

INVESTERING

2010 // OKTOBER

SIDE // 18

PETER STRAARUP:

Danske Banks vej ud af krisen

SIDE // 06

Aktiemarkedet går i stå på kort
sigt – men forbered dig på et nyt
opsving i 2011

SIDE // 28

Goldman Sachs peger på
langsigtede vindere

SIDE // 40

Ekstremt vejr og global
opvarmning – hænger det
sammen?

SIDE // 46

Private Equity kan slå
aktiemarkedet – og samtidig
mindske risikoen på din
portefølje



KORT NYT 4-5

Stigende lønninger presser Kina
Godt tidspunkt at vælge vinderaktier på
Historiske double dips

AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV 6-9

Aktiemarkedet går i stå på kort sigt
- men forbered dig på et nyt opsving i 2011
Chefanalytiker fremhæver Emerging Markets

FINANS & ØKONOMI 10-12

På vej mod en ny nedtur?

INVESTERINGSFORENINGER 13-15

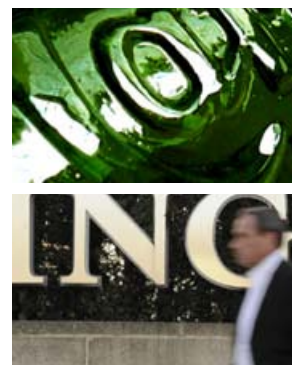
En porteføljemanagers opskrift på succes
Selskaber med højt udbytte slår markedet

UDVALGTE AKTIER 16-17

Carlsberg, ING Group, Monsanto, Statoil

INTERVIEW 18-27

Peter Straarup:
Danske Banks vej ud af krisen



KLIMA 40-43

Ekstremt vejr og global opvarmning
- hænger det sammen?

REALKREDIT 44-45

Det evindelige problem: Fast eller Flex?

PRIVATE EQUITY 46-49

Private Equity kan slå aktiemarkedet
- og samtidig mindske risikoen på din portefølje

SKAT 50-51

Iværksætterskatten - har vi fået en ny skat?

PROGNOSER & OBLIGATIONSOVERSIGT 52

VERDENSØKONOMIEN - KORT FORTALT 53

GLOBALE AKTIER & AKTIEALLOKERING 54

NORDISKE AKTIER 55

AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV 28-35

Goldman Sachs peger på langsigtede vindere

RENTER & OBLIGATIONER 36-37

Frygt for ny nedtur holder renterne nede

GLOBALT PERSPEKTIV 38-39

Tysk militærreportage advarer om Peak Oil



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

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

SWIFT: DABADKK www.danskebank.dk/kontakt · Redaktion: Anders Nellesen (ansvarshavende) og redaktør Flemming Østergaard · Redaktion afsluttet den 24. september 2010 · Koncept og design: Sylvester Hvid & Co A/S · Tryk: Rosendahls · Kommentarer, spørgsmål, ris og ros, bedes sendt til fiste@dankebank.dk · Forsidefoto: Peter Straarup.

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

Verden er blevet unormal

Normalitetsbegrebet er lidt diffust. Faktisk er det jo ikke andet end noget med et gennemsnit, som man kredser relativt tæt omkring set over en længere periode. Tidsperioden er vigtig, når man skal forsøge at fastslå, hvad der er normalt. Hvis vi f.eks. i 1992 skulle lave en vurdering af fodboldlandsholdet, og nøjedes med at se kun på 1992, så var det normalt, at vi blev europamestre. Virkeligheden – både før og efter – har dog ubarmhertigt vist os, at det var en meget unormal begivenhed – det som statistikerne kalder en *ekstrem outlier*. Sejren var ikke normal.

Hvis man ser tilbage på udviklingen i det forgangne årti, så får man unægtelig også et indtryk af, at den finansielle verden heller ikke er normal set i forhold til årene før slutningen af 90'erne. Inden for godt otte år oplevede vi to store børskrak og en global finanskrisen af enormt omfang. Aktiemarkedet er blevet langt mere volatilt, som det hedder i fagsproget – der er væsentlig flere ekstreme outliers, end vi var vant til før i tiden, væsentlig flere end vi var vant til i forhold til den normal, vi havde vænnet os til.

DE GODE GAMLE DAGE ER FORBI

I det, der nu forekommer at være de gode gamle dage, var der ikke ressourceproblemer, befolkningspresset var mindre, og der var ikke så tydelige tegn på global opvarmning.

Men det er i sandhed forhold, der har forandret sig. Selv om befolkningsprognoserne i mange år har fortalt os, at der lå et problem forude, så er vi alligevel blevet overraskede over, hvor meget ekstra pres, det giver på mange forhold, at vi netto bliver tre mennesker flere på kloden hvert sekund. Vi har stigende priser på fødevarer, olie og andre råvarer – en tendens, der forventes at fortsætte. Den globale opvarmning er accelererende og ikke længere et teoretisk problem men en global udfordring med mere ekstremt vejr, som bl.a. varsler store flygtningestrømme – og helt banalt stigende forsikringspræmier allerede nu.

En anden unormal udvikling er, at den rige del af verden er blevet forgældet på både statsligt og husholdningsniveau i en grad, som ingen havde forudset for få år siden. Reformen af velfærdsstaten er i forvejen påtrængende ved udsigt til pensionering af de store efterkrigsgenerationer, og staten har ikke meget at rutte med i pensioner til sin tid, hvis vi samtidig skal bevare velfærdsstaten på de fleste punkter. Renterne er også unormalt lave og ligger ildevarslenende tæt på nul og advarer om, at den japanske krise ikke nødvendigvis er et problem forbeholdt Solens Rige.

VERDEN ER BLEVET VANSKELIGERE AT FORUDSIGE

På den positive side er, at vi vil se teknologiske forbedringer i et enormt omfang. Som vi har set i de foregående 20 år. Men en tilsvarende udvikling er ikke set i vores økonomiske og finansielle modeller og evnen til at forudsige fremtiden. Den menneskelige faktor fylder stadig meget, og som Peter Straarup siger i interviewet i dette nummer – så er der også en tendens til at forlænge verden med brædder, når det går godt. En fælde, som alverdens økonomer – og forbrugere og investorer – heller ikke kan sige sig fri for at falde i. Alle taler i dag om investeringsmuligheder relateret til den eks-

plosive vækst i de store udviklingsøkonomier, især i Asien, og Verdensbanken påpegede for nylig, at knap halvdelen af den globale vækst skabes af udviklingsøkonomierne. Det er en uhyre stærk væksttendens, ligesom udviklingen af alternative energikilder, og begge trends vil vare i mange år. Men tendensen til de finansielle markeders overdrivelser vil med lige så stor sikkerhed føre til store bump på vejen, og det skal man være opmærksom på.

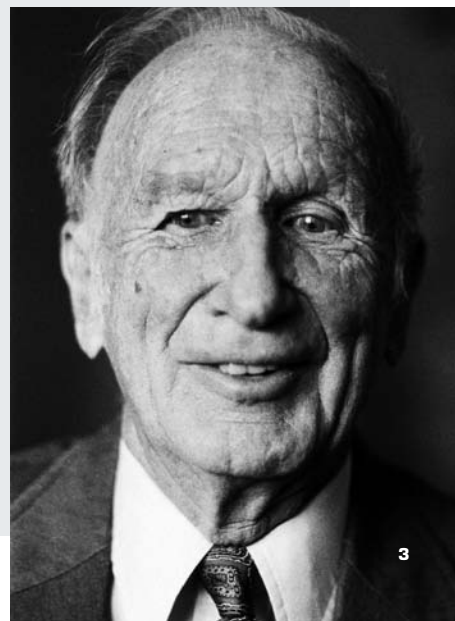
Verden er i dag langt mere kompleks end for 20 år siden. Den er stadig i en voldsom forandring; og globaliseringen har gjort, at alverdens økonomier er langt mere integrerede i hinanden og dermed gensidigt afhængige og påvirkende i en grad, der leder tankerne hen på sommerfugleeffekt og kaosteori. Verdensøkonomiens udvikling er blevet vanskeligere at forudsige. I det lys må den enkelte person forsøge at ruste sig økonomisk bedst muligt, og skal vi tage ved lære af de to store børskrak i det forgangne årti, må vi fremover undgå at forfølge potentielt store afkastmuligheder alt for blindt og ensidigt. Ikke blot skal man sørge for at sprede sin investeringsportefølje på forskellige aktiesektorer og regioner, men andre aktivklasser som obligationer og alternativer som f.eks. Private Equity bør overvejes at indgå med større vægt af hensyn til minimering af risikoen. Man må heller ikke forsømme at optimere passivisiden, hvor realkreditlånet er den største post for de fleste.

I optimering af privatøkonomien i et langsigtet perspektiv skal man gøre sig klart, hvordan man ønsker, at økonomien skal være skruet sammen i arbejdslivet og pensionsalderen i forhold til ønsker og behov. Man skal se sin økonomi i et helhedsperspektiv. Og helhedsrådgivning vil i Danske Bank fremover være i fokus i langt højere grad end tidligere.

Kendsgerningen er, at vi står over for usædvanligt mange udfordringer i de kommende år, og det skal man forberede sig på. Med andre ord: Det vil være klogt at lægge flere penge til side end normalt og ikke lade sig styre af en blind tro på, at de kan vokse meget hurtigt. I stedet bør man affinde med sig med lavere afkast – og tilstræbe en mindre risikabel privatøkonomi med kapitalbevarelse som højeste prioritet. Verden er blevet unormal.

"The fluttering of a butterfly's wing in Rio de Janeiro, amplified by atmospheric currents, could cause a tornado in Texas two weeks later."

Edward Norton Lorenz
1917 - 2008.
Amerikansk matematiker
og meteorolog og en pioner
inden for kaosteori.





Stigende lønninger presser Kina

Kinas industrielle boom er i høj grad skabt af billig arbejdskraft. Men et-barns politikken begynder at give bagslag.

Lønningerne i Kinas hastigt voksende økonomi har været stigende i årevis, men presset mærkes med stigende styrke, idet tilgangen af ung arbejdskraft bliver stadig mindre som følge af den mange-årige et-barns politik. Store udenlandske selskaber med massiv lokal tilstedeværelse mærker effekterne. Således har eksempelvis Toyotas og Hondas kinesiske fabrikker været ramt af strejker med krav om højere lønninger og bedre arbejdsvilkår, og Hon Hai Precision Industry Co. – verdens største kontraktproducent af elektronik, forsøger at tiltrække arbejdskraft med lønstigninger på mindst 30 pct.

Men effekten kan i høj grad også mærkes på Kinas mere end 10 mio. mindre virksomheder, som tegner sig for 60 pct. af økonomien og 80 pct. af arbejdspladserne, skrev Wall Street Journal for nylig. Mange mindre virksomheder i fremstillingsindustrien har en udpræget tendens til at flokkes i højt specialiserede "klynger" i byerne på østkysten.

Xiabo Zhang, økonom hos International Food Policy Research Institute i Washington, siger at denne model har hjulpet kinesiske entreprenører til at overvinde forhindringerne med at køre en virksomhed i en statsdomineret økonomi, hvor det er de store statsejede virksomheder, der favoriseres i finansiering fra den kinesiske banksektor.

"Med produktionen splittet op på mange virksomheder, kan hver enkelt give kredit til kunderne og få kredit fra leverandørerne og dermed lette finansieringsomkostningerne og nedbringe indgangsbarriererne til branchen," siger Zhang.

Men spørgsmålet er, om modellen kan overleve det nye miljø med knaphed på arbejdskraft, højere lønninger, stigen-

de materialeomkostninger og en stærkere kinesisk valuta.

Hvor det tidligere har været muligt at tiltrække arbejdskraft blandt både unge mænd og kvinder til lav løn og husning i kønsopdelte sovesale, er mange virksomheder nu tvunget til at lokke nygifte par i 30'erne til virksomheden med tilbud om husning i individuelle lejligheder.

En anden mulighed at imødegå knapheden på arbejdskraft på er, at investere i ny teknologi, som gør, at produktionen kræver færre hænder. Men skal iværksættere kunne effektivisere produktionen og bevæge sig gradvist højere op i værdikæden kræver det markant bedre finansieringsmuligheder. Den kinesiske regering har dog lovet forbedringer og oplyser, at lån til mindre virksomheder nu vokser hurtigere end lån til store virksomheder.

INDIENS ARBEJDSSTYRKE VOKSER

Indiens demografi er helt anderledes end den kinesiske. Der er tale om en ung befolkning, og Goldman Sachs estimerer, at Indiens arbejdsstyrke vil vokse med 110 mio. frem til 2020 (og 210 mio. til 2030) i takt med at en større andel af befolkningen, når den arbejdsdygtige alder samtidig med, at en stigende andel af kvinder går ind på arbejdsmarkedet. I samme periode ventes Kinas arbejdsstyrke kun at vokse med 15 mio., mens Japans falder med 3 mio. Goldman Sachs estimerer, at væksten i arbejdsstyrken vil øge Indiens årlige vækstrate i BNP med fire procentpoint. Indiens økonomi vokser i dag med otte pct.

Godt tidspunkt at vælge vinderaktier på

Mange virksomheder oplevede i forbindelse med den seneste regnskabsaflæggelse, at aktiekursen ikke rokkede sig, selv om forventningerne blev slået. Ifølge finanshuset UBS var det kun i halvdelen af sektorerne, at virksomhederne blev belønnet for resultater, der var bedre end ventet.

Dette indikerer, at vi befinder os i en tid, hvor aktierne ikke responderer på fundamentale forhold, men i stedet styres af usikkerheden om det økonomiske opsving. Både gode og dårlige aktier skæres over én kam og følges pænt ad. På de gode dage stiger hele markedet uden nævneværdig forskel på, om de enkelte selskaber har noget at have det i eller ej. Og på de dårlige dage falder alt.

Tendensen for de 1.000 største amerikanske aktier til at bevæge sig i samme retning – udtrykt ved korrelationskoefficienten – er den højeste siden 1950, påpegede Barclays Capital for nylig. Korrelationen mellem S&P 500 og de mellemstore aktier i S&P 400 var i juli på 98 pct., mens den i forhold til indeks for de små aktier var på 99 pct. På optionsmarkederne er der aktuelt indpriset forventninger om tilsvarende høje korrelationer i de kommende måneder.

Dette er vigtigt set fra en investors synspunkt. Hvis det hele bare stiger og falder i en pærevælling, så er det jo nyttestøst at forsøge at slå markedet. Så kan man lige så godt købe indeksfonde eller exchange traded funds (ETF). Men ironisk nok ville dette bare gøre situationen værre. Faktum er nemlig at en stigende brug af netop indeksfonde og ETF gennem de senere årtier delvist forklarer, hvorfor aktierne i stigen- de grad følges ad. Tilbage i 1980 var der mindre end 50 mia. USD investeret i fonde, som fulgte S&P 500, og korrelationen

mellem markedet og enkeltaktierne var betydeligt lavere end i dag. Det betød også, at de amerikanske investeringsfor- eningers merafkast i forhold til markedet var højt og faktisk ikke er overgået siden, skrev Financial Times for nylig. I dag er der over 1.000 mia. USD, som følger S&P 500. Lynhurtig computerhandel reducerer yderligere forskellen mellem en- keltaktier og indeks – og øger korrelationen – via arbitrage på ETF'er rettet mod indeks. Forhold, som formentlig forklar- er hvorfor aktiers korrelation med aktieindeks i dag er så meget højere end for 30 år siden. Dertil kommer den aktu- elt usikre situation med hensyn til det økonomiske opsvings holdbarhed, som får mange investorer til netop at holde sig til indeksrelaterede investeringer (både korte og lange posi- tioner) frem for direkte investeringer i enkeltaktier.

Men selv om aktier i dag svinger mere i takt med markedet end for 20-30 år siden, så er det ikke ensbetydende med, at det er en statisk situation eller, at det i den mellemliggende periode har været umuligt at slå markedet. Ser man tilbage på historien, så er det velkendt, at aktiemarkedernes "dom" over enkeltaktier i form af kursen langt fra altid er retfærdig eller logisk. Ligesom det på et tidspunkt "opdages", når en overvurderet aktie er alt for dyr og ikke har en jordisk chan- ce for at opfylde forventningerne, så opdages det også altid på et tidspunkt, når en fundamentalt sund aktie handles til en urealistisk lav kurs. Derfor kan det netop nu – for den langsigtede investor - være et godt tidspunkt at købe kvali- tetsaktier på, som i øjeblikket er urimeligt fanget i marke- dernes bekymring over det økonomiske verdensbillede. Men det kræver tålmodighed.

Historiske double dips

Der er ikke nogen officiel definition af, hvad en double-dip recession er, men det hyppigst anvendte eksempel er erfarin- gen fra de tidligere 80'ere i USA, hvor den korte recession feb.-juli 1980 12 mdr. senere blev efterfulgt af "Volcker"-re- cessionen, der startede i august 1981 (udløst af daværen- de chef for Federal Reserve, Paul Volcker, der iværksatte en dramatisk opstramning af pengepolitikken for at få bugt med inflationen).

Goldman Sachs (GS) har med dette som arbejdsdefinition identificeret hvor mange recessioner, adskilt af 12 mdr. eller mindre, der har været i tidens løb. GS har koncentreret sig om 14 lande, der i den observerede periode siden 1920 har været ramt af i alt 82 recessioner. Ud af disse har der kun væ- ret 6, hvor perioden mellem to recessioner har været 12 mdr. eller mindre. USA's eneste var den i starten af 80'erne; New Zealand havde en i 1986, og Irland havde fire tilfælde, nem- lig i de sene 70'ere, tidlige 80'ere, 90'ere og 00'ere.

Hvis man udvider perioden mellem to recessioner til 24 mdr. eller mindre, så er der 15 episoder. Irland tegner sig for 6, USA 3, New Zealand 2 og Østrig, Frankrig, Japan og Schweiz hver én.

Umiddelbart er double-dip recessioner altså ikke et hyp- pigt forekommende fænomen, men man kunne forestille sig, at det er tæt knyttet til perioder med krak i boligmarkedet og nedgearing i de finansielle markeder – en situation, som net- op er karakteristisk for tiden fra 2008 og til i dag. GS iden-

tificerer 18 sådanne perioder i OECD, men konstaterer over- raskende, at double-dip recessioner ikke forekommer i et eneste af de 18 tilfælde, hvis der højst må være 12 mdr. mel- lem hver recession. Udvides tallet til 24 mdr., er der imidler- tid tale om 4 tilfælde ud af de 18 – dvs. 22 pct.

Det er dog begrænset, hvad man kan bruge disse histori- ske observationer til i den aktuelle situation. Om vi får en recession i de nærmeste måneder afhænger af en lang ræk- ke af økonomiske faktorer og politiske tiltag. Men det er dog interessant, at selv langvarige boligkriser langt fra er ens- betydende med en ny recession. Det der imidlertid har væ- ret mere forekommende i de observerede data, understreger GS, har været lange perioder med lav vækst – med store out- put gaps (forskellen mellem potentiel og faktisk produktion i økonomien), som netop er essensen i GS's aktuelle progno- ser for de udviklede lande.

Men sådanne langvarige lavvækstperioder betyder også, at der potentielt er øget sårbarhed over for chok i fremtiden. Med et lavt niveau af selvstående efterspørgsel i udgangs- punktet har økonomien begrænset momentum til at klare flere chok – hvilket Japans udvikling i de sene 90'ere og tid- lige 00'ere bevidner.

I sådan en situation er det så meget desto vigtigere, at de politiske beslutningstagere agerer så proaktivt og pragma- tisk som muligt for at imødegå sådanne risici, påpeger GS.

*Aktiestrateg Morten Kongshaug
forventer et relativt stærkt
2011, der kan give globale
aktiekursstigninger på op mod
15 procent.*



Aktiemarkedet går i stå på kort sigt – men forbered dig på et nyt opsving i 2011

Verdensøkonomisk status kort fortalt: De rige lande er dybt forgældede, hvilket begrænser fremtidig vækst og jobskabelse. Udviklingsøkonomierne har ingen eller lav gæld, og drøner af sted i højt gear.

Der er masser af gode argumenter for at investere i udviklingsøkonomierne (se s. 8 og 28), men det kan af risikohensyn naturligvis ikke anbefales at sætte hele aktieporteføljen i Emerging Markets. Sund fornuft taler for, at en betydelig del stadig rettes mod de rige landes aktiemarkeder. Det store spørgsmål er selvfølgelig, hvordan man kan forvente de arter sig i lyset af de store økonomiske udfordringer. Det har vi spurgt Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug, om.

"Aktiekurserne steg voldsomt i 2009 – det i sig selv gør det vanskeligt for aktiemarkedet at performe i en "mid cycle slowdown", som vi oplever i OECD-økonomierne lige nu. Men det er også i forvejen vanskeligt at navigere for både investorer og virksomheder i det miljø, der følger efter opbygningen og krakket af en bobbel. For hvad er normal indtjening nu, hvad er udgangspunktet for performance i aktier? Der er basis for forvirring, og det er præcis det, man ser lige nu. Aktieanalytikernes estimer på f.eks. USA-virksomhedernes indtjening forudsætter en økonomisk vækst i USA på 4-5 pct; den globale konsensus blandt økonomer siger 2-3 pct.; og markedets implicitte prissæt-

ning siger tæt på nulvækst. Det positive i den sammenligning er, at aktiemarkedet og investorerne aldrig har troet på analytikernes høje forventninger til 2011. Det betyder nemlig, at der er grobund for et positivt aktiemarked, når den aktuelle konjunktursvækkelse er overstået i starten af 2011. For investorerne med en tidshorisont på mindst 12 måneder er der således meget værdi i aktiemarkedet for tiden, men resten af 2010 skal nok bruges til at konsolidere gevinsterne fra 2009.

Det er jo normalt med en afmatningsfase i et opsving, når effekten af finanspolitiske lempelser og lageropbygning fortager sig, og økonomien skal til at være selv bærende med jobskabelse og accelererende efterspørgsel og investeringer. Men der er jo en vis bekymring for, at det ender med en double dip recession denne gang. I USA har der siden 1960 været 17 afmatningsperioder efter et opsving, hvor de syv er endt med en ny nedtur, mens de 10 viste sig blot at være en mid cycle slowdown. Så bekymringen er vel reel nok, især i betragtning af, at mange lande har enorme budgetunderskud, stærkt voksende statsgæld og ret beset ikke har meget mere at gøre med pengepolitikken?

