

INVESTERING

[NOVEMBER 2009]

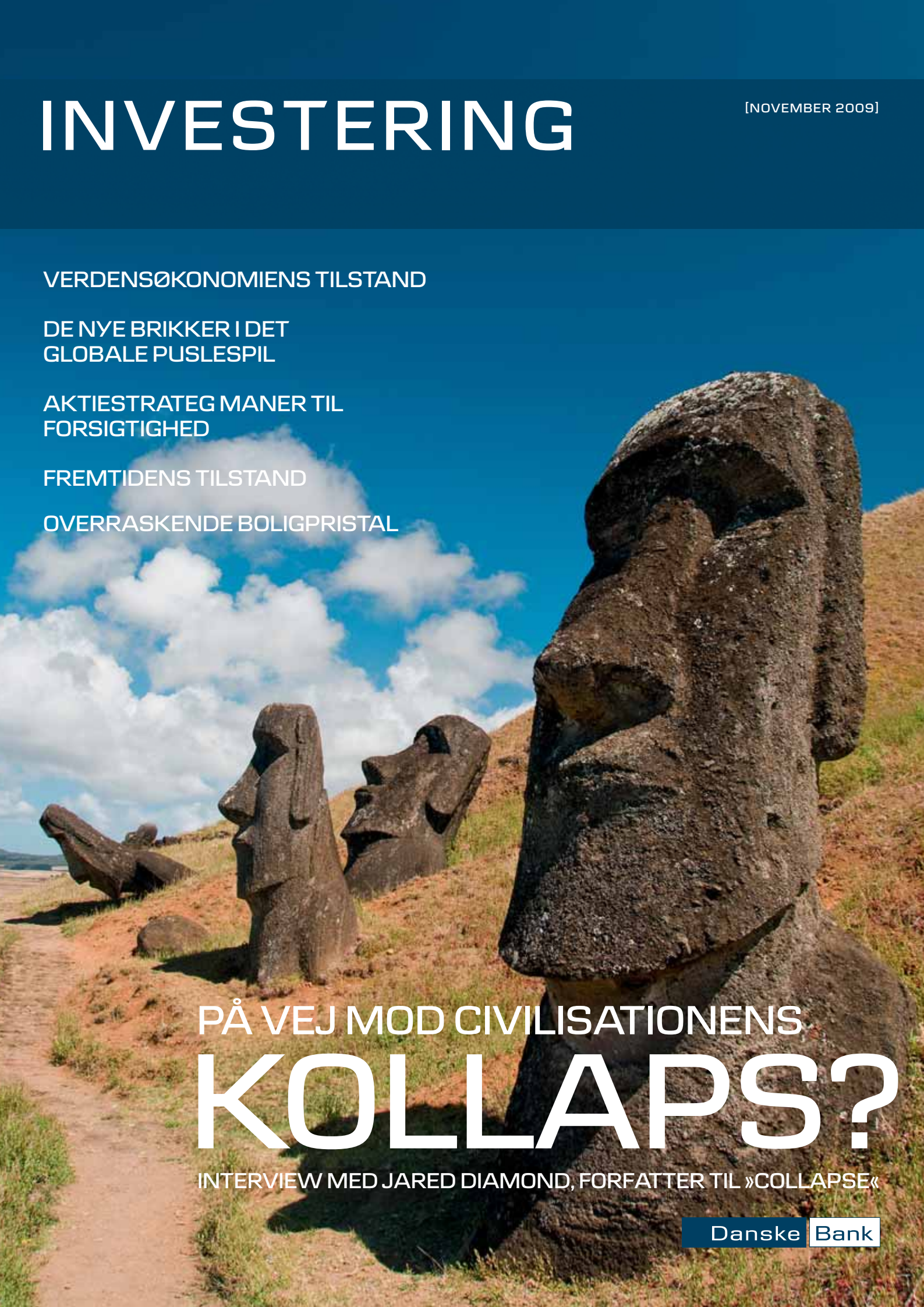
VERDENSØKONOMIENS TILSTAND

DE NYE BRIKKER I DET
GLOBALE PUSLESPIL

AKTIESTRATEG MANER TIL
FORSIGTIGHED

FREMTIDENS TILSTAND

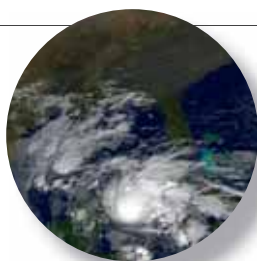
OVERRASKENDE BOLIGPRISTAL



PÅ VEJ MOD CIVILISATIONENS KOLLAPS?

INTERVIEW MED JARED DIAMOND, FORFATTER TIL »COLLAPSE«

Danske Bank



TEMA:

VORES FREMTID

06

VERDENSØKONOMIENS TILSTAND

Det vil tage årevis, før efterspørgsel og beskæftigelse i de rige lande når samme niveau som før krisen.

08

DE NYE BRIKKER I DET GLOBALE PUSLESPI

Der er ikke større risiko ved investeringer i aktiver i de fremtædende dele af Emerging Markets end i de rige lande, men vækstmulighederne er større.

12

AKTIESTRATEG MANER TIL FORSIGTIGHED

Der venter store økonomiske udfordringer i 2010, og det er på tide at nedtone investeringer i de cykliske aktier.

20

ER VI PÅ VEJ MOD CIVILISATIONENS KOLLAPS?

Vi tager en snak med Jared Diamond, manden bag bestselleren *Collapse - how societies choose to fail or succeed*.

24

FREMTIDENS TILSTAND

State of the Future 2009 fra The Millennium Project tegner et dystert billede af de mange globale udfordringer, vi står overfor.



ISTOCK

5 øre

Så meget ville en flyvetur mellem Paris og New York koste i dag, og den ville være mindre end et sekund, hvis luftfartsindustrien havde oplevet samme udvikling som computerindustrien (Moore's Law) siden 1978. Dengang kostede turen 900 USD og varede syv timer.

04 Kort nyt

Investorundersøgelse, flexauktion, restskat, energiløsninger, medicineret opsving

10 I Kina sparer de op

Især mændene sparer op – blandt andet for at gøre indtryk på damerne. Dem er der nemlig ikke så mange af.

14 Aktiemarkedets cyklus

Goldman Sachs har set på, hvordan aktiemarkedets cyklus har været siden 1973.

14 Danske Bank hæver olieprognosen

Vi oplever en naturlig stigende efterspørgsel efter olie og andre råvarer, og investering i råvarerelaterede aktiver kan stadig være attraktivt. Men hold øje med opsvinget – det er skrøbeligt.

16 Aktieanbefalinger

ArcelorMittal, Novo Nordisk, Technip, H&M

18 Tvivl udskyder rentestigningerne

Markedsdeltagerne er endnu ikke overbevist om opsvingets holdbarhed, og det er en af årsagerne til, at renterne stadig ikke har vist tendens til de stigninger, som renteanalytikerne forventer.

26 Selskabers investeringsbeviser og skattereformen

28 Skattekort 2010 og flexlånsrenter

29 Livrenter bør indgå i din pensionsopsparing

30 Overraskende boligpristal tyder på, at nedturen snart er slut

32 Aktivallokering

Vær opmærksom på, at aktiemarkedet er ved at skifte karakter. Vi er på vej ind i en fase, hvor virksomhederne skal vise, at de rent faktisk er i stand til at tjene de penge, som markedet forventer.

INVESTERING udkommer 10 gange årligt. Hensigten med magasinet er at give primært bankens investeringsaktive privatkunder et godt overblik over de mest aktuelle investeringsmuligheder og anbefalinger og samtidig skabe den bedst mulige indsigt i andre emner af økonomisk karakter.

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

SWIFT: DABADKK www.danskebank.dk/kontakt · Redaktion: Niels Adelmarm (ansvarshavende)

og redaktør Flemming Østergaard · Redaktion afsluttet den 10. november 2009 · Grafisk design og

produktion: Datagraf · Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri · Kommentarer, spørgsmål, ris og ros, bedes

sendt til flste@danskebank.dk · Forside: Polfoto

FASTE RUBRIKKER:

33 Modelporteføljer for obligationer

34 Verdensøkonomien – kort fortalt

35 Aktieoversigt

Verdens tilstand er usund

LEDER

Påskeøen. En ø, der med sine statuer på op til 86 tons umiddelbart vidner om, at her engang boede mennesker, som ikke kunne være helt ufornuftige, når de var i stand til at bygge og rejse så enorme statuer – oven i købet 887 af slagten. Men et højt niveau inden for teknologi, kunst, fysisk formåen og håndværksmæssig kunnen går ikke nødvendigvis hånd i hånd med sund fornuft. Ø-boerne misbrugte øens naturlige ressourcer i så ekstrem grad, at samfundet kollapsede, og endte i borgerkrig og kannibalisme.

Påskeøen ligger 3.600 km fra Chile og 2.200 km fra den nærmeste beboede ø. Det var dengang i ø-samfundets levetid så langt væk, at der ikke var hjælp at hente. Påskeøens folk var så isoleret i Stillehavet, som Jorden i rummet. Påskeøen er derfor ofte fremhævet som en fremragende metafor for Jorden og den måde, vi behandler den på. Det er nemlig heller ikke præget af sund fornuft.

Styrer vi også mod et kollaps? – ligesom mange andre civilisationer gennem tiderne har gjort gennem tiderne – mayaerne i Centralamerika, anasazi-indianerne i det sydvestlige USA, vikinernes efterkommere på Grønland etc. Det tager vi en snak med Jared Diamond om, forfatteren til den internationale bestseller *Collapse – how societies choose to fail or succeed*.

Læser man den seneste *State of the Future* fra *The Millennium Project*, der giver et detaljeret billede af de mange alvorlige globale udfordringer, så er der ikke meget, der giver anledning til optimisme. Selv om regeringer og erhvervsledere er begyndt at tage den globale miljømæssige situation mere alvorligt, så forværres den løbende, understreger rapporten. Den opfordrer regeringer til at arbejde med 10-års planer, der skal tackle de voksende trusler for menneskehedens overlevelse (med særlig appel til USA og Kina) med anstrengelser og engagement på niveau med dem, der sendte en mand på månen inden for 10 år.

»Det er vigtigt ikke blot for miljøet; det er også en strategi, der vil øge sandsynligheden for

international fred. Uden en vis enighed vil det være vanskeligt at få den form for global sammenhængskraft, som er nødvendig for at imødegå klimaforandringerne seriøst.»

Skal de globale udfordringer imødegåes effektivt og hurtigt kræver det global koordinering og samarbejde i hidtil uset omfang. Globaliseringen er over os på godt og ondt, og intet illustrerer, desværre, dette bedre end det faktum, at eskimoerne er de folk i verden, der trods en meget sund levevis, er dem, der har det højeste indhold af giftstoffer i kroppen. Forklaringen er, at de lever af mad fra havet, og havet er over årene blevet fyldt med giftstoffer af forskellig slags.

The Millennium Project har også beskæftiget sig med mulige løsninger og i den forbindelse udfærdiget en række spørgsmål, som de har bedt udvalgte personer over hele verden om at tage stilling til. Der var stor enighed om, at udnyttelse af den kollektiv intelligens i den globale vidensøkonomi er af afgørende betydning. I den forbindelse vil bl.a. internettet spille en vigtig rolle.

Rapporten kalder internettet »den stærkeste kraft for globalisering, demokratisering, økonomisk vækst og uddannelse i historien«.

Teknologiske fremskridt fremhæves også, og beskrives som noget, der »føder en indbyrdes afhængig menneskehed, der kan skabe og implementere globale strategier for at forbedre perspektiverne for menneskeheden.«

Kan teknologien redde os?

Nogle er overbeviste om, at teknologiske fremskridt vil redde os. Videnskabelig og teknologisk fremgang fortsætter da også med at accelerere på imponerende vis. Man kan i dag skrive genetiske koder, der skaber nye livsformer såsom planter, der udskiller brint i stedet for ilt. Det laboratorieskabte Isx-9 molekyle kan få nervestamceller til at udvikle sig til hjerne-celler, og andre stamceller ventes i fremtiden at kunne genskabe en hvilken som helst del af kroppen. Robotter vil i fremtiden blive anvendt i serviceindustrien og landbruget; og nanoroboter på størrelse med blodceller vil kunne

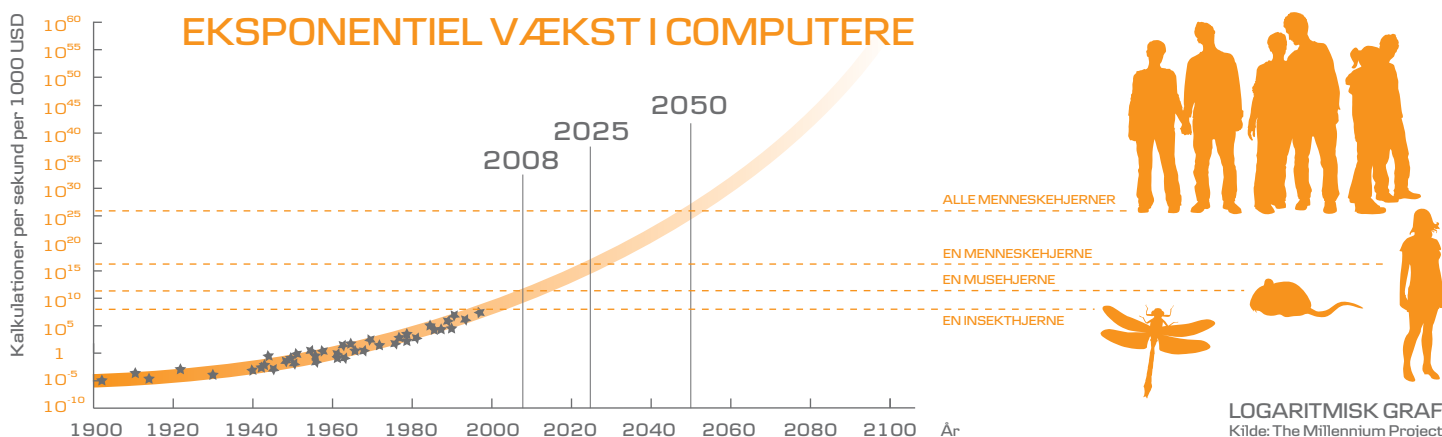
genskabe skadede celler atom for atom. Nye sygdomme som SARS kan DNA-sekventeres på få uger, og det er lykkedes at sekventere foreløbig over 70 pct. af en mammut DNA. Og IBM har bebudet at have en computer klar i 2011 med en performance svarende til den menneskelige hjernes hastighed.

Som figuren viser, så er der en fantastisk udvikling i computerne. Udviklingen vises på en logaritmisk skala, hvor en eksponentiel sammenhæng normalt vil vise sig som en ret linje. Men her buer den opad, hvilket fortæller om en supereksponentiel udvikling! Helt konkret viser figuren, at man omkring 2025 vil kunne købe en PC, som den IBM har lovet om to år, for 1000 dollars – og altså er lige så hurtig som menneskehjernen (Intels Pentium 4-processor svarer til en insekthjerne). Og i 2050 kan vi for samme pris købe en PC, der har samme beregningsevne som hele menneskeheden. Men teknologiske fremskridt har også indbyggede risici.

»Globalisering og avanceret teknologi tillader få mennesker at gøre mere skade på mindre tid, så det muligvis en dag vil være muligt for et enkelt individ at skabe og anvende masseødelæggelsesvåben,« påpeges det i *State of the Future 2009*.

Uanset hvor dygtige vi bliver teknologisk, så er vores levevis i hvert fald uholdbar – det behøver man ikke være videnskabsmand for at forstå. Nedbrydningen af miljøet og forbruget af naturlige ressourcer er så enormt, at hvis udviklingslandene havde et forbrug som den rige verden ville det svare til en global befolkning på 72 mia. mennesker. »Uholdbar« er et mildt udtryk.

Vi kan alle bidrage til at ændre kurs ved at ændre levevis. En supplerende mulighed er også, at investere i eksempelvis virksomheder, der arbejder direkte med løsninger af de mange miljø- eller ressourcemæssige udfordringer eller blot virksomheder, der generelt har høje etiske, sociale og miljømæssige standarder. En anden mulighed er naturligvis at bruge demokratiet som løftestang – i lokal og global skala. Lad os krydse fingre for klimatopmødet. Selv den længste rejse begynder med det første skridt. ■



Investorundersøgelse:

Risikoappetit er den højeste siden april 2006

MERRILL LYNCH/BANK OF AMERICA foretager hver måned en undersøgelse blandt forvaltere af globale investeringsfonde over hele verden. Den seneste viser, at investorernes lyst til risiko nu er på det højeste niveau i tre et halvt år som følge af fortsat optimisme, hvad angår det globale økonomiske opsving og virksomhedernes indtjening.

Investorerne er ifølge undersøgelsen i stigende grad overbevist om, at risikoen for en »double-dip«-recession er ved at fortage sig. Et »nettoflertal« på 65 pct. af de adspurgte tror, at en global recession er usandsynlig i de kommende 12 mdr. – en markant stigning fra 47 pct. en måned forinden. Netto 72 pct. mener, at udsigterne for virksomhedernes indtjening vil forbedres næste år, mod 68 pct. måneden før. Netto 39 pct. tror, at virksomhedernes indtjening vil stige med mindst 10 pct. i de kommende 12 mdr. mod kun 25 pct. i september.

Undersøgelsen viser også, at hvad angår aktivallokering, så går flere og flere fra kontanter til aktier i takt med, at risikoappetitten øges. Kontantbeholdningerne er nu på det laveste niveau siden januar 2004.

Netto 38 pct. af de adspurgte er overvægtede i aktier, mod 27 pct. i september. Teknologi, Energi, Materialer og Industri er favorit-sektorer.

De adspurgte har det mest positive syn på Europa i otte år. Netto 30 pct. af de globale porteføljeformidlere ser aktier i eurozonen som undervurderede i forhold til andre regioner – en andel, der ikke er set siden april 2001. Netto 9 pct. ønsker at overvægte regionen i det næste års tid mod 7 pct. i september. Dette står i kontrast til Japan, hvor netto 20 pct. anser landet for at være det mindst attraktive et år frem.

Den pludselige fokus på Europa falder også sammen med, at investorerne nu også har

mod på de europæiske finansaktier. Investorerne er overvægtede i europæiske banker for første gang siden juni 2007 som følge af større tillid til bankernes balanceopgørelser og trends i indtjeningen.

Tilliden til kinesisk økonomi og Emerging Markets generelt er stadig solid. Netto 49 pct. tror Kinas økonomi vil styrkes i de kommende 12 mdr. mod 35 pct. i september. Netto 36 pct. siger, at Emerging Markets er den region de helst vil overvægte det næste års tid.

Fortsat svaghed i dollaren har resulteret i et voksende antal respondenter (netto 20 pct.), som tror at dollaren er undervurderet – mens netto 34 pct. mener den japanske yen er overvurderet mod 21 pct. måneden før. ■

Auktionen for FlexLån nærmer sig

OBLIGATIONSRENTERNE ER PÅ ET MEGET LAVT NIVEAU. Selv de fastforrentede lån er trods det igangværende globale opsving stadig på et meget attraktivt niveau med en kurs på et 30-årigt 5 pct. lån med afdrag omkring 99. Endnu lavere er FlexLåns-renterne, hvilket hænger sammen med den ekstremt ekspansive pengepolitik af bl.a. ECB, som gør de korte renter meget lave.

Det betyder også, at FlexLåns-renten på især FlexLån F1 kan tage et pænt hop den dag ECB melder ud, at en stramning af pengepolitikken nærmer sig. Dette bør man have sig for øje, når man overvejer en mulig lånemåling i disse tider, evt. i forbindelse med auktionen over de variabelt forrentede obligationer til december.

Ser man på renteprognoserne ultimo oktober fra bankens obligationsanalytikere, så bemærkes det, at der ventes en ganske kraftig stigning i renten på FlexLån F1, hvis vi ser et år frem. Også F3-renten ventes at stige, om end mindre, og det samme gælder F5. Bemærk også, at renten på de 20- og 30-årige fastforrentede lån faktisk vil falde i de nærmeste måneder, mens der også på disse er udsigt til rentestigninger på et års sigt i forventning om, at opsvinget bider sig fast, og pengepolitikken gradvist strammes.

Som altid er det et spørgsmål om forventninger, risikoprofil og likviditet om man skal vælge FlexLån eller fastforrentet lån. Men umiddelbart forekommer det som en god idé at fastlåse renten for mere end et år ad gangen. Enten via F3 eller F5, hvis man er til FlexLån – eller via et 20- eller 30-årigt fastforrentet lån. ■

RENTEPROGNOSE

REALKREDIT	29/10/2009	3M	6M	12M
Indskudsbevisrenten	1.00	1.00	1.00	1.50
3m EURIBOR	0.72	0.90	1.20	1.80
6m CIBOR	1.71	1.70	1.90	2.40
F1	2.07	2.25	2.30	2.80
F1 EUR	1.49	1.60	1.75	2.25
F3	3.05	3.25	3.30	3.75
F3 EUR	2.65	3.00	3.10	3.50
F5	3.59	3.80	3.80	4.15
F5 EUR	3.53	3.65	3.70	4.05
F10	4.18	4.20	4.30	4.70
RD 5.0 A 10/01/2031	4.92	4.85	4.95	5.30
RD 5.0 A 10/01/2041	5.27	5.10	5.20	5.50
RD 6.0 A 10/01/2041	5.91	5.80	6.00	6.30
RD 7.0 A 10/01/2041	6.87	6.80	7.00	7.20

Restskat – nye regler

Hidtil har indbetalingsmulighederne været afhængige af, om du skulle indbetale over eller under 40.000 kr. Restskat under 40.000 kr. har du kunnet vente med at betale til 1. juli i det efterfølgende indkomstår uden betaling af procenttillæg. Restskat udover 40.000 kr. skulle indbetales inden 31. december uden tillæg. Indbetaling udover 40.000 kr. kunne foretages til og med 15. marts mod et tillæg til restskatten på 2 pct. Betaling efter 1. juli i det efterfølgende indkomstår medførte et tillæg på 7 pct.

Nye indbetalingsregler

Fra og med indkomståret 2009 ændres disse regler.

