug". Derfor mødtes Edward Bousa med ledelsen for at få et dybere indblik i selskabets fremtidige indtjeningsmuligheder.

Når du investerer gennem Danske Invest, trækker du på lokale investeringseksperter fra hele verden. Edward Bousa er en af dem.

Kurven knækkede

Selskabet havde tidligere gjort store oliefund i Østafrika, og på møderne fremgik det, at nye undersøgelser også tegnede lovende. Edward Bousa blev overbevist om, at aktien var en god investering. "Det er gennem mine møder med selskaberne, jeg for alvor kan bruge mine 25 års erfaring til at vurdere en akties potentiale". Efterfølgende har kursen da også mere end indhentet de forudgående fald.

Få del i vores viden

Danske Invest er din adgangsbillet til lokale porteføljerådgivere verden over. Mød flere profiler på danskeinvest.dk