"Ja, og vi kan heller ikke udelukke, at det ender med en ny recession, men vi tror det ikke. En recession i 2011 vil

betyde et kursfald på omkring 20-30 pct., idet vi så taler om en strukturel krise i OECD-landene. Og det er en risiko, vi ikke kan udelukke, for – som du påpeger – har politikerne flere skud i bøssen? Når det er sagt, så lad os se på vores hovedscenarie, som vi tillægger den største sandsynlighed. Et opsving i 2011 bliver med nye normalniveauer for vækst og efterspørgsel osv. Vi antager, at Asien, herunder især Kina, fortsat leverer høj vækst. Hvis det ikke var tilfældet, ville global lavvækst allerede have fundet vejen til virksomhedernes indtjening, da eksempelvis 30 pct. af de amerikanske selskabers profit hentes oversøisk med hovedvægten i Asien. Kina er vigtig, og vi forventer, at de kinesiske myndigheder stimulerer forbruget, hvis ikke eksporten til OECD udvikler sig i gunstig retning. Ud over Kina tror vi også, at vi i de kommende måneder vil se flere positive tendenser i OECD-landene. Vi vil se et stabiliseret boligmarked i USA. Vi vil se virksomhederne i USA begynde at ansætte flere, og vi vil ikke mindst se, at de mindre virksomheder og husholdningerne igen begynde at bruge de kreditmuligheder, som bankerne nu igen stiller på gode vilkår. Omkring 1. kvartal 2011 vil vi igen se tydelige tegn på fremgang i OECD's konjunktur, og det bliver en afgørende trigger for aktiemarkedet. Der er i dag placeret mange penge på sidelinjen i obligationer, som til gengæld giver et historisk lavt afkast. Vi forventer, at dele af denne kapitalbase vil blive investeret i aktiemarkedet, når denne fremgang i OECD viser sig. Recessionsfrygten vil så aftage kraftigt, og risikoappetitten vende tilbage. Et tegn på, at risikobilledet i aktiemarkedet mindskes, er også, når obligationsrenterne begynder at stige rigtigt.”

Du forventer altså et nyt opsving fra årsskiftet. Hvad er dine forventninger til aktiemarkedet i det lys?

”Holder vores forventninger stik, så vil det være en udvikling, der kan betegnes som tidlig ekspansion, ikke moden ekspansion. Krisen har været så dyb, at vi ikke er nået dertil endnu, hvor vi plejer i et opsving. Reelt er der tale om et nyt opsving, og historisk set har det ført til stigninger i det nordiske aktiemarked på 30-40 pct. Så meget bliver det ikke denne gang – de sidste 20 års gældsætning skal reduceres i de kommende år, og det tager vækst ud i en længere periode. Men jeg vil tro, det er realistisk med stigninger på 10-15 pct. for globale aktier i det scenarie. Meget mere kan det næppe blive til med udsigt til fortsat strukturel modvind i flere år som følge af, at gæld skal nedbringes hos både husholdninger og stater. Generelt forventer jeg, at en ”Ny Normal” har indfundet sig, hvilket bl.a. indbefatter relativt lave finansmarkedsafkast, men også flere perioder med ekstreme afkast i både negativ og positiv retning – en udvikling, som har været gældende de seneste 12 år med to store bobler og efterfølgende krak, men med udsigt til årevis med tyngende gæld vil det gennemsnitlige afkast være mindre end før.”

Men altså først et fladt aktiemarked i nogle måneder og så et nyt opsving. Hvordan skal investor agere i det miljø?

”Fra at være neutral-overvægt i cykliske sektorer, så ændrer vi nu vores sektorstrategi til neutral-overvægt i defensive. Efter min vurdering vil revideringer af indtjeningsestimerne formentlig være negative i de kommende måneder, og det vil påvirke aktiemarkedet og de høje forventninger til 2011, så et tilbagefald på kort sigt er sandsynligt. Hvis man er 12 måneders investor er dette jo ikke så betydningsfuldt, men man skal ikke overraskes over et 5 pct. tilbagefald inden nytår. Det tager nemlig tid at gennemløbe en afdæmpning af verdenskongjunkturen, som vi p.t. oplever.”

Og når vi så ser de økonomiske bekræftelser på et opsving i 2011?

”Så skal man gå i de sektorer, der typisk klarer sig godt i den tidlige cykliske fase, dvs. industriaktier, forbrugscykliske aktier og IT-aktier. Man kan spæde til med de hjemlige aktier, der især har gavn af udviklingsøkonomiernes styrke.”

KØB AKTIER MED HØJ DIVIDENDE

Morten Kongshaug forventer, at investorerne snart får øjnene op for den markant højere ”rente” man kan få ved investeringer i aktier frem for obligationer. Ved et stabilt aktiemarked kan ”aktierenten” let komme over 5-6 pct., når man til dividender tillægger tilbagekøb af egne aktier. Han anbefaler således, at aktier med høje udbytter skal udgøre en væsentlig del af porteføljen også i 2011.

Kongshaug sammenligner den aktuelle mid cycle slowdown med den, vi oplevede i 2004. Dengang kom aktiemarkedet også ind i en stagnationsfase, men det spillede en betydelig rolle, at mange virksomheder købte egne aktier tilbage. Kongshaug forventer, at det samme vil gøre sig gældende denne gang.

”Rentefaldet har gjort det attraktivt for selskaberne at købe egne aktier tilbage. Risikopræmien på aktier er høj for tiden, og det betyder, at det er for dyrt at udstede aktiekapital i forhold til obligationsmarkedet. Derfor ser man i stigende grad selskaber optage virksomhedslån til 4 pct. og købe deres egne aktier tilbage - en aktiekapital, som har en kapitalomkostning på 8 pct. Denne effektivisering af kapitalstrukturen medvirker altså til at lægge en bund under aktiemarkedet. Det er altså ikke kun aktier med højt udbytte, der er attraktive i den kommende periode. Det gælder også selskaber med stort frit cash flow, som har mulighed for at lave aktietilbagekøb,” siger Morten Kongshaug

Et alternativ til direkte køb af aktier med højt udbytte er f.eks. investeringsforeningen DI Aktier Høje Udbytter (se s. 14).



Chefanalytiker fremhæver Emerging Markets

Emerging Markets er så stærkt et tema, at det kan retfærdiggøre en overvægt i porteføljen udover det sædvanlige.

Bo Bejstrup Christensen er chefanalytiker Danske Capitals Asset Allocation, som rådgiver de institutionelle investorer fra kommuner til pensionskasser om den anbefalede regionale fordeling i den globale aktieportefølje, samt forholdet mellem aktier og obligationer.

Hvad er dine forventninger til den makroøkonomiske udvikling på globalt plan?

”Ser vi fremad er der udsigt til en vis afmatning i væksten i Euroland, men det er normalt på dette tidspunkt i en opsvingsfase, når de finanspolitiske stimulanser og lager-effekterne forsvinder, og økonomien skal til at være selv-kørende. I USA ser vi allerede en mere moderat vækst, men vi forventer ikke, at USA skuffer yderligere herfra i forhold til de forventninger, som er afspejlet i markedet p.t. Vi mener som udgangspunkt, at amerikansk økonomi vil være i stand til at generere jobs, men det bliver ikke i det omfang, man kunne have håbet. Risikoen for en double dip recession er bestemt til stede, men i vores base case finder det ikke sted. Den højeste vækst blandt verdens hovedregioner vil finde sted i Emerging Markets, især i Asien. Også Asien har oplevet en vis afmatning i væksttempoet, men det hænger sammen med, at man har trådt på bremsen, især i Kina, hvor der bl.a. er blevet strammet op på långivningen til boligmarkedet for at undgå en overophedning. Men i og med at situationen ser ud til at være under kontrol, forventer vi, at de begynder at slippe bremsen lidt nu. Så konkluderende kan vi sige, at den globale økonomi vil vokse, men fokus bliver på jobs i USA og erhvervstilliden på globalt plan. Risikoen for en double dip slipper vi ikke af med lige med det samme.”

Hvordan udmønter de makroøkonomiske vurderinger sig i jeres aktuelle anbefalinger på aktiemarkedet?

”Som udgangspunkt har vi ikke mere positive forventninger til Europa end USA eller omvendt. Vi har de klart stærkeste forventninger til Emerging Markets – et stærkt tema, som vi forventer vil dominere de næste 3-5 år. Det er et godt langsigtet kald, og ved udvælgelse af aktier i USA og Europa bør man i væsentligt omfang se på selskaber, der har en stærk eksponering mod Emerging Markets.”

Ser man på verdensindekset, så fylder Emerging Markets jo ikke mere end omkring 13 pct. Og holder man sig til den traditionelle brug af benchmark, så overvægtet man vel ikke regionen med mere end nogle få procentpoint i forhold til verdensindekset. Og det er vel for lidt at få ud af et tema, man har så store forventninger til? Alle er jo enige om, at væksten i Emerging Markets vil fortsætte de næste mange år og medføre, at udviklingsøkonomierne med tiden vil udgøre en langt større del af indekset, så hvorfor ikke tage forskud på det?

”Det gør vi også. Lige netop i dette tilfælde har vi så stærke forventninger til temaet, at vi i flere globale Danske Invest-afdelinger har indført det, vi kalder en langsigtet overvægt af Emerging Markets. Dette afspejler sig også i, at vi for en række af vores kunder til tider har har mellem 20 og 50 pct. af deres globale aktieportefølje i Emerging Markets. ”

Nu er der jo ikke tale om et nyt tema. Er aktierne ikke ved at være dyre i Emerging Markets?

”Emerging Markets steg meget kraftigt i 2009, mens 2010 har været mere moderat, men samtidig en stærk underliggende indtjening. I forhold til de udviklede lande er EM tæt på at handle til en historisk høj prisfastsættelse, men med de lave gælds niveauer, stærke statsbudgetter og en helt anden stabilitet og risiko end for 10-15 år siden, mener vi ikke det er for dyrt endnu. Og faktisk kan man også sige, at en del af stigningen siden 2002 også er noget, der skulle indhentes siden Asien-krisen i 1998. Den historie gentager sig ikke, men væksten er bare stærkere.”

Så aktierne er ikke dyre endnu, men kan det ikke meget vel være i Asien, vi ser den næste aktivboble, når alle investorer søger derhen?

”Der er ved at opstå en enorm konsensus om vækstpotentialet i Asien, og det kan ikke udelukkes, at vi på 3-5 års sigt oplever den næste boble her, måske i Kinas aktiemarked og boligmarked. Det kan ikke udelukkes, men timingen af hvornår man i givet fald skal trække sig ud af aktiemarkedet er uhyre vanskelig – det så vi med kreditboblen, der førte til finanskrisen, og vi så det med IT-boblen.”

Sikre statsobligationer bør jo indgå i enhver portefølje af risikohensyn, men der er ikke meget musik i dem med så lave renter, at renten reelt kun kan stige herfra...

”Så længe der er tvivl om styrken af opsvinget, er der i hvert fald ikke udsigt til en stramning af pengepolitikken. Holder vores forventning om et moderat opsving i USA og Euroland kan vi godt få stigende obligationsrenter, og vi har heller ikke hele vores obligationseksponering i statsobligationer. Derimod mener vi, at virksomhedsobligationer er mere interessante, hvis man har risikoprofilen til det. Vi anbefaler overvægt på både High Yield og Investment Grade obligationer. Og at de defaulttrater, der forventes i markedet, ikke vil udspille sig. Vi forventer, at det moderate opsving vil bide sig fast, og fører det til stigende renter på statsobligationer, vil vi se en indsnævring af virksomhedsobligationernes rentespænd til staterne, fordi opsvinget vil styrke virksomhedernes fundament.”

Bo Bejstrup Christensen
Chefanalytiker
Danske Capitals Asset Allocation





På vej mod en ny nedtur?

Alle taler om det i den finansielle verden. Men hvor sandsynligt er det, at vi får en ny økonomisk nedtur?

Før sommerferien var det gældskrisen og risikoen for et kollaps i Euroland, der var øverst på de finansielle markeders agenda. Men da redningsplanen fra EU, IMF og ECB havde dæmpet gemytterne, faldt markedernes opmærksomhed på en anden foruroligende tendens, nemlig det globale opsvings holdbarhed – foranlediget af svage nøgletal fra USA, men også afmatningstegn i verdensøkonomiens nye drivkraft, Asien.

Historisk set er det ganske normalt at økonomien bevæger sig i bølger. Perioder med højkonjunktur efterfølges af perioder med en nedtur, hvorunder diverse ubalancer korrigeres. Men denne gang er ubalancerne noget værre end normalt.

Som bekendt blev nedturen efter den foregående højkonjunktur omkring 2001 ganske kort som følge af især en meget ekspansiv pengepolitik, som blev fastholdt alt for længe. Resultatet var, at der var for mange penge i omløb og jagten på afkast skabte flere finansielle bobler, ikke mindst på boligmarkedet. I dag har vi forgældede forbrugere i store dele af den udviklede verden; banker, der stadig er pressede og tvunget til at bygge reserverne op; og redningsplanerne i de forskellige stater kombineret med udgifterne ved den økonomiske nedtur har bevirket, at de rige lande nu i de fleste tilfælde også er tynget af usædvanlig stor og voksende statsgæld. Både forbrugere og stater har altså et behov for at spare på pengene, og det er ikke ligefrem befordrende for den økonomiske vækst på dette tidspunkt.

I dag er vi nemlig, 3-4 kvartaler inde i det økonomiske opsving, nået dertil, hvor drivkraften fra genopbygningen af lagerbeholdninger samt de finanspolitiske og pengepolitiske stimulanser snart ikke længere er til stede. Herfra er det den underliggende efterspørgsel, der skal drive økonomien og skabe den nødvendige jobvækst, der øger købelysten og forventningerne til fremtiden og dermed skaber en positiv spiral, så økonomien kan køre videre uden ”hjælpemidler”.

Det er ganske normalt, at man på dette tidspunkt i konjunkturcyklen oplever et gearskifte til en lavere vækstrate, en *mid-cycle slowdown*. Men bekymringen netop nu skyldes, at hverken efterspørgselen eller jobskabelsen synes at være tilstrækkeligt stærke drivkræfter endnu, især ikke i USA.

KEY POINTS

- I kvartalsrapporten Globale Scenarier nedjusterer Danske Banks makroøkonomer forventningen til den globale vækst, primært for USA.
- Hovedscenariet er, at den globale vækstafmatning fortsætter over de kommende kvartaler, men ikke bliver kraftig nok til at udløse en ny recession.
- Især den amerikanske økonomi balancerer på et knivsæg, og frygten for en ny recession vil næppe forsvinde lige med det samme.
- Økonomernes estimat for USA er lavere end konsensus, mens forventningerne til Euroland er højere.
- Asiens afmatning forventes at være slut, og væksten vil tiltage i de kommende kvartaler.

ATYPISK VENDING I USA

GÅR UD OVER JOBVÆKSTEN

Når de positive vækstfaktorer forsvinder, er det afgørende, at stafetten gives videre til jobvæksten, hvis genopretningen af amerikansk økonomi skal udvikle sig til et selvørgørende opsving. Kommer der ikke gang i jobskabelsen inden for det næste halve år, vil stafetten blive tabt på gulvet, og USA vil få vanskeligt ved at holde økonomien på sporet, skriver Danske Banks makroøkonomer i den seneste kvartalsrapport om verdensøkonomiens tilstand, Globale Scenarier..

Jobvæksten i USA har skuffet med en gennemsnitlig månedlig vækst i den private beskæftigelse på kun 80.000 i de seneste tre måneder. Fraværet af nye job har især været koncentreret i servicesektoren, mens industrien har opført sig ”normalt” og skabt de



nye job, man kunne forvente.

En del af forklaringen kan være, at genopretningen af amerikansk økonomi primært har været drevet af lagrene og investeringerne, der typisk gavner industrien. Vendingen i privatforbruget er den svageste, vi har set oven på en recession siden anden verdenskrig. Det har heller ikke gjort situationen bedre, at den finansielle sektor fortsat fyrrer medarbejdere, og at byggeriet stadig ligger underdrejet.

Danske Bank (DB) venter, at den månedlige jobvækst i USA vil ligge tæt på 100.000 i resten af 2010 for så at stige mod 200.000 ved udgangen af 2011. Da produktiviteten er presset til det yderste, vil det være svært for virksomhederne at ekspandere uden at hyre nye medarbejdere. Samtidig ventes de fortsat lave lagre og udskudt bil- og investeringsefterspørgsel at understøtte økonomien i 2011.

Mønstret med en skrøbelig forbrugs vending og en stærk industrisektor har været et generelt fænomen i G3-økonomierne. Tømmermændene efter krisen har medført stigende opsparing og lav jobvækst. DB venter imidlertid en lille bedring i privatforbruget i takt med fremgangen på arbejdsmarkedet.

ASIEN ER BREMSET OP, MEN FÅR TRENDVÆKST IGEN I 2011

Afmatningen i Asien – især i Kina, der har overhalet Japan som verdens næststørste økonomi – skyldes en række indenlandske tiltag rettet mod at reducere væksten i forhold til det halsbrækkende tempo i 2009. Forbrugsvæksten er bremset op i takt med, at virkningerne af subsidierne til køb af variable forbrugsgoder er aftaget. Investeringsvæksten er faldet betydeligt pga. en stramning af kreditforholdene oven på de massive stimuli

i 2009. Lovstramninger på boligområdet for at forhindre en prisboble har lagt en dæmper på boligmarkedsvæksten. Lagertilpasningen er nu gennemført og bidrager dermed ikke længere til væksten. Endelig har drastiske indgreb over for forurenende virksomheder medført produktionsnedsættelser for nylig.

Selv om eksportvæksten vil falde i takt med opbremsningen i USA og Europa ventes den økonomiske vækst igen at nå op omkring trend i 2011. Kina tager nu en pause med at stramme pengepolitikken og er parat til om nødvendigt at træde lidt på gaspedalen. DB venter dog ikke, at det bliver nødvendigt.

EUROPÆISK VÆKST DELT I TO

Euroområdet har overrasket positivt på det seneste, men det sker oven på et par skuffende kvartaler og skyldes delvist et eftersløb i forhold til USA og Asien. DB venter, at



den økonomiske vækst falder fra 4 % (k/k annualiseret) i 2. kvartal 2010 til omkring 2 % i 2011. Eksportvæksten ventes at bremse op som følge af virkningerne af afmatningen i USA og ikke mindst Asien, der har været den primære vækstmotor for eurolandene. Eksporten herfra til Asien er faktisk dobbelt så stor som eksporten til USA, og udviklingen i

Asien er derfor langt vigtigere for Euroland.

DB ser fortsat en tvedeling af væksten i euroområdet med Tyskland som den stærkeste økonomi. Her er der stadig fuld damp på eksportkedlerne, og forbruget viser tegn på fremgang. Det tyske arbejdsmarked er også i bedring, og beskæftigelsen er nu højere end før krisen. Sydeuropa og Irland vil imidler-

tid fortsat trække væksten i Euroland kraftigt ned, idet virkningerne af boligmarkedsboblerne og de massive opstramninger af finanspolitikken vil fastholde de sydeuropæiske lande og Irland i en økonomisk krise i flere år fremover.

FRYGT FOR DOUBLE DIP HOLDER MARKEDERNE NEDE

Samlet set venter DB en opbremsning i den globale vækst i de kommende kvartaler, hvor især USA vil være i fare for at ryge ud i en ny nedtur. Frygten for en "double dip", dvs. at økonomien falder tilbage i recession, vil næppe forsvinde lige med det samme. ISM-indekset ventes at falde mod 50 ved udgangen af året, og jobvæksten i USA vil stadig ikke være høj nok til at få ledigheden ned. Markederne ventes derfor fortsat at være volatile, og det nedadgående pres på obligationsrenterne fortsætter sandsynligvis.

DB mener, at den største risiko er et scenarie, hvor økonomien hænger fast i lavvækst i en længere periode. Derimod ser økonomerne kun en relativt lille risiko for en ny recession. Virksomhederne har skåret helt ind til benet, både når det gælder lagre og medarbejdere, og investeringerne er fortsat relativt lave i forhold til BNP. Så der er ikke meget mere fedt at skære væk af. En ny recession vil formentlig kræve et negativt stød, som f.eks. at der igen opstår alvorlig uro på finansmarkederne.

DET KAN BLIVE VÆRRE...

DB-økonomerne erkender dog også, at det kan blive slemt nok uden en recession – at den globale økonomi bliver fanget i en mere langsigtet lavvækstfælde, med betydelige geografiske forskelle. Et nøgleelement i DB's hovedscenarie er nemlig, at væksten skal være mere efterspørgselsbaseret, hvis opsvinget skal holde – og basalt set afhænger det af amerikanske husholdningers forbrug. Med en høj ledighed og et stadig presset boligmarked med mange tvangsauktioner kommer man ikke udenom, at der er stor risiko for, at amerikanerne fortsat vil øge deres opsparing. Det vil forhindre den nødvendige vækst i service og byggeri, som er nødvendig for et vedvarende opsving. Væksten forbliver i dette skrækszenario under trend – det niveau, hvor inflationen og ledigheden er lav og stabil – og ledigheden stiger yderligere. Det forværrer statsbudgetterne, og i USA annoncerer Federal Reserve yderligere store opkøb af obligationer. Den globale vækst aftager, men Asien outperfor-

mer. Med svigtende efterspørgsel i de vestlige eksportmarkeder vil de kinesiske myndigheder tilføre økonomien yderligere stimuli, og derved løftes den indenlandske efterspørgsel tilstrækkeligt til at holde væksten på trendniveau. I Europa vil opsvinget stadig være delt mellem Nord og Syd. I det sydlige Europa vil budgetproblemerne forværres i takt med at den lavere vækst truer stabilitetsprogrammerne. I Tyskland ser tingene bedre ud, idet eksportefterspørgselen fra Emerging Markets fortsætter med at støtte tysk industri.