INDBETALINGSFRISTER	INDBETALINGSMULIGHEDER
Til og med 31. december i indkomståret	Ubegrænset indbetaling
1. januar – 1. juli i året efter indkomståret	Indbetaling mod rente fra 1. januar til og med den dag du betaler
2. juli og senere i året efter indkomståret	Restskat opkræves inkl. et procenttillæg

Indbetaling inden 31. december i indkomståret (frivillig indbetaling)

Du kan indbetale direkte via www.skat.dk fra 1. december. Som noget nyt kan der også betales med Dankort. Går du ind via din skattemappe, kan du finde de nødvendige oplysninger under *Betalingsinformation*.

Betaler du via netbank eller benytter du et blankt indbetalingskort, skal du også via *Betalingsinformation* i skattemappen for at finde de nødvendige oplysninger til brug for betalingen.

Sidste bankdag i 2009 er 30. december 2009, så hvis du vil sikre dig, at du har betalt til tiden, skal du være opmærksom på følgende:

- Ved betaling via netbanken skal du have indtastet og godkendt betalingen senest den 30. december 2009 kl. Bemærk, at seneste betalingstidspunkt fremgår af din netbank.
- Hvis du vil betale i banken, skal du betale senest den 30. december 2009
- Betaler du på posthuset er seneste betalingsdato den 31. december 2009

Indbetaling 1. januar til 1. juli i det efterfølgende indkomstår

Fra og med indkomståret 2009 kan du i perioden 1. januar til 1. juli i det efterfølgende indkomstår indbetale ubegrænset mod betaling af en rente. Indbetalingen i denne periode skal være inkl. en rente, som beregnes fra 1. januar til og med den dag, hvor du betaler. Renten er ikke fradragsberettiget.

Den rente, der blev beregnet på betalingstidspunktet, bliver dækket først. Dette betyder, at du skal være opmærksom på at få beregnet og betalt den korrekte restskat og det korrekte rentebeløb, hvis du vil sikre dig, at du ikke bliver opkrævet yderligere efter 1. juli.

På www.skat.dk får du fra 1. december mulighed for at beregne rentebeløbet. Du skal blot gå ind under *Betalingsinformation* i din skattemappe.

Rentesatsen for indkomståret 2009 bliver offentliggjort i december 2009.

Når du skal vurdere, om du skal foretage indbetalingen inden 31. december, skal du se på om du kan få forrentet beløbet andetsteds med en højere rentesats efter skat. Er dette ikke muligt, bør du overveje at indbetale inden årsskiftet.

Indbetaling efter 1. juli i det efterfølgende indkomstår

Betaler du først restskat efter 1. juli i det efterfølgende indkomstår, skal du betale et procenttillæg, der er 2 pct. højere end rentesatsen for betaling i perioden 1. januar til 1. juli i det efterfølgende indkomstår. ■

Jord, vind, sol og vand



De gamle grækere mente, at verden består af fire elementer: Jord, vind, sol og vand. Måske en lidt forsimplet antagelse, men at det er vigtige elementer, kommer vi ikke udenom – og måske er det disse elementer, der kan blive afgørende for verdens bestræbelser på at imødegå det stigende energibehov og den globale opvarmning. Mark Z. Jacobson, professor i civil and environmental engineering på Stanford University, og Mark A. Delucchi, research scientist på University of California har i hvert fald forsøgt at beregne, hvad det ville kræve, hvis netop disse elementer skulle afløse de fossile brændstoffer i 2030 – og så har de endda udeladt jordvarmen uden varmt vand i undergrunden.

De to forskere har med en lang række antagelser om teknologiske fremskridt, stigende energibehov osv. beregnet, at det vil kræve følgende:

VAND – 1,1 TW [9 pct.]

490.000 tidevandsturbiner á 1 MW (<1 pct. på plads)

5.350 geotermiske anlæg á 100 MW (2 pct.)

900 vandkraftværker á 1.300 MW (70 pct.)

VIND – 5,8 TW [51 pct.]

3,8 mio. vindturbiner á 5 MW (1 pct.)

720.000 wave converters (bølgeenergi) á 0,75 MW (<1 pct.)

SOL – 4,6 TW [40 pct.]

1,7 mia. solanlæg på hustage á 0,003 MW (<1 pct.)

49.000 anlæg m. koncentreret sol á 300 MW (<1 pct.)

40.000 solcelle kraftværker á 300 á 300 MW (<1 pct.)

NOTE: Det er i beregningerne antaget, at energibehovet i 2030 er 16,9 TW ved anvendelse af konventionelle energikilder, mens det vil være 11,5 ved udelukkende anvendelse af de vedvarende. Forskellen skyldes en mere effektiv energiudnyttelse ved brug af vedvarende energi. ■



Opsvinget er på medicin

DET IGANGVÆRENDE OPSVING KØRER PÅ »OPKVIKKENDE STIMULANSER OG LYKKEPILLER« i form af ekspansiv finanspolitik mange steder og en ekstrem lavrentepolitik. Goldman Sachs påpeger, at uden finanspolitiske stimuli ville BNP for USA i tredje kvartal have været negativ – og ikke de 3,5 pct. p.a. som det rent faktisk blev.

Goldman Sachs anfører også, at nu er der ikke meget mere at hente fra de vedtagne stimulanser. Så næste år bliver det afgørende om de amerikanske forbrugere kan tage over som den vigtige drivkraft de plejer at være. Det kommer i høj grad an på ledighedsudviklingen. ■

VERDENSØKONOMIENS TILSTAND

Det går fremad, men afgørende dele af den globale økonomi er så tynget af gæld fra vækstfesten, at det vil tage årevis, før efterspørgsel og beskæftigelse i den rige del af verden når samme niveau som før krisen.



GETTY IMAGES

■ PÅ VEJ MOD EN NY NORMAL

VERDENSØKONOMIEN ER PÅ VEJ til at blive normal igen, men det bliver en »ny normal«. Det er de fleste i hvert fald enige om, selv om der er nogle, der hævder, at vi er på vej tilbage til den gamle normal, som om intet var hændt. Disse håbefulde optimister finder deres inspiration i *Milton Friedman's* teorier, som viste, at dybe recessioner i USA generelt efterfølges af stærke opsving.

Friedmans tese var, at efterspørgselen – summen af forbrug fra husholdninger, virksomheder, udlandet og det offentlige – nok skulle sørge for det. Når forbruget er stærkt nok, så anvendes alle økonomiens ressourcer fuldt ud og dermed realiseres økonomiens fulde potentiale. I takt med at arbejdsstyrken vokser, så akkumuleres der kapital og teknologien avancerer – og flytter grænser over tiden.

I en recession falder efterspørgselen til et niveau noget under udbudet, og det fører til stigende ledighed, lukkede virksomheder og uudnyttede innovationsmuligheder. Men når opsvinget så kommer, så bliver det så meget stærkere,

hævdede Friedmann, idet disse ressourcer har ligget klar i en venteposition til at komme i sving igen. Det betyder så, at økonomien kan vokse hurtigere end normalt i en periode, indtil den når niveauet, hvor den ville have været uden krisen (scenario 1 i figuren).

Det lyder jo logisk nok, men krisen kan have været så slem, at teorien ikke holder, hævder tidskriftet *The Economist*. Hvis faldet i efterspørgselen er vedholdende, kan det forårsage længevarende skade på udbudet, og dermed tager det længere tid at nå det økonomiske niveau, som Friedmans teori tilsiger og som lå

Milton Friedman
(31.07.12 - 16.11.06)

Amerikansk økonom, mest kendt for sit arbejde inden for makroøkonomien og for sin støtte til *laissez faire-kapitalisme*. I 1976 tildeltes han Nobelprisen i økonomi for sine arbejder inden for forbrugsanalyse, monetær historie og teori samt stabiliseringspolitik.

i kortene før krisen (scenario 2). Skadevirkningen på udbudet kan endda blive så stor, at det reducerer vækstraten (scenario 3).

Man kan sidde på bænken for længe

Man kan umiddelbart undre sig over, at en sådan ændring i efterspørgselen kan føre til så megen skade. Men der er en forklaring:

I en recession skærer virksomheder ned på arbejdsstyrken og investeringerne. Men hvis arbejderne sidder på bænken for længe, vil deres evner og kvalifikationer blive forringet, og deres bånd til resten af verden vil blive svagere. Når der så kommer gang i efterspørgselen igen, vil de blive ladet tilbage i opsvinget. Den enkelte arbejders produktion kan komme tilbage til normalen, men beskæftigelsesniveauet vil ikke. Noget lignende kan ske med økonomiens samleband, computerterminaler og kontorkomplekser. Hvis efterspørgselen forbliver svag, skæres der ned – man tilpasser sig et lavere niveau. Og hvis det finansielle system så også stadig vil være tynget af fortidens synder, så bliver det hele bare værre.

Resultatet er et lavere loft på produktionen. I IMF's seneste *World Economic Outlook* belyses omkostningerne ved 88 bankkriser over de seneste 40 år. Konklusionen er, at i gennemsnit så er det økonomiske output syv år efter krisen stadig næsten 10 pct. under det niveau, hvor det ville have været uden krisen.

Det varsler ikke godt, for denne finanskriser hører jo til en af de værste i historien. Fra starten af 2008 til foråret 2009 havde krisen reduceret værdien af globale aktier med 30 trillioner USD (30.000 mia.) og 11 trillioner USD af husenes værdi, viser beregninger fra Goldman Sachs. Da det var værst, så tegnede tabene sig for 75 pct. af verdens BNP.

Aktiverne faldt, gælden gjorde ikke

At denne krise, som andre finanskriser, vil gøre ondt i lang tid endnu, er ikke overraskende. Før krisen nød banker og husholdninger godt af de høje aktivpriser, men der var i høj grad også opbygget en stor gæld undervejs. Aktivpriserne styrtedykkede som bekendt, men det rokkede jo ikke ved værdien af gælden.

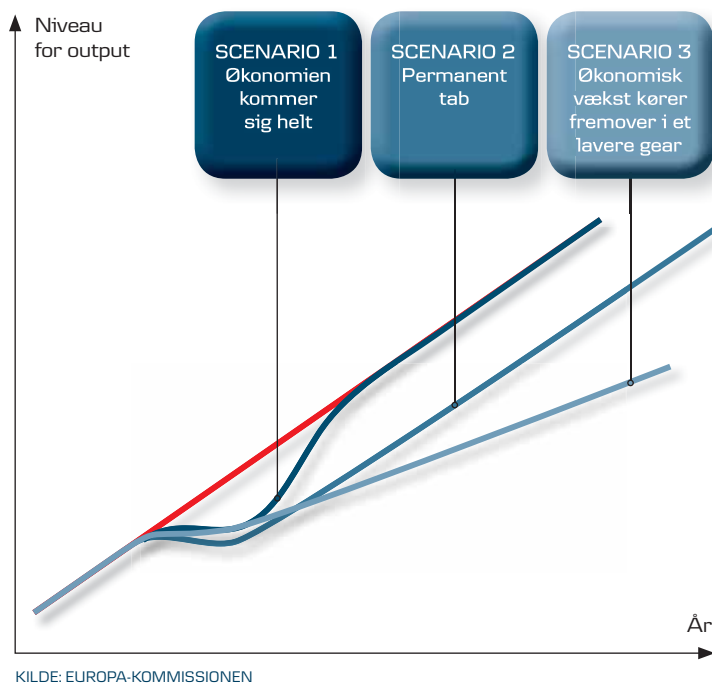
Japan har bitre erfaringer med en sådan situation. I 1990 kollapsede aktie-, jord- og ejendomsprisbobler, og det er aldrig siden lykkedes at nå de samme vækstrater som i 80'erne efter denne »balance-sheet recession«.

En normal recession starter typisk med, at forbruget i økonomien er begyndt at presse ressourcerne så meget, at priserne stiger. Centralbanken hæver renten for at lægge en dæmper på, og når inflationen igen arter sig, kan renten sænkes igen.

Men i en »balance-sheet recession« som den japanske er det ikke en pengestrøm, der skal korrigeres, men et »lager«. Efter boblerne bristede sad de japanske selskaber tilbage med passiver, der var meget større end deres aktiver. Men japansk erhvervsliv og den japanske banksektor var dengang præget af mange krydsejerskaber, så det var oftest ikke et problem for selskaberne at indgå aftaler med bankerne, så de undgik en konkurs. Selskaberne fik altså mulighed for at overleve og over årene at nedbringe deres gæld til »normale« niveauer.

Men dette var i virkeligheden en kvælende spænde-

SCENARIER FOR OPSVINGET



KILDE: EUROPA-KOMMISSIONEN

trøje for finanssektoren og erhvervslivet. Det lagde en voldsom dæmper på japansk økonomi, og processen var først færdig i 2005, mener Richard Koo fra Nomura Research. Prisen var høj for Japan. I 2002 var Japans output næsten 23 pct. under det niveau, der ville være nået med førkrisevækstraterne.

Den nye normal

Nu er vi altså i et globalt opsving, på vej mod en ny »normal«, som vil være anderledes fra den gamle normal på flere punkter. Efterspørgselen i de rige lande vil efter al sandsynlighed være svag i lang tid fremover. Emerging Markets vil spille en langt mere dominerende rolle i verdensøkonomien end hidtil, og deres indflydelse, især BRIK-landenes, vil vokse massivt i de næste mange år. Men foreløbig er styrken herfra ikke nok til at kompensere for svagheden i de rige lande.

Det betyder, at mange lande kan blive nødsaget til at lade stimuluspakkerne køre i længere tid end ventet. Alternativet er en høj ledighed, som permanent vil kunne reducere det økonomiske potentiale. Uanset hvad, så vil den offentlige gæld vokse i de kommende år – en uundgåelig nødvendighed for at den private gæld kan falde.

Bankerne vil forblive forsigtige med at låne penge ud – begrænset af fortidens fejltagelser, men også skrappe reguleringer. Det vil dæmpe opsvinget, men også gøre selskaberne mere forsigtige med deres investeringer. Også aktiviteten på »securitisation markedet« vil være lav – det alternative lånemarked, der fungerer via diverse derivater og finurlige papirkonstruktioner. Dette marked udgjorde et massivt alternativ til bankerne forud for krisen, men endte som bekendt også med at udløse finanskrisen via de »forklædte« subprimeobligationer og har derfor fået et dårligt ry.

En vedvarende lav efterspørgsel vil veje tungt på udbudet, og flere estimater går på, at når denne krise engang er ovre, kan op imod 25 mio. mennesker have mistet deres jobs i OECD. Risikoen er, at langt fra alle får dem igen. Men i Emerging Markets ser fremtiden noget lysere ud. ■

30

Så mange trillioner USD havde krisen reduceret værdien af globale aktier med fra starten af 2008 til foråret 2009.

Emerging Markets har vist en modstandsdygtighed under krisen, som er kommet bag på de fleste.

DE NYE BRIKKER I DET GLOBALE PUSLESPIL

■ PUSLESPILLET ÆNDRER SIG

SER MAN TILBAGE PÅ DE SENESTE TO ÅRS BALLADE, har de fleste finansielle problemer med subprimeobligationer, »giftige aktiver«, kriseramte banker og overgearing været at finde i de udviklede markeder – ikke i dem der er på vej, de såkaldte Emerging Markets (EM).

Det har oven i købet været en stor-spiller fra EM, Kina, der har ført verdensøkonomien tilbage på sporet, snarere end USA, verdens største økonomi, der stadig har lang vej endnu, før krisen kan siges at være overstået. Hvad angår den industrielle produktion, så har den i EM

vendt tilbage langt hurtigere og stærkere end i de udviklede lande. Goldman Sachs vurderer, at EM har skiftet gear og fremover vil levere en stærkere industriproduktion, der overgår den hidtidige trend, mens den i de udviklede markeder højst vil køre i samme takt som før. Alene det-

te er en indikator for, at aktier i Emerging Markets har et godt udgangspunkt for at kunne levere gode afkast, mener Goldman Sachs.

Det er i sandhed nye boller på den globale suppe. Vi skal ikke mange år tilbage, før det altid gik hårdest ud over Emerging Markets, når der var internationale kriser. Men der er sket meget på de sidste 10 år. En hel del af landene i EM har – godt hjulpet på

vej af globalisering og outsourcing – udviklet sig voldsomt med hastigt voksende middelklasser, stigende velstand og forretningsmiljøer og institutioner, der nærmer sig vestlig standard.

Faktisk er mange af landene så udviklede efterhånden, at nogle iagttagere mener, at betegnelsen Emerging Markets er misvisende. Målt på BNP pr. indbygger, sundhedsvæsen, sociale sikkerhedsnet m.v. er der ganske vist et godt stykke vej til OECD-standard, men ikke desto mindre er det en kendsgerning, at EM-landenes økonomier og aktivmarkeder som helhed betragtet har rejst sig hurtigere og kraftigere end de rige landes.

Samme risiko – mere vækst

I modsætning til tidligere er EM-landene ikke tyngt af enorme gældsbyrder – tværtimod er gælden typisk betydeligt lavere end i OECD-landene både i privat og statsligt regi. Og dette kombineret med generelt sunde udviklinger og langt bedre ledelse af virksomhederne end tidligere betyder, at ved investering i EM-aktiver køber man reelt noget, der ikke er forbundet med større risiko end aktiver i de udviklede lande, men vækstmulighederne er til gengæld større.

Eksempelvis tilskrives Brasilien i dag en mindre risiko for statsbankerot end Italien – de makroøkonomiske fundamentale forhold og den politiske troværdighed anses ganske enkelt for større i Brasilien. Hvilket må siges at være tankevækkende i lyset af, at Italien er et for længst fuldt ud industrialiseret land og oven i købet

medlem af G7 – mens Brasilien altså stadig er en udviklingsøkonomi.

Endnu har EM ikke formået at avancere fra eksotisk til *mainstream* i de internationale investorers bevidsthed. Til trods for modstandsdygtigheden i krisen har den gennemsnitlige pensionskasse kun investeret 5 pct. af porteføljen i EM selv om EM-lande i dag tegner sig for 30 pct. af verdens BNP, oplyser IMF.

Men at der er sket noget de seneste 10 år, er tydeligt. Ifølge Financial Times forvalter Emerging Market Funds i dag midler for 563 mia. USD mod 64 mia. USD i starten af 1999. Det er dog stadig et stykke vej fra de 4.400 mia. USD under forvaltning i de udviklede lande. Aktier i EM udgør i dag 11 pct. af FTSE All World Index mod 3 pct. i 2000 – hvilket altså vil sige, at de udviklede landes aktier i dag udgør 89 pct. af verdens aktier mod 97 pct. i 2000.

Der er enighed blandt analytikere og økonomer verden over om, at de finansielle markeder og økonomier i EM med stor sandsynlighed vil vokse hurtigere end den udviklede verdens ditto i de næste 10-15 år.

Pas på ...

Men det betyder ikke, at man skal investere ukritisk i Emerging Markets, som spænder over et bredt spektrum af vidt forskellige økonomier, fremtidsudsigter og investeringsprofiler.

Øst- og Centraleuropa har således som region betragtet været hårdt ramt af krisen. I en vis grad har dette været en naturlig konsekvens af den glo-

11%

af FTSE All World Index udgør EM's aktier i dag mod kun 3 pct. i 2000.



POLFOTO

Brasilien har som det eneste land vundet VM i fodbold fem gange, og her fejrer de sejren i FIFA Confederations Cup 2009. Rent økonomisk er landet også i gang med en udvikling, der vil markere det på landkortet i det kommende årti.

bale krise og de tætte bånd til Vest-Europa, men boligbobler, overforbrug og opbygningen af stor gæld har i flere tilfælde været med til at forstærke krisen lokalt. Polen og Tjekkiet har på den ene side vist sig som relativt modstandsdygtige, mens Ungarn og Ukraine på den anden side har måttet ty til IMF for økonomisk støtte. Ikke desto mindre er aktiemarkederne i Øst- og Centraleuropa som helhed steget voldsomt, og vi mener ikke, at fortsat eksponering i regionen er tilrådeligt.

I Latinamerika er det også vigtigt, at skelne mellem de forskellige lande. Argentina, Venezuela og Ecuador er eksempler på lande, der fortsat er særdeles volatile og risikable. De mest oplagte lande – også i kraft af deres størrelse – er Mexico og Brasilien. I Mexicos tilfælde skal man dog være opmærksom på den store afhængighed af olieindtægter og i særdeleshed den økonomiske udvikling i nabolandet USA.

I Latinamerika er Brasilien det mest oplagte land at investere i. Landet, der er et af de fire BRIK-lande (Brasilien, Rusland, Indien, Kina), er efter Goldman Sachs' (GS) cheføkonom Jim O'Neills vurdering det eneste af de fire lande, som ikke har opfyldt de vækstforventninger, som GS udstak i 2003, da det forrige bearbejdede sluttede.

Til gengæld tror han, at Brasilien som det eneste af de fire vil vokse med en højere vækstrate i det kommende årti end i det foregående. Forklaringen er en meget stærk demografi – dvs. en beskeden ældrebyrde og store generationer af unge på arbejdsmarkedet – samt at landet høster gevinsterne af et mere

stabil økonomisk miljø, som gør, at det bliver nemmere som investor at acceptere at fortsatte reformer bliver mere beskedne. Og ikke mindst, at Brasilien er meget stærk på råvarer, hvilket landet vil nyde godt af i takt med et stærkere globalt opsving og udsigten til stigende efterspørgsel efter råvarer de kommende år. Positivt er det også, at Brasilien faktisk får dækket 45 pct. af sit energibehov fra vedvarende energikilder.

Rusland er faktisk vokset mere end de øvrige BRIK-lande i 2003-2008, og Jim O'Neill tror, at landet – trods tydelige problemer og et fald i BNP på 8 pct. i år – vil komme stærkere tilbage end de fleste tror.

Indien vurderer han også er på vej mod en stærkere væksttrend i de nærmeste år. Hvad Kina angår, så erkender han, at Kina er i en klasse for sig selv, men det har været sundt for landet med krisen, idet det har ændret landets økonomiske kurs til en øget indenlandsk fokus og mindske afhængigheden af eksport til især USA.

Jim O'Neill tror ikke, at verdens væksttrend som helhed er permanent reduceret af krisen. Det kan dog være tilfældet for USA, Storbritannien og nogle få andre mindre lande, men han anser det for tvivlsomt. For mange andre lande lige fra de afrikanske til Indonesien, Mellemøsten og Tyrkiet, fra Australien til Tyskland, er det langt fra tydeligt, at deres væksttrend er svækket af krisen. Og hvad BRIK-landene angår som helhed tror han, at væksten kan blive endog stærkere end hans egne prognoser tilsiger – og de er i forvejen højere end markedets forventninger. ■

INVESTERINGS-MULIGHEDER I EMERGING MARKETS

Eksempler på investeringsforeninger

DI Nye Markeder
DI Kina
DI Fjernøsten
DI Latinamerika
DI Østeuropa
DI Engros Østeuropa Konvergens
DI Engros Global Emerging Markets
DI Engros Global Emerging Markets Smaller Companies

Risikoen ved investering i aktier i Emerging Markets er som helhed markant lavere end for 10-15 år siden. Som udgangspunkt kan det dog fortsat anbefales, at man investerer i regionerne via investeringsforeninger. Men i nogle tilfælde er det også forsvarligt at investere i enkeltaktier i visse regioner. Det gælder, når der er tale om store selskaber af høj kvalitet, en stærk indtjeningsbase og en solid forankring i markedet. De fleste eksempler herpå findes i Asien, den mest fremtrædende og loven- de region blandt Emerging Markets. Men andre regioner har naturligvis også deres attraktive selskaber, f.eks. Brasilien.

Eksempler på aktier under dækning af Goldman Sachs

China Railway (Kina)
China Shenhua (Kina)
HSBC (Hong Kong)
Hong Kong Exchanges (Hong Kong)
Petrobras (Brasilien)

I KINA SPARER

De spiser også hunde, men på opsparingskvoten skiller de sig også markant ud fra vestlig adfærd.

■ KVINDEMANGEL OG SPAREGRISE

VI KOMMER IKKE udenom, at de amerikanske forbrugere har spillet en stor rolle for verdensøkonomien i mange år. Amerikanerne nåede deres forbrugsmæssige højdepunkt i 2007, hvor de tegnede sig for godt en femtedel af verdens BNP. Det niveau holder ikke mere, og nås næppe heller igen. Amerikanernes formuer er blevet udhulet markant under krisen, og selv om nettoformuen nu i gennemsnit er som i første halvdel af 90'erne, så er de med strammere kreditbetingelser, en stadig stigende ledighed og 27 pct. af boligejerne i teknisk insolvens (værdien af deres bolig er mindre end deres boliggæld) ikke motiverede til at bruge for mange penge.

Men hvor meget vil de så spare op? I 50'erne og første halvdel af 60'erne sparede amerikanerne over 8 pct. af deres disponible indkomst op. Men siden 80'erne har amerikanerne for alvor åbnet op for pengepungen, og i perioden 2002-2007 var opsparingskvoten skrumpet ind til i gennemsnit 2,7 pct. (var under nul i 2006, i dag omkring 5 pct.).

Amerikanernes ødsle levevis har indebåret, at de har importeret meget mere, end de har eksporteret, og de har i mange år haft et kronisk stort underskud på handels- og betalingsbalancen. Heldigt for amerikanerne har udlandet haft så stor tiltro til verdens stærkeste og hidtil mest innovative økonomi, at det ikke har været noget problem at få udlandet til at investere i landet, holde dollaren relativt stærk og renten lav ved at købe amerikanske statsobligationer i enormt omfang.

Vil Kina tage over?

Men når et så stort land har et gigantisk underskud på betalingsbalancen, så er der andre,

der må have et stort overskud – og det er især Kina. Kinas overskud tegner sig for halvdelen af Asiens overskud på betalingsbalancen og 30 pct. af alle overskudslandes.

Amerikanerne håber derfor, at forbrugerne i den voldsomt eskalerende kinesiske økonomi vil overtage amerikanernes førerrolle og dermed blive en drivende faktor i verdensøkonomien og medvirke til at rette yderligere op på USA's underskud, der i en størrelse svarende til 3 pct. af BNP faktisk allerede er halveret i forhold til toppen i 2006.

Men den udvikling er ikke udtryk for, at kineserne har taget førertrøjen på (eller at USA's eksport er steget) men mere, at USA's import er faldet. Hvis Kinas eksportører skulle udfylde det hul som amerikanske forbrugere og husbyggere har efterladt i verdensøkonomien, så ville det kræve at Kinas overskud på 297 mia. USD skulle forvandles til et underskud på 463 mia. USD. Det ville kræve et dramatisk fald i opsparingen i Kina – der for staten, virksomheder og husholdninger i 2008 var på over halvdelen af BNP.

Det er husholdningerne i Kina, der sparer mest op. Ifølge Eswar Prasad fra Cornell University og Marcos Chamon fra IMF er det de unge og ældre, der sidder tungest på tegnebogen. Husholdninger i byerne, hvor budgettet styres af en 25-årig, sparer næsten 30 pct. op af deres disponible indkomst, og det samme gør de familier, hvor det er 60-årige, der sidder på pengekassen. En oplagt forklaring på den massive opsparing er naturligvis, at det kinesiske samfund er uden sikkerhedsnet – de skal selv betale for sundhedsvæsen, uddannelse m.v.

En anden forklaring er også den mere kulturbetingede. Som danskerne havde det engang, så er kineserne ikke meget for at skyld

penge væk. Kun en lille del (11 pct. af de yngre husholdninger) har et realkreditlån, og de som har, prøver at få det betalt tilbage over fem år.

Hvor stor er den?

Der er også en tredje forklaring, og som bunder i den epidemi af kønsrelaterede aborter, der skyllede ind over landet som følge af etbarns politikken i 80'erne. I dag er der i dele af Kina helt op til 20 pct. flere unge mænd end kvinder. Og så gælder det om skille sig ud, hvis man vil have fat i damerne. Når kvinderne i Shanghai i dag spørger en potentiel bejler: »Hvor stor er den?«, så går spørgsmålet på størrelsen af hans lejlighed.

I en analyse af Shang-Jin Wei på Columbia University og Xiabo Zhang på the International Food Policy Research Institute, så akkumulerer husholdninger med sønner aktiver, især huse, for at kunne konkurrere i ægteskabsmarkedet. Dette presser aktivpriserne op for alle andre og øger yderligere behovet for opsparing. De to akademikere mener, at denne konkurrence tegner sig for halvdelen af stigningen i husholdningernes opsparingskvote i 1990-2007.

Forbruget stiger

Til trods for at kineserne sparer meget op set med vestlige øjne, så er der ikke desto mindre tale om en økonomi i stærk vækst, som får middelklassen til at vokse eksplosivt. Kina har rejst sig meget hurtigt fra en kortvarig recession i slutningen af 2008. Goldman Sachs pointerer, at det ikke – som mange ellers hævder – skyldes regeringsstyrede investeringer, men faktisk skyldes stærkere forbrug, ikke-regeringsstyrede investeringer og eksport. Månedstallene for detailsalget bekræfter en stadig årlig stigningstakt på 15-16 pct., forbrugerundersøgelser indikerer øget forbrug fremover og bilsalget er accelereret til en årsstigningstakt på over 80 pct. efter et fald på 15 pct. under krisen. Kineserne er på vej, men de kan endnu ikke fylde hullet efter amerikanerne ud. ■

DE OP

50%

Så stor en andel af af Asiens overskud på betalingsbalancen tegner Kina sig for.

Det er langt fra alle unge mænd, der er så heldige at finde en brud i Kina, hvor konsekvenserne af illegale kønsrelaterede aborter i 80'erne som følge af et-barns politikken har medført, at der i dele af Kina i dag er op mod 20 pct. flere mænd end kvinder. Et stærkt incitament til at spare op for mange.



AKTIESTRATEG

MANER TIL FORSIGTIGHED

Trods det globale opsving, så venter der store økonomiske udfordringer i 2010. Asien vil være en stadig vigtigere drivkraft for verdensøkonomien, mens USA og Europa i de næste fem år til gengæld må indstille sig på en noget lavere vækst end i 2003-2007. Det er på tide, at nedtone investeringerne i de cykliske aktier, mener Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug.



Morten Kongshaug
Foto: Sophie Kalckar

■ PÅ VEJ MOD ET FASESKIFTE

For de investorer, der kom godt med, da aktiemarkedet bundede i marts, vil 2009 blive husket som et godt aktieår (formentlig, det er jo ikke slut endnu ...). Aktierne i de udviklede lande er tordnet op med over 50 pct., og dele af Emerging Markets i flere tilfælde med over det dobbelte.

Det naturlige spørgsmål er selvfølgelig, om det betyder, at aktierne er blevet for dyre allerede i forhold til de små økonomiske fremskridt, der konstateres. Man kunne få et indtryk heraf ved at se på regnskabs sæsonen for tredje kvartal, som snart er overstået.

80 pct. af de amerikanske selskaber formåede at levere en indtjening pr. aktie (EPS), der var bedre end ventet og 65 pct. overgik salgsprognoserne. I Europa, der er lidt efter USA i konjunkturførløbet, formåede 59 pct. af

selskaberne at overgå EPS-forventningerne, mens 45 pct. overraskede positivt (43 pct. skuffede) på salget.

Overordnet synes både de amerikanske og europæiske selskaber at have overrasket positivt på indtjeningen, som de også gjorde i forrige kvartal. Forklaringen er, at kreditobligationsmarkederne har gjort et forrygende comeback; at omkostningsbesparelserne overgår faldet i salgspriserne; og at ledende indikatorer peger på yderligere økonomisk fremgang i første halvår 2010.

Men hvad så nu? Vi har et skrøbeligt globalt opsving på »opkvikkende stimulanter og lykkepiller« i form af diverse finanspolitiske tiltag og meget ekspansiv pengepolitik, vi har stor privat gæld og en voksende ditto i mange lande, alt imens ledigheden efter al sandsynlighed vil fortsætte

med at stige et år endnu i mange lande. Hvordan ser det ud med aktierne i det miljø?

»Vi fastholder vores positive syn på globale aktier for de næste tre måneder, idet indtjeningen vil fortsætte fremgangen, og renterne forbliver lave. Vores grundlæggende holdning er, at opsvinget i OECD-økonomierne fortsætter, mens de asiatiske økonomier sandsynligvis er på vej ind i en mere moden vækstfase. Hvis det amerikanske arbejdsmarked retter sig op, så er grunden lagt for en vedvarende ekspansion i aktiemarkederne i 2010. Men når det er sagt, skal det også tilføjes, at potentialet af en økonomisk ekspansion i USA næsten allerede er fuldt indpriset i kurserne, og derfor er der faktisk et begrænset potentiale i vores hovedscenarie. Vi ser den aktuelle tøven i aktiemarkederne kombineret med de seneste skuffelser i amerikanske makrodata som udtryk for, at investorerne vil have mere visshed om, hvad der er i vente i 2010. Som udgangspunkt tror vi, at den globale økonomi og aktiemarkederne skifter fra opsving til en mere moden ekspansionsfase, herunder også skabelse af nye jobs.«

Hvordan ser jeres risikoscenario ud?

»Der er en risiko for, at vi over de næste seks måneder vil opleve, at en usikker markedsagenda for 2010 tager over og fortrænger indtjeningsfremgang som drivkraften for aktiemarkederne. Vi er gået ind i et nyt regime, der er mindre favorabelt for global økonomisk vækst. Aktierne er allerede steget mere end normalt



POLIFOTO

DANSKE MARKETS EQUITIES LÆGGER VÆGT PÅ KVALITET, HØJE DIVIDENDER OG STÆRK EKSPONERING TIL ASIEN.

Eksempler på relevante aktier

■ Nordiske kvalitetsaktier

Carlsberg	Næring og nydelse
Hennes & Mauritz	Forbrugsvarer
Novo Nordisk	Health care
Simcorp	Informationsteknologi
Outotec	Industri

■ Nordiske aktier med høj dividende

Elisa	Telecom. Services
Fred Olsen Energy	Energi
Beijer Alma	Kapitalgoder
Unibet	Forbrugerservice
Fortum	Forsyning

■ Nordiske aktier med stærk eksponering til Asien

Kone	Industri
Nokia	Informationsteknologi
Autoliv	Forbrugsvarer
AP Møller Maersk	Shipping
Wärtsilä	Industri

efter et ekstremt bearmarked; amerikanske forbrugere vil måske bruge endnu færre penge i fjerde kvartal og starten af 2010 som følge af stigende ledighed og et trængt boligmarked – og fortsætter de med at øge opsparingen, vil det påvirke hele verdensøkonomien. Amerikanske forbrugere er stadig overgearede og højere realkreditrenter eller andre negative chok kan få dem til at spare mere op, idet det kan udløse en ny nedtur i boligpriserne – hvilket vil føre til yderligere tab til bankerne, der så vil blive endnu mere tilbageholdende med at låne penge ud. Og når Federal Reserve stopper med de kvantitative lempelser (opkøb af statsobligationer m.v.), så kan obligationsrenterne stige mere end amerikansk økonomi er i stand til at bære. Overordnet set så er der en tendens til, at outputpriserne stadig falder og giver næring til frygt for deflation og et kort og jobløst USA-opsving. En ny svaghedsperiode for aktier med faldende indtjening og fornyet pres på den finansielle sektor ville blive resultatet af det.»

Hvad råder du så investorerne til at gøre?

»Jeg råder dem til at forberede sig på et vanskeligt 2010. Derfor bør de nedtone de cykliske og finansielle aktier, som nu er nået så højt op, at de ikke længere giver tilstrækkelig belønning for risikoen. Selv om det overordnede billede for virksomhedernes udsigter til indtjening ser lovende ud, så er det meste af cykliske aktiers relative performance til defensive aktier ved at være udtømt. Men i første omgang fastholder vi forbrugsgoder på overvægt, idet vi tror på en vending i arbejdsmarkedet og øget forbrug vil føre til overraskelser i denne sektors omsætning. Mens industri derimod undervægtes idet vi tror, at den indtjeningsvækst, der realistisk set venter forude, allerede er afspejlet i kurserne – dog afhænger det af det enkelte selskabs eksponering til Asien. Energi fastholdes på overvægt, idet sektoren er attraktivt prissat, og vi tror på, at opsvinget holder fast i 2010 og dermed vil bane

vejen for yderligere prisstigninger i olieprisen. Opsvinget vil også bane vejen for de investeringer i IT, som virksomhederne har holdt tilbage under krisen, og health care er også ny på overvægt, da kursniveauet er attraktivt i forhold til indtjeningsudsigterne.«

Men vi er altså stadig i en usikker periode, og så er det vel uanset sektor også kvalitet, man skal satse på?

Præcis. Vi anbefaler nordiske kvalitetsaktier og nordiske selskaber med høje dividendeudbetalinger, i en periode som denne.

Der tales meget om Asiens stigende betydning for verdensøkonomien. Bør man også tage højde for det i sin portefølje?

»Bestemt. Den økonomiske efterspørgsel fra Emerging Markets og især Asien vil bidrage til verdensøkonomiens vækst mere end nogensinde før, og den tendens vil fortsætte de næste mange år. Man bør overveje en delvis direkte investering i Asien via en investeringsfor-
ening og/eller indirekte via investering i nordiske selskaber, som har en stærk eksponering til Asien.«

Til sidst. Du taler selv om et nyt økonomisk regime og et nyt økonomisk verdensbillede. Hvis du havde en mio. kr. som du skulle investere i en bestemt region, og du ikke måtte røre pengene de næste 10 år, hvor ville du så sende pengene hen?

»Asien. Den asiatiske region har ikke de samme problemer med statsgæld, budgetunderskud betalingsbalance, sundhedssektor, trængte boligmarked osv. som de rige lande, især USA, og har oven i købet de højeste økonomiske vækstrater i verden, og det vil fortsætte i mange år endnu. USA og Europa vil efter al sandsynlighed ikke kunne nå i nærheden af de vækstrater, der de oplevede i 2003-2007. Asien er vinderen blandt de store økonomiske regioner rundt om på kloden, hvis vi ser på aktieafkast over de næste 10 år.« ■

Aktiemarkedets cyklus

Goldman Sachs har set på, hvordan aktiemarkedets cyklus har været siden 1973.

■ FRA HÅB TIL VIRKELIG INDJTJENING

DET ER VELKENDT, at økonomien bevæger sig i en cyklus, bestående af fire hovedfaser. Vi har tidligere i dette magasin illustreret hvad, der karakteriserer de enkelte faser; hvor vi efter vore analytikers vurdering har været i konjunkturforløbet samt beskrevet, hvordan de enkelte sektorer plejer at klare sig i de forskellige faser.

Goldman Sachs (GS) har netop præsenteret en dugfrisk analyse af den historiske udvikling på det europæiske marked (ekskl. Storbritannien) siden 1973 og beskrevet, hvad der karakteriserer de enkelte faser. Fra en markedstop til bunden og tilbage til en ny top er der tale om fire faser – **Fortvivlelse, Håb, Vækst og Optimisme**.

FORTVIVLELSE defineres som den periode, hvor markedet bevæger sig fra toppen til bunden. Markedet forventer og reagerer på, at det går ned ad bakke med makroøkonomien og dermed også for virksomhedernes fremtidige indtjening. Gennemsnitslængden er 26 måneder, det reale kursafkast er -25 pct., og den årlige indtjeningsvækst er på -7 pct.

HÅB er typisk en kort periode, hvor markedet tager en kraftig optur efter, at bunden er nået. Markedet stiger i forventning om, at makroøkonomien også snart vender – såvel som vækst i indtjeningen også venter i nær fremtid. Markedet stiger så kraftigt, at der nås en foreløbig top i P/E (kurserne i forhold til faktisk indtjening). Gennemsnitslængden er 10 mdr., kurserne og P/E stiger 50 pct. og årlig indtjeningsvækst er beskedne 1 pct.

VÆKST er typisk en længere periode, hvor indtjeningsvæksten rent faktisk viser sig og bliver en vigtig drivkraft for kursstigningerne, men forventningerne er endnu større og får P/E til at stige igen. I gennemsnit varer denne fase 33 mdr., det reale årlige afkast er 11 pct., og indtjeningen stiger med 23 pct.

OPTIMISME er den sidste fase i cyklen. P/E stiger i denne fase til niveauer, som ikke retfærdiggøres af indtjeningsvæksten, og dermed lægges fundamentet for den næste store markeds-korrektion. I gennemsnit varer denne fase 14 mdr., afkastet er 24 pct., indtjeningsvæksten er sølle 2 pct., mens P/E stiger med hele 27 pct.

Bedste og værste sektorer i hver fase

	KØB	SÆLG
FORTVIVLELSE	Olie & Gas, Forsyning, Health Care	Medier; Rejser & Fritid, Biler & Reservedele
HÅB	Rejser & Fritid, Kemikalier Biler & Reservedele	Forsyning, Føde & Drikkevarer
VÆKST	Rejser & Fritid, Olie & Gas, Ejendomme	Kemikalier, Basale Ressourcer
OPTIMISME	Byggeri & Materialer, Medier	Ejendomme, Forsyning, Banker

Note: Tidligere sammenhænge og mønstre på aktiemarkedet er ikke nogen garanti for, at det forholder sig sådan i fremtiden.

Kilde: Goldman Sachs

Danske Bank hæver olieprognosen

Råvarer er tordnet i vejret i år, men bankens råvareanalytikere maner til besindighed for de investorer, der investerer i råvarerelaterede aktiver. Selv råvarer vokser ikke ind i himlen.

■ RÅVARER FØLGER OPSVINGET

DET ER IKKE KUN AKTIERNE, der har skudt voldsomt i vejret, siden konturerne af et globalt opsving begyndte at tegne sig. Også råvarerne har udvist voldsomme prisstigninger. Stigningerne fortsatte i oktober over en bred kam – og eksempelvis nåede guld det højeste niveau nogensinde, og olieprisen brød 80 USD pr. tønde, der var Danske Banks oprindelige prognose for slutningen af 2009.

At råvarerne stiger ved udsigten til et globalt opsving, er naturligvis ikke overraskende. Tværtimod er det en helt naturlig reaktion, idet øget økonomisk aktivitet og internatio-

nal samhandel vil øge efterspørgselen efter energi, metaller, landbrugsprodukter m.v. Råvarernes prisstigninger har desuden fået yderligere næring af, at investorerne er blevet mere risikovillige i løbet af året.

Olieprisen får ikke lov at sætte ny rekord
Råvareanalytikerne har ændret deres prognose, og vurderer nu, at 90 USD pr. tønde vil blive testet inden for 3 mdr., men mener allerede nu, at det prisniveau næppe kan holde. For 2010 som helhed ventes en gennemsnitspris på 83 USD pr. tønde. Hverken Danske Bank eller Goldman Sachs tror, at 2010 vil byde på priser, der bare er i nærheden af rekorden på 147 USD pr. tønde fra 2008. Dels fordi det forekommer urealistisk, at det globale opsving bliver så stærkt allerede i 2010. Dels fordi olie-lagrene er relativt store efter krisen. Samt ikke mindst fordi selv OPEC er klar over, at oliepriser over 100 USD pr. tønde så tidligt i det-

te skrøbelige opsving, der fortsat kører på »medicin« i form af ekspansiv penge- og finanspolitik, vil kunne sende bl.a. USA ud i en ny recession. OPEC har ifølge egne oplysninger en reservekapacitet i produktionen på 6-7 mio. tønder dagligt, og har erklæret, at OPEC vil øge produktionen, hvis olieprisen kommer tæt på 100 USD pr. tønde.

Som det er tilfældet med aktier og andre aktiver, så følger prisudviklingen på råvarer naturligvis også den underliggende økonomiske cyklus, og er derfor også drevet af en blanding af forventninger og økonomiske fakta. Olieprisen er steget kraftigt på et halvt år, men analytikerne mener ikke, at den kraftige stigning er udtryk for spekulation, men derimod begrundet i den opsvingsfase, vi stadig befinder os i og som ventes at gå over i en mere stabil ekspansionsfase i 2010.

Hvad de øvrige råvarer angår, så er de også steget ganske markant, siden man i foråret

Aktiemarkedet bevæger sig i en cyklus bestående af fire faser

Aktiemarkets cyklus for Europa (eksl. Storbritannien)

1. Fortvivlelse

Markedet bevæger sig fra top til bund.

- Forventninger skuffes
- Værste afkast -24,9 pct.
- Indtjeningsvækst -7,3 pct.

4. Optimisme

P/E vokser hurtigere end indtjeningen

- Forventninger forlænges
- Næstbedste afkast i de fire faser, 27,1 pct.
- Indtjeningsvækst 2,3 pct.