.... MEN OGSÅ BEDRE

Men vi kan også blive positivt overraskede. DB-økonomerne skitserer også et scenarie, hvor Asien – og især Kina – vokser stærkere end ventet på trods af visse stramninger for at imødegå inflationspres. Især Kinas efterspørgsel vokser uden at der ses yderligere tegn på overophedning, som ellers har været frygtet – og de kinesiske myndigheder beslutter sig for finanspolitiske lempelser,

typisk i form af flere investeringer. Resultatet bliver, at den kinesiske motor kører på fuld kraft, og det hjælper hele regionen med at fastholde et stærkt vækstmomentum. Europæisk eksport, især den tyske, nyder godt heraf. Delvist pga. den stærke vækstimpuls fra Asien, så fortsætter helingsprocessen i den europæiske banksektor hurtigere end ventet, og det medvirker til at mindske fokus på gældsproblemerne i PIIGS. Tilliden styrkes generelt, og privatforbrug og investeringer stiger i hele Europa – en proces, der selvforstærkes, da det bliver tydeligt, at ledigheden er på vej ned. Der er dog tale om vidt forskellige vækstrater i Europa med de svageste i Syd. USA får beskeden vækst i 3. kvartal, men overrasker i årets sidste kvartal. Beskæftigelsen forbedres markant, og erhvervstilliden stiger igen. Råvare- og oliepriserne stiger, den overordnede inflation stiger og centralbankerne begynder at gøre klar til stramninger – først bliver ECB i sommeren 2011 og kort efter følger Federal Reserve.



Chefporteføljemanager Ivan Larsen hos Danske Capital er for andet år i træk kåret som Nordens næstbedste kapitalforvalter.

En porteføljemanagers opskrift på succes

Belønningen er bl.a. kommet for resultaterne i DI Engros Europæiske Small/Mid Cap, som Ivan Larsen er rådgiver for, i et team sammen med Henrik Husted Knudsen, Allan Nielsen og Alexander Kokfeldt. Men hvad er egentlig hemmeligheden?

Du har slået markedet konsistent i flere år, og blev for andet år i træk kåret som den næstbedste individuelle kapitalforvalter i Norden. Man siger jo, at det sjældent er de samme PM'er, der ligger i toppen flere år i træk – underforstået, at der kan være heldige individuelle aktievalg, der spiller en stor rolle. Har du og dine kolleger en særlig stockpicking strategi, der gør, at I tror, I kan blive ved med at slå markedet?

Vi har slået markedet de senere år, men vi gjorde det ikke sidste år på Small/Mid Cap, fordi markedet var styret af en eufori, som gjorde, at markedet belønnede selskaber, som udvidede kapitalen uanset om selve forretningen ikke retfærdiggjorde kursstigningerne. Men vi kunne ikke få os selv til at investere i den type virksomheder. Vores strategi er, at vi er konsistente i det, vi laver. Vi har et meget langsigtet perspektiv, som vi ikke afviger fra, selv om verden går os imod. I forhold til de fonde, som investerer på samme måde, som vi gør, gjorde vi det dog ganske fornuftigt i 2009.

Kan du fortælle mere konkret om jeres arbejdsproces og kriterier.

Vi kan godt lide markedsledere. Vi vil også gerne fokusere på brancher og forretningskoncepter med prisstabilitet, også gerne selskaber med pricing power, mens vi helst undgår dem, hvor stor volumen er en meget afgørende faktor, og priserne konstant er under pres. Vi lægger stor vægt på, at vi har tillid til ledelsen; at selskaberne har en god balance og lav gæld; og sidst men ikke mindst er det vigtigt, at det er selskaber, der er i stand til at generere en stabil indtjening. Vi kan selvfølgelig godt lide stærke markeder, men det er også vigtigt, at det er "stron-

ger for longer" – altså, at det er en tendens, der holder i lang tid. Endelig lægger vi også vægt på en stærk finansiell position.

Er der elementer af valuestrategien i jeres filosofi?

Ja, men der er elementer af både value og vækst – ikke det ene på bekostning af det andet. Vi stiller f.eks. krav til væksten, men selskabet slipper ikke igennem vores nåle-øje, hvis det er en vækst, der er skabt af høj gældsætning. Vi søger de selskaber, der har en unik forretningsmodel, en fornuftig balance og en interessant prissætning af aktien i forhold til det potentiale, vi ser for selskabet i fremtiden. Men vi køber ikke et selskab, der ikke opfylder alle kriterierne, uanset hvor fristende det kan være på andre punkter.

Du nævnte udtrykket stronger for longer...

Ja, vi ser på strukturelle tendenser. F.eks. købte vi i starten af 2009 den engelske juvelérkæde, Signet Jewelers, der er markedsleder i USA. Ikke blot fordi det allerede på det tidspunkt var markedsleder, men fordi vi kunne se meget store strukturelle ændringer under krisen i 2008-09, som gjorde, at mange konkurrenter på det amerikanske marked bukede under, og det bevirkede, at den allerede stærke markedsposition pludselig blev meget stærkere. Et andet eksempel på en vigtig strukturel tendens er den igangværende ændring af adfærdsmønstret i Polen, som vi udnyttede ved at købe en portugisisk supermarkeds-kæde, Jeronimo Martins, som er større end både Aldi og Lidl, og som har været i stand til at vokse kraftigt, mens konkurrenter er bukket under. Et yderligere tema er olieserviceselskaber, som drager fordel af mange olieselskabers jagt på nye olieletter. Og så er der selvfølgelig også Emerging Markets, som er et meget interessant tema, men lige nu har vi faktisk ikke nogen væsentlig eksponering mod det. Tyske Gea maskiner til fødevarerindustrien Kina her har vi tyske Gea som producer.

Det er jo farligt for alle porteføljemanagers – og investorer i det hele taget – at man har en tendens til at hvile på laurbærrene. At tro, at den fremgangsmåde eller de brancher man før har haft succes med også bliver ved at skabe succes. Hvordan undgår I den fælde?

Ja, det er bestemt noget, man skal være opmærksom på. Verden forandrer sig jo hastigt hele tiden, og det er vigtigt, at vi følger med og søger inspiration konstant. Det er vores erfaring, at vi gør det bedst ved at have vores "feet on the Street" – at vi taler med mange mennesker, analytikere, høre hvad der sker, læser mange aviser og tidsskrifter, deltager i konferencer, tager på mange virksomhedsbesøg osv. og på den måde får nye idéer.

Har I specielle sektor- eller geografiske præferencer, f.eks. Tyskland? Og hvis vi skal se frem i 2011, hvad siger du så om det europæiske aktiemarked?

Vi har ingen særlige sektorer, vi foretrækker – men jeg kan da nævne, at vi har svært ved at finde gode idéer inden for finans, fordi det er en sektor med så mange udfordringer i de kommende år. Hvad angår geografien, så har vi heller ikke særlige præferencer der. Tyskland vil selvfølgelig altid i kraft af sin størrelse fylde noget i porteføljen. Men faktisk fylder England mest lige nu. Vi flytter os efter de muligheder, der er. F.eks. har vi i foråret købt græske Fourlis Holding, grækernes svar på Ikea, ud fra den betragtning, at grækerne trods krisen altså ikke holder op med at købe møbler – og når de køber, står Fourlis Holding stærkt som en billig producent. Og aktuelt en billig aktiekurs i forhold til det potentiale, vi ser. Med hensyn til det europæiske marked som helhed i 2011, så vil jeg som udgangspunkt sige, at med de gældsbyrder, som tynger den udviklede verden, så må vi vænne os til andre vækstrater i økonomierne fremover og andre afkast på aktiemarkederne end vi så i 2005-2006. Når det er sagt, så tror jeg, at vi stadig har gode muligheder for at finde interessante aktier i Europa, der vil kaste et godt afkast af sig også de kommende år.

Selskaber med høje udbyttebetalinger har på langt sigt oftest givet et bedre afkast for aktieinvestorerne end det brede marked.



Selskaber med højt udbytte slår markedet

Et børsnoteret selskab skal løbende beslutte sig for, om man ønsker at bruge hele overskuddet til reinvesteringer i forretningen, eller om man ønsker at udbetale en del af overskuddet (typisk omkring 40-60 pct.) som udbytte til aktionærerne. En del selskaber vælger det sidste. Historisk set har det været mere udbredt med udbyttebetalinger i Europa end i USA. Særligt op gennem 90'erne var denne forskel udpræget, idet de fleste amerikanske virksomheder i denne euforiske periode valgte at droppe udbytter for i stedet at foretage store investeringer i forventning om, at de nye teknologiske fremskridt og den nye økonomi, som alle talte om, ville gøre denne måde at anvende overskuddet på til den klart bedste.

De store drømme blev knust for de fleste med IT-boblens og det generelle aktiemarkeds kollaps i 2000-2003. Derefter fik piben en lidt anden lyd, idet en del flere valgte udbyttebetalinger som en måde at genvinde investorernes tillid på. Siden blev det som bekendt igen forførende opgangstider, og historien gentog sig. Når vækstudsigterne er gode, investerer de fleste selskaber en større del af overskuddet i virksomheden og skruer delvist eller helt ned for udbytterne.

Generelt er udbytteaktierne mest i fokus for investorerne i perioder med kursfald på aktiemarkederne, hvorimod de ofte glemmes

i opgangstider. Erfaringen viser, at de største reduktioner i udbytterne også typisk forekommer i krisetider, mens udbyttetigninger bruges til at genvinde tillid. I gode tider er der trods stor investeringslyst ofte også overskud til udbytter, men i nogle tilfælde finansieres udbytterne ved at øge gælden i selskabet.

Historisk set er mængden af udbyttebetalende selskaber altså variabel, og det er størrelsen af udbytterne også. Men historien viser også, at det er de højeste udbytter, der lønner sig bedst for investorerne. Det er der flere undersøgelser, der dokumenterer for forskellige lande og markeder. Den mest omfattende af dem alle blev præsenteret i en bog i 2002 om aktiemarkedet siden 1900 af professorerne Elroy Dimson og Paul Marsh på London Business School. En af bogens observationer var netop, at aktier med relativt store udbyttebetalinger klarer sig klart bedst i det lange løb.

Danske Invest har to afdelinger, en udloddende og en akkumulerende, hvis fundament netop er høje udbytter i det europæiske aktiemarked. Porteføljen udgøres af 30-50 aktier, aktuelt 33.

I har slået det brede marked siden opstarten i 2003, men i år har strategien ikke kunnet hamle op med dette benchmark. Hvad er forklaringen på det?

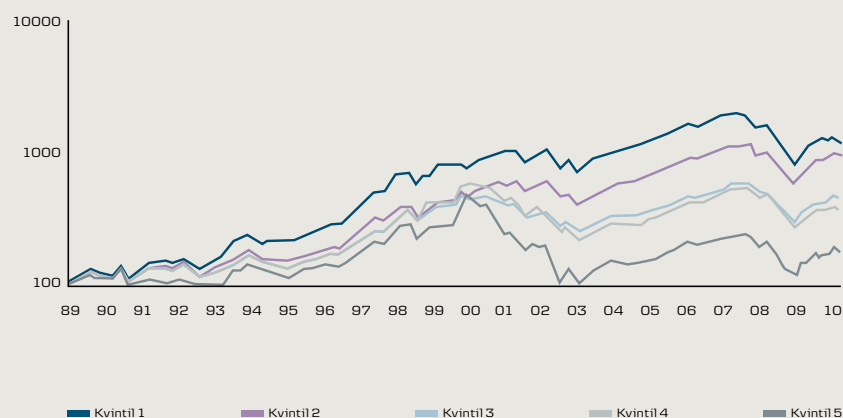
Forklaringen er, at der har været meget stor fokus på de offentlige budget- og gældsproblemer i Sydeuropa i første halvår, og det blev vi ramt relativt hårdt af, idet vi havde en forholdsmæssigt stor andel i de sydeuropæiske lande. Selv gode kvalitetsselskaber er blevet af straffet af markedets unuancerede prissætning i denne periode. Men det er naturligvis en ubalance, som ikke holder på sigt. Vi lever i en globaliseret verden, som gør, at landeeffekterne ikke vedvarende vil spille ind. Og med hensyn til de økonomiske udsigter, så tror vi ikke på en double dip. Men vi tror, at vi står over for nogle år med beskeden vækst, som vil sætte fokus på virksomhedernes evne til rationaliseringer og holdbarheden af deres forretningskoncept – og netop de selskabstyper vi investerer i, tager sig godt ud på de forhold, siger Peter Nielsen, chefporteføljemanager med ansvaret for at rådgive de to afdelinger.

Og hvad er det egentlig for en type selskaber, der ligger inden for jeres målgruppe?

Lad os slå fast, at det ikke er højvækstselskaber. Vores investeringsstrategi fanger ikke selskaber á la Google og Apple. Dem er der utroligt få af, og man skal også huske, at der er mange, rigtig mange af de selskaber, som forsøger at gå i deres fodspor, der knæk-

Kumulativt afkast for de fem kvintiler Europa top 600 i perioden januar 1989 - juni 2010

Afkastudvikling (log skala)



Forklaring: Figuren viser en såkaldt backtest af de rent objektive kriterier i Danske Invest's afdelinger med fokus på højt udbytte fra jan. 1989-juni 2010. Man har inddelt det europæiske aktieunivers (Europa Top 600, indekseret i udgangspunktet) i fem kvintiler efter forskellige værdier af følgende mål: Dividende/Aktiekurs, valuering efter Aktiekurs/Cash Earnings og P/E samt et kvalitetsmål efter forrentning af egenkapital og stabilitet. De tre mål ligevægtes til en samlet score, som aktieuniverset rangordnes efter. Den øverste kurve viser de 20 pct. aktier med den mest attraktive kombination af de valgte parametre, bl.a. højeste udbytte og højeste og mest stabile egenkapitalforrentning. Den nederste kurve viser en gruppe aktier, der er karakteriseret af bl.a. lave udbytter og i øvrigt indeholder vækstaktier inden for bl.a. teknologi, hvilket afspejler sig i den stigende og høje forrentning i 1998-2000 under IT-boblens opbygning - og det efterfølgende store fald.

I Danske Invest's afdelinger fokuseret på høje udbytter foretager man løbende screeninger blandt 800 europæiske aktier og ser på de 40 pct. bedste - dvs. aktierne i de to øverste kvintiler. Ud af disse 320 aktier vælger man et mindre antal ud til nærmere analyse. Peter Nielsen understreger, at det langt fra er hver måned, man foretager salg eller nytilkøb i porteføljen, da udvælgelseskriterierne er meget skrappe, og målet er langsigtet.

Bemærk: Der er valgt en logaritmisk skala, idet en sådan bedst viser en procentuel stigning over lange perioder. Således kan man aflæse, at investering i aktiegruppen med høje dividender er mere end 10-doblet på de 20 år, mens den ringeste end ikke er fordoblet.

ker nakken. De selskaber, vi koncentrerer os om, er typisk modne, ikke-cykliske selskaber med fokus på aktionærerne, og som er præget af en stabil indtjening. Det gælder f.eks. inden for oliebranchen. Olieprisen kan svinge betydeligt, men olieefterspørgselen er uhyre stabil. Tilsvarende i forsyningsselskaber – også efterspørgselen efter elektricitet er stabil. Det samme gælder telekommunikation og dagligvarer. Finans fylder også en del i vores portefølje, koncentreret i forsikringsbranchen, som også er et produkt, der nyder en stabil efterspørgsel. Vi har også visse positioner inden for de mere cykliske sektorer, f.eks. industri, men de udgør en mere begrænset andel, da udbytterne svinger mere, og risikoen er højere.

Umiddelbart kan det måske undre at på et tidspunkt, hvor der stadig tales om krise og vanskeligheder for virksomhederne med at låne penge, at nogle selskaber vælger at fastholde solide udbytter til aktionærerne.

Ja, men der er meget stor forskel på, om der er tale om store selskaber eller de små og mellemstore. De store har let ved at skaffe den nødvendige kapital i dag, men det er noget vanskeligere for de mindre. Derfor er det også vigtigt for os at slå fast, at der er tale om et velkonsolideret selskab, før vi tager det ind

i porteføljen. I den forbindelse skal det påpeges, at et udbytte over gennemsnittet i øvrigt ikke er det eneste primære kriterium, vi arbejder med, hvis vi betragter et solidt selskab som kandidat til porteføljen. Vi fokuserer også på prisfastsættelsen og forrentningen af egenkapitalen. Vi kan godt acceptere et udbytte lidt under gennemsnittet, hvis selskabet er attraktivt på de andre parametre. F.eks. at udbyttet er reduceret i en lavkonjunktur, som vi oplever nu, og hvor aktierne typisk er relativt billige.

Det er veldokumenteret i de fleste lande, at den konkrete udbetaling af udbyttet oftest ikke fører til et tilsvarende fald i aktiekursen. Nogle akademiske undersøgelser peger på, at det kan være skattemæssige forhold, der gør det – bl.a. at dividende og kursgevinster beskattes forskelligt. Uanset hvad er det så noget, I udnytter?

Hvordan vores beskatning af udbyttebetalingen bliver, er forskelligt fra land til land. I nogle tilfælde får vi hele skatten helt eller delvist tilbage, i andre tilfælde ingenting – det afhænger af Danmarks skatteaftaler med det pågældende land. Vi forsøger i nogle tilfælde at udnytte det, men man skal huske på, at i sidste ende handler det om, hvordan vi vurderer aktien. Det kan være, at aktien er

steget for meget forud for udbyttebetalingen til, at den er interessant, eller det kan være, at vi vurderer omstændighederne har ændret sig, så en aktie, der så interessant ud for to mdr. siden, ikke længere er attraktiv, selv om udbyttebetalingen nærmer sig.

Aktier med højt udbytte leverer altså generelt i ind- og udland et merafkast i forhold til det brede marked. Normalt afspejler et højt afkast en højere risiko. Er det også tilfældet her?

Nej, det mener vi ikke. Netop ved at vi udover udbyttekravet også supplerer med andre skrappe udvælgelseskriterier, formår vi at fange relativt sunde, velkapitaliserede selskaber. Herudover sørger vi selvfølgelig for at sprede investeringerne godt over lande og sektorer, hvilket har gjort det muligt at holde risikoniveauet på niveau med det brede marked til trods for, at vi kun har 33 selskaber i porteføljen. Det har i mange år været velkendt, at selskaber med højt udbytte på sigt slår markedet, og grunden til at det stadig forholder sig sådan – at det ikke arbitrerer væk i et effektivt marked – er formentlig, at investeringsstrategien ligesom value investing kræver en stor tålmodighed, mindst 12-18 mdr., og oftest er rettet mod out-of-favour aktier.

Aktier



Carlsberg



Carlsberg er Danmarks største bryggeri og kerneforretningen er driften af bryggeriet samt salg og markedsføring af øl. Produktionen af læskedrikke og vand er en sekundær aktivitet. Selskabet opererer i hele Europa, og i Rusland gennem det nyligt opkøbte Baltic Breweries Holding, samt i Østasien med især det vestlige Kina som fokus.

Carlsberg-aktien er attraktiv af flere årsager. Selskabet rapporterede for nylig et stærkt halvårsregnskab, der bekræftede forhåbninger om marginforbedringer. Derudover har Carlsberg i den senere tid lanceret en række nye produkter på det særdeles vigtige russiske marked, hvilket har resulteret i en forøgelse af markedsandelen. Desuden er der udsigt til færre og mindre strenge reguleringer af ølsalget i Rusland, hvilket også vil gavne selskabet samtidig med, at aktien fortsat handler til en betydelig rabat i forhold til de andre globale bryggerier.

Der er adskillige positive kurstriggere i horisonten for det danske bryggeri. Først og fremmest ventes endnu en opjustering af selskabets forventninger til helåret drevet af en forbedret indtjeningsmargin. Dertil kommer mulighederne for godt nyt om de nye produktlanceringer, særligt i Rusland. Derudover vil et frasalg af Valby-grunden samt lempeligere lovkrav til ølsalget i Rusland skabe momentum.

Risikoen ved Carlsberg-aktien ligger i stigende råvarepriser og afgifter på alkohol især i Rusland, samt en devaluering af rublen.



ING Groep



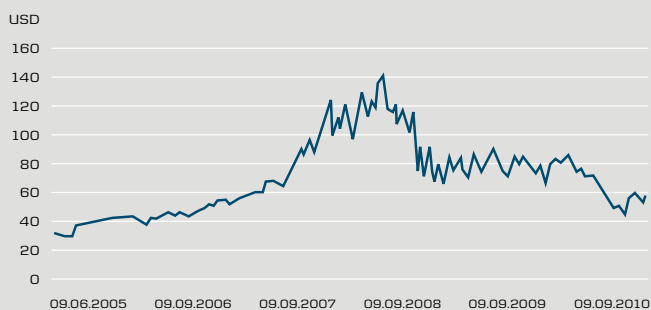
Hollandske ING Groep leverer finansielle ydelser til detail-, erhvervs-, og institutionelle kunder, og produktporteføljen inkluderer almindelig bankforretning, forsikring, kapitalforvaltning samt investment banking aktiviteter. Selskabet er repræsenteret i mere end 40 lande, hvoraf Benelux udgør det vigtigste marked.

Både ING Bank og ING Insurance viser en stærk fremgang på driften, hvilket gør aktien interessant forud for det planlagte salg af forsikringsdelen inden 2013. ING har gjort betydelige fremskridt med at reducere gearing og risiko, og Goldman Sachs (GS) forventer en stigning i salget af forsikringer. GS mener, at provenuet fra salget af forsikringsdelen om nogle år vil være nok til at tilbagebetale lånene til den hollandske stat. Samtidig handler aktien med en stor rabat i forhold til den bogførte værdi. Dette skyldes bl.a. manglende klarhed over, hvad ING kan opnå i det planlagte salg af forsikringsdelen.

Af konkrete events forude, der kan påvirke kursen, er derfor netop nyheder omkring forløbet af adskillelsen af bank og forsikring. Salget af forsikringsdelen forventes at resultere i en velkapitaliseret bank, fri for statslån og med stærke cash flows. Derudover vil udviklingen i salget af pensions-, og forsikringsprogrammer i bl.a. USA, blive fulgt nøje over de kommende kvartaler. Risici udgøres af muligheden for større end ventet tab på udlån, og nedskrivning af den strukturerede låneportefølje.



Monsanto



Monsanto tilbyder en række landbrugsprodukter, heriblandt frugt- og grøntsagsfrø til landbrug og private. Selskabet udvikler desuden bioteknologiske løsninger, der hjælper landmænd med at bekæmpe insekter og ukrudt. Sidst udvikler Monsanto også herbicider til ukrudtsbekæmpelse til boligejere, hvor Roundup Ready er et af de mest kendte produkter.