VOLATILITETEN
STIGER

VOLATILITETEN
FALDER

2. Håb

P/E stiger

- Forventning om en bedre fremtid
- Højeste afkast, 51,2 pct.
- Indtjeningsvækst 0,7 pct.

3. Vækst

Indtjeningen vokser hurtigere end P/E

- Virkeligheden indhenter forventningerne
- Næstlaveste afkast i de fire faser, 10,9 pct.
- Højeste indtjeningsvækst, 22,5 pct.

Note: Alle vækstrater er annualiserede gennemsnit / Kilde: Goldman Sachs

Hvor er vi henne?

Og hvor er vi så i dag? Ja, den første fase – Fortvivlelse – startede i oktober 2007 og sluttede altså i starten af marts i år. Håb tog over, og GS vurderer, at det europæiske marked stadig befinder sig i denne fase. Denne fase er karakteriseret af, at aktier slår både råvarer og obligationer. Cykliske aktier slår defensive, cykliske industriaktier klarer sig dårligere end cykliske forbrugsrelaterede, Large Caps klarer sig dårligere end Small Caps og value-strategien slår vækst. På sektorniveau vil Rejser & Fritid, Kemikalier samt Biler & Reservedele klare sig

bedst, mens Forsyning og Føde & Drikkevarer klarer sig dårligst (se tabel).

GS forventer, at markedet tidligt i 2010 bevæger sig ind i Vækst-fasen. Denne fase vil være præget af stærk indtjeningsvækst (GS forventer 40 pct. vækst for 2010), men mere moderate stigninger på aktiemarkedet, som i Håb-fasen har taget forskud på indtjeningsvæksten. GS forventer, at det europæiske marked udtrykt ved DJ Stoxx 600 Index slutter 2009 på 260 og omkring 1. november 2010 vil ligge 6 pct. højere.

Der vil ikke være noget klart mønster i Large Caps vs. Small Caps; cykliske vs defensive ak-

tier eller cykliske industriaktier mod cykliske forbrugsaktier. Ej heller vil en bestemt investeringsstil være bedre end andre bortset fra Value-strategien, der også i denne fase stadig være i stand til at slå en vækst-strategi. På sektorniveau vil Rejser & Fritid, Olie & Gas samt ejendomme normalt klare sig godt, mens Kemikalier og Basale Ressourcer vil klare sig dårligt. Men Basale Ressourcer kan klare sig rigtig godt i denne fase som følge af den stærke vækst i Emerging Markets. ■

begyndte at kunne ane et økonomisk opsving i horisonten. Guld og zink er steget til niveauet over det, der var gældende kort før Lehman Brothers' kollaps, mens andre råvarer fortsat er noget under top-niveauet i august 2008.

Ikke desto mindre er stigningen ganske kraftig, og det kan betyde, at vi – uanset den heftige efterspørgsel fra Asien og andre Emerging Markets, hvor den indenlandske økonomi er i stærk vækst – måske er ved at nærme os en foreløbig top. Danske Banks råvareanalytikere mener, at den overordnede risiko for råvarepriserne er, at den meget ekspansive pengepolitik (som stadig er gældende) kan have forårsaget, at overskudslikviditet er strømmet ind i et bredt spektrum af risikable aktiver, herunder råvarerne, og dermed bidraget til opbygningen af en ny prisbobbel. Hvis pengepolitikken og finanspolitikken derfor strammes for hurtigt, vil det kunne udløse et væsentligt tilbagefald i råvarepriserne.

Konklusion

Olie- og råvarepriser er steget kraftigt i år, men umiddelbart forekommer det at være begrund-

det i den økonomiske vending, der er i gang. Lykkes det for opsvinget at bide sig fast og dermed skabe en sådan dynamik, at den økonomiske politik i løbet af 2010 gradvist kan strammes, så er der basis for yderligere prisstigninger. Realistisk set vil stigningerne formentlig blive moderate – verdensøkonomien er i en forfatning, som ligger langt fra (den dopedede) topform i 2007, og det vil tage flere år, før den er nogenlunde »normal« igen. Men som det ser ud nu, så er det globale opsving i gang, og det vil skabe en stadig stigende efterspørgsel efter metaller, olie og landbrugsprodukter m.v. Investering i råvarerelaterede selskaber er derfor som udgangspunkt attraktive, men det er vigtigt at man følger udviklingen i den globale økonomi tæt. Det kan ikke udelukkes, at verdensøkonomien – hvor de vigtige forbrugere i mange lande er tyngt af gæld, stigende ledighed og udhulede nettoformuer – får en ny svaghedsperiode i 2010, og en for tidlig stramning af penge- og finanspolitik vil kunne udløse den. ■



POLIFOTO



ArcelorMittal er en global stålproducent med forretning i 20 lande. Selskabet er opdelt i seks forretningssegmenter og har omkring 36 pct. af sin stålproduktion i Amerika, 49 pct. i Europa og 15 pct. i andre lande. I juli 2009 gennemførte selskabet sit opkøb af Noble European Holdings.

Den kinesiske indenlandske efterspørgsel er vigtig for det globale stålmarked. En stor andel af Kinas kapacitet i stålproduktionen er forbundet med høje omkostninger grundet begrænset størrelse og afhængigheden af dyre importerede råmaterialer. Dette betyder, at de kinesiske stålpriser fortsat vil være høje og vil potentialet for eksport til USA og Europa være begrænset. ArcelorMittal tror derfor, trods en sløv udvikling i efterspørgslen, på fremtidige prisstigninger grundet den kinesiske situation.

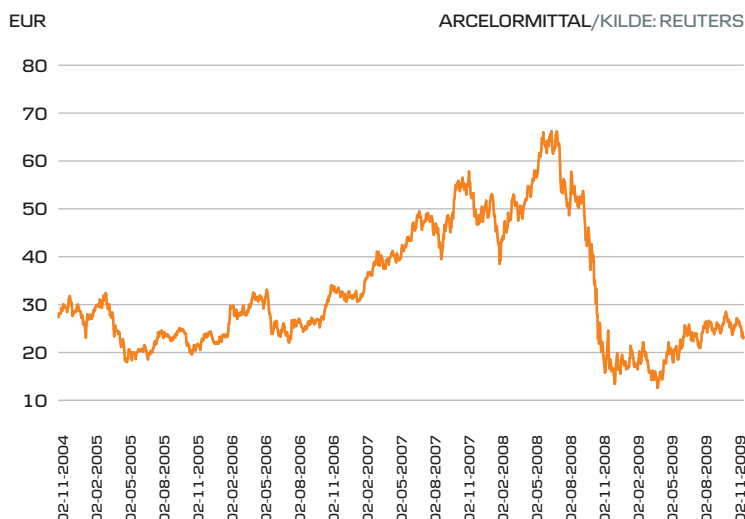
Goldman Sachs (GS) anser den nuværende svagheit i aktien som en mulighed for investorer til at købe sig ind i den langsigtede ståludviklingssituation. ArcelorMittals fokus på den nære fremtid er begyndt at vokse gennem opkøb og attraktive projekter, som selskabet har i hurtigt voksende markeder samtidig med, at selskabet fortsætter med at udvide sin minekapacitet. Selskabet har samtidig rig mulighed for at udnytte og udvikle sine omkostningsfordele i forhold til industriens gennemsnitlige omkostningsniveauer, hvilket også gør aktien interessant.

Hovedrisici for aktien er lavere end forventet efterspørgsel og prisstigning samt højere end forventede råmaterialeomkostninger.

Goldman Sachs har en Købs-anbefaling på aktien og 12 mdr. kursmål i EUR 35,6.



FOTOS: ARCELORMITTAL.COM



Novo Nordisk er verdensleder på insulin-markedet med en markedsandel på 51 pct., og har stærke positioner inden for flere andre områder, herunder hormonbehandling. Det store tema for selskabet for tiden er lægemidlet Victoza, der er den største lancering i Novo Nordisks historie.

Victoza blev godkendt i sommer til salg i EU, og blev efterfølgende lanceret i Tyskland, Storbritannien og Danmark – og foreløbig ser salget lovende ud. Victoza er et middel til diabetes 2- patienter, og virker ved at øge kroppens insulinproduktion og dermed sænke blodsukkeret.

Der er knyttet meget store forventninger til midlet, men foreløbig er de ikke afspejlet i aktiekursen mener Danske Markets Equities (DME). Det skyldes problemer med at få produktet godkendt i USA, hvor myndighederne er bekymrede over fund af kræftceller hos forsøgsdyr, der er blevet knyttet til Victoza samt at diabetes 2-lægemidler generelt menes at øge risikoen for hjertekarsygdomme.

Som udgangspunkt forventer DME at produktet godkendes i USA, muligvis allerede i indeværende kvartal, og dette kombineret med et forspring i forhold til konkurrenterne på 2. generations insulinanaloger, vil kunne løfte aktiekursen væsentligt.

For nylig kom selskabet med regnskabet for 3. kvartal 2009. Her opgraderede selskabet sine forventninger til den underliggende vækst i indtjeningen (EBIT) i 2009. Guidance for 2010 var dog i den lave ende af DME's forventninger. Men den lidt forsigtige udmelding hænger sammen med risikofaktorerne: Usikkerheden om Victoza i USA, USA's sundhedsreform og påvirkningen fra generiske konkurrenter på Novo-Norm/Prandin.

DME har Køb på Novo Nordisk med et kursmål på 400.

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.



Technip

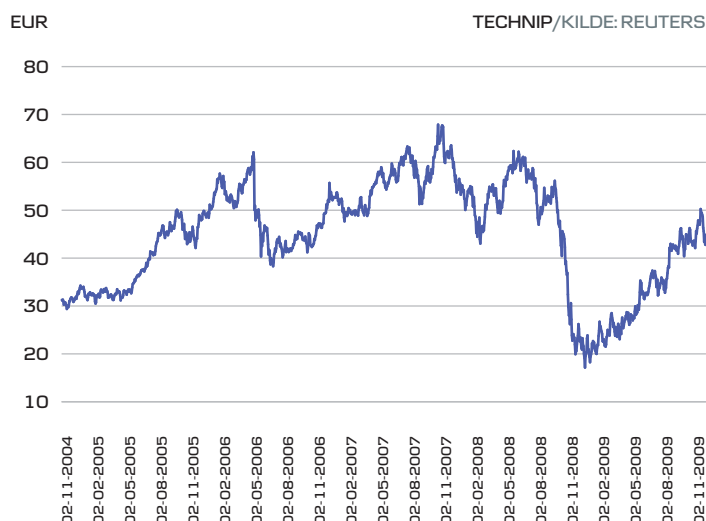
Technip er et verdensledende olieserviceselskab, der udbyder ingeniør-, teknologi- og projektstyringservices for olie- og gasindustrien. Selskabet har 23.000 medarbejdere i 46 lande. Technip opererer i tre segmenter: Onshore (55 pct.), Subsea (3 pct.) og Offshore (9 pct.).

Goldman Sachs (GS) har som udgangspunkt et positivt syn på olieservice-sektoren. Olieselskaber har udsat investeringer i nye projekter over de sidste tre år. Oprindeligt fordi omkostningerne steg hastigt som følge af begrænsninger i olieservicebranchens forsyningskæde og senere pga. genforhandlinger med regeringer og nationale olieselskaber om kontraktbetingelser som følge af den høje oliepris. I 2009 tror GS, at projekter er blevet udskudt som følge af faldende omkostninger og usikkerhed om olieprisen. Men nu mener GS, at omkostningerne har bundet, og der er ikke længere nogen fordel i at udskyde projekter.

Faktisk vil de selskaber, der nu iværksætter projekter opnå first-mover-advantage, idet de kan fastlåse de aktuelle relativt lave omkostninger og få adgang til de bedste teams og aktiver i olieservice-selskaberne. GS vurderer, at der vil blive sat mange projekter i gang i 2010 og dermed større indtjening i olieservice-selskaberne.

GS anser især udsigterne for subsea-divisionen som gunstige, hvor Technip har overlegne driftsmarginer, få konkurrenter, en kraftig markedsvækst, eksponering til nøgleområder, rabat i forhold til konkurrenterne og det højeste cash flow i forhold til egenkapitalen. GS forventer, at indtjeningsforventningerne vil stige betydeligt, hvis forventningerne om en øget aktivitet holder stik.

Den primære risiko for GS' positive syn på Technip vil være, hvis selskabet ikke formår at vinde de nye kontrakter, som GS forventer. GS har en Købs-anbefaling med et kursmål på EUR 82 per aktie.



H&M



FOTOS: H&M.COM



Hennes & Mauritz er en global tøj-kæde med omkring 1.700 butikker i 26 lande. Selskabet har sin base i Europa, hvor 90 pct. af salget ligger. H&M udvider dog forretningen i USA, og har for nylig åbnet butikker i Kina, Japan og Rusland.

Danske Markets Equities (DME) mener, at den bedste tid at købe H&M på er, når et midlertidigt fald øger bekymringen omkring selskabets evne til at vokse og fastholde marginerne. I regnskabet for tredje kvartal, ser DME støtte til stærk indtjeningsmomentum i 2009 og 2010, hvor indtjeningsvæksten vil vende tilbage til 25 pct. En salgsvækst på gennemsnitligt 18 pct. over de seneste 17 år viser ligeledes, at en række få svage måneder ikke fundamentalt ændrer vækstperspektiverne.

På kort sigt er der en række mindre positive punkter, men disse burde allerede være indregnet i aktiekursen. Hvis vi ser på faktorer på mere end tre måneders sigt, peger DME på to positive triggere. En solid omkostningskontrol med fleksibilitet i selskabets omkostningsbase og en gunstig produktionsoptimering.

DME har en Købs-anbefaling på aktien med et kursmål på SEK 470 per aktie. De primære ricisi ved aktien er fejlslagne kollektioner.

TVIVL udskyder rentestigningerne



■ RENTERNE ER STADIG MEGET LAVE

SELV OM DE ØKONOMISKE FAKTA er med til at gøre det lidt broget, så er det samlede økonomiske billede dog trods alt blevet bedre. På de finansielle markeder har aktiemarkederne siden sidst sat nye årsrekorder og kredit- og pengemarkederne er blevet forbedret yderligere, hvilket er understøttende for det økonomiske opsving.

Men ikke desto mindre er obligationsrenterne lavere, end de var ved udgivelsen af oktober-nummeret af *INVESTERING* – og det skyldes flere forhold.

For det første er de økonomiske nøgletal stadig lidt af en blandet landhandel. Det gør, at markedet er skeptisk over for styrken og holdbarheden af det globale opsving.

For det andet er centralbankerne stadig bløde i tonen og signalerer ikke snarlige renteforhøjelser.

For det tredje så betyder den meget stejle rentekurve, at det er vanskeligt at spekulere i højere renter. I og med, at centralbankerne ikke indikerer, at renteforhøjelser er nært forestående, og vi samtidig har et opsving i gang, der, trods tvivl om dets holdbarhed, giver forventninger om stigende inflation og dermed højere lange renter, så vil de lange renter være noget højere end de korte renter. Og faktisk kan de korte renter være uforholdsmæssigt lave, fordi centralbankerne er meget bange for at hæve renten for tidligt og dermed kvæle det spirende opsving. Dette udnyttes af bl.a. bankerne selv. De kan låne penge meget billigt på pengemarkedet, og placere dem i obligationer af f.eks. 1-3 års varighed med en noget højere rente – og det kan de gøre i en rum tid endnu uden risiko for, at centralbankerne hæver renten.

Yderligere forklaringer på, at rentestigningerne lader vente på sig og snarere viser en svingende tendens er, at der p.t. er en usædvanlig

Hovedkvarteret for ECB, den fælles europæiske centralbank, i Frankfurt. ECB hæver ikke renten før til næste sommer, når opsvinget har godt fat, mener Danske Banks renteanalytikere.

Holder opsvinget? Markedsdeltagerne er endnu ikke overbevist, og det er en af årsagerne til, at renterne foreløbig ikke har vist tendens til de stigninger, som Danske Banks renteanalytikere forventer.

stor efterspørgsel efter obligationer på grund af nedgearing (mere opsparing, mindre låntagning), de asiatiske centralbankers opkøb samt det potentielle behov for større likviditetsberedskab i bankerne.

Forventning om stigende renter

Danske Banks renteanalytikere fastholder forventningen om stigende renter.

I USA er Federal Reserve (Fed) færdig med at lempe pengepolitikken, og fokus er nu på »exitstrategier« fra de alternative pengepolitiske tiltag. En del tiltag udløber af sig selv, som f.eks. opkøbet af statsobligationer gjorde sidst i oktober.

Fed ventes at fastholde den ledende rente på 0-0,25 pct. i lang tid. Inflationen er lav, og

der er masser af ledig kapacitet i økonomien, hvilket bevirker, at behovet for højere pengepolitiske renter ikke er umiddelbart forestående. Fortsat fremgang i økonomien, et massivt udbud af statsobligationer, centralbankens stop for opkøb af statsobligationer samt øget appetit på risiko ventes at føre til betydeligt højere renter i de kommende kvartaler, undtagen de helt korte renter under et år. Rentekurven vil forblive meget stejl de kommende par kvartaler for derefter at flade en smule på lang sigt.

ECB ventes at sætte renten op til næste sommer, når det økonomiske opsving har godt fat, og arbejdsmarkedet tydeligt er vendt. ECB er fokuseret på penge- og kreditvækst, og til den tid vil væksten i pengemængden have steget pænt

i et godt stykke tid. Desuden er den ledende rente i Euroland på et historisk lavt niveau. ECB frygter nye bobler, og de har lært lektien.

Økonomerne venter stigende europæiske renter over det kommende år i takt med, at de økonomiske udsigter bedres, og renteforhøjelserne rykker nærmere. Der er også et stort udstedelsespres af statsobligationer i Euroland.

Der er udsigt til fladere rentekurve i Euroland i takt med, at den økonomiske fremgang fortsætter, renterne stiger, og rentemarkederne i stigende grad begynder at spekulere i snarlige renteforhøjelser fra ECB. ■

AKTUELLE ANBEFALINGER

Når man taler om personers investeringer i obligationer, er det vigtigt at skelne mellem private midler og pensionsmidler. Forskellen ligger i skattereglerne.

Er der tale om private midler, så er det et afgørende udgangspunkt for anbefalingerne, at kursgevinster er skattefrie. Når man skal vurdere en obligations potentielle afkast, taler man derfor ud fra en efterskattelsesvinkel – en nettovinkel.

Er der tale om pensionsmidler, er kursgevinster skattepligtige. Derfor har størrelsen af kuponrenten større betydning her. Vi taler her om en førskat-betragtning – en bruttovinkel.

På s. 33 indgår som et fast indslag i INVESTERING en oversigt over de aktuelle modelporteføljer til henholdsvis personbeskattede investorers frie midler samt pensionsbeskattede investorer – begge med tre forskellige tidshorisonter. Mo-

delporføljerne er naturligvis afstemt i forhold til vores forventninger til renteutviklingen.

Aktuelt anbefaler vi for personbeskattede investorer, at de koncentrerer sig om 2 pct. realkreditobligationer, flexobligationerne, der tilbyder samme afkastmuligheder som skibskreditobligationer, men prismæssigt er mere attraktive samt understøttet af mere »sikre« udsigter i form af sikkerheden i fast ejendom frem for sikkerhed i en skibsbranche, der er præget af stor overkapacitet.

For pensionsbeskattede investorer anbefaler vi fortsat overvægt af konverterbare og inkonverterbare realkreditobligationer i forhold til statsobligationer i forventning om fortsat indsnævring af stat-real spændene. Især de konverterbare realkreditobligationer ser stadig interessante ud i lyset af fortsatte fald i den cirkulerende mængde.

Overordnet set er vores anbefalinger relativt defensive. Baggrunden er, at vi har relativt store forventninger til den økonomiske udvikling både i USA og Euroland. Det har markedet også, og det udmønter sig i forventninger om, at renterne vil stige, også de lange, og derfor er rentekurven relativt stejl. Med den forventning bør man som personbeskattet investor lægge sig i den kortere ende af rentekurven – man bør tage varighed ud af porteføljen.

Lidt anderledes forholder sig for de pensionsbeskattede investorer. Vi forventer også, at de lange renter vil stige, men alligevel anbefaler vi, at konverterbare realkreditobligationer med 20-30 års løbetid vejer klart tungest i porteføljen. Baggrunden er, at vi trods det globale opsving ikke tror, at inflationstruslen med en høj ledighed og lav kapacitetsudnyttelse i formentlig mindst et år frem, vil være nævne-

værdig, og derfor vil de lange renter næppe stige særlig meget. Desuden tror vi fortsat, at der er basis for en vis indsnævring af realernes rentespænd i forhold til stater, der blev udvidet kraftigt under krisen. Et andet argument for at de pensionsbeskattede investorers obligationsporteføljer er som før nævnt, at en højere førskat rente er attraktiv pga. skattereglerne, og her må man ty til de længere løbende obligationer.

I den mere eksotiske afdeling kan det være en mulighed for den risikovillige investor at lade en mindre del af porteføljen udgøres af de højtforrentede tyrkiske obligationer, som er understøttet af bl.a. forventning om valutastyrkelse af den tyrkiske Lira. Også norske og engelske obligationer kan være interessante på baggrund af bl.a. forventning om en styrkelse af NOK og GBP. ■

På vej mod KOLLAPS

– men vi bestemmer selv, om vi vil ændre kurs

■ BÆREDYGTIGHED OG CIVILISATION

MAYAERNES IMPONERENDE bygninger og hele byer i den centralamerikanske jungle. Påskeøens mange enorme statuer på op til 86 tons. Og de langt mindre imponerende efterladenskaber fra vikingernes to bosættelser i Grønland. Alle fortæller de en historie om menneskelige samfund, der kollapsede. Men hvorfor?

Det havde Jared Diamond undret sig over i mange år, da han i 90'erne – også i frustration over menneskehedens absurde misbrug af klodens natur og ressourcer i dag – besluttede sig for, at hans næste bog skulle handle om, hvorfor nogle menneskelige samfund gennem tiderne er kollapsede, oftest på meget kort tid, mens andre har overlevet.

Seks års intensiv research bragte Jared Diamond vidt omkring på kloden til forskellige kulturer, arkæologiske vidnesbyrd, udgravninger, lokale eksperter og historiske dokumenter. Bogen *Collapse – How societies choose to fail or succeed* – udkom i 2005 og røg øjeblikkeligt til tops på bestsellerlisterne.