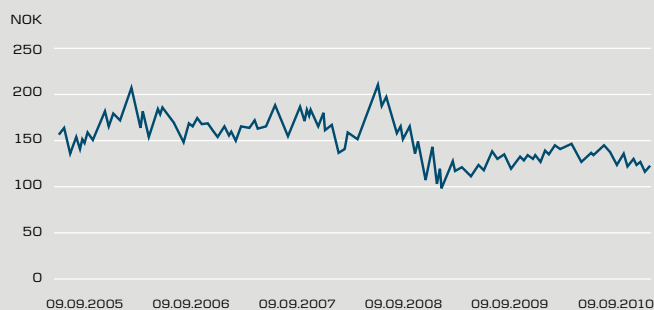
Monsanto-aktien er attraktiv lige nu, da selskabet netop har haft held med at få godkendt sit Bt Roundup Ready 2 Yield mid- del til sojabønneproduktion i Brasilien, hvor der er et enormt potentiale for ikke blot dette, men også adskillige andre af selskabets produkter. Goldman Sachs (GS) estimerer, at der er 150 mio. hektar sojabønneproduktion i landet, der skal behandles en til to gange om året, hvilket normalt koster USD 5 til USD 6 per hektar. GS mener, at aktien er billig og ikke afspejler selskabets fremtidige potentiale.

De fortsat stigende korn- og andre råvarepriser er de klareste positive kurstrigger for Monsanto-aktien, da disse øger værdien af Monsanto's præventive midler.

Den primære risiko i forbindelse med Monsanto er faldende priser på landbrugsråvarerne. Derudover vil faren for øget konkurrence også spille ind, hvor især frødivisionen er eksponeret mod angreb fra konkurrenter på den globale scene.



Statoil



Statoil er blandt de største olieselskaber i Europa og det største olieselskab i Norden. Kerneaktiviteterne er søgning og udvin- ding af olie og naturgas samt forarbejdning, raffinering og trans- port af olie- og naturgasprodukter.

Olieprisen er i sagens natur en afgørende faktor, og både Dan- ske Bank og Goldman Sachs forventer, at olieprisen forbliver høj i år, og ser yderligere stigninger i 2011. Statoil har en korrelati- on med olieprisen på ca. 90 pct., og der er således et fornuftigt stigningspotentiale fra den front alene, hvis estimerer og korre- lationer holder.

Af andre kurspåvirkende events forude er, at Statoil i løbet af de kommende måneder forventes at indhente (noget af) dette års tabte performance i forhold til såvel lokalmarkedet, sektoren og olieprisen. En underperformance som måske nok er forståelig i forhold til markedet og olieprisen i lyset af BP-sagen, men min- dre indlysende i forhold til sektoren. Dertil kommer, at borefor- buddet på dybt vand i Den Mexicanske Golf ophæves den 30. november, og det kan indsnævre oliesektorens nuværende risi- kopræmie. De væsentligste risici ved denne aktie er svagere end ventet global økonomi, stramning af borevilkår særligt på den norske kontinentsokkel, skuffende olieproduktion og en mar- kant styrkelse af NOK.



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



Danske Banks vej ud af krisen

Finanskrisen og den efterfølgende økonomiske krise har været hård for Danske Bank. INVESTERING har talt med ordførende direktør Peter Straarup om krisens forløb og fremtiden for Danske Bank.



Hvad skete der i tiden umiddelbart efter, at det står klart, at Lehman Brothers ikke får en bail-out?

Der var jo en fantastisk uro på de finansielle markeder. I foråret havde investeringsbanken Bear Stearns givet op og fået hjælp af regeringen. Tabene fortsatte, kurserne på aktier osv. væltede ned på tværs af de finansielle virksomheder. Lehman Brothers var den, der blev behandlet hårdest for så vidt angår aktiefald, men også Morgan Stanley og Goldman Sachs havde betydelige aktiefald. Så markederne havde været ekstremt nervøse i ugen op til weekenden den 13.-14. september, hvor Lehman gik ned. Der havde nok hos mange været en forventning om, at Lehman Brothers blev samlet op af det amerikanske system ligesom Bear Stearns. Det var for markedsdeltagerne svært at se forskellen på de to. Så da man fik at vide, at Lehman var gået ned, spredte panikken sig. Det første, vi ser på i den situation, er vores udestående forretninger med virksomheden og vores likviditet. Vi havde et tilgodehavende hos Lehman Brothers, og i første omgang så det ud til, at vi havde betydelig overdækning. Efterfølgende fandt vi ud af, at værdierne i det, som vi havde sikkerhed i, var langt under det forudsatte, og derfor fik vi efterfølgende tab. Men i den første periode mente vi faktisk, at vi var på nogenlunde sikker grund.

Hvad er det så, der sker i den efterfølgende tid, hvor mistilliden mellem bankerne stiger voldsomt?

Mistilliden er meget stor, men det er ikke noget, der kun opstod i forbindelse med Lehman Brothers. Pengemarkedet begynder at fungere dårligt allerede i andet halvår 2007. Og det bliver sværere og sværere at få længere indlån for de enkelte deltagere. Prisforskellene på Overnight-renterne (O/N) og 3 mdr. renterne f.eks. bliver meget betydelig. Det er et tegn på, at bankerne kun har tillid til hinanden i en kort periode. Det stigende likviditetspres fortsætter igennem 2007. Og så eksploderer det i 2008 med Lehman Brothers. Det bliver meget sværere at hente likviditet - der er visse markeder, der er helt udtømte. Markedet for Commercial Papers, som er et værdipapirmarked i USA, hvor kortsigtede papirer op til 3-4 mdr., begynder at fryse til. Det er åbenbart, at hvis der ikke sker noget, så begynder bankerne kollektivt at løbe tør for likviditet. De stoler ikke på hinanden. Så der opstår en misallokering af likviditet. Det kan den enkelte bank løse i et stykke tid ved at belåne værdipa-

pirer. Hvis banken ikke havde penge i eftermiddag, så ville vi kunne give Nationalbanken en obligation og få den belånt. Det kan man gøre i et vist omfang, men til sidst vil den enkelte bank jo løbe tør for det, vi kalder Repo-materiale. Derfor vurderer vi, hvad der vil ske, hvis markederne ikke kommer i gang igen - og hvad der skal til for at afhjælpe det. En af de ting, der sker på det tidspunkt, er blandt andet, at visse stater går ind og hjælper deres banksektor. Ierne laver en generel garanti af deres banker. I Danmark er der også pres på, og regeringen laver bankpakke I, som er en garantiordning for alle forpligtelser i banksektoren - i håbet om, at den tør op i markedet. Det gør den så også i et vist omfang.

På dette tidspunkt begynder man jo også at tale om, at den internationale finanssektor er tæt på et decideret kollaps. Kunne det blive meget værre?

Ja, det kunne være blevet meget værre. Det var et kollaps af Lehman Brothers, og så var det et kollaps, at sektoren ikke kunne klare sig uden regeringsintervention. Jeg mener i øvrigt, at det var en fatal fejltagelse, at amerikanerne ikke samlede Lehman Brothers op.

Men tror du, at de selv har været klar over, hvilken effekt det ville have at undlade det?

Det siger de jo efterfølgende, at de ikke har været. Så må jeg sige, at så har de forsømt at lave impact studies, som det hedder, altså konsekvensanalyser. For indfiltreringen af sådan en investeringsbank i det finansielle system, og hvad det vil give af nervøsitet, hvis den krakker, burde være ret åbenbar. Og det skortede ikke på advarsler. Den weekend, hvor Lehman Brothers går ned og hjem, er der forhandlinger i USA, hvor Morgan Stanley, som er den næststørste investeringsbank, over for myndighederne redegør for, at de også vil gå ned på grund af likviditetsmangel, hvis Lehman Brothers får lov at gå ned. Goldman Sachs er bekymret for det samme. Wachovia Bank ligger på vippen med mange dårlige lån. AIG (obligationsforsikringselskab, red.), kan ikke stille sikkerhed i det omfang, det er blevet krævet vedrørende forfaldne krav om, at AIG skal stille sikkerhed for sine kautionsforpligtelser. Hvis man ikke i tiden efter Lehman's kollaps havde grebet ind, så ville det økonomiske system efter min opfattelse være smeltet sammen. Hvis man havde forestillet sig, at Merrill Lynch og

FORTSAT FRA SIDE 19 ➔

Morgan Stanley havde fået lov til at gå nedenom og hjem, så var Goldman Sachs fulgt efter et stykke tid efter. Der ville så være sket det, at de amerikanske banker, som også havde penge i klemme der, ville være blevet revet med i faldet. Wachovia ville være gået ned. Og hvis AIG også fik lov at gå ned, så ville det også gå ud over en række tyske banker. AIG var skyldig at betale milliarder af dollars til f.eks. tyske og franske banker. Hvis verdens banksektor var begyndt at gå ned på den måde, så havde vi jo fået en helt anden verden end den, vi kender. Man ville have været tvunget til at lukke finansielle institutioner en masse, og afvikle dem efter konkurslovens regler. Det ville have været en nedsmeltning. Derfor var regeringerne tvunget til at gribe ind. Så selv om det hele var slemt nok, så kunne det have gået meget værre. Vi ville have fået en helt anden samfundsorden. Når man har den diskussion om, hvorvidt bankerne skulle have været reddet eller ej, så er der efter min opfattelse ikke nogen tvivl om, at bankerne udfører en funktion, der gør, at hvis sektoren bliver rystet på den måde, den blev her, så bliver samfundet nødt til at redde den. I Danmark fik vi en bankpakke, der virkede, og efterfølgende kreditpakken, som efter min opfattelse også er udmærket politisk håndværk.

Det er en udbredt opfattelse blandt folk, at man gav bankerne en masse penge, som de aldrig skulle betale tilbage. Men sådan hænger tingene jo ikke sammen...

Vi har regnet ud, at når vi er færdige med de to bankpakker, så har Danske Bank betalt 13 mia. kroner for det. Det er sådan set ret mange penge. Vores solvens har også hele tiden været så god, at vi solvensmæssigt kunne have opfyldt alle krav uden at få en hybrid, som vi nu betaler en rente på

9,625 pct. for. Så vi kunne sådan set sagtens have opfyldt solvenskravet. Men det er uinteressant på det tidspunkt, hvor der er gået panik i markedet, fordi likviditetsmanglen kan ramme både den solvente og den usolvente, hvis markedet bliver nervøst. Og det var årsagen til, at vi tog hybridlånene. Der var behov for generel tillidsskabende aktivitet, og der var også behov for, at de danske banker fik så meget ekstra kapital, at de turde låne penge ud. For hvis banken er bange for, at krisen er så dyb, og tabene bliver så store, at den bliver meget hårdt ramt af tab i forhold til kapitalkravet, så begynder banken at være påpasselig med nyudlån. Det var årsagen til kreditpakkerne - at bankerne kunne sige, jamen okay, så tager vi den ekstra kapital, så vi kan fortsætte de udlånsaktiviteter vi har, selv om der kommer så store tab. Og Danske Bank havde jo meget store tab og har det faktisk stadigvæk, selv om de heldigvis nu er faldet seks kvartaler i træk.

Havde I andre muligheder?

Vi havde jo andre muligheder forstået på den måde, at banken kunne have overvejet, om den skulle lave en traditionel aktieudvidelse. Men bankens aktier var handlet ned i kurs 33, og når aktien er i kurs 33 og den er faldet i lang tid, så ved man jo ikke, om den er på vej op i 140, eller den er på vej ned i 10. Og hvis banken startede en aktieemission i så nervøse markeder, og kursen så var røget igennem en fastsat emissionspris, så ville det være kompliceret. Derfor var den bedste løsning at tage hybridlånet i de markeder, der var gældende i marts-april 2009. For vores aktionærer har det også været en fornuftig løsning, for vi slap jo for at udvande bankens aktionærer på et meget lavt niveau.

BANKPAKKE I OG II

Problemerne i det internationale finansielle system startede allerede i 2007 og tiltog med stigende styrke frem til efteråret 2008. På det tidspunkt havde de danske banker oparbejdet et indlånsunderskud på 500-700 mia. kr., som var finansieret ved korte kreditter fra udenlandske banker. Da Lehman Brothers indgav konkursbegæring 15. september 2008 udbred der for alvor mistillid i det internationale banksystem, og de udenlandske banker ville derfor ikke længere finansiere indlånsunderskuddet, uanset hvor høj en rente de danske banker tilbød for kreditterne. For at undgå et systemkolaps i den danske finanssektor blev Stabilitetspakken derfor indført fra og med 6. oktober 2008 og er udløbet 30. september 2010.

Stabilitetspakken, senere omdøbt til Bankpakke I i daglig tale, var en slags forsikringsordning for de danske pengeinstitutter. Sektoren betalte en selvrisiko på 10 mia. kr., samt en basisforsikringspræmie på 15 mia. kr. over de to år, der kunne forøges med yderligere 10 mia. kr. om nødvendigt - altså i alt en sektorhæftelse på 35 mia. kr., hvor af Danske Bank hæftede for omkring en tredjedel.

Først ved tab udover de 35 mia. kr. ville staten træde til og dække eventuelle yderligere tab - og derefter heste evt. overskud på et senere tidspunkt. Garantien omfattede indlån, gæld til kreditinstitutter og udstedte obligationer. Effekten af Stabilitetspakken var, at de danske bankers muligheder for at skaffe sig funding på det nationale og de internationale kapitalmarkeder blev markant forbedret. Efter udløbet af pakken 30. september 2010 gælder i øvrigt den hidtidige indskydergarantiordning igen, dog er loftet hævet til 750.000 kr. mod 300.000 kr. før finanskrisen.

Men krisen hærgede fortsat de internationale kapitalmarkeder i de følgende måneder. Dette gav stor usikkerhed for bankerne om, hvorvidt de løbende kunne genanskaffe sig kapital på finansmarkederne til acceptable renter, og det tvang dem til at reducere udlånene. Bankernes solvens kom i fokus - dvs. om deres midler var tilstrækkelige til at kunne håndtere tabene og samtidig kunne levere tilstrækkelige udlån til danske virksomheder og husholdninger.

Derfor indgik regeringen 18. januar 2009 en aftale om Bankpakke II, kaldet Kreditpakken. Denne pakke var en lånefacilitet, som gav bankerne mulighed for at øge kernekapitalen og dermed sikre, at de ikke havnede i en kreditklemme, hvor de blev tvunget til at sige nej til sunde projekter, fordi de skulle nedbringe balancen. Bankerne kunne nu føre den forretning og kreditpolitik de ville, hvis finanskrisen ikke var en ekstra tyngende faktor oven i den økonomiske nedtur, der i sig selv førte til en naturlig opstramning af kreditpolitikken.

Helt konkret var der i Kreditpakken udover en forlængelse af statsgarantien for usikrede lån til 31. december 2013, tale om 100 mia. kr. til rekapitalisering af den danske finansielle sektor i form af hybridkapital. Solvenskapital defineres som egenkapital + hybridkapital + ansvarlig lånekapital. Danske Bank valgte at benytte Kreditpakken til udvidelse af hybridkapitalen med 26 mia. kr. Herved blev bankens solvensprocent øget fra 13 til 16 pct. Lovkravet er 8 pct. Selv uden Kreditpakken ville bankens solvensprocent således ligge betydeligt over lovkravet.

Apropos den lave aktiekurs, hvad kunne man have stillet op, hvis der var kommet nogen med et fjendtligt overtagestilbud på Danske Bank?

Ja, det skulle aktionærerne jo afgøre. Det forhold, at aktiekursen er 33, behøver jo ikke at betyde, at majoriteten af aktionærerne vil aflevere deres aktier til den kurs. Men udover det har Danske Bank ikke noget værn. Hvis der kom nogen på det tidspunkt og sagde, at de gerne ville give kurs 50, så var det jo et meget stort tillæg til kursen, og det ville være op til aktionærerne at vurdere det. Vi har ikke stemmeretsbegrænsninger, og heller ikke regler om, at man ikke må eje mere end en vis procent. Har du én aktie, så har du én stemme og så videre. Men der var jo forbløffende lidt opkøbsaktivitet i den internationale banksektor i den periode, hvor bankernes aktiekurser ramlede ned. Danske Banks kurs blev klemmt meget ned, men der var mange banker, hvis aktiekurser relativt blev klemmt endnu mere ned. En eventuel opkøber skulle sandsynligvis have været en større bank, da det jo er de færreste private, der har 30-60 mia. kr. i lommen, som det krævede på det tidspunkt. Men det var en periode, hvor der ikke var opkøbsaktivitet, fordi alle banker var klemte.

Nu er der jo ikke nogen gentleman agreement landene imellem i en sådan situation, som gør, at man i en så stor samfundsmæssig krise ikke bare går ind og køber et lands største bank, men tror du det har en betydning alligevel? Man kunne måske forestille sig, at det ville give nogle gnidninger helt op på regeringsplan?

Jeg tror nok, at i den periode, hvis der var et institut i noget land, som ville overveje et betydeligt opkøb, så ville de lokale finansmyndigheder og den lokale centralbank overveje, om der skulle gives tilladelse til det. Hvad resultatet af overvejelserne ville blive, kan jeg ikke svare på.

Hvis vi lige vender tilbage til moral hazard, det her med, at en privat virksomhed godt nok er ramt af eksterne omstændigheder, men også et stykke henad vejen selv er skyld i, at være kommet i problemer, hvor skulle man så sætte grænsen? Hvilke virksomheder og hvilke brancher? Det er jo en uretfærdighedsfølelse som i høj grad har været oppe til diskussion.

Det er rigtigt. Det er svært at definere, men det er klart, at hvis systemet gerne vil undgå "moral hazard", så er der en ting, der er vigtig. Det er, at strukturen omfatter, at der bliver delt de øretæver ud, som skal deles ud. Moral hazard er noget, man skal være opmærksom på, hvis enkeltvirksomheder bliver drevet dårligt. Her havde du en situation, hvor den samlede finansielle verden havde det dårligt. Derfor kan man stille spørgsmålstegn ved, om der er tale om moral hazard, fordi verdens finansielle system er blevet smadret af vildskab i Amerika, overgearing og så videre. De enkelte banker havde hyppigt været for optimistiske, men det var lidt svært, ikke at bistå sektoren, fordi det var alle banker, der havde eller ville få problemer. Men hvis man ser på det individuelt, så er der nogle regler, hvis den individuelle finansielle virksomhed går ned, og det er, at aktionærerne skal blankes af. Det bliver de også, f.eks. i det danske system. Ansvarlige lån bliver også fjernet, og ledelserne bli-

ver fjernet. Så jeg synes, at man er nået meget langt. Det er den måde, hvorpå vi i Danmark har håndteret individuelle finansielle virksomheder, der er gået ned i Danmark. Men jeg synes ikke, man kan bruge moral hazard-begrebet på en systemkrise af den art, vi havde her.

Du har selv sagt, at I så ikke de farlige tendenser. Var der nogle specielle ting op til udløsningen af finanskrisen, som gjorde det vanskeligt? Jeg tænker bl.a. på det her med de enorme og uigennemskuelige mængder af derivater, som var i omløb. Det virker, som om folk havde svært ved at overskue det, inklusiv Federal Reserve. Burde f.eks. Danske Banks økonomer have forudset det, der var ved at udvikle sig? Og hvad har man egentlig lært af det, så kan man forudse nye potentielle bobler under opsejling?

Derivater er jo hyppigt fastfrosset omsætning i et vist omfang. Forstået på den måde, at hvis man har solgt USD til levering om seks måneder og købt nogle USD til levering om seks måneder, så har man en købs- og en salgs-transaktion, der står i ens bøger, indtil der er gået seks måneder, og så forsvinder de. Det kommer man ikke til skade af. Det væsentlige er, at derivater vedrører noget, der har en eller anden form for indhold. Der var også opfundet mange strukturerede derivater, hvor man købte en andel af en eller anden portefølje af boliglån og så videre, som har været dårlige, men jeg tror ikke, man skal give derivaterne skylden for de direkte tab. Råddenskabene ligger i stedet i de underliggende papirer. Derivaterne har været skyld i noget andet – det er, at der har været så mange af dem, og indfiltreringen i det finansielle system var så stor. Hvis en stor bank falder, og der er en hel masse, der på kryds har aftaler via derivater, så bryder afdækningerne i mange banker sammen. Det var reelt set et af de problemer, der var i forbindelse med Lehman Brothers' konkurs. Det forsøger man at løse ved i større omfang at have det, der hedder central counterparty, hvor alle handler med den samme modpart. Så hvis der er en, der ryger af i svinget, så er det ikke noget, der får hele systemet til at knække sammen. For så vidt angår årsagerne – skulle man have opdaget det? Ja, det skulle man jo nok. Den finansielle krise startede i det amerikanske boliglånsmarked, som er meget stort. En meget væsentlig del af det amerikanske boliglånsmarked er håndteret af to selskaber, Fannie Mae og Freddy Mac, og de har altså medvirket i en proces, hvor der i markedet er opstået boliglånsmobler. Dels fordi huspriserne var steget meget, men også fordi der var meget kriminalitet i den amerikanske boliglånsmarked. Man vurderede på et tidspunkt f.eks. 50.000 af Floridas boliglånsmidlere og fandt ud af, at der var 40 pct. af dem, der havde en kriminel baggrund. Så det amerikanske system har været styret uforsvarligt. Man får man en hel masse lån ind, som går igennem en ratingproces, som medfører en triple A-rating. Derfor finder man først ud af på et senere tidspunkt, at det er noget bras. Så systemet har haft for stor tillid til sine egne institutioner. Tillid til, at når der kommer noget fra Fannie Mae og Freddy Mac, og der kommer noget fra en bank, rating bureauerne har rated det, så er det nok det samme værd som den schweiziske statsobligation, som også er triple A-rated, den højeste karakter. Så systemet har været forkert skruet sammen med disse ratings. Kunne man have lavet en impact study, som sagde, at hus-

FORTSAT FRA SIDE 21 ➔

priserne var kommet for højt op... det kunne man måske. Men det er ikke så let. En af hovedårsagerne til, at det her i det hele taget opstår, det er, at der er globale ubalancer. Altså den amerikanske borger låner for meget, kineserne oparbejder fordringer på amerikanerne, det bliver sendt tilbage til Amerika i form af køb af værdipapirer. Og så får man det store gældsætningsuhjre op at stå. Derved bliver den amerikanske økonomiske ekspansion og den spanske, den græske, den irske... finansieret ved stor kreditvillighed, da de internationale likviditetsstrømme er rigelige, så der opstår ikke den traditionelle knaphedsfaktor, som ville have drevet prisen på penge op. Hvis det er en privat husholdning, så vil du på et eller andet tidspunkt ikke få et ja, når du vil have yderligere lån, men markederne har i en længere periode ikke været gode til at vurdere landerisici og ubalancer. Det er de så blevet nu, fordi de er blevet nervøse, men det er noget andet. Der er jo nogle økonomer, der har været fremme og sige, at de havde forudset det her, og jeg må sige, at vi beklager over for os selv, at vi ikke har kunnet forudse det. Men det har vi ikke. Vi har ikke disponeret, som om det her skulle komme.

Hvis vi lige kort skal berøre Irland (Danske Bank købte i 2004 en irsk og nordirsk bank), så har jeg set opgørelser, som viser, at den totale gældsætning i USA er i en størrelsesorden på knap 400 pct. af BNP, mens det tilsvarende tal for Irland på et tidspunkt blev opgjort til 1200 pct. af BNP. Burde Danske Banks egne økonomer ikke have kunnet gennemskue, at det ikke kunne holde – at det var en økonomi, som kørte med ekstremt høj gearing?

Jo, det kan du sige. Da vi købte irerne, lavede vi mange analyser. Da var gældsætningen ikke helt så høj, men vi var blandt andet inde og læse IMF's analyser, fordi vi var bekymrede for ejendomsmarkedet. I 2005-2006 havde Irland en meget kraftig ekspansion. Blandt andet fordi, at den havde så ung en befolkning, den yngste befolkning i "gamle Europa". Og den demografi plus alle de midler, der var kommet fra EU, gjorde, at det var et land, der var i betydelig fremgang og vækst, arbejdsløsheden var lav, og der var positiv nettoimmigration. Så når man kiggede på den irske økonomi, så det ud, som om den var selvbærende. Den eneste, der var grund til at lægge mærke til, det var, at byggesektoren var stor i forhold til BNP. Men efterspørgselen efter fast ejendom var også stor. Så det var ikke ligetil. Men efterfølgende er det let.

Jo, men hvis man kigger på, hvordan det gik, så kan man måske også sige, at der var tale om "kollektiv forførelse", for jeg husker heller ikke, at IMF, OECD og andre af de store internationale organisationer var ude og advare mod, at nu så hele verden ud til at være på vej ned i et sort hul. Så det virkede, som om alle var med i processen, der derved blev selvforstærkende.

Ja, det er rigtigt. Jeg tror, det er Alan Greenspan (tidl. centralbankdir. i USA, red.), der har sagt på et tidspunkt, at en boble kan du først se, når den brister.

Det bringer mig ind på noget andet, nemlig det danske boligmarked. Almindelige mennesker som mig og naboen, vi

har jo undervejs i det forgangne årti tænkt, at det ikke kan passe, at boligpriserne kunne blive ved med at stige, men det gjorde de. Og når jeg så skulle lave interviews med Danske Banks egne økonomer om boligmarkedet, så kunne de altid finde argumenter for, at det nok skulle fortsætte. Har man reflekteret over det, eller er det fordi – som nogle kritikere siger – at økonomer i en stor bank som Danske Bank eller Nordea altid vil være styret lidt af, at de er bange for at puste til ilden – de vil af indtjeningshensyn ikke risikere at punktere et marked, der kører godt?

Det tror jeg ikke. Det er i hvert fald ikke en adfærd, som vores økonomer bevidst tilstræber. Men jeg tror, der er en iboende tendens til, at man forlænger verden med brædder. Altså, når man ser, hvad der er sket tidligere, regner man med, at det fortsætter. Den tryghed, der ligger i en trend, gør jo, at man opfører sig i fortsat forventning. Det andet er – og det her skal ikke tages som udtryk for en undskyldning, det er det faktisk ikke – det er meget svært for et individuelt finansielt institut at beslutte sig for en anden aktivværdiansættelse end den, der er aktuel i samfundet. Altså, hvis Danske Bank for eksempel sagde, at husmarkedet er kommet for højt op. Lad os nu sige, at vi havde haft perfect vision, som det hedder på udenlandsk, og sagt, at ejendomspriserne skal ned med 20 pct., så ville Danske Bank jo kun belåne fast ejendom med 60 pct. Så ville banken ikke være i det marked længere. En bank er en kommerciel virksomhed, som skal deltage i finansiering baseret nogenlunde på samfundets prisfastsættelse. Den enkelte bank kan have en mere forsigtig kreditpolitik, men generelt bliver den nødt til at acceptere værdiansættelsen, som den er. Det er derfor en konjunkturbevægelse rammer en hel sektor, og det Danmark var på vej til at få, var utvivlsomt en konjunkturbevægelse, der ville have ramt hele sektoren. Og den ville hele sektoren, i hvert fald hovedparten, have kunnet håndtere uden hjælp. Men på det tidspunkt, hvor den her konjunkturbevægelse er på vej i nedadgående retning, så kommer den internationale finansielle krise. Bang. Og så får danske finansielle virksomheder langt større udfordringer. Langt større tab. For i tillæg til, at huspriserne falder, begynder de små virksomheder at gå nedenunder og hjem i meget stort omfang. Detailhandlere. Producenter af varige forbrugsgoder. Rejsebureauer. Og så videre. De får det svært, konkurserne stiger, og så får vi et tilbageslag, der er langt, langt kraftigere, og min vurdering er, at det vi selv har gjort i Danmark, med at tage lidt for mange huslån, rejst for meget, og fået lidt for meget i kredit, det ville vi også sagtens have kunnet håndtere i Danmark, hvis vi havde haft konjunkturbevægelsen for os selv. Men det fik vi ikke.

For lige at holde fast i det med bankernes situation – direktøren for Citigroup sagde i 2007, at så længe musikken spiller, må vi alle danse med. Lige fra kreditgivning til porteføljemanagere, der måles op mod et benchmark. Hvordan kan man modvirke denne tendens til at danse hinanden op?

Ja, det er rigtigt. Nu fik Chuck Prince, Citigroup-chefen, jo i øvrigt sit balkort frataget seks måneder senere. Men det den enkelte virksomhed kan gøre, er jo, at have en forsigtig indgang til f.eks. långivning. Men det betyder bare, at den vil klare sig bedre end gennemsnittet, når det går galt.

*Min vurdering er, at vi i Danmark har
taget lidt for mange huslån, rejst for meget,
og fået lidt for meget i kredit*





*Der er ingen tvivl om, at den finansielle
krise har forbavset mange...*

FORTSAT FRA SIDE 22 ➔

Du kan ikke beslutte dig for ikke at være med. Men du kan beslutte dig for at vælge nogle ting fra. F.eks. finansiering af developer-aktiviteter. F.eks. byggeriet af en stor ejendom, der udstykses i ejerlejligheder og sælges om et par år. Den sag har en høj risiko, fordi ejendommen ikke er solgt på forhånd. Så du kan tage nogle forretningsområder, som er meget volatile og være mere begrænset over for dem. Og så kan du sørge for at have et ordentligt kapitalanlæg, det vil sige en høj kernekapital, så du har noget stå imod med, og en forsigtig likviditetspolitik.

Paul Krugman, nobelprisvinder i økonomi, har argumenteret for, at vi skal tilbage til boring banking. Bankernes mange forretningsområder gør det hele for uoverskueligt, så de skal egentlig bare levere likviditet som et forsyningselskab, der leverer strøm til samfundet. Hvad er det samfundet som helhed får ud af, at bankerne kan lave en masse ting? Hvorfor er det ikke bare staten, der sørger for, at vi får et sted, hvor vi kan låne penge og sætte penge ind?

Der er jo flere ting i det. Det forhold, at de enkelte finansielle virksomheder har en interesse i at tjene nogle penge gør, at de forsøger at få deres aktiviteter til at vokse. Når det er således, at långivningen vokser, så er der en større sandsynlighed for, at der også er vækst i samfundet. Så hvis man gerne vil have en eller anden form for vækst og risikotagning i samfundet, så skal man have en finansiell sektor, der tør tage nogle risici. Når Paul Krugman siger sådan, så er det fordi, han ikke bryder sig om sammenblandingen af traditionel bankdrift og handel med kommercielle derivativer, strukturerede produkter, valutahandel, aktiehandel osv. Og netop nogle af de amerikanske investeringsbanker er meget handelsfikserede og derfor meget langt fra den traditionelle Main Street betragtning. I Danmark har vi det, der hedder universel banking. Det vil sige, vi laver filialbankdrift, men vi laver også markedsaktiviteter, f.eks. valutahandel og aktiehandel. Hvis et selskab gerne vil lave en aktieudvidelse, så vil vi garantere for den. Vi har også folk, der laver investment banking. Og jeg mener, at man har banker i Europa, som er regulerede, og som udfylder de opgaver, der er i Europa. Krugman kigger jo på det med amerikanske briller, og der er man præget af, at man ikke tidligere har haft mulighed for, at den enkelte bank f.eks. kunne handle med aktier eller garantere kapitaludvidelser. Der har været en adskillelse. Og så har man så forsøgt at køre det sammen senere, det har man ikke haft særlig meget held med, og det gør, at der er så meget kritik af det. Jeg tror ikke, at samfundet får noget ud af at dele banksektoren op og mener, at den europæiske struktur er meget fornuftig. Der er heller ikke i nogle af de ændringsforslag, der er kommet frem fra Baselkomitéen lagt op til, at man skal dele banksektorens aktiviteter op.

Hvis vi kigger på de voldsomme bevægelser vi så på de finansielle markeder under finanskrisen – f.eks. aktiemarkeder, der faldt 10-11 pct. på en enkelt dag – så er det ifølge normalfordelingen noget, der vil ske med op til flere milliarder års mellemrum. Ikke desto mindre så antager de fleste risikomodeller anvendt i bl.a. bankverdenen, at finansielle aktivers kursændringer følger en normalfordeling, men man ved egentlig godt, at det gør de ikke alligevel. Jeg for-

står godt, at man i praksis ikke vil kunne sætte så store buffere til side og samtidig drive en fornuftig forretning. Men problemet består – hvordan kan man forudsige de ekstreme kursbevægelser?

Det kan man ikke. Og til evig tid ved man ikke, om modellerne bare bearbejder det, der hedder et random event-sæt, og at det er fuldstændig random (tilfældigt), hvad der udløses i økonomisk udvikling. Det er således, at anvendelse af modeller engang imellem er lidt af en sutteklud, for noget skal man jo gøre. Men efter min opfattelse har vi lært i denne krise, at den økonomiske udvikling kan ændre sig markant fra, hvad den historisk har gjort ved samme bevægelse. Det er det ene. Det andet er, at der heller ikke er grundlag for en forventning om, at man kan have parallelle forventninger. Altså det vil sige, at hvis BNP falder endnu mere, stiger tabene så med samme procent, eller kommer der lige pludselig en meget kraftigere tabsbevægelse. Så det med at bruge modeller, det er fint, men det skal ikke være det eneste, for det er en random selection af data, og der er psykologiske faktorer på markederne, som har en betydelig indflydelse på prisdannelsen, investeringsbeslutninger, långivningsbeslutninger osv., så den psykologiske effekt gør, at modellerne blot er ét af mange hjælpeværktøjer. Derudover skal man jo finde noget yderligere, og det er tilbage til udgangspunktet – man skal have et solidt kapitalapparat, man skal have en politik for sine investeringer i aktiver, hvis man er investor. Hvis man er en bank, så skal man have en politik for sin långivning, således at alle låne- ne ikke ender i én kategori. Du skal have risikospredning. Så den slags ting bliver man nødt til at anvende i tillæg til, at man har modellerne. Anvendes kun én parameter, kunne man jo i visse perioder komme til den konklusion, at det bedste historisk set ville være at låne til lige netop fast ejendom. Skal man så gå derhen med hele sin långivning – nej, man skal sprede sig. Så det er rigtigt, modeller kan bruges i et vist omfang, og i et vist omfang er de utilstrækkelige.

Men helt konkret, hvad har I så gjort for at imødegå lignende situationer i fremtiden – arbejder bankens økonomer på en anden måde, har de en tættere overvågning af kreditter eller hvordan?

Vi har kigget efter vores modeller, det er lidt selvmodsigende, men vi har selvfølgelig set vores modeller igennem, og er kommet til den konklusion, at apparatet ikke har været så dårligt, men det har ikke indikeret den ekstreme bevægelse, vi har set. Det ved vi så til evig tid. Så har vi selvfølgelig kigget på vores kapitalforhold, finansielle styrke, likviditetsforhold, vi følger meget mere op på forventede udviklinger i de enkelte brancher i dag. Vi laver brancherapporter, hvor vi går ned og finder ud af, hvad det er for nogle ting, der er karakteristiske her. Om det eksempelvis er de store virksomheder eller de små, vi skal være belysningsfor.

Altså mere mikroanalyse?

Ja, således at vores folk får at vide, at hvis det drejer sig om en værkstedsfabrikant, så er der nogle ting, som du skal være specielt opmærksom på, omkring følsomhed, kunder-

nes kreditværdighed osv., som skal følges løbende, så der er tættere opfølgning i dag.

Ser vi ud i fremtiden og skal se på den danske banksektor som helhed, så er vi i dag 114 indbyggere pr bankansat i Danmark mod over 200 i de øvrige nordiske lande. Det lyder som ineffektive bankfolk – eller hvad er forklaringen?

Ja, det er et godt spørgsmål, som jeg ikke kan svare på. Vi har jo valgt at have mange små pengeinstitutter, 130 banker eller deromkring i dag. Det gør jo, at der er en større medarbejderstab. Og det er sådan, det er. Det er ikke mig, der skal afgøre om det er rigtigt eller forkert. Jeg tror, der kommer en konsolidering i forbindelse med den udvikling, vi har på nuværende tidspunkt. Fordi det bliver sværere at drive en finansiell virksomhed, der er større omkostninger ved det.

Du er citeret for at sige, at der ikke er plads til mere end 20 banker i Danmark...

Det som jeg forsøgte at sige på et tidspunkt, det var, at hvis du sammenligner med Sverige, som jo er et større land end os, så er der en håndfuld banker, som har stort set hele markedet. Så hvis man laver den sammenligning, så er der alt for mange banker i Danmark. Men vi har jo en infrastruktur, som gør, at det er ret let at begynde at drive en bank. Du kan starte en bank og sætte et kabel ind i PBS, så er du medlem af hele systemet med Dankort osv. og så har dine kunder adgang til infrastrukturen. Så det er ret let at starte fra scratch, og det er også billigt. Det er en af årsagerne til det.

Er det udelukket, at Danske Bank kan deltage i denne konsolidering indenlandsk – altså, at Konkurrencestyrelsen ikke vil tillade det?

Ja, det vil jeg tro.

Danske Bank ligger relativt dårligt i imageundersøgelser. Er det det kors, en stor bank må bære?

Der er ingen tvivl om, at den finansielle krise har forbavset mange, og det forhold, at banksektoren får skældud, det er sådan set det samme i alle lande. At de store banker får mere skældud end de mindre, det er også sædvanligt. Danske Bank er jo den største hjemmehørende danske bank, og vi er i et vist omfang blevet personifikation på den finansielle krise. Så har Danske Bank i den offentlige opinion besiddet en kompetenceplatform – altså vi er blevet antaget som værende nogen, der kunne finde ud af vores egne ting. Og det forhold, at den finansielle krise medførte, at der blev udstedt generelle bankgarantier, hvor Danske Bank var med – og det forhold, at vi også siger, at okay vi vil for en sikkerheds skyld tage et hybridlån, for vi ved ikke, hvor markedet er på vej hen – det har nok forbløffet mange. Derfor har vi taget den der rutsjetur. Vi er på vej den anden vej, men vi har taget en rutsjetur, som vi så arbejder os op igennem.

Hvad er det egentlig, banken er god til? Bankens økonomer laver ikke økonomiske og finansielle prognoser, som er bedre end gennemsnittet af andre banker, så hvad er det så?

FORTSAT FRA SIDE 25 ➔

Hvad er det f.eks., der har gjort, at Danske Bank har fået en pris af Euromoney for at være den bedste til Private Banking i Norden, og Danske Capital har fået en anden pris for at være den bedste til Asset Management?

Det er fordi, vi har nogle dygtige medarbejdere, gode produkter og ekspederer kunderne efter nogle gode rådgivningsmoduler. Vi har bl.a. noget, der hedder Formueprognose, hvor vi går ind og kører livsforventningen i udviklingen af aktiver og passiver igennem under visse forudsætninger. Vi kan lave modelberegninger af større pensionsindskud osv., og så se hvad effekten bliver af det. Vi har også haft en meget god performance i investeringsforeningerne. Så banken skal genetablere sin position ved at ekspedere kunderne ordentligt, og det har vi et udmærket udgangspunkt for. Vi har fået flere priser, og der er mange andre ting, der også er velfungerende. Vi kan også se i vores løbende vurderinger, at kundetilfredsheden er stigende.

Hvad ligger der egentlig i at være Private Banking kunde i Danske Bank – hvad kan man forvente?

Der ligger jo i det, at du har en økonomi med en vis substans. Men også at du har rimeligt brede rådgivningsbehov og hyppigt, at du er i mellemrummet mellem privat og erhvervsvirksomhed. F.eks. at du har din egen virksomhed og måske trækker dig tilbage, og så har ekstra midler, du vil placere, eller at du har noget af det finansielle univers på virksomhedsskatteordningen. Der er det meget væsentligt, at du får den rette rådgivning for så vidt angår placering af dine aktiver, risici, gennemgår hvilken risiko, du har i din erhvervsvirksomhed, og om du i din private formue bør have en lidt anderledes risiko, hvilken taktisk selektion af aktiver, du skal foretage, for så vidt angår fast ejendom, aktier, obligationer osv. Så at være Private Banking kunde betyder, at du kommer ind i et univers, hvor du får en meget dyb rådgivning. Og for at det skal have nogen værdi, skal du have mere end gennemsnitlige finansielle behov.

Danske Bank har jo ekspanderet i den seneste årrække til Norge, Finland, Sverige, Irland, Nordirland og Baltikum. Er I blevet overraskede over de kulturelle forskelligheder – har det været vanskeligere at integrere, end I havde forventet?

I perioder overraskede og i perioder forbløffede over, at der har været så store sammenfaldende forhold. Det er klart, at når banken køber en bank i Finland, så er der nogle kulturforskelle – det er der også mellem irere og danskere, letter, estere, lithauere – men udgangspunktet er altså, at man bruger vores systemplatform alle steder. Der er ganske mange af produkterne, som kan gå lige ind i ethvert marked. Netbank er Netbank, forudsat at den kan struktureres, så den passer til børshandelen i det enkelte land. Så de kulturelle forskelle... det er mere forståelsesmæssigt, når man sidder og snakker med folk, hvornår der bliver sagt ja, og hvornår folk lige sidder og tænker over det. Det værner man sig til. Men jeg vil ikke give analyser af, hvad forskellen er på finner og svenskere.

Jeg tænker også på, om lokal eller national patriotisme kan være en hindring?

Der skal du være opmærksom på, at Danske Bank i sin brandingstruktur har valgt en lokal identitet. Jeg tror ikke, der er mange nordmænd, der i det daglige tænker over, at Fokus Bank er dansk. Det samme gør sig gældende i Östgöta Enskilda Bank i Sverige. Sampo Bank i Finland. National Irish Bank. Så vi har et multibrand. Det er af den årsag.

Hvis vi taler udenlandske konkurrenter i Danmark. Ser du på bilbranchen, så er nationale klenodier som Rolls Royce, Jaguar, Volvo m.fl. endt på udenlandske hænder. Kunne man forestille sig, at den tendens også vil ses i meget større omfang end hidtil inden for banksektoren. Nu har vi jo et eksempel med Deutsche Bank, der begynder at røre på sig i Danmark. Tror du, det er starten på en trend?

Altså det der med, at Deutsche Bank flytter ind på et kontorhotel i København og driver virksomhed i en periode, det ændrer ikke bankmarkedet. De går efter et segment af store virksomheder, det gjorde de også tidligere, der kom de bare flyvende fra London, og nu bor de her så i et stykke tid. Det ændrer, som sagt, ikke markedet. Markedet frister også øvrige kunder internationalt, idet der er mange andre banker, der forsøger at lokke de større, f.eks. C20-virksomheder til at handle med dem. Så kan man så diskutere, om der på et tidspunkt kommer en situation, hvor der er nogen, der begynder at etablere internationale brands, hvor de så starter forfra med et fuldt kunde- og produktspektrum. Åbner en traditionel bank i Danmark, etablerer 100 filialer og starter fra scratch. Det tror jeg ikke. Det er i Danmark let rent teknisk at starte en bank, men det er en usigelig langsommelig affære at opbygge en kundebase. Det er ikke det samme som at starte en bagerbutik. Markedet har en betydelig kundeomsætning. Vi mister titusindvis af kunder årligt og får titusindvis af kunder årligt. I perioder har vi mistet over 100.000 kunder – og fået over 100.000 kunder. Men det er på nettobevægelsen ret begrænsede markedsandele der flyttes. Det betyder, at hvis man starter forfra, så vil der gå 10-15 år, før der er oparbejdet volumen. Så lange er kalkulerne ikke, og den teknologiske udvikling gør, at man sandsynligvis distribuerer produkterne på en anden måde om 10-15 år. Vil der komme nogen på et tidspunkt og begynde at købe op? Ja, det har der jo været, Handelsbanken har jo været der og købt nogle banker. Det kan den gøre igen, og det er der også andre, der kan. Men jeg tror ikke, det er således, at den danske banksektor bliver opkøbt. Der er enkelte, der vil blive det. Vil der en dag komme et internetbaseret privatkundebaseret tilbud i form af en udbyder som tilbyder, at man via nettet kan klikke sig ind og få kreditkort, lønkonti osv.? Ja, det kan man godt forestille sig. Jeg tror dog, at danskerne vil være lidt konservative.

Hvis man taler om bankers internationale ekspansion er det så typisk udviklingsøkonomierne, de kigger på, frem for udviklede lande?

Ja, det har jo været på mode. Og det er en af årsagerne til at kreditgivning blev så kraftig i de nye europæiske lande, fordi de havde en større forventning om vækst. Hvis banken kommer ind i en økonomi, hvor der er vækst, så er det lettere at vokse selv. Dertil kommer en naturlig stigning

i forretningsgrundlaget, og der er finansieringsbehov hele tiden, der vokser.

Har Danske Bank planer om at ekspandere yderligere?

Nej, det har vi ikke. Vi har jo sådan set, synes vi, en god platform, en stærk position i det nordiske, de tre baltiske lande passer også rimeligt geografisk, så har vi vores irske forretning, som vi jo på nuværende tidspunkt simpelthen har under intens behandling. Og vi håber selvfølgelig, at tabsflowet holder op på et tidspunkt. Det var lidt opadgående faktisk i sidste kvartal, så der er en opgave. Så er der Nordirland, som jo er en del af United Kingdom, og vi har ikke nogen planer om at sprede os geografisk herfra. Vores opfattelse er lige nu, at vores aktionærer vil få langt den største udbytte af organisk udvikling af banken. Altså gøre den mere effektiv.