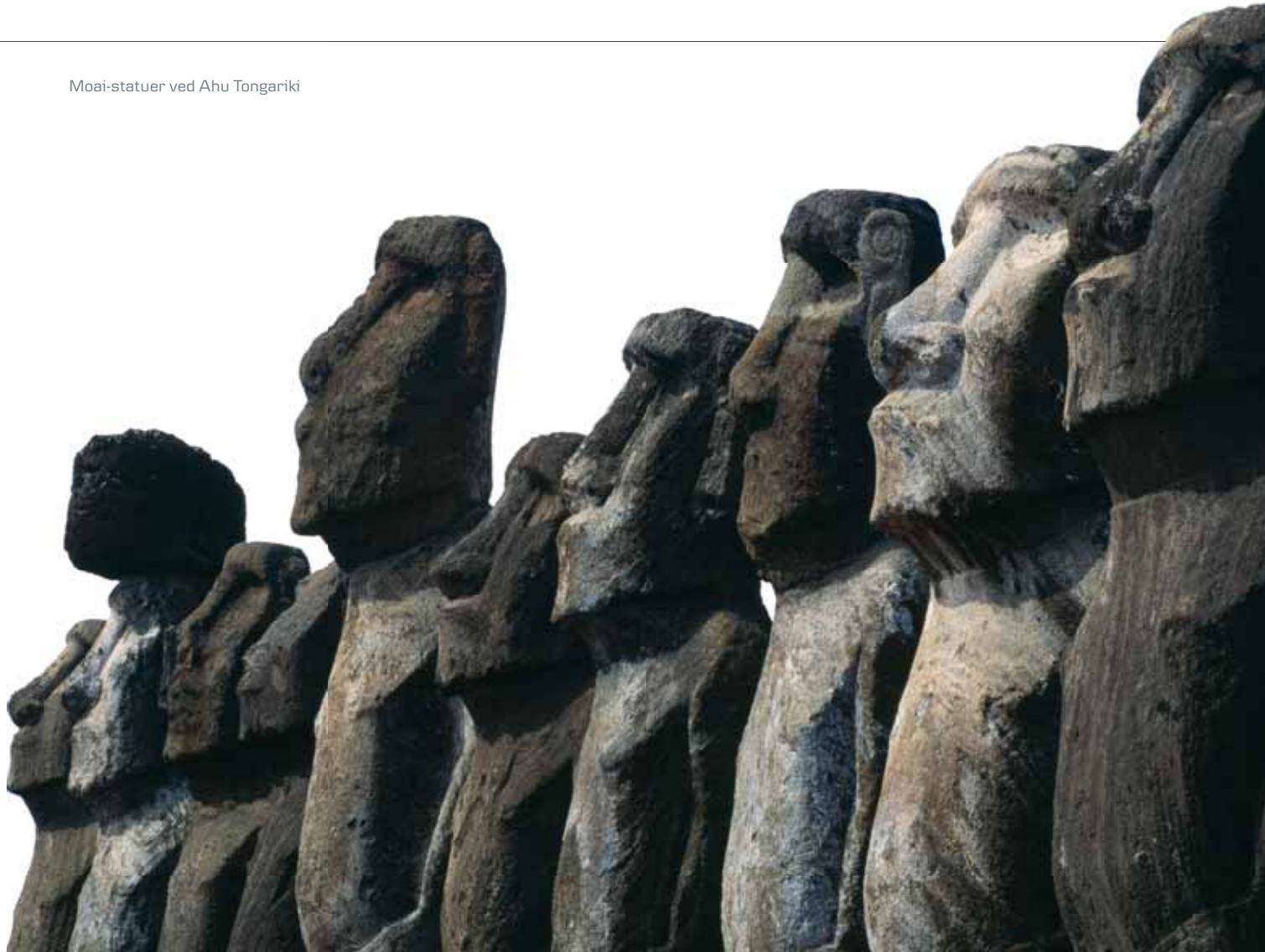
I studierne af de forskellige kollapsede samfund, flere end de tre nævnte – og de, der havde reddet sig på et hængende hår – kunne Diamond efterhånden identificere årsagerne til de samfundsmæssige kollapse.

Kort fortalt så skyldtes mayaernes kollaps en blanding af fjender, kombineret med misbrug af miljø og naturressourcer samt klimaændringer i form af en mangeårig tørkeperiode. På Påskeøen, der var et sandt paradis af en stor, varieret skov, et rigt fugleliv og et væld af fisk og andet godt i havet omkring den, var hovedhistorien et absurd misbrug af ressourcerne. Som sluttede med, at det sidste træ – træer var vigtige til bådbygning og dermed også fiskeri – blev fældet, og man endte med karnibalisme. Alt imens den sidste store statue lå på jorden og aldrig blev færdig.

Det mest komplekse og veldokumenterede kollaps var vikingernes bosættelser i Grønland. Erik den Røde førte de første vikinger til Grønland for godt 1000 år siden. To bosættelser med knap 500 km afstand i øst og vest blev siden grundlagt. Vikingerne grundlagde også samfund på Orkney, Shetland, Færøerne og Island. Disse fire overlevede alle – omend Island med nød og næppe fordi misbrug af miljøet her var ved at ødelægge det hele.

Bosættelserne i Grønland forsvandt i 1400-tallet, og det var der flere forklaringer på. For det første var der den økologiske skade. Bosætterne fældede alt for mange træer, som har en kort vækstsæson i Grønland, da de skulle bruge trækul for at udvinde jern fra mose-

områder. Så var der klimaændringer – Grønland blev koldere i det sene 1300-tal og starten af 1400-tallet som en del af Den Lille Istid. Det forkortede vækstsæsonen for græs og gjorde det vanskeligt at skaffe nok hø til husdyrene. Som om det ikke var nok, så kom bosætterne også konstant i konflikt med eskimoerne. Så var der det med handelspartnere – det koldere klima og dermed mere is satte en stopper for samhandelen med Europa. Og slutteligt var der de kulturelle faktorer. I Grønland er det lettere at føde på får og geder end på kalve, men kalve var højt værdsat. Bosætterne udspurg af et norsk samfund baseret på kvægdrift, og kalve var særligt værdifulde og blev forbundet med høj status – men bosætterne brugt alt for mange ressourcer på kvægdriften i stedet for at omstille sig til den lokale fauna. Bosætterne havde en indædt aversion mod eskimoerne og ville derfor ikke lære at bruge harpuner, bygge hundeslæder, bygge kajaker, fange sæler ved deres åndehuller eller sågar fiske. Man har ikke fundet fiskeben på bosætternes levesteder, og Diamond konkluderer, at bosætterne ikke spiste fisk, da det tilsyneladende var tabubelagt. Efter 1440 uddøde de nordiske bosættere, mens eskimoerne klarede sig fint. ■



POLFOTO

POLFOTO



Jared Diamond,
Født 10. sep. 1937 i Boston.

Videnskabsmand, uddannet på Harvard og Cambridge University. I dag professor i geografi og fysiologi på UCLA i Californien. Har bl.a. skrevet bøgerne *Collapse – How societies choose to fail or succeed* og *Guns, Germs and Steel*. Sidstnævnte indbragte ham Pulitzer-prisen i 1998.

■ INTERVIEW

Kan du pege på nogle fælles karakteristika for de samfund og civilisationer, der er brudt sammen gennem tiderne?

Der er ikke nogle fælles karakteristika, der kendetegner alle fortidens kollapsede samfund mere end der er fælles karakteristika, der kendetegner alle ægteskaber, der ender med skilsmisse ...

... dem kan jeg nu også godt nævne nogle stykker af ...

... men man kan generalisere, at kollaps med stor sandsynlighed indeholder én eller flere af følgende karakteristika: Forkert forvaltning af miljømæssige ressourcer, klimaændringer, problemer med fjender, problemer med venner, og et samfunds egne økonomiske, politiske og sociale institutioner. Angående institutioner så vil jeg tilføje, at samfund, hvis politiske og økonomiske elite med succes formår at isolere dem selv på kort sigt fra konsekvenserne af deres aktioner har en indbygget opskrift på langsigtet fiasko – ligesom Maya kongerne og de franske konger før den franske revolution.

Du nævner i din bog eksempler på, at det ikke er alle menneskelige samfund, der er kollapsede.

Er der en tendens til, at det er mere avancerede og rige samfund, der er kollapsede?

Nej, de mere avancerede samfund er ikke alle kollapsede. Japan er et af de mest komplekse samfund i verden, men har ikke undergået et kollaps gennem de seneste 14.000 år bortset fra det militære nederlag i 2. Verdenskrig, der blev efterfulgt af et hurtigt opsving. Danmark, Skandinavien og Vest-Europa generelt har også klareret sig godt i tusinder af år uden noget, jeg vil kalde et kollaps undtagen det politiske kollaps af det vestlige romerske imperium; den demografiske, men ikke økonomiske kortvarige nedtur forbundet med Den Sorte Død og effekten af Trediveårskrigen i det, der nu er Tyskland.

Det er velkendt at især amerikanere, men også europæere, australiere og japanere har et voldsomt forbrug og sætter uholdbare »økologiske fodaftryk« på kloden. Men den viden ser ikke ud til at påvirke dem. Hvad tror du, det kræver, at få ændret den ekstreme forbrugsmode for forbrugerne på omkring en mia. mennesker i de rige lande?

Det er rigtigt, at vi amerikanere har levet over evne i mange år, men I europæere plus australiere og japanere er ikke meget bedre. De faktiske tal siger, at per capita-forbruget af ressourcer som olie, metaller og vand gennemsnitligt

er 32 gange højere i første verdenslande end i udviklingslandene. I det lange løb vil udviklingslandene sørge for, at det gab ikke fastholdes. Det vil enten blive lukket med behagelige frivillige midler eller med de ubehagelige, som omfatter terrorisme, krig, spredning af nye sygdomme og immigration, der ikke lader sig stoppe.

Når økonomer generelt nu taler om det globale op-sving taler de om nødvendigheden af, at de kinesiske forbrugere nu overtager de forgældede amerikanske forbrugeres rolle som motor for den globale økonomi. Man taler ikke om bæredygtig vækst, men om økonomisk vækst for enhver pris. Hvordan kan vi ændre den holdning? Vil en global udbredelse af nye BNP-mål, der tager højde for miljømæssig belastning, sociale forhold osv. være en løsning?

Økonomer kender allerede det åbenlyse svar på det spørgsmål i en velkendt kontekst som f.eks. når du skal styre din bankkonto eller dit selskab. Ingen økonom er dum nok til at sige, at et selskab eller en person vokser økonomisk, hvis den »vækst« involverer en stabil nedsparring af ens bankkonto eller et selskabs kapital. Men mange økonomer er dumme nok til at beregne økonomisk vækst som en forøget nationalindkomst eller population eller industriel produktion uden at fratrække nedsparringen af den miljømæssige kapital.

Det forekommer mig, at vi har en umulig opgave foran os, hvis vi skal opnå global bæredygtighed og at globalisering i den forbindelse kan være lidt af en forbandelse. Hvis et enkelt land eksempelvis har store planer om en bæredygtig vækst, vil det kræve en transformation af økonomien og massive investeringer m.v. uden historisk sidestykke – hvilket i den globaliserede verden i hvert fald på kort sigt vil føre til en svækket konkurrenceevne, svækket velstand og efterfølgende udskiftning af den ambitiøse regering ved det næste valg.

Et enkelt land alene kan ikke bane vejen for global bæredygtighed. Men et enkelt land kan gøre en masse for at fastholde lokal stabilitet i dets landbrug, skove, vand og andre ressourcer. Ydermere, hvis det enkelte land er en international trendsætter – f.eks. USA, EU og Japan – så kan det enkelte land eller disse få lande sætte standarden, som andre lande kan stræbe efter, i bæredygtighed såvel som i andre områder.

Du nævner i din bog eksempler på lande, der har haft succes med at rette op på alvorlige interne miljøproblemer – Island, Tyskland, Japan – men når alt kommer til alt er det vel lettere at opnå succes lokalt på nogle få områder. Hvordan opnår vi succes globalt?

Ja, det er nemmere at opnå succes lokalt, men vi har allerede opnået store succeser globalt via internationale aftaler og via valg foretaget af virksomheder og forbrugere. For eksempel – trods frygt for det modsatte i 1945 har vi nu klarer 64 år uden en ny verdenskrig, uden nye brug af atomvåben, og vi har opnået en international aftale om at eliminere CFC-gasser, der ødelagde ozonlaget.

Jeg har set dig citeret for at sige, at det politiske system i Kina faktisk giver landet en mulighed for at implementere drastiske og hurtige beslutninger på

en måde, som et demokrati ikke har. Kan man forestille sig, at demokratiet, som præger de industrialiserede lande kan ende med at blive en forhindring, som vil forhindre menneskeheden i at ændre kurs i tide? Har vi brug for et andet system, et overnationalt system til at lave globale regler?

Nej, vi har bestemt ikke brug for et andet system end demokratiet. Winston Churchill udtrykte det godt, da han sagde noget i retning af: »Demokrati er i sandhed den værste form for politisk styre, bortset fra alle de andre styreformer, der er blevet afprøvet på et eller andet tidspunkt«. Hvad angår det kinesiske politiske systems dyr eller centraliserede diktaturer generelt, så kan et diktatur foretage hurtige og drastiske beslutninger, men de beslutninger har lige så stor sandsynlighed for at blive gode eller dårlige som i et demokrati. Kina har foretaget hurtige og drastiske gode beslutninger såsom at stoppe med fældning af gamle skove i 1998 og også hurtige og spektakulært dårlige beslutninger som lukningen af uddannelsessystemet under Kulturrevolutionen.

Hvis COP15 ender med en afløser for Kyoto, så har vi gjort et lille fremskridt i kampen mod global opvarmning. Men hvad med alle de andre miljømæssige udfordringer, skal vi også have lignende globale traktater for at tage hånd om dem, eller ser du tilstrækkelige »grønne« kræfter rejse sig i samfundet?

Internationale traktater og regeringer generelt er vigtige stemmer i kampen mod global opvarmning og miljømæssige problemer, men de er ikke de eneste. Andre store stemmer er virksomheder, NGO'er og grupper af borgere. Den nylige beslutning i en af USA's største virksomheder, WalMart, om at skifte alle indkøb af føde fra havet fra dårligt forvaltede til bæredygtige fiskerier er et af de vigtigste skridt, som kunne tages i kampen mod overfiskeri, og det krævede ikke nogen traktat men blot en beslutning af en stor virksomhed.

Tror du, det er realistisk, at vi på bæredygtig vis kan håndtere 9 mia. mennesker i 2050?

Studier af skove og fiskerier viser, at verden faktisk ville kunne udtage flere træprodukter og fisk, end vi gør i dag og blive ved med det på ubestemt tid, forudsat at vi styrer skove og fiskeri bæredygtigt. Vi ved allerede, hvordan vi skal gøre det, og nogle steder bliver både fiskeri og skove faktisk håndteret på bæredygtig vis; vi skal bare udbrede de principper og erfaringer.

Tror du, OECD-landene er villige til at sænke deres levestandard – ikke bare for at blive mere bæredygtige, men også for at mindske spændingerne i forhold til udviklingslandene, der forsøger at indhente dem?

Det er en udbredt misforståelse i dette område at tro, at det er nødvendigt for OECD-landene at sænke deres levestandard. OECD-lande skal sænke deres forbrugsrater; ikke deres levestandard. Forbrugsrater er kun løseligt forbundet med levestandarder, fordi der er så meget spild forbundet med forbrug. Et godt eksempel er, at per-capita olieforbruget i Europa kun er det halve af USA's, men amerikanernes overskudsforbrug af olie giver os ikke en højere levestandard. Ud fra ethvert fornuftigt kriterium – sundhed, sikkerhed i alderdommen, støtte til kunsten og offentlig uddannelse – så er levestandarderne i Danmark og andre europæiske lande højere end dem i USA.

Tikal Tempel II i det nordlige Guatemala.
POLFOTO

12

Jared Diamond har udpeget de 12 mest alvorlige miljømæssige problemer:

- [1] Ødelæggelse af naturlige habitater
såsom skove, vådområder, koralrev,
havbunden
- [2] Overudnyttelse af føde i naturen
- [3] Udryddelse af planter og dyr betyder
tab af biodiversitet og genetisk variation i
naturen, hvilket grundlæggende ændrer
fødekæderne.
- [4] Udpining af jorden – jord anvendt til
dyrkning af landbrugsafgrøder eroderes
10-40 gange hurtigere end jorden gen-
dannes.
- [5] Reserverne af olie, kul og gas bruges
hastigt, og nye reserver bliver stadig
dyrere at udvinde.
- [6] Over hele verden bruges der mere
vand, end naturens cyklus kan nå at tilveje-
bringe i grundvandsreservoarer, floder etc.
- [7] Fotosyntesens kapacitet – det meste af
den energi, der kommer fra solen (over 50
pct. allerede i 1986) bruges ikke af planter
og dermed vækst i naturen, men af menne-
sker (byer, veje, golfbaner etc.) og dermed
får naturen stadig vanskeligere ved at rege-
nerere vores brug af naturlige ressourcer.
- [8] Giftige kemikalier (pesticider, insekt-
gift etc.), industriaffald plastic, rengørings-
midler...vi udleder det i naturen, spiser det,
drikker det, optager det gennem huden ...
- [9] Alien species – introduceres på mange
måder i den globaliserede verden... dyr, plan-
ter, bakterier, vira, sygdomme, svampe ...
- [10] Udledning af gasser i atmosfæren
som bidrager til global opvarmning, øde-
lægger ozonlaget ...
- [11] Befolkningens størrelse, der vil vokse
mindst 70 år endnu
- [12] Befolkningens belastning af miljøet
– hvis udviklingslandene havde et forbrug
som de rige lande ville det svare til en glo-
bal befolkning på 72 mia.

Det hele handler vel kort sagt om, at vi skal ændre vores værdier – bl.a. ved at etablere fælles værdinormer og indføje det som en integreret del i vores børns skoleundervisning. Hvad foreslår du?

Ja, mange af disse spørgsmål handler dybest set om at ændre vores værdier. I europæere har sat et godt eksempel for resten af verden i jeres store ændringer af værdier gennem de seneste 60 år. Da jeg først besøgte Europa i 1950, var der ingen, der drømte om, at europæerne i dag ville kunne krydse politiske grænser uden paskontrol, bruge en fælles valuta og fremstille nationalt delte våben, som vil gøre det svært for europæiske lande at føre krig mod hinanden i fremtiden, selv om de måtte ønske det. Jeg levede i England fra 1958 til 1962, hvor briterne var på toppen af ændringen i deres værdier fra fokus på Storbritanniens imperium, flåde og store fortid til Storbritanniens nye rolle i et forenet Europa. I europæere kan foreslå til os amerikanere og til japanerne, hvad vi skal gøre for at ændre vores værdier.

Du er blevet citeret for at sige, at menneskeheden har 51 pct. chance for at undgå kollaps. Har du ændret dit estimat?

Hvad enten vores chance for at undgå kollaps er 51 pct., 70 pct. eller 50,01 pct., så holder jeg fast i at betegne mig selv som en »forsigtig optimist«. Det vil sige, jeg tror stadig, at de problemer vi står overfor, er alvorlige nok til at ødelægge os, hvis vi ikke løser dem. Men vi har kapaciteten til at løse dem, hvis vi vælger at gøre det, fordi det er os selv, der skaber alle verdens alvorlige problemer. Ingen af de vigtige problemer er uden for vores kontrol, som en overhængende risiko for at blive ramt af en asteroide. Realistisk set så er vores problemer skabt af vores egne politikker angående klima, vand og andre ting, som helt er under vores egen kontrol.

Nogle videnskabsfolk som Ray Kurzweil (der lige har modtaget The Economists Innovation Award i Computing og Telecom) er overbevist om, at teknologiske fremskridt vil løse alle vores problemer og du har i en samtale oplevet Bill Gates sige det samme. Hvis man ikke kan overbevise sådanne »brainy people« om, at vi skal ændre vores levevis, hvordan skal man så overbevise masserne?

Jeg har hørt Ray Kurzweil personligt redegøre for hans synspunkt om, at teknologiske fremskridt vil løse alle vores problemer. Vrovl. Det illustrerer, at folk, som er »locally brainy« i et område – som computing og telecommunications – ikke er »globally brainy« i andre områder. Teknologien avancerer, men teknologi er en værdineutral kraft, der kan enten blive nyttig eller skadelig for mennesker. Det er slående, at det ikke er gået op for Kurzweil, at nye teknologier sædvanligvis har uønskede sideeffekter, som deres opfindere ikke forventede. For 50 år siden fortalte nogle af mine gamle venner, som var i live omkring 1900, at udskiftningen af heste med motorkøretøjer i europæiske og amerikanske byer dengang blev hyldet som en løsning på problemer med bylarm og forurening forårsaget af hestene. I dag er motorkøretøjer den primære årsag til larm og forurening i byerne. Tilsvarende var introduktionen af CFC-gasser i 40'erne hyldet som en vidunderlig løsning på problemet med vores tidligere giftige gasser fra køleskabe, indtil det blev opdaget over flere årtier, at i atmosfæren – men ikke under laboratoriebetinger – ødelægger CFC'er ozonlaget.

Når vi taler om videnskab – så er der en usædvanlig stor skepsis over for de videnskabelige dokumentationer for global opvarmning og andre miljøproblemer. Tror du, at der er et behov for en tættere kobling mellem politik og videnskab, hvis vi skal løse problemerne?

I europæere er mere tilbøjelige end vi amerikanere til at acceptere hvad videnskabsfolkene fortæller os om deres opdagelser. Men det store ansvar for fiaskoerne med at få både amerikanere og europæere til at acceptere videnskabsfolkenes opdagelser ligger hos videnskabsfolkene selv. De er for dårlige til at kommunikere deres opdagelser ud til offentligheden på en forståelig måde, og der er også en fjendtlighed blandt mange videnskabsfolk over for de videnskabsfolk, der faktisk prøver at kommunikere med offentligheden.

Efter du udgav bogen i 2005 og har oplevet forskellige reaktioner på den, er du så blevet skuffet over folk? Tror du, den har haft nogen effekt på politikere, forbrugere og selskaber?