Ja og Danske Bank har jo bebudet større effektivitet og bedre service, men også at en relativt stor naturlig afgang de nærmeste år ikke vil blive erstattet af nyansættelser. Hvordan skal det hænge sammen?

Det kommer an på, hvordan man ekspederer kunderne. Vi har blandt andet en digitaliseringsambition, som både vil gøre det nemmere for os, og samtidig give kunderne en bedre og mere effektiv service. Vi vil have en langt større andel af vores dokumenter i digital form, så hvis du kommer ned og får et lån, så vil bede dig om at gå ind på Netbanken og skrive under elektronisk, hvorefter pengene går direkte ind på din konto. Det er en udnyttelse af moderne teknologi, som gør, at der ikke skal være så mange hænder til at få fat i tingene. Over 50 pct. af vores dokumenter er nu digitaliseret. Det er blot et eksempel på vores effektiviseringsproces. Et andet er vores processer fra det tidspunkt, der er kontakt til en kunde, og indtil der udbetales et boliglån. Det kan gøres mere effektivt, så det bruger vi en hel del penge på. Så har vi også været ude og kigge i vores produktunivers, hvor vi har haft for mange konti. Så vi har reduceret antallet og rationaliseret på den måde. Vi gør også det, at vi forsøger at dele opgaverne ind i kanaler. En mindre virksomhed, som arbejder fra 8 til 17, har meget svært ved at gå i banken og håndtere sine ting osv. og der har vi så lavet noget, der hedder Erhverv Direkte, hvor virksomhederne kan ringe ind efter normal åbningstid. Det er lettere for kunderne, men det er også billigere for os at investere i en telefonbetjening af kunderne end at have betjeningen i en filial. Så man kan sagtens forøge sin service samtidig med, at man rationaliserer sin proces.

Der har også været kritik af bankers rådgivning generelt. En rådgiver har jo nogle mål, han skal nå, og det gør, at han måske nogle gange kan føle sig presset til at lokke kunder ud i noget, de ikke har lyst til.

Vi blev lidt forbløffede over, at folk har den fornemmelse. Vi har aldrig haft salgsprovision i filialnettet, men vi har haft en bonusordning, hvor filialmedarbejderne fik i gennemsnit ca. 6.000 kr. om året, hvis de præsterede godt på forskellige områder. Hvis kundetilfredsheden ikke var god, kunne man ikke få bonus. Som en konsekvens af mistil-

liden har vi slettet bonus i vores filialnet, således at kunderne ikke på noget tidspunkt kan få den opfattelse, at vi er interesserede i at sælge til dem bare for salgets skyld. Vi fokuserer især på kundetilfredshed. Der er én ting, vi kan være helt sikre på, det er at hvis vi begynder at sælge ting til kunderne de ikke har brug for, så er de ikke tilfredse. Det væsentlige er, at banken på tilstrækkelig kompetent vis rådgiver kunderne. Hvis du f.eks. skal have din pension placeret, så vil du være sur om et par år, hvis du var blevet overtal til at ligge i en meget risikobehæftet aktivklasse for hele dit univers. Så det er væsentligt for os, at vi forsøger at udanne vores rådgivere, så de kan give en kvalificeret rådgivning, og så lade det være udgangspunktet. Det er også vigtigt, at rådgiverne er uddannet i, hvad kreditgivning er. Og hvordan man vurderer kundernes muligheder for at tilbagebetale, for hvis vi giver lån, som giver problemer bagefter, så får vi en ny dårlig kunde, og den enkelte kunde får sin økonomi slået i stykker. Men det er ikke overraskende med utilfredse kunder efter finanskrisen. Hverken bank eller kunder så krisen komme. Det er altid lettere at se bagefter.

Hvordan står Danske Bank i den nordiske banksektor om 10 år – hvad er målet?

Vi skal bare være en førsteklases bank.



PETER STRAARUP

Peter Straarup, født 19. juli 1951. Startede i 1968 som elev i Landmandsbanken, der senere kom til at hedde Den Danske Bank. Ordførende direktør i Danske Bank siden april 1998. Aktuelt formand for Finansrådet. Gift, to børn.

DANSKE BANK MARKEDSANDELE

Danske Bank – Danmark	33 pct.
Fokus Bank – Norge	6 pct.
Östgöta Enskilda Bank – Sverige	6 pct.
Sampo Bank – Finland	12 pct.
National Irish Bank – Irland	4 pct.
Northern Bank – Nordirland	19 pct.
Sampo Bank – Baltikum	11 pct.
Danske Bank – Baltikum	2 pct.
Danske Bank – Baltikum	7 pct.
Mindre aktiviteter i Luxembourg, Tyskland, Polen, Rusland, London	

Repræsenteret i 14 lande / 703 filialer / 5 millioner kunder / 22.025 medarbejdere

Goldman Sachs peger på langsigtede vindere

Strukturelle ændringer i globale industrier giver gode langsigtede vækstmuligheder. Goldman Sachs peger på de potentielle vindere.



Verden er i hastig forandring, og det har i høj grad præget det seneste årti. Væksten i udviklingsøkonomierne har overhalet den i de udviklede økonomier; global handel og kapitalstrømninger er steget kraftigt, miljømæssige bekymringer er skiftet fra at være nicheorienterede til at være globale, sociale emner, og ressourcemæssige begrænsninger har resulteret i perioder med stramt udbud og prisstigninger.

Ser man fremad vil disse tendenser fortsætte og omfanget af deres påvirkning vil stige. BNP-væksten i udviklingsøkonomierne vil forblive højere end i de rigere lande og i takt med, at disse økonomier vil udgøre en større del af den globale økonomi, vil deres betydning for den globale vækst stige. Betydelige andele af den globale befolkning vil gøre deres entré i forbrugerklassen for første gang. Og ressourceknaphed kan allerede ses i stigende produktionsomkostninger, mens miljømæssig regulering også har en stigende indvirkning på finansiell performance.

Goldman Sachs særlige afdeling for langsigtede, bæredygtige investeringer – GS SUSTAIN – tager udgangspunkt i langsigtede demografiske, økonomiske, teknologiske og miljømæssige trends, og følgende fremhæves:

- Befolkningstilvæksten, aldringen og urbaniseringen vil foregå i en massiv skala.

- Global økonomisk tilpasning og regulering sker i en større og hurtigere skala end tidligere.
- En accelererende hastighed af teknologiske fremskridt og indbyrdes sammenkoblinger som følge af mediernes spredning.
- Den globale økonomi bliver i stigende grad forbundet gennem handel, finans, mennesker og viden.
- Miljømæssige spændinger intensiveres og spiller en større rolle i offentlighedens bevidsthed.

Ingen af disse trends er nye. Men det er stadig vigtigere at forstå deres påvirkning på globale industrier i betragtning af, at:

- Forandringshastigheden er accelererende. Globalisering af handel, kapital og viden baner vejen for hurtigere økonomisk udvikling. Hvor vesteuropæiske lande tog 150-200 år om at hæve BNP pr. indbygger fra 1.000 USD til 2.000 USD i reale termer (nogenlunde svarende til industrialiseringen i de tidlige stadier), så tog denne proces kun 40 år i Japan og lidt over et årti i Kina.
- Omfanget af forandring er stigende. I takt med, at den globale økonomi vokser – hvad enten det er udtrykt ved BNP, forbrug eller ressourceanvendelse, så ændrer skala-

en af forandring sig også. Over det næste årti vil den globale vækst i arbejdsstyrken, antallet af pensionister, økonomisk produktion samt energi- og madforbrug i betydelig grad overgå den stigning vi så i det forgangne årti – GS estimerer at det i gennemsnit vil blive overgået med 15-20 pct.

- Kilderne til forandring er stigende. Styrkeforholdet i den globale økonomi ændrer sig hurtigt; understøttet af fordele i demografiske profiler og stigende produktivitet, vil BRIK's økonomiske output blive større end G7 i 2035. Tilsvarende skift vil ses i forbrug på de fleste områder. Ubalancer i gældsbyrder, human kapital og innovation vokser og vil accelerere denne rebalancering af den globale økonomi over de kommende år.

Ændrede efterspørgselsmønstre og de vanskeligheder, som nuværende virksomheder står overfor, når de skal imødegå disse behov, skaber betydelige vækstmuligheder for nye fremspirende industrier over et bredt spektrum af markeder. GS SUSTAIN forsøger at identificere de selskaber, der er bedst positionerede til at tjene penge på disse strukturelle ændringer.

GS opdeler de strukturelle trends i to hovedgrupper: Efterspørgselsvæksten samt løsninger på ressourcemæssige begrænsninger.

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN har til formål at udpege de langsigtede vindere i aktiemarkedet ved at identificere stærke vedholdende trends og de selskaber, der er bedst positionerede til at udnytte dem. GS SUSTAIN skelner mellem modne industriledere og fremspirende industriledere. SUSTAIN Focus List blev lanceret 22. juni 2007, og de modne industriledere har siden da slået verdensindekset (MSCI All Country World Index) med 37 pct., mens de potentielle ledere af de spirende industrier kun har formået at slå indekset med 3,9 pct. Men GS påpeger, at dette vil ændre sig i takt med, at de strukturelle ændringer tager til i styrke, og indgangsniveauet netop nu kan være et enestående godt udgangspunkt.

GS understreger således, at aktiemarkedets tendens til ikke i tilstrækkelig grad at skelne mellem selskaber med en strukturelt baseret hurtig vækst og det generelle marked, er blevet forstærket siden finanskrisen. Faktisk er den præmie, som

aktiemarkedet normalt og logisk tildeler selskaber med hurtigere vækst faldet markant det seneste par år, og er i dag på det laveste niveau i 10 år. Samtidig er den vækstmæssige forskel mellem hurtigt voksende og langsomt voksende selskaber den højeste i 10 år. Med andre ord: Ikke blot er det attraktivt med de langsigtede brillanter at købe aktier i selskaber, som er drevet af stærke strukturelle trends – det er oven i købet også relativt billigt.

GS har på nuværende tidspunkt udpeget 56 industrielle ledere, som står stærkt til at kunne udnytte de strukturelle trends. De selskaber, der er med i denne artikel, er imidlertid kun dem, der er på GS' SUSTAIN Focus List – dvs. de selskaber ud af de 56, som GS har særligt store forventninger til.

HØJVÆKSTSSELSKABER SLÅR MARKEDET

Ser man på de hurtigstvoksende vækstsekskaber over det seneste årti, så har de konsekvent slået det brede marked. GS påpeger, at den fjerdedel af vækstsekskaberne, der har udvist den højeste vækstrate i gennemsnit har slået de 3000 globale aktier, som GS dækker, med 23 pct. pct. årligt. Det skal imidlertid også nævnes, at vækstaktierne udviser større volatilitet end markedet og er kendetegnet ved en mindre stock-picking succes – dvs. chancen for at vælge en vinder er mindre, og risikoen for at vælge en kikser er større, end for aktier med mere normale, stabile vækstrater og forretningsmiljøer. Et andet karakteristika for vækstaktier er, at de førende aktier har en tendens til at være små, fokuserede selskaber. Disse forhold gør, at hvis en mindre portefølje af vækstaktier skal kunne slå markedet på sigt, er det af afgørende betydning, at man spreder investeringerne ud over mange forskellige selskaber, industrier og lande. Diversifikation er nøglen til succes, understreger GS.

Efterspørgselsvæksten



EMERGING MARKETS FORBRUGERE

Selskaber eksponeret mod dette tema inkluderer dem med betydelig markedseksponering i forbrugssektorer som detail, forbrugerserviceydelser, rejser og fritid samt telekommunikation services. I universet af potentielle selskaber indgår også dem med betydelig stor eksponering på medier og annoncer i udviklingsøkonomierne – et marked, som GS forventer vil vokse i takt med det overordnede forbrug. Disse sektorer omfatter selskaber, som opererer i lokale, regionalt adskilte markeder snarere end globale markeder. Alle disse selskaber leverer ydelser, som ikke kan importeres og derfor skal leveres lokalt.

Nøglepunkter:

- Enorm og voksende befolkning (900 mio. nye middelklasseforbrugere alene i 2010-2020)
- Stigende velstand blandt forbrugere i Emerging Markets
- Forbrug i Emerging Markets vokser mere end fem gange så hurtigt som i de udviklede lande i de kommende årtier

Relevante selskaber: Intime Department Store (Kina), Dixy Group (Rusland), HK China Dongxiang Group (Kina)



GLOBALE FORBRUGERPRÆFERENCER

De globale forbrugerpræferencer omfatter selskaber med betydelig eksponering mod globale forbrugssektorer, der vil nyde godt af ændrede forbrugsmønstre og smagsmønstre i både udviklede lande og udviklingsøkonomier. De fleste selskaber opererer i diskretionære produktsegmenter, som inkluderer tøj, sko, tilbehør, luksusgoder, personlige forbrugsvarer og wellness produkter.

Ændrede forbrugsmønstre og smagsmønstre vil skabe vækstmuligheder i nicheområder for de selskaber, som er i stand til at dække de voksende behov i udviklingsøkonomierne. Succes i disse markeder vil formentlig være en afspejling af:

Nøglepunkter:

- Evnen til at etablere et tidligt fodfæste i de markeder, hvor de opererer – og som bruger denne first-mover fordel til at skabe stærke partnerskaber med lokale distributionskanaler eller skabe deres egne detailbutikker mens konkurrencen om hyldeplads stadig er begrænset.
- Evnen til at skræddersy produkter, som dækker behovene fra nye og voksende forbrugsniches. First-mover fordele kan skabe brands i disse nye forbrugerniches.

Relevante selskaber: Lululemon Athletica Inc. (USA)



GLOBAL INFRASTRUKTUR

Selskaber med betydelig eksponering til både infrastruktur udstyr og bygning, herunder sektorerne ingeniørarbejde, byggeri, materialer, maskiner og udstyr. Mange af de hurtigst voksende selskaber opererer i udviklingsøkonomierne, hvor investeringer i infrastruktur vokser hurtigt i takt med økonomiernes udvikling. Udviklingsøkonomierne ventes fortsat at være drivkraften i sektoren i takt med det stigende behov for kraftværker, veje og lufthavne m.v. Kina har været den klart største investor hidtil, men en lang række andre udviklingslande er begyndt at investere massivt

og nyder i stigende grad godt af, at betydelig fremstillingskapacitet er flyttet fra Kina til andre lavomkostningsområder.

Nøglepunkter:

- Globale investeringer i infrastruktur fordoblet på seks år
- Vækst i udgifter til infrastruktur i BRIK-lande og andre udviklingsøkonomier vil stige massivt i årene frem

Relevante selskaber: Rossi (Brasilien), IRB Infrastructure (Indien), Quanta Services, Inc.(USA)



MEDICINSK USTYR OG YDELSER

Universet af selskaber, som er eksponeret mod dette tema, omfatter producenter af medicinsk udstyr samt udbydere af serviceydelser inden for sundhed. Det spænder lige fra selskaber, som opererer i globale produktmarkeder til regionalt fokuserede serviceudbydere, inklusiv hospitaler og skadestuer. De hurtigst voksende selskaber er typisk tungt eksponerede mod udviklingsøkonomier, hvor sundhedsudgifterne er på et lavt niveau, men stiger meget hurtigt. En stigende fokus på effektivitet i alle landes offentlige sundhedssektorer vil være en

vækstdriver og øge afhængigheden af private virksomheder til at levere sundhedsydelser.

Nøglepunkter:

- Aldrende befolkning i den udviklede verden
- Accelererende sundhedsudgifter i Emerging Markets
- Fokus på effektivitet i den offentlige sektors sundhedssystemer

Relevante selskaber: NuVasive, Inc. (USA), Fortis Healthcare (Indien), Shandong Weigao Group (Kina)



GLOBAL FØDEVAREPRODUKTION

Global fødevarereproduktion indeholder selskaber, som dækker fødevarereproduktion, drikkevarer, landbrug og fiskeri. Selskaber, som har eksponering til produktive ressourcer såvel som bearbejdningsfaciliteter, vil typisk kunne levere de mest attraktive vækstrater. Vækst i den globale fødevarereindustri vil sandsynligvis være drevet af trends på efterspørgsels- og udbudssiden.

Nøglepunkter:

- Befolkningsvæksten og stigende velstandsniveauer vil sandsynligvis øge efterspørgselen efter protein (hvert kilo kød kræver i gennemsnit seks kilo planteprotein), og det vil resultere i betydeligt stærkere vækst i efterspørgselen efter korn end i det overordnede fødevarereforbrug.
- Jord egnet til landbrug er begrænset. I øjeblik-

ket bruges omkring en tredjedel af Jordens landområder til landbrug – en andel, der stort set ikke er vokset i de senere årtier. Klimaændringer og vandknaphed vil yderligere begrænse tilgængeligheden fremover.

- Udsigten til en større brug af biobrændsler implicerer øget konkurrence mellem jord anvendt til fødevarereproduktion og jord anvendt til energiproduktion. P.t. tegner afgrøder rettet mod biobrændsler sig for mindre end 5 pct. af landområder anvendt af landbruget, men det er et område i hastig vækst.
- Presset fra udbud og efterspørgsel ser ud til at fortsætte og vil skabe stigende værdi i at eje ressourcer.

Relevante selskaber: Cherkizovo Group (Rusland)



GLOBALE MEDICINSKE TERAPIER

Hurtigvoksende selskaber i bioteknologi, pharma og biovidenskabelige industrier samt relaterede services såsom organisationer, der tilbyder forskning på kontraktbasis og generiske kopiproducenter. Disse er typisk mindre, mere fokuserede selskaber (herunder biotek), som nyder godt af nødvendigheden af innovative medicinale løsninger og faldende produktivitet i Forskning & Udvikling i etablerede farmaselskaber. Stigende efterspørgsel i udviklingsøkonomierne vil imidlertid fokusere mest på billigere generiske medikamenter end de dyrere mærkevarer. I takt med at presset på

den offentlige sektor vokser i de rigere lande, vil også de generiske markeder i de lande vokse hurtigt.

Nøglepunkter:

- Stigende levealder over hele kloden
- Voksende disponibel indkomst over hele verden
- Faldende produktivitet i Forskning & Udvikling i de store medicinalsselskaber

Relevante selskaber: Lupin (Indien)

Løsningsleverandører

De interessante selskaber skal her findes i de industrier, som er bedst positionerede til at nyde godt af begrænsninger på ressourcer



LANDBRUGETS PRODUKTIVITET

Selskaber, som spænder over et spektrum af sektorer, som er relaterede til nødvendigheden af at øge det globale fødevarerudbud fra en begrænset mængde af landområder eller ressourcer, herunder kemikalier, udstyr og services til landbruget. Stigende efterspørgsel efter kød fra en stadig rigere global befolkning vil gøre alternative proteinkilder attraktive, og det vil bl.a. gøre fiskefarme mere attraktive.

Nøglepunkter:

- Fortsat stigning i den globale efterspørgsel efter mad
- Begrænsede landområder tilgængelige for landbrug

Relevante selskaber: Intrepid Potash, Inc. (USA), Hubei Yihua Chemical Industry (Kina)



HUMAN RESOURCE LØSNINGER

Selskaber, som leverer produkter og løsninger til stigende udfordringer med human kapital gennem uddannelse, træning, rekruttering, konsulentarbejde og outsourcing serviceydelser. Overalt især i de udviklede økonomier, står virksomheder over for stigende vanskeligheder med at tiltrække og fastholde højt kvalificerede medarbejdere. En afspejling af en stagnerende arbejdsstyrke, højere frekvens af jobskifte og stigende specialisering. I Storbritannien f.eks. estimerer OECD, at andelen af arbejdere med mere end 10 års erfaring i deres nuværende rolle er faldet med 8 pct. i perioden 2000 til 2007. I samme periode er den totale beskæftigelse i videnintensive sektorer steget med 8 pct. Selskaber, som tilbyder ydelser, der gør virksomheder i stand til at udfylde "talentunderskud", ser ud

til fortsat at nyde godt af udviklingen fremover. Tilsvarende, mens uddannelse er typisk statsbetalt i mange udviklede lande, så er der i udviklingsøkonomierne relativt mange private selskaber, der tilbyder uddannelsesydelser – og giver dermed uddannelse af højere kvalitet end de offentlige systemer til den voksende klasse af velstående husstande i de lande.

Nøglepunkter:

- Stagnerende/skrumpende arbejdsstyrke i den udviklede verden
- Øget hyppighed af jobskifte
- Voksende kompleksitet af jobs

Relevante selskaber: New Oriental Education & Technology Group (Kina)



ALTERNATIV ENERGITEKNOLOGI

Leverandører af teknologi, udstyr, materialer og relaterede serviceydelser til industrien for alternativ energi. Vind er størst, men sol vokser meget hurtigt og er en umoden industri med stort teknologisk potentiale. GS påpeger, at hvor alternativ el-generation har en forretningsmodel á la et forsyningselskab, så har producenter af alternativ energiteknologi mulighed for at konkurrere i højere grad på teknologisk differentiering og har typisk større mulighed for at etablere konkurrencemæssige

sige fordele. Udstyrsteknologi avancerer i det alternative energimarked – i solenergi er omkostningerne stadig høje, men falder hurtigt og vindturbiner bliver stadig større med nye generationer af teknologi.

Nøglepunkter: Samme som øverst s. 33.

Relevante selskaber: Hansen Transmission (Belgien), China High Speed Transmission (Kina), Meyer Burger (Schweiz)



ALTERNATIV KRAFTGENERERING OG ALTERNATIVE BRÆNDSTOFFER

Selskaber, som leverer energikilder, der ikke er baseret op fossile brændstoffer. Omfatter vindenergi, solenergi (solceller og termiske anlæg), atomkraft og producenter af biobrændsel. GS venter efterspørgselen efter energi og brændstoffer fra ukonventionelle kilder at stige markant på sigt, fra det aktuelle lave niveau, hvor under 5 pct. af verdens elektricitet kommer fra vedvarende kilder (eksl. atomkraft og store vandkraftværker).