Nej, jeg er ikke skuffet over folk. Det er stadig sådan, at omkring en tredjedel af amerikanerne allerede er enig med mig, en anden tredjedel er uenig og vil aldrig blive overbevist og en tredjedel har et åbent sind. Ja, min bog har påvirket politikere, forbrugere og selskaber. Jeg blev sågar konsulteret af en præsident Bush' kabinetsekretærer og af hans brors stabschef, og jeg har haft gode diskussioner med topfolkene i en hel del af vores største virksomheder.

Af de 12 miljøproblemer, du nævner som globale udfordringer, er der nogle af dem, som vi skal tage fat på først?

Svaret er enkelt: Vi skal først gøre det af med den misforståelse, at vi har råd til den luksus at håndtere en enkelt af dem nu og så de 11 andre senere! Idet alle 12 problemer kan ødelægge os, så er vi nødt til at arbejde med dem allesammen – nu. Spørgsmålet er lige som at spørge: af de store problemer, som truer et ægteskab – penge, sex, børn, religion, svigerforældre etc. – hvilket af de problemer bør en mand og kone løse først, hvis de vil undgå skilsmisse? Svaret er, at parret selvfølgelig skal tage fat på alle problemerne samtidig, fordi hvis de løser alle de andre problemer, men stadig er uenige om sex, så er det nok til at ødelægge ægteskabet.

Lad os sige, at det ikke lykkes for os at få løst alle eller de fleste af de 12 problemer i de kommende årtier, tror du så, det kan ende med i noget, der ligner tredje verdenskrig, med kamp om knappe ressourcer og beboelige områder?

Ja, når der er for mange mennesker, der konkurrerer om for få ressourcer, hvad enten det er vand, energi, landbrugsområder eller fisk, så ligger det i kortene, at folk ender med at slå med hinanden. Faktisk så behøver vi ikke engang at mislykkes i håndteringen af alle eller de fleste af de 12 problemer for at have en krig; ethvert af de 12 problemer kan i sig selv udløse en krig. Lande har allerede været tæt på krig om vand, og vi har allerede haft to energikrige. Stillehavskrigen i 2. Verdenskrig, forårsaget af Japans jagt på olieforsyninger kontrolleret af Storbritannien, Holland eller USA samt USA/Irak-krigen i 1990 og 2003 som var det ultimative resultat i jagten på olie.

I din bog fra 2005 konkluderer du i det sidste kapitel, at der er grund til håb. Har du set nogen tegn baseret på fakta og trends – ikke håb – på, at vi kan redde vores civilisation fra kollaps?

Ja, jeg ser tegn, baseret på fakta og trends, på at vi ikke skal forvivle. Inden for de seneste to år, til min behagelige overraskelse, har en stor del eller det meste af den amerikanske offentlighed endelig erkendt, at klimaændringerne er virkelige, og at de er forårsaget af mennesker. Mange af Amerikas største selskaber er enten blevet stærke tilhængere af fornuftige miljømæssige politikker, eller har i det mindste stoppet med at være stærke tilhængere af sindssyge miljømæssige politikker. Det er derfor jeg beskriver mig selv som en forsigtig optimist, snarere end en pessimist eller en løssluppen optimist. ■

FREMTIDENS TILSTAND

Rapporten »State of the Future 2009« fra the Millennium Project er ikke opmuntrende læsning.

Et lille udpluk af fakta fra rapporten

- Organiseret kriminalitet på tværs af landegrænser har en estimeret årlig global indkomst på 3 trillioner USD – svarende til det dobbelte af alle militære budgetter på kloden.
- Der var i midten af 2009 15 konflikter, der koster mere end 1000 døde årligt.
- Havene absorberer hver dag 30 mio. tons CO₂, hvilket øger surhedsgraden.
- Antallet af »døde zoner« i havene – områder med for lidt ilt til at liv kan opretholdes – er fordoblet i hvert årti siden 60'erne.
- Havene varmes 50 pct. hurtigere op end IPCC forudså i 2007.
- Sommerisen i Arktis kan være forsvundet i 2030 ligesom gletscherne i Himalaya, Andesbjergene og Europa.
- Det menneskelige forbrug er 30 pct. større end naturens kapacitet til at regenerere, og det »økologiske fodaftryk« er mere end fordoblet de seneste 45 år, og ventes at fortsætte.
- Uden større politiske eller teknologiske ændringer vil fossile brændstoffer dække 80 pct. af det primære energibehov i 2030.
- Japan har erklæret, at det i 2030 vil have et sol-energi satellit system, der trådløst skal forsyne



De 15 globale udfordringer udpeget af The Millennium Project

DA RAPPORTEN UDKOM 1. august fik den ikke megen opmærksomhed i hverken danske eller udenlandske medier, men man skulle ellers mene, at dele af rapportens budskaber skulle kunne trække store overskrifter.

I kapitlet om bæredygtig udvikling og klimaforandringer påpeges det, at det vil kræve en global indsats af Apollo-proportioner, især af USA og Kina. For der står meget på spil.

»Uden bæredygtig vækst, vil milliarder af mennesker være dømt til fattigdom og meget af civilisationen vil kollapse,« hedder det i rapporten, som også nævner, at vi ved mere om hvordan vi hurtigst muligt kan begrænse udledningen af drivhusgasser end raketpioneren Werner von Braun vidste, hvordan man kun-

ne sende en mand til månen, da Kennedy præsenterede sin ambitiøse plan om, at det var noget USA ville nå indenfor 10 år.

Selv om fremtidsudsigterne er blevet bedre for det meste af verden over de seneste 20 år, så har den globale recession sænket State of the Future Index over de næste 10 år – indekset, som er sammensat af et bredt spektrum af forskellige faktorer. Halvdelen af verden kan risikere eskalering af vold og uroligheder som følge af høj arbejdsløshed i kombination med knap-

pe forsyninger af vand, føde og energi og de kumulative effekter af klimaforandringerne.

Rapporten på 6.700 sider er udarbejdet på baggrund af bidrag fra 2.700 eksperter rundt omkring på kloden, og der identificeres 15 primære globale udfordringer. Jerome C. Glenn, direktør for the Millennium Project og en af forfatterne bag rapporten, siger:

»Der er svar på vores globale udfordringer, men der tages stadig ikke tilstrækkelige beslutninger til at adressere dem.« ■

landet med elektricitet. I 2008 lykkedes det for et amerikansk firma at sende elektricitet trådløst over en afstand på 148 km mellem to Hawaii-øer.

- Næsten 25 pct. af menneskeheden er forbundet til internettet.
- Knap en mia. mennesker er underernærede, mangler rent vand, og har samtidig de højeste fødselsrater. Uden tilstrækkelige politiske og teknologiske ændringer, kan der være tre mia. mennesker i 2025 uden tilstrækkeligt vand som følge af klimaforandringerne, befolkningstilvæksten og stigende behov for vand pr. indbygger. Implikationerne for migration og konflikter er enorme.
- 2,2 mia. mennesker lever i dag for 2 USD eller mindre om dagen, omkring en mia. lever for 1,25 USD.
- Smitsomme sygdomme er den næstmest hyppige dødsårsag i verden, og koster hvert år 17 mio. mennesker livet, heraf er de 9 mio. børn.
- Mere end 42 mio. mennesker lever med HIV/AIDS – heraf 74 pct. i Afrika (sub-Sahara).
- For første gang i 40 år, har WHO erklæret en pandemi, H1N1 influenza, der hurtigt smittede 60.000 mennesker i næsten halvdelen af verdens lande, hvilket resulterede i 263 dødsfald i april-juni 2009.
- Over de seneste 40 år er 39 smitsomme sygdomme blevet opdaget. I de seneste fem år er mere end 1100 epidemier blevet verificeret. Klimaændringer påvirker insekt og sygdomsmønstre. Nye sygdomme kan opstå ved uheld i fremtidens syntetiske biologi.

domme blevet opdaget. I de seneste fem år er mere end 1100 epidemier blevet verificeret. Klimaændringer påvirker insekt og sygdomsmønstre. Nye sygdomme kan opstå ved uheld i fremtidens syntetiske biologi.

- Kvinder tegner sig for 18,4 pct. af parlamentet, over 40 pct. af verdens arbejdsstyrke, tjener mindre end 25 pct. af lønningerne og ejer kun én pct. af aktiverne.
- Over 5000 virksomheder i 130 lande er gået med i FN's Global Compact for at bruge global etik i beslutningstagningen. Kollektivt ansvar for global etik i beslutningstagningen, socialt ansvar i virksomhederne, etisk marketing og social investering er voksende, og global etik vokser også frem rundt om i verden gennem evolutionen af ISO standarder og internationale traktater, der definerer normerne for civilisation. Ikke desto mindre – betales der hvert år én trillion USD i bestikelse; det meste af de årlige 50 mio. tons elektronisk affald dumpes i udviklingslande, og 12-27 mio. mennesker er slaver.
- Der var 42 mio. flygtninge og asylsøgere i 2008
- Hvert år forsvinder primær 36 mio. hektar primær skov (godt otte gange Danmarks areal).
- De gratis serviceydelser fra de globale økosystemer estimeres til mellem 16 og 64 trillion-

ner USD årligt – hvilket langt overstiger omkostningerne ved at beskytte dem.

- 25 pct. af alle fiskepopulationer er overfisket; 80 pct. kan ikke tåle øget fiskeri, hvis kollaps skal undgås.
- Ug99 – en variant af svampesygdommen sorbust – er begyndt at brede sig hurtigt i flere afrikanske lande. Den kan udrydde mere end 80 pct. af verdens hvedemarked, medmindre det lykkes at lave nye resistente varianter. Konventionelle avlsteknikker tager 9-12 år og således synes en fødevarerkrise uundgåelig.
- Omkring 20 pct. af verdens CO₂-udslip kommer fra kødproduktion – nogenlunde det samme som transportsektoren.
- Verdens efterspørgsel efter kød kan være steget 50 pct. i 2030 og 100 pct. i 2050, hvilket yderligere vil øge vandbehovet.
- Landbruget tegner sig for 70 pct. af menneskets vandforbrug, og vil stige 60 pct. frem mod 2030 i takt med befolkningstilvækst og stigende indkomster, siger FAO.
- Der er behov for teknologiske gennembrud i afsaltning, billigere vandrensningsteknikker mv.
- Grundvandsspejlet falder på alle kontinenter; én ud af 10 af verdens større floder når ikke ud til havet længere i dele af året; grundvandet er forurenet.

Selskabers investeringsbeviser

■ SKATTEREFORM

Ved skattereformen er beskatningen af selskabers værdipapirer, herunder investeringsbeviser, blevet ændret. Ændringerne indebærer, at selskaber fra og med indkomståret 2010 skal lagerbeskattes ved investering i såvel udloddende som akkumulerende afdelinger. Der er indført særlige gunstige overgangsregler for beviser i udloddende obligationsafdelinger.

Gældende regler i indkomståret 2009

Overordnet set sonderer de danske skatteregler mellem udloddende og akkumulerende afdelinger.

Udloddende afdelinger er kendetegnet ved, at afdelingen er forpligtet til årligt at udlodde realiseret indkomst i form af renter, udbytter og avancer. Udlodningerne fra afdelingen beskattes hos investor efter et transparensprincip, dvs. som om investor selv havde ejet afdelingens værdipapirer direkte.

Efter de gældende regler er beviser i udloddende afdelinger realisationsbeskattet, og avance og tab medregnes i selskabsindkomsten. Beviser i aktieafdelinger beskattes dog efter gældende regler på samme måde som aktier. Det vil blandt andet sige, at avance og tab er selskabets indkomstopgørelse uvedkommende, hvis beviserne har været ejet i mindst 3 år.

Udlodninger fra afdelingerne medregnes ligeledes i selskabsindkomsten. For den del af udlodningerne fra aktieafdelinger, der stammer fra udbytter på afdelingens aktier, skal alene 66 pct. medregnes i selskabsindkomsten.

Akkumulerende afdelinger foretager normalt ikke udlodninger. Ifølge gældende regler beskattes investorerne efter lagerprincippet, hvilket betyder, at såvel realiseret som urealiseret avance og tab på beviserne løbende beskattes.

I det følgende beskrives de ændringer i beskatningen af selskabers investeringsbeviser, der er sket led i skattereformen. Ændringerne har, medmindre andet er nævnt, virkning fra og med indkomståret 2010.

Udloddende afdelinger

Beviser i alle udloddende afdelinger, hvad enten de er aktie- eller obligationsbaserede, bliver fremover undergivet lagerbeskatning hos en selskabsinvestor. Det gælder, uanset om beviserne er noterede eller unoterede, størrelsen af selskabets ejerandel i afdelingen, eller hvor lang tid beviserne har været ejet.

Beskatningen af udlodninger fra aktieafdelinger er også blevet skærpet. Fra og med indkomståret 2010 skal alle udlodninger fra afdelingerne beskattes fuldt ud hos investor.

Skattereformens skærpede beskatning af beviser i udloddende afdelinger er helt i tråd med den stramning, der ved skattereformen er blevet gennemført for selskabers direkte investering i porteføljeaktier og obligationer, idet disse typer af investeringer fremover også undergives lagerbeskatning.

Overgangsregler

– udloddende aktieafdelinger

Selskabers beviser i udloddende aktieafdelinger tildeles i lighed med porteføljeaktier en ny anskaffelsessum ved overgangen til beskatning efter de nye regler primo indkomståret 2010.

Indgangsværdien fastsættes som udgangspunkt til handelsværdien pr. denne dato. Det betyder, at en eventuel avance på beviserne primo indkomståret 2010 – uanset ejertiden på beviserne – som udgangspunkt friholdes fra beskatning.

Avancer og tab på beviser i aktieafdelinger indgår endvidere i opgørelsen af den såkaldte »nettokurstabskonto« primo indkomståret 2010 for porteføljeaktier. Saldoen på nettokurstabskontoen er udtryk for selskabets samlede nettotab på aktier, herunder beviser i udloddende aktieafdelinger. Hvis saldoen på nettokurstabskontoen er positiv sættes den til nul.

Saldoen på nettokurstabskontoen kan nedsætte beskatningen af nettoavancer på aktier og beviser i udloddende afdelinger i indkomståret 2010 og følgende år, jf. nedenfor.

Du kan læse mere om selskabers porteføljeaktier, herunder opgørelse og anvendelse af nettokurstabskontoen i juli-nummeret af **INVESTERING**

Overgangsregler

– udloddende obligationsafdelinger

Beviser i udloddende obligationsafdelinger får ikke tildelt en ny anskaffelsessum primo indkomståret 2010, idet avance/tab på beviserne efter de gældende skal medregnes i selskabets indkomstopgørelse uanset ejertiden. Det gælder, hvad enten afdelingen udelukkende investerer i obligationer i DKK eller obligationer i fremmed valuta.

Investor skal derfor i indkomståret 2010 medregne realiseret og urealiseret avance og tab på beviserne beregnet ud fra den oprindelige skattemæssige anskaffelsessum.

EKSEMPEL 1: NETTOKURSTABSKONTO OG BEVISER I OBLIGATIONSAFDELINGER

Et selskab ejer en portefølje af aktier og beviser i udloddende aktieafdelinger. Der er samlet set tab på beholdningen og primo indkomståret 2010 opgør selskabet nettokurstabskontoen til 750.000 kr.

Selskabet ejer herudover en portefølje af beviser i udloddende obligationsafdelinger. Beviserne er i sin tid anskaffet til 1.000.000 kr. Værdien ved udgangen af indkomståret 2010 er 1.100.000 kr. Selskabet skal derfor som udgangspunkt medregne en urealiseret avance på 100.000 kr. ved indkomstopgørelsen for 2010.

Saldoen på nettokurstabskontoen kan imidlertid anvendes til modregning i avancen på beviserne i obligationsafdelingen. Det indebærer, at avancen nulstilles og, at restsaldoen på nettokurstabskontoen udgør 650.000 kr., som kan fremføres til senere indkomstår.



Selv om avance og tab på beviser i udloddende obligationsafdelinger ikke medgår ved opgørelsen af nettokurstabskontoen, så kan saldoen på nettokurstabskontoen også bruges til at nedsætte beskatningen af en avance på beviser i udloddende obligationsafdelinger fremover. Se eksempel 1.

Fremførselsberettigede tab på aktier, herunder beviser i udloddende aktieafdelinger ejet mindre end 3 år, og som er blevet realiseret i indkomstårene 2002-2009, kan fra og med indkomståret 2010 som hovedregel også bruges til at modregne i nettoavancer på beviser i udloddende obligationsafdelinger.

Akkumulerende afdelinger

Efter de gældende regler beskattes avance og tab på beviser i akkumulerende afdelinger efter lagerprincippet og medregnes årligt i selskabets indkomstopgørelse.

Urealiseret avance og tab opgøres på grundlag af investeringsforeningens regnskabsår. Evt. udlodninger beskattes på udlodningstidspunktet.

Akkumulerende afdelinger i danske investeringsforeninger, herunder i Danske Invest, har altid kalenderårsregnskab. Avance og tab på beviserne skal efter gældende regler medregnes dagen efter udløbet af afdelingens regnskabsår. Avance og tab for regnskabsåret 2009 skal derfor medregnes i selskabets indkomstopgørelse pr. den 1. januar 2010.

Skatteformen rykker beskatningstidspunktet én dag frem til den sidste dag i investeringsforeningens regnskabsår. Urealiseret avance og tab for afdelingens regnskabsår 2010 skal således allerede medregnes i selskabets

EKSEMPEL 2 - BESKATNING AF BEVISER I AKKUMULERENDE AFDELINGER - INVESTOR OG AFDELINGEN HAR KALENDERÅRET SOM INDKOMSTÅR/REGNSKABSÅR

Et selskab har i 2009 købt for 100.000 kr. beviser i en akkumulerende afdeling til kurs 100.

- Den 31. december 2009 er kursen på beviserne faldet til 97 svarende til et urealiseret tab på 3.000 kr.
- Den 31. december 2010 er kursen på beviserne steget til 105 svarende til en urealiseret avance for hele regnskabsåret 2010 på 8.000 kr.

Selskabet skal samlet set medregne en urealiseret avance på 5.000 kr. i selskabsindkomsten for indkomståret 2010. Fra og med indkomståret 2011 skal selskabet alene tage årets realiserede og urealiserede avancer og tab til beskatning.

BEMÆRK: FOR INVESTORER, HVIS INDKOMSTÅR IKKE ER SAMMENFALDENDE MED AFDELINGENS REGNSKABSÅR, HAR ÆNDRINGEN IKKE NOGEN BETYDNING!

indkomstopgørelse pr. den 31. december 2010.

Når selskabets indkomstår følger kalenderåret medfører ændringen, at beskatningen af urealiseret avance og tab rykkes et helt år frem. Se eksempel 2.

Det bemærkes, at lagerbeskatningen for udloddende afdelinger følger selskabets eget indkomstår, mens beskatningen af akkumulerende afdelinger som nævnt følger afdelingens indkomstår. Specielt ved forskudt indkomstår kan dette få betydning. ■

OVERSIGT OVER BESKATNING AF SELSKABERS INVESTERINGSBEVISER I HOVEDTRÆK (INDKOMSTÅRET 2010)

Type af investeringsbeviser	Udloddende aktieafdelinger	Udloddende obligationsafdelinger	Akkumulerende afdelinger *
Beskatning	Udbytter, avancer og tab medregnes fuldt ud ved indkomstopgørelsen		
Opgørelsesprincip for avance og tab	Lagerprincippet		Modificeret lager*
Indgangsværdi til ny beskatning	Handelsværdi primo indkomståret 2010	Oprindelig skattemæssig anskaffelsessum	
Gamle tab til modregning	Beskatning kan nedsættes med ■ Fremførselsberettigede tab på aktier, herunder beviser i udl. aktieafdelinger, med mindre end 3 års ejertid realiseret i 2002 til 2009, kan som hovedregel modregnes ■ Saldo på nettokurstabskonto		

*] Lagerbeskatningen følger afdelingens regnskabsår og ikke investors indkomstår.



Skattekort 2010 og flexlånsrenter

I dag har stort set hver anden boligejer et flexlån, og de vil efter al sandsynlighed opnå en markant rentenedsættelse, og dermed få en betydelig lavere renteudgift i 2010. Ved næste refinansiering i december vil renten falde kraftigt i forhold til i år, og rentefradraget vil blive mindre.

Den lave rente, der venter forude, betyder højst sandsynligt, at du risikerer et skattesmæk for 2010, hvis du ikke får ændret din forskudsopgørelse. Du kan se forskudsopgørelsen i din skattemappe fra den 3. november på SKATs hjemmeside.

SKAT bruger umiddelbart tallene for 2008, hvis du ikke ændrer forskudsopgørelsen. Har du ændret din forskudsopgørelse i 2009, kan det være det af dig indtastede beløb for 2009, som SKAT anvender.

Ved rentetilpasningen i december forventer bankens økonomer, at den ét-årige rente bliver 2,25 pct.. Der er dog stor usikkerhed om udfaldet, fordi en meget stor mængde lån skal rentetilpasses i år.

I eksemplet til højre har vi taget udgangspunkt i, at du har et F1-lån med afdrag og en gæld på to millioner kroner ved indgangen til 2008.

Hvis prognosen holder, kan det i eksemplet betyde en restskat på 16.806 kr. i 2011 – hvis du altså ikke husker at ændre forskudsopgørelsen. Når rentetilpasningen er afsluttet i december, kan du se, hvad renten på dit flexlån faktisk bliver. Bemærk at reglerne for indbetaling af restskat er ændret. Se artikel om emnet s. 5.

Har du spørgsmål til flexlånsrenten eller til din forskudsopgørelse, er du altid velkommen til at kontakte din rådgiver. ■

	2008	2010
Rente- og bidragsudgift	104.471	54.306
Værdi af rentefradrag	34.998	18.192



DET ER NU DU SKAL HUSKE, AT

■ tænke over, om der er noget, du kan gøre for at optimere din kapitalindkomst ved overgangen til de nye skatteregler i 2010. Du kan læse mere om dette i **IN- VESTERING** for september.

■ hvis du sælger aktier med tab i 2009, kan du sikre dig skattefrihed af fremtidige udbytter og gevinster i en kortere eller længere årrække afhængig af tabets størrelse. Hvordan personers aktieindkomst bliver beskattet kan du se mere om i **IN- VESTERING** fra juli.