Nøglepunkter:

- Skrappere klimapolitikker
- Politisk pres for at sprede behovet for energi på flere energikilder og mindske geografiske afhængigheder
- Begrænsede ressourcer af olie og gas
- Teknologiske fremskridt, der fører til lavere omkostninger

Relevante selskaber: Ormat Technologies, Inc. (USA), EDP Renovaveis SA (Spanien)



VAND

Selskaber, der befinder i brancher med vandudstyr og serviceindustrier: vand infrastruktur, vandbehandling og opbevaring, spildevand, afsaltning og relaterede serviceydelser og udstyr. Befolkningsvækst og stigende forbrug og handel med landbrugsprodukter (landbrug tegner sig for 70 pct. af årligt vandforbrug på kloden) lægger pres på verdens ressourcer af ferskvand. OECD estimerer, at knap fire milliarder mennesker i 2030 vil leve i områder med vandstress – heraf størstedelen i udviklingsøkonomier. I mange af disse regioner vil det være afgørende, at investeringer i vand og vandbehandlingsinfrastruktur i de kommende år er betydelige, i takt med, at velstanden stiger og befolkningstallet i byerne stiger markant. I udviklede økono-

mier handler det om at opgradere en forældet og underinvesteret vandinfrastruktur. OECD forventer, at investeringer i vandinfrastruktur totalt set vil vokse med knap 50 pct. i det næste årti i forhold til det foregående – og halvdelen af de samlede investeringer vil foregå i BRIK-landene.

Nøglepunkter:

- Stigende global befolkning
- Øget vandforbrug i landbruget som følge af stigende efterspørgsel efter mad
- Knappe vandressourcer i mange lande

Relevante selskaber: IVRCL (Indien),



AFFALD, GENBRUG OG MILJØMÆSSIGE SERVICEYDELSER

Selskaber med betydelig eksponering til serviceydelser omkring affaldshåndtering, genbrug og miljømæssige serviceydelser. Stigende generering af affald (i takt med stigende forbrug) og pres for at mindske miljøpåvirkningen og øge genbruget skaber en massiv platform for vækst i affaldshåndtering og genbrugsserviceydelser. OECD-tal viser, at en tredjedel af det kommunale affald i USA genbruges, - det dobbelte af 1990. I EU er der også sket en fordobling og over 40 pct. af affaldet genbruges nu. Dertil kommer øget fokus på elektronisk affald.

Der er også stor vækst i teknologier rettet mod omdannelse af affald til energi. Omkostningerne er allerede konkurrencedygtige med konventionelle kraftværker og projekter kan laves i relativt lille skala, tæt på bycentre. Siden 2002 er antallet af sådanne anlæg i Europa fordoblet.

Nøglepunkter:

- Vækst i affald er tre gange hurtigere end vækst i befolkningen
- Stigende global efterspørgsel efter materialer
- Regeringsincitament

FORTSAT FRA SIDE 33 ➔



ENERGIEFFEKTIVITET

Selskaber, som leverer produkter og serviceydelser rettet mod at bevare energi og forbedre energieffektivitet: udviklere af brændselsceller, batteriproducenter, leverandører af energibevarende løsninger og energirelaterede systemer og serviceydelser. Energieffektivitet er typisk den økonomisk mest attraktive mulighed for at reducere CO₂-udledning, og bliver det i stadig højere grad med stigende energipriser. GS venter, at energieffektivitet fremover får øget politisk fokus. F.eks. har the American Recovery and Reinvestment Act of 2009 sat 20 mia. USD til side til funding af energieffektivitetsprogrammer. EU har for nylig haft lignende forslag om at implementere standarder for ener-

gieffektivitet i boliger og erhvervsejendomme i Europa. Også i udviklingsøkonomier er energieffektivitet på den politiske agenda. I 2009 satte Kina et højt mål for CO₂-begrænsning i de kommende årtier og en stor del af målet skal nås via energieffektivitet.

Nøglepunkter:

- Stigende priser på energiresourcer
- Regeringsincitament
- Økonomisk fordel af energieffektive løsninger

Relevante selskaber: Energy Efficiency International Rectifier Corp. (USA)



RESSOURCEUDFORSKNING OG SERVICES

Selskaber enten rettet mod mineraludforskning eller som leverer ydelser til industrier inden for naturressourcer, herunder olie, gas, metaller og minedrift. De største selskaber i disse sektorer oplever det stadig vanskeligere at få vækst, og der hvor de er succesfulde, bliver det typisk også dyrere. Stigende efterspørgsel efter råvarer og stigende projektrisiko og kompleksitet presser kapitalomkostningerne i vejret i alle resourcesektorer. Serviceselskaber med ekspertise i specifikke områder omkring udvindelse af mineraler eller med operationel effektivitet eller speciale i udforskning af nye reserver står stærkt.

Nøglepunkter:

- Stigende efterspørgsel efter naturressourcer
- Vækst i global efterspørgsel efter materialer

Relevante selskaber: Schoeller-Bleckmann (Østrig)



TEKNOLOGI OG NYE MEDIER

Hurtigtvoksende spillere, som opererer i nicher over et bredt spektrum af teknologi- og mediesektorer. Den strukturelle ændring i teknologi-sektoren foregår med en højere hastighed end i nogen anden sektor. Strukturen af industrien ændrer sig hurtigere og forskellen i vækstrater mellem høj- og lav-vækst selskaber er større end i nogen anden sektor. Forhindringer i udvikling af nye produkter er lave, og markederne er store, hvilket giver mulighed for hurtig vækst for selskaber med differentierede teknologier i specifikke nicher. Således er medieteknologier i stand til at nå større publikum end traditionelle teknologier, eller værktøjer som kan tracke effektiviteten af de nye medier,

i hastig vækst. Tilsvarende bliver enhver industri i stigende grad afhængig af informations-teknologier som kilde til konkurrencemæssige fordele eller som et middel til at undgå at falde bag konkurrenterne.

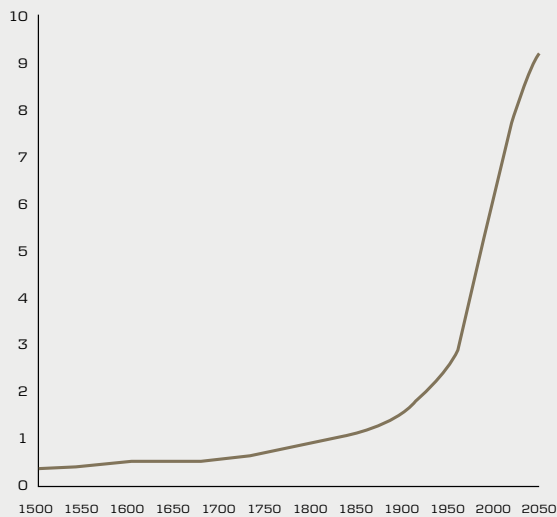
Nøglepunkter:

- IT-industri servicere ethvert væksttema og er derfor eksponeret over for den samme stigende efterspørgsel.

Relevante selskaber: Rackspace Hosting, Inc. (USA), Longtop Financial Technologies (Kina), AsiaInfo Holdings (Kina)

VERDENS BEFOLKNING VOKSER EKSPONENTIELT

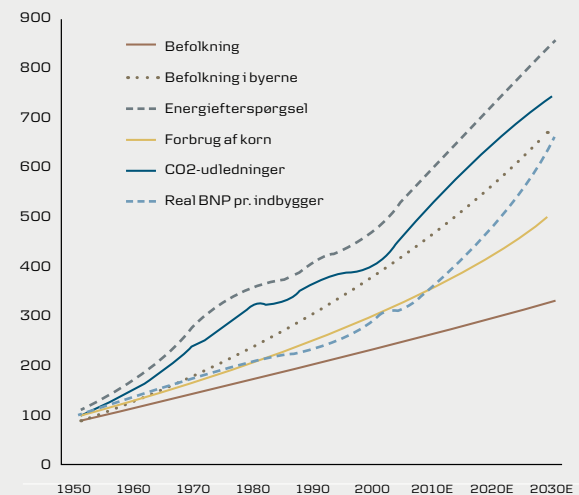
Mia. mennesker



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

BEFOLKNINGSVÆKST FØRER TIL STIGENDE FORBRUG OG ØGET PRES PÅ KAPPE RESSOURCER

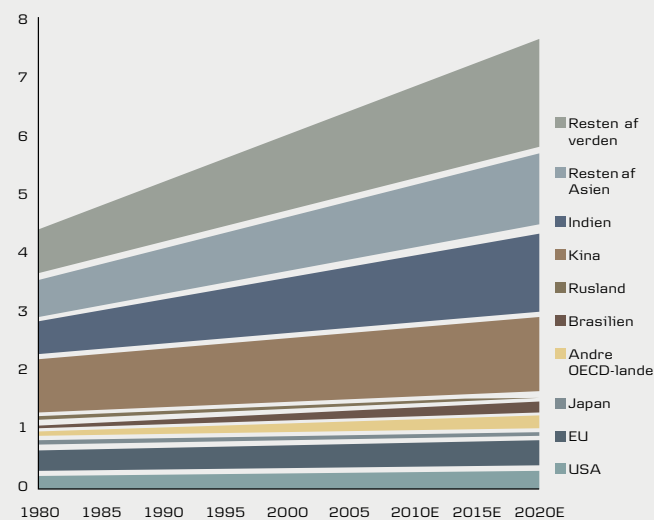
1950 = 100



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

VÆKST ER FOKUSERET PÅ UDVIKLINGSØKONOMIER

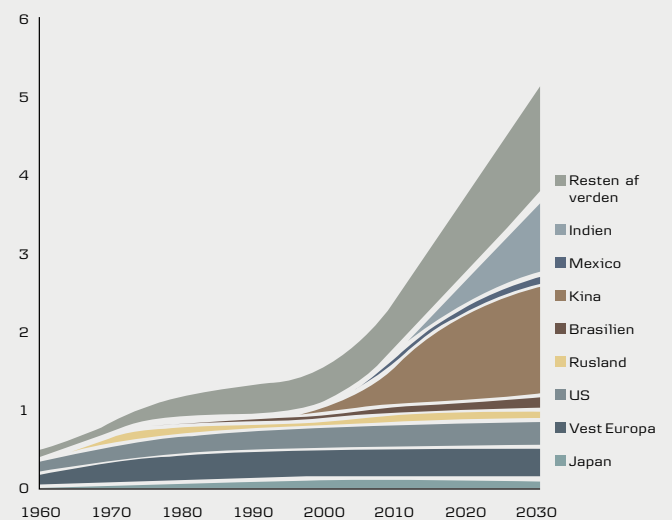
Mia. mennesker



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

ENORM VÆKST I EMERGING MARKETS' MIDDELKLASSE FORBRUGERE - DEFINERET SOM FORBRUGERE, DER TJENER OVER USD 6.000 ÅRLIGT (I REALE 2007 USD-TERMER)

Mia. mennesker



Kilde: UN Population Division, Goldman Sachs Research, Goldman Sachs Global ESC Research.



Frygt for ny nedtur holder renterne nede

Obligationsrenterne i USA og Europa er så lave, at nogle hævder, at det i realiteten er en ny bobbel på de finansielle markeder.



Det startede ellers så godt, da sommeren for alvor gjorde sin entré på den nordlige halvkugle. Risikoaktiverne og obligationskurserne i Sydeuropa steg i juli oven på de pæne regnskaber for andet kvartal og aftagende frygt for en nedsmeltning på de sydeuropæiske obligationsmarkeder efter offentliggørelsen af IMF og EU's hjælpepakker kombineret med ECB's historiske beslutning om at kunne støtte de europæiske obligationsmarkeder med opkøb i det nødvendige omfang.

Men siden har billedet ændret sig. De økonomiske nøgletal for USA, Kina og på det seneste også til dels Europa har været skuffende, og det varsler en stigende risiko for, at en ny økonomisk nedtur lurker forude.

ISÆR USA HAR SKUFFET

Det er især de økonomiske nøgletal i USA, der har været overraskende svage de seneste måneder. De ledende indikatorer peger nu generelt på en kraftigere nedgang i væksten, og makroøkonomerne i Danske Markets Research (DMR) nedjusterede for kort tid siden prognosen for amerikansk vækst i andet halvår 2010 med knap ét procentpoint. Beskæftigelsen, der typisk er meget vigtig for obligationsmarkederne, forventes dog at sti-

ge med ca. 100.000 om måneden i de kommende kvartaler for derefter at stige til 200.000 om måneden i løbet af 2011. Overordnet tror økonomerne ikke på en "double dip" i USA, men en forventet svækkelse af fremstillingssektorens vigtige indeks, ISM, over de kommende 3-6 mdr. helt ned til krisepunktet 50, vil holde bekymringen i live.

I euroområdet har nyhedsstrømmen været mere positiv de seneste måneder, men væksten er også her ved at tabe momentum. DMR-økonomerne forventer fortsat stor divergens inden for euroområdet med stærkest vækst i Tyskland og fortsat meget svag vækst i Sydeuropa.

CENTRALBANKER OG OBLIGATIONSRENTER

Den amerikanske centralbank Federal Reserve har meddelt, at afdrag på realkreditobligationer i forbindelse med obligationsopkøbsprogrammet vil blive geninvesteret i lange amerikanske statsobligationer, således at Feds samlede balance holdes uændret. Selv om ændringen overvejende er symbolsk, er det et vigtigt signal om, at Fed ikke har travlt med at fortsætte afviklingen af de ukonventionelle pengepolitiske lempelser. Desuden er det en klar indikation af, at ren-



teforhøjelserne er udsat på ubestemt tid, og at centralbanken om nødvendigt er indstillet på endnu en runde kvantitative lempelser (QE). DMR forventer nu først, at Fed påbegynder renteforhøjelser i 1. halvår 2012.

DMR mener ikke, der er en boble i obligationsmarkedet, da de nuværende lave renter er fair i forhold til den kritiske situation, amerikansk økonomi befinder sig i. Faldende ISM vil fastholde en vis forventning i markedet til, at Fed kan komme på banen med kvantitative lempelser igen. DMR forventer derfor, at de 10-årige renter vil falde tilbage til det hidtidige lavpunkt omkring 2,6 pct. og holde sig lavt året ud. DMR's prognose om bedre vækst i 2011 betyder imidlertid, at de lange obligationsrenter kan ventes at stige igen på 12 måneders sigt. De 2-årige renter ventes at ligge stort set uændret på en seks måneders horisont for derefter at stige svagt i takt med, at økonomien bedres igen.

Selv om den europæiske gældskrise er aftaget, har ECB ikke travlt med at stramme op. Væksten vil aftage herfra, og der vil længe være usikkerhed om situationen i Sydeuropa. DMR venter, at ECB holder renten i ro indtil sidst i 2011.

De lange europæiske obligationsrenter lig-

ger nu rekordlavt, og DMR forventer, at størstedelen af rentefaldet ligger bag os. Faldet har været trukket af den kraftige forværring af nøgletallene i USA, og pensionssektorens massive efterspørgsel efter lange obligationer. DMR tror dog, at købspresset i den lange ende fra pensionssektoren vil aftage, så trykket ned herfra ikke bliver så kraftigt. Renterne vil i stedet være holdt nede af svagere nøgletal i euroområdet. DMR ser et lille fald i de 10-årige obligationsrenter på tre måneders sigt. På tolv måneders horisont ventes renterne dog at stige igen i takt med, at de amerikanske renter stiger. De 2-årige renter ventes stort set at følge profilen for de 10-årige renter.

De danske obligationsrenter vil som normalt udvikle sig parallelt med de tyske og ventes at falde en smule i de kommende tre måneder. Det 10-årige rentespænd er indsnævret til lige under 10 bp og ventes at være uændret fremover. Det officielle ledende rentespænd mellem Danmark og euroområdet ligger fortsat rekordlavt på 5 bp, og ventes uændret det kommende år.

REALKREDITOBLIGATIONER

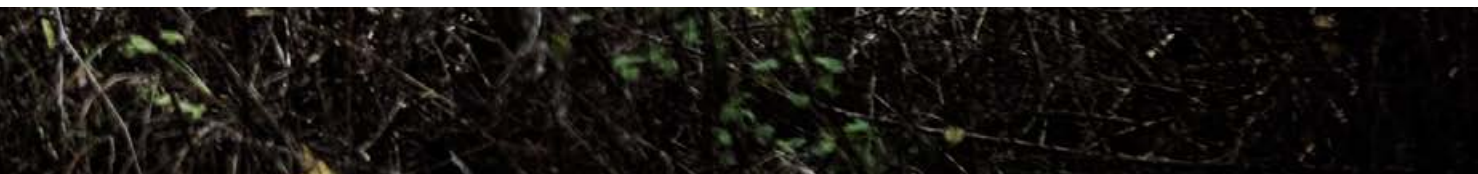
Dansk realkredit får støtte fra Europa-parlamentet. I rapporten fremhæves det ifølge Re-

alkreditrådet, at et kommende direktiv bør justeres efter tre væsentlige hensyn, nemlig 1) likvide papirer som f.eks. realkreditobligationer skal behandles på samme vilkår som statsobligationer, 2) direktivet skal rumme plads til nationale hensyn og endeligt 3) at de kommende regler af konkurrencehensyn bør ikke være strengere for EU end resten af verden.

Selv om der fortsat er nogen tid at løbe på frem til opsigelsesfristen 31. oktober 2010 er der allerede godt gang i indfrielseerne specielt for de 30-årige 5%-er. Der er endnu ikke udsigt til, at indfrielseerne i de 30-årige 7%-er stopper på trods af mange lån allerede er indfriet, hvilket skyldes, at 4'41 er et attraktivt konverteringsalternativ.

FORDELING I PORTEFØLJERNE FASTHOLDSES

Vi vælger at fastholde nuværende fordeling i porteføljerne (se s. 52) på forventning om fortsat lave renter de kommende seks måneder. Vi anbefaler et miks af 30-årige 4% og 5% realkreditobligationer, 3 og 5-årige Flex-obligationer samt CF'er 2018 (obligationer med variabel kuponrente og renteloft på 5%). Fordelingen er afhængig af investors risikovillighed og tidshorisont. Samtidig anbefaler vi en neutral varighed (rentefølsomhed).





Tysk militærrapport advarer om Peak Oil

De olieimporterende lande bliver tvunget til at lade hensyn til de olieproducerende lande dominere udenrigspolitikken. De frie markeder kan bryde helt eller delvist sammen, og selve demokratiet kan blive sat ud af spil af ekstremistiske kræfter og social uro.

Verden er i dag afhængig af olie i ekstrem grad. Og efterspørgselen vil stige voldsomt de kommende år – udelukkende drevet af væksten fra lande uden for OECD (OECD-efterspørgselen ventes at falde). Prognoser fra IEA, olieindustriens tænketank, peger på, at det globale energibehov vil stige med knap 50 pct. frem mod 2030.

De fleste eksperter peger på, at vi har passeret, er meget tæt på eller allerede befinder os i Peak Oil – det tidspunkt, hvor den globale olieproduktion topper. I dag er den globale olieefterspørgsel omkring 86-87 mio. tønder olie. Ifølge IEA's officielle prognose vil tallet i 2030 være omkring 105. Hvis vi allerede befinder os i Peak Oil, så vil det altså ikke kunne lade sig gøre at nå det mål. I den forbindelse er det værd at nævne, at den britiske avis *The Observer* i august citerede en anonym kilde i IEA for følgende:

”Mange inden for organisationen tror, at fastholdelse af olieforsyninger på blot 90-95 mio. tønder dagligt vil være umuligt, men der er frygt for, at panik ville sprede sig på de finansielle markeder, hvis tallene blev justeret yderligere ned.”

IEA har afvist rygterne om intern uenighed og fastholder prognosen. Men mange uafhængige olieeksperter, herunder forfatteren til rapporten *Peak of the Oil Age*, fysikprofessor Kjell Aleklett på Uppsala Universitet, mener, at olieproduktionen i 2030 snarere vil være 75 mio. tønder dagligt end de 105, som IEA gætter på.

Konsensus i videnskabelige kredse peger i retning af, at

2010 faktisk er Peak Oil, eller at vi allerede har passeret det. Men hvad vil det betyde, at olieproduktionen gradvist begynder at falde, udover at olieprisen vil stige?

Det er der selvfølgelig en del bud på. Men det vakte særlig opsigt, da en rapport fra en tysk militær tænketank, *Der Bundeswehr Transformation Center*, utilsigtet blev lækket til internettet i september. Ifølge den tyske rapport, så er der en vis sandsynlighed for, at Peak Oil finder sted omkring 2010, og at effekten på sikkerheden mærkes 15-30 år senere. Det tyske tidsskrift, *Der Spiegel*, var det første medie, der fik fat i rapporten. Her er hovedkonklusionerne, sammenfattet af den tyske olieekspert Steffen Bukold:

• Olie vil fastlægge magten

I rapporten påpeges det, at olie bliver en afgørende faktor i det nye landskab af internationale relationer: ”Den relative betydning af olieproducerende nationer i det internationale system er voksende. Disse nationer bruger deres fordele heraf ved at ekspandere rækkevidden af deres inden- og udenrigspolitik og etablerer sig selv som nye eller genopståede regionale, eller i nogle tilfælde endda globale førende magter.”

• Stigende betydning af olieeksportører

For importører af olie vil mere konkurrence om ressourcerne betyde en stigning i antallet af nationer, som kæmper for at vinde olieproducerende nationers gunst. For

Den amerikanske Hirsch-rapport fra 2005 arbejder med tre scenarier, hvor man antager, at man globalt går i gang med massive regeringsstøttede omkostningstunge programmer, som sigter mod energieffektivisering, udvikling af alternative energikilder, oprettelsen af ny energiinfrastruktur m.v. - hhv. 20, 10 og nul år før Peak Oil.

- Går man i gang 20 år før, har man formentlig muligheden for at undgå, at verden kommer til at opleve mangel på flydende brændstoffer.
- Går man i gang 10 år før Peak Oil med at iværksætte omfattende programmer til energitransition, så hjælper det betragteligt, men man undgår ikke, at verden vil mangle flydende brændstoffer i omkring et årti efter Peak Oil.
- Er man ikke gået i gang med tiltag, før Peak Oil indtræffer, vil man få en verden med et betydeligt underskud af likvide brændstoffer i mere end to årtier. Det vil føre til dramatisk højere oliepriser og langvarig økonomisk modgang i hele verden. Det bliver meget slemt i udviklede lande, men endnu værre i udviklingsøkonomierne. Ifølge de fleste eksperter er vi i Peak Oil i disse år.

sidstnævnte åbner dette et "window of opportunity", som kan bruges til at implementere politiske, økonomiske eller ideologiske mål. Idet dette vindue kun vil være åbent i en begrænset periode "kan det resultere i en mere aggressiv hævde af nationale interesser for de olieproducerende nationers vedkommende."