■ det er ved at være sidste udkald for indbetaling til arbejdsgiveradministreret pensionsordning. Yderligere information om dette finder du i **IN- VESTERING** fra juni og juli.

■ hvis du ejer investeringsbeviser, bør du se på om fordelingen mellem akkumulerende og udloddende er den rigtige set i forhold til at beskattningen af kapitalindkomst lempes væsentligt med skattereformen. Du kan læse mere om dette i **IN- VESTERING** i oktober.

Du er velkommen til at kontakte din rådgiver for at høre mere om de nævnte muligheder.

HUSK du finder alle tidligere numre af **IN- VESTERING** i Danske Banks Netbank. Efter log-on vælges i venstre side menupunkterne »Investering«, »Nyheder og analyser« og »WEB-redaktionen«. Herefter kan du se linket til arkivet i den nederste boks til højre.

NÆSTE NUMMER af INVESTERING

indeholder en artikel om skattereformens betydning, hvis du har investeret i K/S-projekter. Du vil bl.a. kunne læse om en markant lavere fradragsværdi af dit underskud, hvis du har positiv kapitalindkomst.

LIVRENTER BØR INDGÅ I DIN PENSIONSOPSPARING

Når skattereformen træder i kraft efter nytår, bliver livsvarige livrenter mere interessante. I forvejen bør livrenter være en del af opsparingen til den tredje alder ganske enkelt fordi levealderen stadig øges. Læs om et nyt produkt fra Danica Pension.

Skattereformens loft på 100.000 kr. over fradragsberettigede indbetalinger til ratepensioner (og ophørende livrenter) flytter fra 2010 fokus over mod livsvarige livrenter, som ikke er omfattet af indbetalingsloftet.

Fokus på livsvarige livrenter er i sig selv et sundt fokus, som flere, end de der anvender mere end 100.000 kr. årligt til pension, bør holde sig for øje, da tendensen i Danmark er, at vi lever længere, end vi gjorde tidligere.

Når vi lever længere, er det vigtigt, at vi sikrer os, at pensionen er tilstrækkelig til, at finansiere det eksistensgrundlag, som vi ønsker os – og ratepensioner stopper jo traditionelt efter en periode på min. 10 år og maksimum 25 år efter, vi har nået efterlønsalderen (p.t. 60 år).

Mange har den opfattelse, at en livsvarig livrente, blot fordi den er livsbetinget, er en ren lotteriseddel, »hvis jeg dør tidligt får andre livrentenydere mine penge som bonus« eller »hvis jeg lever længe, scorer jeg kassen«.

Men disse udsagn er selvfølgelig ikke nuancerede nok. På de livrenter man fra 2010 kan købe i banken, og som oprettes i Danica Pension, er der stor fokus på muligheden for at sikre opsparingen på den livsvarige livrente mest muligt:

Opsparingsperioden

I perioden frem til den dag, hvor den løbende udbetaling fra den livsvarige livrente med garanti skal starte, er det muligt at sikre opsparingen 100 pct.. Dette sker ved, at man kobler en mindre del opsparing på kapital- eller ratepension sammen med sin livsvarige livrente med garanti. Således vil begunstigede modtage hele opsparingen, hvis man dør i denne periode.

Man kan selvfølgelig også vælge at løbe en risiko og kun sikre noget eller alternativt intet til arvingerne – gør man det, vil man opnå en større udbetaling, når man går på pension, end hvis man har sikret opsparingen.

Udbetalingsperioden

Når man når det tidspunkt, hvor man skal begynde udbetalinger fra den livsvarige livrente med garanti, kan man vælge at tilknytte en såkaldt ægtefælledækning, der kan sikre, at ens ægtefælle eller samlever får løbende livsvarige udbetalinger, hvis man dør.

Samtidig kan man vælge at reducere eller fjerne garantien. Gør man ikke det, vil garantien blive udbetalt til en begunstiget, hvis man dør inden for en nærmere defineret periode. ■

Fakta om livsvarig livrente

En livsvarig livrente kan udbetales fra den dag, man når sin efterlønsalder og den udbetales så længe man er i live. Livrenten stopper udbetaling, når ejeren dør, medmindre der er tilknyttet en ægtefælledækning og eller en garantiperiode.

Ægtefælledækning:

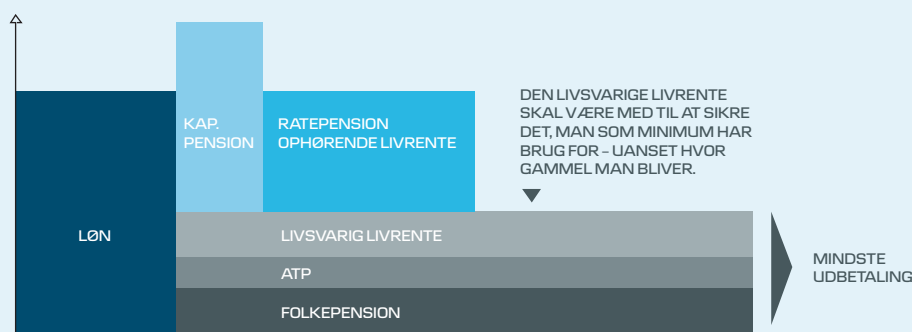
Er der tilknyttet en ægtefælledækning (medforsikret) på den livsvarige livrente, vil medforsikrede, hvis man dør, få løbende udbetaling, så længe medforsikrede er i live – herefter bortfalder udbetalingen. Medforsikret kan være en ægtefælle/registreret partner/samlever/fraskilt ægtefælle.

Garantien:

Er der tilknyttet en garanti på den livsvarige livrente, så vil denne blive udbetalt til begunstigede, hvis man dør inden for garantiperioden. Garantiperioden beregnes ved etableringen af livrenten og på den nye livrenteform i Danica Pension øges garantilængden i løbet af opsparingsperioden. Garantiperiodens længde beregnes fra udbetalingsstart og et antal år frem i tid. Begunstigede på garantien kan f.eks. være ægtefælle, børn, samlever m.fl.

Har man en livsvarig livrente, der både indeholder ægtefælledækning og garanti, vil ægtefælledækningen altid blive udbetalt først og garantien vil i så fald kun komme i spil, hvis den medforsikrede på ægtefælledækningen dør, før garantiperioden er udløbet.

Livrenter er en pensionsform – der i forening med andre pensionstyper – opfylder alle krav til den moderne og fremtidssikret pensionstilværelse – uden bekymring for at overleve sine ratepensioner og øvrige formue.



Overraskende boligpristal tyder på, at nedturen snart er slut

Nye tal for salgspriserne i 3. kvartal tyder på, at boligprisernes nedtur er ved at være slut. En afgørende joker er dog udviklingen i ledigheden.

Er der i tilstrækkelig grad et fornuftigt forhold mellem, hvor meget en bolig koster og hvor meget en familie i gennemsnit tjener? Svaret på dette spørgsmål er afgørende for den fremtidige udvikling på boligmarkedet. Man finder næppe et entydigt svar blandt de mange kvalificerede indspark i debatten om den fremtidige udvikling på boligmarkedet.

For nylig har vi imidlertid fået et af de bed-

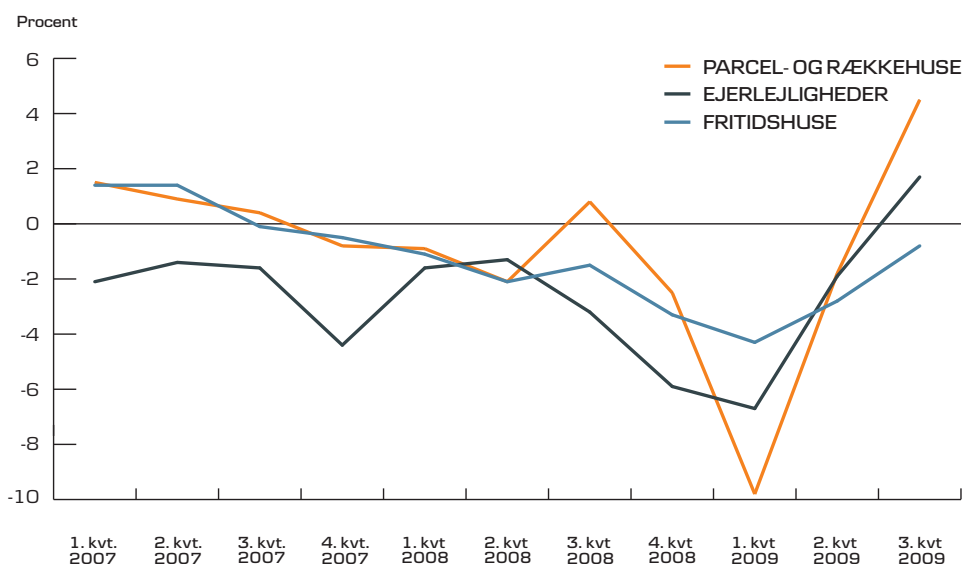
ste bud, der længe er givet. Buddet kommer ikke fra økonomer eller andre eksperter, men fra boligejerne selv. Realkreditforeningen og Realkreditrådet har nemlig registreret salgspriserne på baggrund af udlånsaktiviteten og kan konstatere, at boligpriserne i 3. kvartal 2009 ikke længere pisker nedad. Rent faktisk er opbremsningen så kraftig, at boligprisudviklingen flere steder i landet er vendt til

fremgang – om end en beskeden fremgang.

Tallene peger i retning af, at boligpriserne nu er kommet så langt ned, at almindelige husholdninger har råd til at realisere deres boligønsker. Det kan måske også være forklaringen på, at handelsaktiviteten er steget for første gang i over to år.

Inden man aflæser boligkrisen, bør man dog være opmærksom på, at der typisk er en

BOLIGPRISUDVIKLINGEN, KVARTALSVIS VÆKST



KILDER: REALKREDITFORENINGEN OG REALKREDITRÅDET



ANM.: REALKREDIT DANMARK

BOLIGPRISPROGNOSE

	2008	2009	2010	Prisfald siden toppen
Region Hovedstaden	-11,3 %	-18,3 %	-2,0 %	-30,0 %
Region Sjælland	-5,8 %	-15,0 %	-6,2 %	-22,3 %
Region Syddanmark	2,0 %	-4,1 %	-2,0 %	-6,1 %
Region Midtjylland	0,2 %	-6,0 %	-1,5 %	-7,3 %
Region Nordjylland	2,5 %	1,0 %	-3,7 %	-3,2 %
Hele landet	-4,3 %	-10,6 %	-2,7 %	-15,5 %

større efterspørgsel efter boliger i 3. kvartal i forhold til årets andre kvartaler. Det presser alt andet lige boligefterspørgslen og dermed priserne opad. Men når det er sagt, er der noget, der tyder på, at boligprisopbremsningen næppe er en enlig svale.

Drastisk opbremsning

Opbremsningen i boligprisfaldet er nemlig ganske drastisk. Da boligmarkedet i 1. kvartal 2009 blødte allermest, faldt boligpriserne med 4,3 pct. Til sammenligning faldt boligpriserne med blot 0,8 pct. i 3. kvartal 2009. I Region Hovedstaden er et fald på 8,3 pct., og 4,8 pct. i årets to første kvartaler vendt til en fremgang på 0,3 pct..

Også ejerlejlighedspriserne er vendt, svarende til en stigning på 1,7 pct. i 3. kvartal 2009. En stor del af denne fremgang skyldes en stigende efterspørgsel som følge af, at nye studerende flytter til de store byer for at påbegynde en videregående uddannelse. Den resterende del af stigningen kan sandsynligvis tilskrives, at potentielle boligkøbere efter mange år har holdt igen, og der således er opbygget en betydelig efterspørgselspukkel. En kombination af historisk billige finansieringsmuligheder og et prisfald på ca. 30 pct. siden toppen betyder, at mange potentielle købere slår til.

Hvis man udelukkende betragter boligmarkedet med investeringsbriller, bliver finansieringen sandsynligvis ikke meget billigere end netop nu. Renterne falder givetvis ikke mar-

kant fra de nuværende niveauer. Realkredit Danmarks (RD) bedste bud er faktisk, at renterne vil stige svagt i takt med, at de konjunkturelle forhold forbedres i løbet af det kommende år. RD forventer, at renten på FlexLån® med årlig rentetilpasning vil stige fra det nuværende niveau på 2,1 pct. til omkring 2,8 pct. om et år. Kigger man på et fastforrentet lån, som er udgangspunkt for kreditvurderingen, så forventer RD, at renten vil stige fra knap 5,3 pct. i dag til 5,5 pct. om et år (se prognose s. 4).

Hvis RD's konkrete bud på rentestigninger holder stik, vil det altså blive dyrere at finansiere et boligkøb om et år. Det gælder også, hvis man tager højde for RD's bedste bud på, hvorledes boligpriserne kommer til at udvikle sig i det kommende år. Men med i billedet hører også en cocktail af overenskomstmæssige lønstigninger og skattelettelser, som forøger en ganske almindelig dansk families rådighedsbeløb i 2010.

Den store joker for boligefterspørgslen og dermed boligprisudviklingen bliver utvivlsomt, hvorledes ledighedsudviklingen vil ramme boligefterspørgselen. Der er nemlig udsigt til, at ledigheden vil stige til 125.000 ved udgangen af i år og 160.000 ved udgangen af 2010. Hvis ledigheden stiger yderligere, så vil det uden tvivl øge jobusikkerheden. Hvis der er en større usikkerhed forbundet med, om man kan beholde sit arbejde, vil man måske holde igen med store forbrugs- eller investe-

ringsbeslutninger. Derfor vil den øgede jobusikkerhed efter al sandsynlighed ramme boligefterspørgslen i det kommende år.

Rentefølsomheden spiller en stor rolle for boligbyrden, dvs. forholdet mellem hvor meget det koster at købe en bolig, og hvor meget folk tjener. Husholdningerne har nemlig i stigende grad hang til boliglån med variabel rente, især FlexLån®. Det betyder, at renteændringer får større betydning for, hvordan boligbyrden kommer til at udvikle sig.

Der er således flere forskellige faktorer, der er afgørende for boligprisernes udvikling og som betyder, at boligprisprognoser selvsagt er forbundet med usikkerhed. RD har imidlertid hæftet sig ved at opbremsningen i boligprisernes fald er så kraftig, og selv om der trods det økonomiske opsving er udsigt til stigende ledighed i mindst et år endnu, så medvirker skattelettelserne i 2010 og et fortsat relativt lavt renteniveau til at holde hånden under boligmarkedet. RD har derfor besluttet at ændre boligprognosen, som indikerer, at boligejernes trængsler er ved at være slut. ■



Aktier fastholdes på overvægt

Det dominerende tema på aktiemarkedet for tiden er, om selskaberne vil være i stand til at honorere de indtjeningsforventninger, der er afspejlet i kurserne, når der stadig er så megen usikkerhed om holdbarheden af det globale opsving.

■ NY AKTIEFASE I SIGTE

EFTER EN FORRYGENDE AKTIEFEST siden marts er aktiemarkedet gået i stå i den senere tid. Forklaringen er ganske ligetil. Det globale opsving er på »medicin«, og der er stadig megen usikkerhed om, hvor stærkt USA og Europa, der har så mange lig i lasten, vil kunne vokse uden massiv støtte fra finans- og pengepolitik. Vil virksomhederne være i stand til at honorere de indtjeningsforventninger, der er bygget op?

Som omtalt s. 14-15 er den første fase efter et bearbejdet, Håb, præget af forventninger om, at virksomhederne snart kommer til at tjene penge igen – for det rent faktisk kan konstateres. Den næste fase – Vækst-fasen – er der, hvor forventningerne for alvor skal følges op af fakta om massiv vækst i indtjeningen.

Håb går over i Vækst

Både Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug, og Goldman Sachs forventer, at Håb-fasen varer mindst 2-3 måneder endnu, muligvis helt frem til sommeren 2010, og det vil give stigninger på 5-10 pct. Historisk set vil aktier outperforme obligationer og råvarer i Håb-fasen, og derfor anbefaler man en overvægt af aktier. Helt overordnet er dette i overensstemmelse med vores aktuelle anbefaling, idet vi stadig mener, at aktier er attraktivt prisfaste, selv om vi ser en række risikofaktorer for økonomien.

Morten Kongshaug og Goldman Sachs vurderer samstemmende, at vi bevæger os ind i Vækst-fasen. Afgørende makroøkonomiske indikatorer for hvornår vi går fra Håb til Vækst-fasen er bl.a. hvornår PMI-indekset varigt bryder igennem 50-niveauet (hvilket er omkring det nuværende niveau) og ikke mindst hvornår arbejdsløsheden topes. Dette mener Goldman Sachs dog først vil ske tidligst til sommer næste år.

Vækst-fasen vil give langt mere beskedne afkast, end vi har oplevet i år – formentlig i størrelsesordenen 5-10 pct. for 2010 som helhed. Men større afkast kan opnås, hvis man

indretter porteføljen efter, hvordan de forskellige sektorer plejer at klare sig i Vækst-fasen

I Vækst-fasen vil råvarer outperforme obligationer og aktier. Ser vi på sektorerne, så vil de råvarerrelaterede selskaber – i Goldman Sachs' univers finder vi dem i en sektor kaldet Basic Resources – underperforme. Det forekommer umiddelbart som en selvmodsigelse, at man på den ene side siger, at råvarer vil være det bedste aktiv i Vækst-fasen, men at råvarerrelaterede aktieselskaber vil klare sig dårligt. Forklaringen ligger i forventningerne. Forenklet sagt (virkeligheden er lidt mere kompliceret på derivatmarkederne for råvarer) handles råvarerne til faktiske priser, der afspejler den aktuelle efterspørgsel, mens aktiekurserne på råvareselskaberne lang tid i forvejen har indkalkuleret stigende indtjening baseret på stigende råvarepriser og -efterspørgsel i takt med, at opsvinget bider sig fast. Og det betyder, at der i vækstfasen ikke er så meget mere at hente for råvareselskaberne, når vi taler om

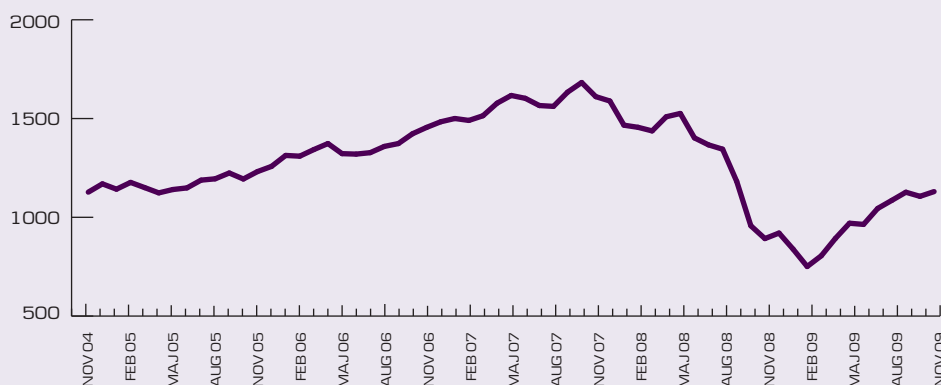
aktiekursen. Goldman Sachs understreger dog, at netop Basic Resources kan klare sig bedre end den plejer i Vækst-fasen som følge af en meget stærk efterspørgsel efter råvarer fra Emerging Markets, især Asien – og derfor kan man overveje at lade en mindre del af porteføljen bestå af råvarerrelaterede aktier.

Stol ikke for meget på historien

Goldman Sachs' historiske analyse bygger på perioder, hvor efterspørgselen efter råvarer fra Emerging Markets ikke var nævneværdig – og dermed berører vi en vigtig pointe. Kortlægningen af aktiemarkedets cyklus gennem flere årtier er yderst interessant og giver et godt overblik over, hvor vi er på forskellige tidspunkter i den økonomiske cyklus, og hvordan de forskellige aktivklasser vil klare sig. Men man skal samtidig passe på med ikke at bruge historiske observationer og sammenhænge som en facitliste over, hvordan verden vil arte sig i fremtiden.

Verden ændrer sig jo konstant og med de enorme udfordringer, som verden står overfor nu og i mange år frem (se s. 20-25), vil der blive vendt op og ned på mange ting. Emerging Markets med Asien i spidsen vil buldre frem, og nødvendigheden af at verdensøkonomien bevæger sig hen imod en langt mere miljømæssigt bæredygtig udvikling vil skabe et hav af nye forretningsmuligheder og nye dynamikker. Det bliver vanskeligere at forudsige den økonomiske udvikling i en stadig mere kompleks verden, og det vil blive vigtigere end nogensinde at følge rådet: Spred risikoen. ■

Globale aktier - MSCI Verdensindekset



Sidste gang verdensindekset passerede det aktuelle niveau i opadgående retning var i foråret 2005. To et halvt år senere blev den nye verdensrekord nået. Verdensøkonomiens rige lande, hvis aktier udgør 89 pct. af verdensindekset, har denne gang så mange lig i lasten, at de ikke er i stand til at trække indekset der op igen inden for 2-3 år. Men den globale magtfordeling er også ændret, og Emerging Markets bør fylde væsentlig mere i porteføljen end for fire år siden.

Kilde: Reuters. Bemærk: Tidligere års kursudvikling er ikke en pålidelig indikator for den fremtidige kursudvikling.

Modelporteføljerne viser bankens aktuelle anbefalinger under hensyntagen til forventninger til markedet, investeringshorisont og beskatning.

PERSONBESKATTEDE MED TIDSHORISONT 0-3 ÅR								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt. 2)		3)	Hpr. 59% skat 4)		
			Skat	Skat		DB pr.	Uænd.	
			39%	60%		12 md.	12 md.	
40	DK0009271207	2 D.10DS11	1,29%	0,88%	1,14	0,79%	0,88%	
35	DK0009281438	2RD SDRO 12	1,66%	1,23%	2,10	0,76%	1,84%	
25	DK0009281511	2RD SDRO 13	2,21%	1,78%	2,99	0,93%	2,72%	
100			5) 1,65%	1,22%	1,93	0,81%	1,67%	

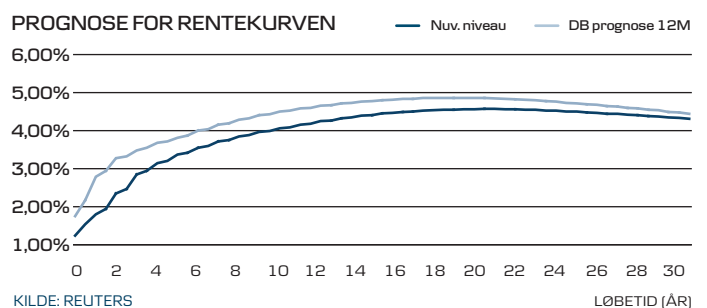
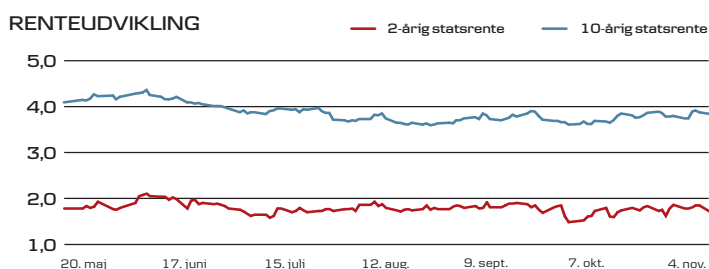
PERSONBESKATTEDE MED TIDSHORISONT 3-7 ÅR								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 59% skat		
			Skat	Skat		DB pr.	Uænd.	
			39%	60%		12 md.	12 md.	
10	DK0009281438	RD 2.0 01/01/2012	1,66%	1,23%	2,10	0,76%	1,84%	
40	DK0009281511	RD 2.0 01/01/2013	2,21%	1,78%	2,99	0,93%	2,72%	
20	DK0009281784	RD 2.0 01/01/2014	2,51%	2,08%	3,81	0,98%	2,83%	
30	DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015	2,77%	2,33%	4,57	0,97%	3,06%	
100			2,38%	1,94%	3,52	0,93%	2,75%	

PERSONBESKATTEDE MED TIDSHORISONT OVER 7 ÅR								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 59% skat		
			Skat	Skat		DB pr.	Uænd.	
			39%	60%		12 md.	12 md.	
25	DK0009281511	2RD SDRO 13	2,21%	1,78%	2,99	0,93%	2,72%	
25	DK0009281784	2RD SDRO 14	2,51%	2,08%	3,81	0,98%	2,83%	
50	DK0009281867	2RD SDRO 15	2,77%	2,33%	4,57	0,97%	3,06%	
100			2,56%	2,13%	3,97	0,96%	2,92%	

PENSIONSBEKATTEDE MED TIDSHORISONT 0-3 ÅR								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat		
			Skat	Skat		DB pr.	Uænd.	
			0%	0%		12 md.	12 md.	
30	DK0009279531	RD 6.0 A 10/01/2041	5,93%	5,93%	0,69	2,75%	2,97%	
10	DK0009774978	NYKRE FRN 10/01/2011	0,19%	0,19%	0,14	2,01%	1,81%	
40	DK0009281511	RD 2.0 01/01/2013	3,01%	2,99	2,99	2,15%	3,92%	
20	DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015	3,58%	4,57	2,25%	4,32%		
100					2,29	2,34%	3,49%	

PENSIONSBEKATTEDE MED TIDSHORISONT 3-7 ÅR								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat		
			Skat	Skat		DB pr.	Uænd.	
			0%	0%		12 md.	12 md.	
10	DK0009279457	RD 5.0 A 10/01/2031	4,98%	3,82	3,31%	5,22%		
30	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,28%	5,91	3,45%	6,07%		
20	DK0009279531	RD 6.0 A 10/01/2041	5,93%	0,69	2,75%	2,97%		
40	DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015	3,58%	4,57	2,25%	4,32%		
100					4,08	2,83%	4,66%	

PENSIONSBEKATTEDE MED TIDSHORISONT OVER 7 ÅR								
% andel	Fondskode	Papir	DB eff. rt.		DB	Hpr. ved 0% skat		
			Skat	Skat		DB pr.	Uænd.	
			0%	0%		12 md.	12 md.	
10	DK0009279457	RD 5.0 A 10/01/2031	4,98%	3,82	3,31%	5,22%		
50	DK0009272957	RD 5.0 Aio 04/01/2038	5,28%	5,91	3,45%	6,07%		
10	DK0009279531	RD 6.0 A 10/01/2041	5,93%	0,69	2,75%	2,97%		
30	DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015	3,58%	4,57	2,25%	4,32%		
100					4,76	3,02%	5,15%	



Modelporteføljerne angiver, hvilke obligationer og hvilken vægtning af disse, som banken (ved redaktionens slutning) anbefaler kunder med en given beskatning og tidshorisont.

Bemærk: Prognosen for afkast og renteutvikling er ikke en pålidelig indikator for den fremtidige udvikling.

1) Angiver hvor stor en andel, der anbefales af den enkelte fondskode i porteføljen.

2) DB eff. rt. (Danske Bank effektiv rente) er korrigeret for skat samt evt. ekstraordinære udtrækninger.

Anvendes kun til at sammenligne 2 obligationer med samme udløb og ydelsesprofil på investeringstidspunktet.

3) DB-varighed angiver den procentvise ændring i en obligations værdi ved en renteændring på et procentpoint.

Tallet er korrigeret for evt. ekstraordinære udtrækninger på konverteringsstruede obligationer.

4) Hpr. (horisontafkastet) udtrykker det forventede afkast på 12 mdr. sigt. Viser, hvilket afkast du kan forvente ud fra givne forudsætninger til renteniveau

og evt. forventning til ekstraordinære udtrækninger på konverterbare realkreditobligationer. DB er Hpr. med baggrund i vores officielle 12 mdr. prognose.

Uændr. er Hpr. beregnet ved en uændret rentekurve om 12 mdr. Afkastet udtrykker således kuponrente samt løbetidsforkortelsen på obligationerne

5) Her kan du se de nævnte nøgletal beregnet på den samlede portefølje

Asien er vækstlokomotiv for global økonomi

Asien – herunder ikke mindst Kina – er i øjeblikket det vigtigste vækstlokomotiv for den globale økonomi. Med massive finans- og pengepolitiske lempelser har Kina bidraget væsentligt til den seneste bedring i den globale økonomi. Spørgsmålet er om Kina kan og vil fortsætte med at være vækstlokomotiv. Kina har i modsætning til USA og Europa foreløbigt været i stand til at sikre en forholdsvis blød landing af økonomien, og Kina vil derfor hurtigere end USA og Europa ramme kapacitetsgrænserne og i værste fald få inflationsproblemer. Der er derfor grænser for, hvor lang tid Kina kan være vækstlokomotiv. Det vil specielt blive svært, hvis ikke Kina tillader en væsentlig styrkelse af valutaen. Den kinesiske valutakurspolitik kommer derfor nok for alvor tilbage på dagsordenen i løbet af det kommende år. ■

Positive tendenser i Euroland

I de seneste måneder har den økonomiske bedring stort set fulgt vores drejebog med en kraftig stigning i tillidsindikatorerne, et opsving i ordrerne og øget eksport til Asien. Ordrene eksklusiv skibe og fly stiger ca. 2,5 pct. om måneden i øjeblikket. Det er en meget kraftig ordrevækst. Vi forventer fortsat høj vækst i et par kvartaler trukket af et ophør i virksomhedernes lagerreduktion og øget eksport.

Privatforbruget har det til gengæld stadigvæk skidt og de seneste tal for detailsalget peger på fortsatte fald. Ledigheden er steget kraftigt, men der er tegn på en stabilisering i starten af 2010, hvor ledigheden vil være lige omkring 10 %. Det er mindre end tidligere frygtet. Det er en nødvendighed at ledighedsstigningen stoppes, for at der kan komme gang i privatforbruget, så et tilbagefald i væksten undgås. I Tyskland, hvor der er indført arbejdsdeling i stort omfang, har ledigheden muligvis allerede toppet. Hvis den indenlandske efterspørgsel ikke kommer sig, så kan vi få en periode med lavvækst, når lagercyklen ophører med at bidrage til væksten. Den næste store udfordring bliver at trække den finans- og pengepolitiske stimulans tilbage uden at slå væksten ihjel. De meget store offentlige underskud gør, at en række lande ikke bør vente særlig lang tid med at stramme finanspolitikken. Det forventes dog først at ske fra 2011. Vi forventer, at væksten i euro-området bliver -3,7 pct. i år og 2,2 pct. næste år. ■

Langt, sejt træk i Østeuropa

Bedringen som ses for de globale økonomier er også synlig i den central- og østeuropæiske region. Senest har bedringen især i Tyskland vist sig at være markant, og i det lys er vi lidt skuffet over niveauet for de ledende industriindikatorer for Polen, Tjekkiet, Ungarn og Rusland. Selv om vi føler os overbevist om, at de østeuropæiske økonomier har stabiliseret sig, så er der ikke stærke indikationer på en tilbagevenden til høj vækst i nærmeste fremtid. Det bliver et langt sejt træk, og der er fortsat store risici for række økonomier i regionen. ■



ISTOCKPHOTOS

USA: Økonomien vokser igen

Væksten i USA er tilbage i positivt territorium med BNP-vækst pænt over trend i tredje kvartal. En del af fremgangen har været hjulpet på vej af regeringens midlertidige tiltag for at få gang i økonomien. Det gælder privatforbruget, der har fået et løft fra regeringens »cash-for-clunkers« incitamentspakke, der giver rabat på bilkøb og boligmarkedet, der har fået en hjælpende hånd fra regeringens tilskud til førstegangskøbere. Der er dog også tegn på fremgang uden for de regeringsstøttede områder, og vi venter, at væksten vil forblive pænt over trend i de kommende to kvartaler i takt med, at lagrene stabiliseres, og den underliggende efterspørgsel forbedres yderligere. Det betyder også, at det amerikanske arbejdsmarked vil blive gradvist bedre, og vi forventer, at virksomhederne begynder at ansætte igen omkring årsskiftet.

Selv med vores relativt optimistiske prognose for amerikansk økonomi vil der stadig være en stor mængde af uudnyttede ressourcer i økonomien i form af ledig produktionskapacitet og arbejdskraft langt ind i 2010. Det betyder, at det underliggende inflationspres vil være meget moderat. En holdning som hovedparten af medlemmerne i den pengepolitiske komite deler at dømme efter det seneste FOMC møde i november. Vi venter ikke at se renteforhøjelser før Q4 2010. ■

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
ENERGI			
Olie- og gæstjenester			
Aceryg	NO	A	74.9
Aker Solutions	NO	H	68.8
BW Offshore	NO	K	7.4
Fortum	FI	A	16.3
Fred. Olsen Energy	NO	H	225.0
Petroleum Geo-Services	NO	S	55.0
Prosafe SE	NO	K	30.4
Prosafe Production	NO	K	13.0
Seadrill	NO	H	128.7
Sevan Marine	NO	H	9.3
Subsea 7	NO	R	84.5
TGS-Nopec	NO	K	88.8
Olie og gas			
Neste oil	FI	A	12.0
Statoil	NO	A	138.0
MATERIALER			
Kemikalier			
Auriga Industries	DK	H	88.0
Kemira	FI	R	11.3
Novozymes	DK	A	474.5
Emballage			
Brodrøne Hartmann	DK	H	72.5
Huhtamäki	FI	H	9.1
Metaller & Minedrift			
Norsk Hydro	NO	K	38.5
Outokumpu	FI	A	11.2
Outotec	FI	K	21.2
Rautaruukki	FI	A	13.7
Talvivaara Mining Co PLC	FI	K	4.1
Papir & Skov			
M-real	FI	S	1.0
Stora Enso	FI	A	5.2
UPM-Kymmene	FI	A	8.2
INDUSTRI			
Fly & forsvar			
SAAB	SE	A	94.5
Byggeprodukter			
Assa Abloy	SE	K	132.8
Flügger	DK	R	380.0
H+H International	DK	R	249.0
Lindab	SE	H	75.3
Rockwool International	DK	S	431.0
Uponor	FI	A	12.7
Anlæg og Maskinteknik			
Højgaard Holding	DK	K	190.0
Monberg & Thorsen	DK	K	240.0
NCC	SE	S	118.3
Peab	SE	R	48.0
Per Aarsleff	DK	K	588.0
Pöyry	FI	A	10.6
Skanska	SE	A	113.8
Trelleborg	SE	H	46.2
YIT	FI	A	13.5
Elektrisk udstyr			
ABB	SE	A	136.3
Vestas Wind Systems	DK	K	377.3
Maskinindustri			
Alfa Laval	SE	A	87.3
Atlas Copco	SE	H	96.8
Beijer Alma	SE	A	89.0
Cargotec Corp	FI	K	15.2
FLSmidth & Co	DK	A	275.5
Haldex	SE	A	63.8
Hexagon	SE	R	94.5
Kone	FI	K	26.0
Konecranes	FI	H	18.9
Metso	FI	K	20.4
Morphic Technologies	SE	R	0.5
Nibe	SE	R	76.8
NKT Holding	DK	A	287.0
Opcon	SE	A	51.0
Sandvik	SE	R	80.5
Scania	SE	A	91.2
Seco Tools	SE	R	91.8
SKF	SE	A	114.9
VBG	SE	K	82.0
Volvo	SE	K	68.8
Wärtsilä	FI	K	24.8
Handel og distribution			
Cramo	FI	R	11.2
Ramirent	FI	S	7.2
Solar	DK	K	291.5
Erhvervsservice & -produkter			
Günnebo	SE	R	34.2
Lassila & Tikanoja	FI	H	15.6
Loomis	SE	A	79.0

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
INDUSTRI, FORTSAT			
Niscayah	SE	R	16.0
Securitas	SE	K	70.5
Tomra Systems	NO	K	28.9
Luftfart			
Finnair	FI	H	3.8
SAS Group	SE	S	4.6
Shipping			
A. P. Møller - Maersk	DK	H	35500.0
DFDS	DK	H	351.0
Mols-Linien	DK	S	59.0
Norden	DK	S	199.5
Torm	DK	S	49.6
Transport			
DSV	DK	K	81.3
FORBRUGSVARER			
Reserve dele			
Autoliv	SE	K	36.0
Mekonomen	SE	R	140.5
Nokian Tyres	FI	A	17.1
Varige forbrugsvarer			
Bang & Olufsen	DK	H	79.5
BoConcept	DK	A	125.0
Ekornes	NO	R	108.0
Electrolux	SE	R	177.5
Husqvarna	SE	K	47.1
Fritidsudstyr			
Amer Sports	FI	H	6.0
Tekstiler & Beklædning			
Björn Borg	SE	H	56.0
IC Companys	DK	K	153.0
New Wave Group	SE	R	25.6
Hoteller & Cruise Lines			
Royal Caribbean Cruises	NO	K	120.8
Hoteller, Restauranter & Underholdning			
Betsson	SE	K	114.3
Skistar	SE	H	133.5
Unibet	SE	K	190.0
Medier			
Alma Media	FI	A	7.1
Cision	SE	A	7.3
Sanoma	FI	H	14.4
Schibsted	NO	K	97.3
Stormagasiner			
Stockmann	FI	A	17.9
Detailhandel			
Clas Ohlson	SE	K	138.0
Hennes & Mauritz	SE	K	423.3
Nobis	SE	K	43.8
NÆRING & NYDELSE			
Supermarkeder			
Axfood	SE	R	213.0
Hakon Invest	SE	R	117.8
Kesko	FI	A	22.9
Drikkevarer			
Carlsberg	DK	K	355.0
Harboe	DK	K	116.0
Royal Unibrew	DK	A	178.0
Fødevarer			
AAK	SE	A	149.5
Atria	FI	A	12.4
Cermaq	NO	A	53.0
Danisco	DK	H	317.5
EAC	DK	S	188.0
HKScan	FI	AS	8.9
Leroy Seafood Group	NO	A	109.5
Marine Harvest	NO	R	4.2
Orkla	NO	R	52.4
Tobak			
Swedish Match	SE	K	148.1
Personlige Produkter			
Oriflame	SE	K	396.0
SUNDHED			
Medicinalinstrumenter & -udstyr			
Coloplast	DK	A	419.0
Elekta	SE	H	150.5
Gefinge	SE	H	132.1
William Demant Holding	DK	R	353.0
Bioteknologi			
ALK-Abello	DK	R	454.0
Bavarian Nordic	DK	R	195.0
Biogal	SE	K	82.0
Genmab	DK	K	113.0
Exiqon	DK	A	10.6
Karo Bio	SE	H	6.4
LifeCycle Pharma	DK	K	6.8
Neurosearch	DK	AS	91.0

Sektor/selskab	Land	Anb.	Kurs
SUNDHED, FORTSAT			
Q-Med	SE	S	45.0
TopoTarget	DK	K	2.8
Farmaci			
Astrazeneca	UK	H	2696.5
Lundbeck	DK	H	95.5
Meda	SE	K	66.8
Novo Nordisk	DK	K	319.0
Orion	FI	H	13.0
FINANS			
Banker			
Amagerbanken	DK	R	55.0
Danske Bank	DK	IA	119.8
DNB Nor	NO	A	66.3
Jyske Bank	DK	K	187.0
Nordea	SE	S	74.3
Ringkjøbing Landbobank	DK	K	629.0
SEB	SE	R	45.0
Spar Nord	DK	A	59.5
Svenska Handelsbanken	SE	H	191.0
Swedbank	SE	H	62.1
Sydbank	DK	K	122.0
Vestjysk Bank	DK	K	100.0
Forsikring			
Alm. Brand	DK	R	116.0
Sampo	FI	H	16.4
TopDanmark	DK	H	720.0
TrygVesta	DK	H	376.0
Ejendomsstyring & udvikling			
Citycon	FI	K	3.0
JM	SE	R	113.0
Sponda	FI	K	2.5
INFORMATIONSTEKNOLOGI			
E-Services			
Net Entertainment	SE	K	64.5
Tradedoubler	SE	A	59.3
IT-konsulenter			
Columbus IT Partner	DK	H	2.8
EDB Business Partner	NO	A	23.0
HiQ International	SE	R	25.2
Semcon	SE	K	28.9
Tieto	FI	H	13.9
Software			
Atea	NO	K	38.9
Netop Solutions	DK	H	11.3
IBS	SE	H	6.8
Maconomy	DK	H	7.1
Opera Software	NO	K	22.7
Orc Software	SE	A	132.8
Simcorp	DK	K	1030.0
Kommunikationsudstyr			
Eltek	NO	H	3.0
Ericsson	SE	A	71.9
GN Store Nord	DK	A	27.9
Nokia	FI	A	8.8
RTX Telecom	DK	R	7.2
Tandberg	NO	A	151.0
Thrane & Thrane	DK	H	135.0
TELEKOMMUNIKATION			
Telekommunikationsydelse			
Elisa	FI	A	13.5
Tele2	SE	A	105.6
Telenor	NO	A	74.1
TeliaSonera	SE	H	47.3

Aktieoversigten viser de aktuelle anbefalinger på nordiske aktier fra bankens analyseafdeling, Danske Markets Equities. Vær opmærksom på, at der kan ske ændringer i anbefalingerne efter redaktionens slutning.

DK: Danmark, NO: Norge, SE: Sverige, FI: Finland, UK: Storbritannien		
Anbefalingsstruktur		
Anbefaling	Totalt afkast	Tidshorisont
Køb (K)	> +20%	12 måneder
Akkumulér (A)	+10% to +20%	12 måneder
Hold (H)	0% to +10%	12 måneder
Reducér (R)	-10% to 0%	12 måneder
Sælg (S)	<-10%	12 måneder
Anbefaling Suspenderet (AS)		
Ingen Anbefaling (IA)		

Disclosure

Anbefalinger af og omtale af nordiske værdipapirer i denne publikation er udarbejdet på baggrund af analyser fra Danske Markets, en division af Danske Bank. Danske Bank er under tilsyn af Finanstilsynet.

Danske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer fremgår af Danske Banks Research Policy. Alle ansatte i Danske Banks analyseafdelinger er bekendt med, at enhver henvendelse, der kan compromittere analysens objektivitet og uafhængighed, skal overgives til analyseledelsen og til bankens Compliance-afdeling. Danske Banks analyseafdelinger er organiseret uafhængigt af og rapporterer ikke til Danske Banks øvrige forretningsområder.

Analytikernes aflønning er til en vis grad afhængig af det samlede regnskabsresultat i Danske Bank, der omfatter indtægter fra investment bank-

aktiviteter, men analytikerne modtager ikke bonusbetalinger eller andet vederlag med direkte tilknytning til specifikke corporate finance- eller kredittransaktioner.

Danske Banks aktie- og kreditanalytikere må ikke investere i de værdipapirer, som de selv dækker.

Danske Bank er market maker og kan i sin egen skab heraf have positioner i de finansielle instrumenter, der er nævnt i de analyser, der ligger til grund for anbefalinger i denne publikation.

Danske Banks analyser udarbejdes i overensstemmelse med Finansanalytikerforeningens etiske regler og Børsmæglerforeningens anbefalinger.

For yderligere disclosures og information i henhold til den danske lovgivning af selvregulerende standarder se venligst www.danskeequities.com.

Denne publikation er udarbejdet af Danske Bank alene til orientering. Publikationen er ikke og skal ikke opfattes som et tilbud eller opfordring til at købe eller sælge noget værdipapir og kan ikke erstatte den rådgivning, der gives i banken, hvor der bl. a. tages hensyn til den individuelle risikoprofil og skattemæssige forhold. Publikationens informationer, beregninger, vurderinger og skøn træder ikke i stedet for læserens eget skøn over, hvorledes der skal disponeres. Banken har omhyggeligt søgt at sikre sig, at indholdet er korrekt og retvisende. Banken påtager sig imidlertid ikke noget ansvar for publikationens nøjagtighed eller fuldkommenhed. Banken påtager sig endvidere ikke noget ansvar for eventuelle tab, der følger af dispositioner foretaget på baggrund af publikationen. Anbefalinger kan ændres uden varsel. Der tages forbehold for trykfejl. Banken og dens datterselskaber samt medarbejdere i banken og dens datterselskaber kan udføre forretninger, have, etablere, ændre eller afslutte positioner i værdipapirer, valuta eller finansielle instrumenter, som er omtalt i publikationen. Yderligere og/eller opdateret information kan rekvireres i banken. Det er tilladt at citere fra publikationen ved tydelig kildeangivelse og med udgivelsesdato.