• Politik erstatter markedet

I rapporten udtrykkes forventning om, at en udbudskrise vil skubbe liberaliseringen af energimarkedet tilbage. "Andelen af olie handlet på det globale, frit tilgængelige oliemarked vil falde, idet mere olie vil blive handlet via bi-nationale kontrakter." På langt sigt vil det globale oliemarked kun være i stand til at følge det frie markeds love i begrænset omfang. "Bilaterale, betingede forsyningsaftaler og privilegerede partnerskaber, såsom dem set forud for oliekriserne i 70'erne, vil igen komme i fokus."

• Svigtende markeder

Rapporten tegner et trøstesløst billede af konsekvenserne fra oliemangel. Idet transporten af varer afhænger af råolie, så vil international handel kunne blive genstand for enorme skattestigninger. "Mangel på udbudet af vitale goder kunne stige" som et resultat heraf, eksempelvis fødevarer. Olie bruges direkte eller indirekte i produktionen af 95 pct. af alle industrielle goder. Prischok vil derfor kunne forekomme i næsten enhver industri og gennem alle niveauer i den industrielle forsyningskæde. "På mellemlangt sigt vil det globale økonomiske system og enhver markedsorienteret økonomi kollapse."

• Planøkonomi erstatter markedsøkonomi

Siden praktisk talt alle økonomiske sektorer i høj grad afhænger af olie, så kan Peak Oil føre til et "delvist eller fuldstændigt sammenbrud af markederne", skriver forfatterne. "Et tænkeligt alternativ kunne være statslig rationering og fordeling af vigtige varer eller fastlæggning af produktionskemaer og andre kortsigtede påtvungne tiltag til erstatning af markedsbaserede mekanismer i krisetider."

• Global kæderaktion

"En restrukturering af olieforsyninger vil ikke være lige muligt i alle regioner, før Peak Oil sætter ind", hedder det i rapporten. "Det er sandsynligt, at et stort antal stater ikke vil være i en position, der gør, at de kan foretage de nødvendige investeringer i tide" eller "i tilstrækkeligt omfang." Hvis der var økonomiske sammenbrud i nogle af verdens regioner, ville Tyskland kunne blive ramt, fordi landet er så tæt integreret i den globale økonomi.

• Krise for den politiske legitimitet

Rapporten giver også anledning til frygt for selve demokratiets beståen. Dele af befolkningen kunne opfatte den omvæltning, som Peak Oil medfører, som en "generel systemkrise". Dette ville skabe "rum for ideologiske og ekstremistiske alternativer til eksisterende former for regering." Fragmentation af den påvirkede befolkning er sandsynlig og kan "i ekstreme tilfælde føre til åben konflikt."

RAPPORTEN VÆKKER OPSIGT

Rapporten er skræmmende og har vakt stor opsig. Især har spekulationerne omkring fremtidige landomrelationer været i fokus. F.eks. påpeger forfatterne i rapporten at stater, som er afhængige af olieimport vil blive tvunget til at "være mere pragmatiske over for olieproducerende stater i deres udenrigspolitik." Politiske prioriteter vil nødvendigvis i nogen grad være underlagt et overordnet mål om at sikre energiforsyningen. Eksempelvis ville Tyskland være tvunget til at være mere fleksible over for udenrigspolitiske mål fra eksempelvis Rusland og de arabiske olieproducerende lande, med risiko for at skade relationerne til hhv. Polen og andre østeuropæiske lande samt Israel.

TYSKE BEKYMNINGER STÅR IKKE ALENE

Men det er bestemt ikke kun i Tyskland, at regering og militær er bekymret over den fremtidige energiforsyning. Henover sommeren har der gået rygter i England om, at regeringen også her er langt mere bekymret, end man officielt giver udtryk for. *The Observer* har således fået adgang til dokumenter, der viser, at en "Peak Oil workshop" bestående af bl.a. *The Department of Energy and Climate Change (DECC)*, *Bank of England* og *The Ministry of Defense* blev afholdt for over et år siden. Et ministerielt notat i den forbindelse advarede om, at regeringens officielle udmeldinger i relation til Peak Oil "are not quite right. They need to take account of climate change and put more emphasis on reducing demand and also the fact that Peak Oil may increase the volatility in the market."

Også USA har lavet undersøgelser af scenarier omkring Peak Oil, og det er helt tilbage i 2005 i *Hirsch*-rapporten, udarbejdet for det amerikanske energiministerium.

Rapporten fremhæver, at tidligere overgangsperioder til nye energikilder – fra træ til kul, fra kul til olie – har været gradvise, evolutionære og langvarige. Men er man ikke forberedt på Peak Oil, bliver der tale om en pludselig og revolutionær overgang.

Rapporten peger på det problematiske i, at væksten i olieefterspørgselen vil komme næsten udelukkende fra transportsektoren, dvs. det vil rette sig mod flydende brændstof. Den økonomiske og fysiske levetid af transportudstyr omfatter adskillige år, og motorkøretøjer, fly, tog og skibe har reelt ikke noget alternativ til flydende brændstof – og det umuliggør en hurtig udskiftning af transportmidler.



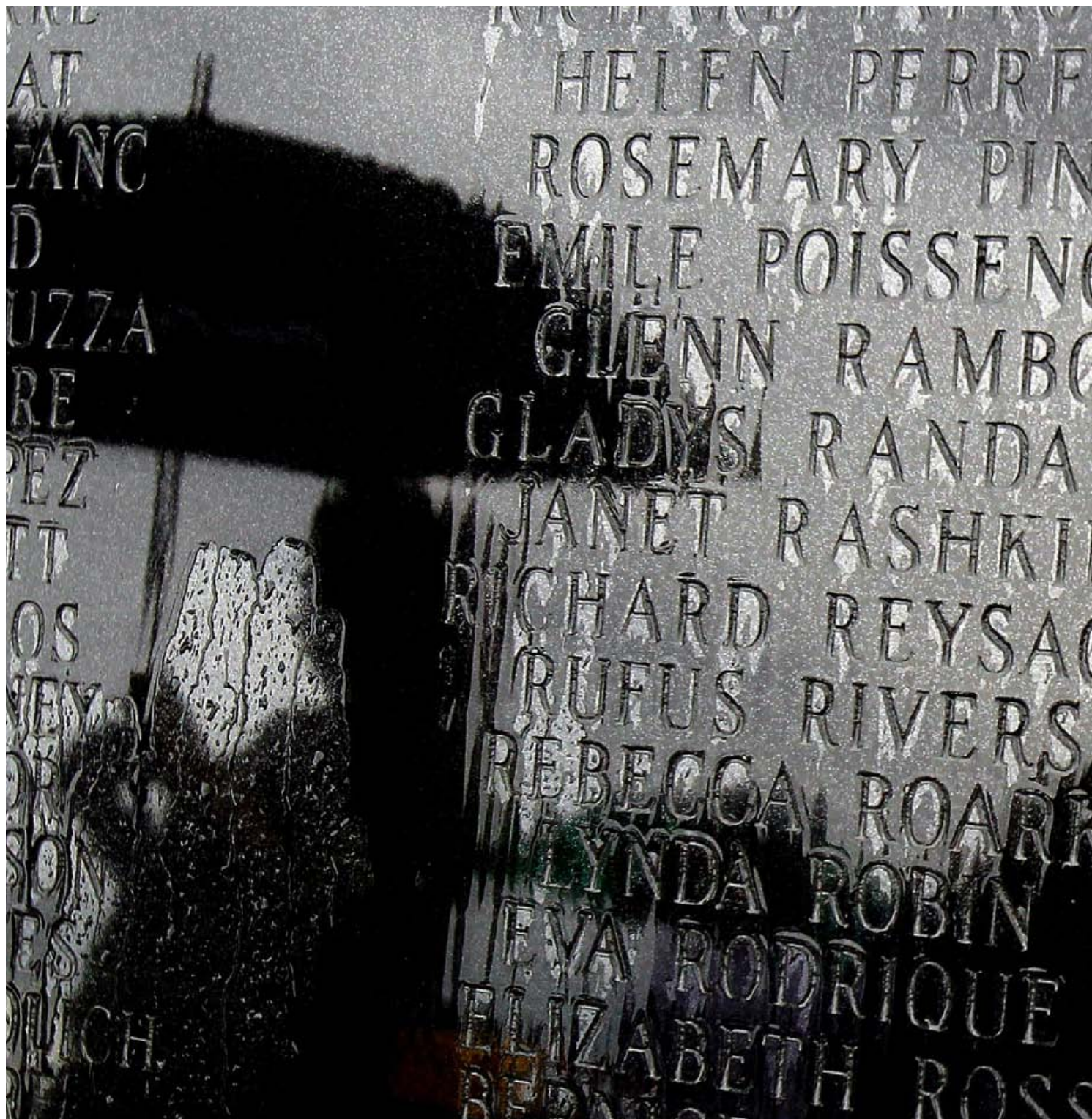
En dreng går i dækning
for en bølge forårsaget
af, at Hurricane Earl
nærmer sig i Fajardo,
Puerto Rico, mandag
30. august, 2010. Earl
hærgede øer i det nord-
østlige Caribien med
masser af regn og en
vindstyrke, der rykkede
hustage af.



Ekstremt vejr og global opvarmning – hænger det sammen?

*En enlig svale gør ingen sommer. Og en enlig sommer gør ingen klimaforandring.
Men det ekstreme vejr i år passer som fod i hose med klimamodellerne.*

Besøgende forsøger at holde sig tørre, mens regnen falder på et monument med navnene på ofre fra Hurricane Katrina, som levede i St. Bernard Parish. Anledningen er en mindegudstjeneste fem år efter stormen i Shell Beach, La. Søndag, 29. august 2010. (AP Photo/Patrick Semansky)



BANKSY

Banksy er en berømt pseudo-anonym-kunstner fra Storbritannien, hvis identitet stadig er ukendt. Man mener, at han er født i 1974 i Yate tæt på Bristol. Hans værker er oftest politisk-satiriske, og de budskaber, som går igen, er primært samfundskritiske.



Det har vejrmæssigt været et absurd år. Vinter-OL i Vancouver var ved at smelte væk; voldsomme regnskyl, oversvømmelser, enorme hurricanes, tørkeperioder og skovbrande har hærget rundt omkring i verden, som også var kendetegnet af den varmeste registrerede januar-juni periode nogensinde ifølge NASA. Og ekstremt vejr var i øvrigt også tilfældet de tre foregående år.

Det er naturligvis ikke det endelige bevis for, at den globale opvarmning finder sted. Men det er ikke desto mindre en udvikling, der passer som fod i hose med klimatologernes forudsigelser og modelberegninger, som netop peger på, at global opvarmning vil føre til mere ekstremt vejr – og det gælder for øvrigt både kulde og varme, så en særligt kold vinter er ikke det bevis mod global opvarmning, som klimaskeptikerne ellers gerne vil have det til at være.

2010 har også udover det ekstreme vejr på flere interessante rapporter om klimaforandringer, som alle entydigt konkluderer, at global opvarmning er en kendsgerning.

En kom fra de amerikanske myndigheder, State Department, og det var den femte *US Climate Action Report*, som sendes videre til FN. I rapporten hedder det: "Global opvarmning er utvetydig og primært menneskeskabt ... Globale temperaturer har været stigende over de seneste 50 år. Denne observerede stigning skyldes primært menneskelige emissioner af varmeopfangende gasser".

Rapporten er imidlertid ikke dokumentation af videnskabelige undersøgelser i samme omfang som IPCC-rapporterne, men er snarere en konkret handlingsplan, som spænder over uddannelse, politik og tiltag, forskning, finansielle ressourcer og teknologioverførsel.

En mere interessant rapport set fra et videnskabeligt perspektiv kom fra amerikanske National Oceanic and Atmospheric Administration i form af *State of the Climate in 2009*. I modsætning til en del andre klimarapporter skilte denne sig nemlig ud ved at være baseret på observerede data, ikke computerberegninger.

Over 300 videnskabsfolk fra 38 lande havde analyseret data for 37 klimaindikatorer, men koncentreret sig om 10, der var særligt afslørende:

- Luftfugtighed
- Lufttemperatur tæt ved jordens overflade (troposfæren)
- Temperatur over oceanerne
- Havets overfladetemperatur
- Havenes vandstands niveau
- Oceanernes varmeindhold
- Temperaturen over land
- Havis
- Snedække
- Gletsjere

De syv første forventes at stige i en verden med global opvarmning – og det gør de – mens de sidste tre vil falde – hvilket observationerne også viser de gør.

Rapporten konkluderer derfor helt entydigt, at global opvarmning finder sted. Jordens gennemsnitstemperatur er siden slutningen af 70'erne steget med 0,15-0,20 °C pr. årti. 1980'erne var det varmeste registrerede årti på det tidspunkt, men det blev overgået af 90'erne, hvor hvert eneste år var varmere end 80'ers gennemsnittet. Og 90'erne blev overgået af 00'erne – også her var hvert eneste år varmere end det foregående årtis gennemsnit.

Men også NASA har været på banen. James Hansen og hans kolleger fra NASA Goddard Institute konkluderer bl.a., at "der har ikke været nogen reduktion i den globale opvarmningstrend med 0.15-0.20 °C/årti, som begyndte i de sene 1970'ere."

Om det ekstreme vejr siger de i rapporten *Global Surface Temperature Change*: "Det vi kan sige er, at global opvarmning har en effekt på sandsynligheden og intensiteten af ekstreme begivenheder. Dette er sandt for nedbør såvel som temperatur, fordi mængden af vanddamp, som luften kan indeholde er en stærk funktion af temperaturen. Så frekvensen af ekstremt tung regn og oversvømmelser stiger i takt med at global opvarmning stiger. Men på tider og steder med tørke kan global opvarmning også øge ekstremiteten af temperatur og tilknyttede begivenheder såsom skovbrande."

Skyde al skylden for det ekstreme vejr på global opvarmning kan man dog ikke. Vejret er en kompliceret størrelse, og med få års mellemrum er der også effekter, som El Niño og La Niña, der bringer henholdsvis varmt og koldt vand i enorme mængder ind i Stillehavet langs Ækvator. I år har El Niño bidraget til varmen, men slet ikke i samme grad som i rekordåret 1998. Nu synes La Niña at have taget over, og det vil altså isoleret set dæmpe temperaturen.

Men uanset de sæsonmæssige svingninger, så er de videnskabelige dokumentationer overvældende - udviklingen i verdens temperatur følger den udvikling, som FN's klimapanel, IPCC, har skitseret i de omfattende rapporter, faktisk er den faktiske udvikling i overkant af, hvad IPCC har forudset.

Alt tyder derfor på, at global menneskeskabt opvarmning er i fuld gang – og da omstillingen til nye energikilder er umådeligt træg og over 90 pct. af temperaturstigningen er koncentreret i havet, som kun langsomt køles af igen – så vil den være hos os i lang tid endnu. Siden fiaskoen i København er emnet imidlertid nærmest forsvundet fra den politiske dagsorden, fra medierne og fra listen over de emner, der optager folk (vælgerne). Måske kan mere ekstremt vejr sætte gang i processen igen. Men foreløbig ser det ud til at blive en vindstille affære på COP 16 i Mexico.

Det evindelige problem Fast eller Flex?

Ingenting er så skidt, at det ikke er godt for noget. Nedturen efter finanskrisen har skabt historisk lave renter, som man naturligvis skal forsøge at udnytte bedst muligt på sit realkreditlån. Men valget mellem fast og flex er ikke let.

Optimering af privatøkonomien handler bestemt ikke kun om at styre sin portefølje af aktiver. Det handler i høj grad også om at styre passiverne, hvor hovedposten for de fleste mennesker er realkreditlånet i boligen.

Lige nu er renterne historisk lave. Det gælder både for FlexLån® F1 og FlexLån® F5, hvor renten er henholdsvis 1,2 pct. og 2,1 pct. Også på 30-årige fastforrentede lån (pt. 4 % 2041) er renten lige nu tæt på et historisk lavpunkt. Med afdrag er kursen tæt på 99 og uden afdrag i underkanten af 98, hvilket giver en aktuel rente på omkring 4,2 pct. Det renteniveau har vi kun set én gang tidligere de seneste 25 år, nemlig i midten af 2005, hvor renten bundede på et niveau svarende til det nuværende.

HVOR SKAL RENTERNE HEN?

Et oplagt spørgsmål er naturligvis, hvad renten så skal herfra. Selv om der tales om risikoen for deflation, så anses det dog af de færreste for at være et scenario, der udspiller sig i praksis. Men flere år med lavvækst i de udviklede lande med betydelig ledighed og overkapacitet i økonomien er til gengæld et fremtidsbillede, som de fleste økonomiske eksperter kan tilslutte sig. Altså nogle år med vækst i økonomierne i OECD, lavere end normalt, men dog tilstrækkeligt til at renterne vil være svagt stigende.

Stærkt stigende inflation – og dermed langt højere renter – er derimod ikke særlig realistisk til trods for, at ECB og Federal Reserve lige nu fører en usædvanlig lavrentepolitik. Men man skal selvfølgelig aldrig sige aldrig. Meget tyder på, at verden i de kommende år vil opleve stærkt stigende priser på fødevarer, energi og råvarer – ressourcer, der som følge af den voldsomme vækst i udviklingsøkonomierne vil blive stadig mere efterspurgt og dermed dyrere, fordi mulighederne for en tilsvarende vækst i udbudet er stærkt begrænset. Men det vil dog med al sandsynlighed næppe blive i et omfang, som skaber en inflationsspiral, så vi får en situation, der minder om starten af 80'erne, hvor inflationen var over 12 pct. og renterne tilsvarende høje. Den økonomiske politik i de udviklede lande blev netop i 80'erne styret ind på en anden kurs, som netop sikrer mod at holde inflationen i ave, og det har smittet af på løndannelsen, der i dag er langt mere kontrolleret og tilbageholdende.

Men ingen ved med sikkerhed, hvordan renteutviklingen vil arte sig, og det er selvfølgelig deri dilemmaet ligger. For heller ingen kan med sikkerhed forudsige den økonomiske og finansielle udvikling. Ingen havde i 2000 under IT-boblens kollaps forudset, at man otte år senere ville ende i en global finanskrisen uden historisk sidestykke. Så ingen ved i realiteten, hvad der venter forude. Og derfor er det også svært at sige hvad der er normalt.

Fordi økonomisk politik har ændret sig så markant i de seneste 30 år, nytter det ikke noget at lede efter normalniveauet for renterne ved at se på lange historiske tidsserier. Man må holde sig til relativt kort historik, og det indebærer selvfølgelig en betydelig risiko for at tage fejl. Men lad os gøre det alligevel for at have et forsvarligt udgangspunkt.

HISTORISK UDSVINGSINTERVAL FOR FAST OG FLEX

Udviklingen siden 2001 tyder på, at realrenten ligger på 1,5 pct. for et 1-årigt lån og på 3,5 pct. for et 30-årigt fastforrentet lån. Hvis det antages, at inflationen fremover ligger i niveauet 2 pct. må den samlede rente på langt sigt derfor forventes at ligge i niveauet 3,5 pct. for 1-årige FlexLån® og 5,5 pct. for 30-årige fastforrentede lån. Ud fra de historiske udsving må renten for de to lån normalt forventes at bevæge sig mellem hhv. 1 pct. til 6 pct. for FlexLån® F1 og 4 pct. til 7 pct. for det fastforrentede lån.

På langt sigt må man altså umiddelbart forvente at spare 2 pct. om året i rente ved FlexLån® F1 i forhold til et 30-årigt fastforrentet lån. Men lige nu har man en særlig god mulighed for en billig rente på det 30-årige lån, idet renten kan låses fast på omkring 4,2 pct. – et niveau, der kun ligger 0,7 pct.-point før skat over det "normale" langsigtede gennemsnit for FlexLån® F1.

HVIS NU RENTEN STIGER...

En periode med stigende renter vil isoleret set ofte medføre et fald i formuen, både ved at boliger og obligationer falder i værdi. Med et variabelt forrentet lån vil man derfor blive ramt dobbelt, idet en rentestigning både medfører en højere ydelse på lånet og en lavere formue.

... ELLER BLIVER, HVOR DEN ER

Fortsætter den nuværende situation med historisk lave renter i en lang periode fremover, vil det efter alt at dømme være et udtryk for, at den nuværende krise fortsætter, og dette kan medføre prisfald specielt for aktier, mens obligationer vil give et stabilt afkast. I denne situation vil FlexLån® F1 være meget billigt, og reelt sænke risikoen, specielt hvis man har mange aktier i sin økonomi.

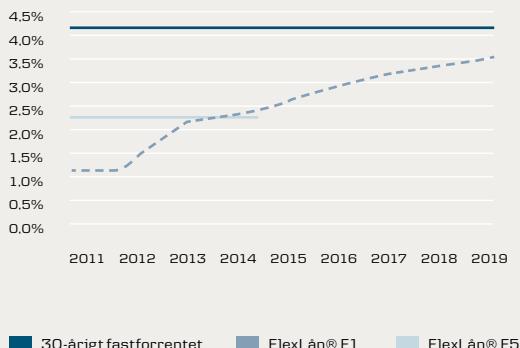
Det er derfor ikke blot oplagt for låntagere med fastforrentede lån med højere kuponrenter at konvertere ned til 4-2041 – det er også interessant for låntagere, som i dag ligger i FlexLån® F1, idet de herved kan sikre sig en risikoreduktion til en forholdsvis lav rente. For låntagere med længere FlexLån er situationen mindre oplagt, da de sandsynligvis har oplevet et rentefald siden optagelsen, som betyder at kursen er steget til over 100, og derfor er dyrere at indfri.



Omvendt kan det også være fristende at blive i FlexLån® F1, som jo allerede i december 2009 fik fastsat en lav rente – og for nye låntagere er den aktuelle rente altså endnu lavere. Renten på 1-årige FlexLån® ligger i øjeblikket nemlig med 1,2 pct. et godt stykke under det langsigtede forventede niveau på 3,5 pct. og dermed også noget under de 4,2 pct. på det fastforrentede.

Men det tilbagevendende spørgsmål er naturligvis, hvordan renten vil udvikle sig. I figuren vises, hvordan markedet forventer, at den 1-årige rente udvikler sig de kommende 10 år. Dette sammenlignes med den aktuelle rente på det 30-årige fastforrentede lån og FlexLån® F5, som det ser ud 30. juni 2010.

MARKEDETS FORVENTNINGER TIL DEN FREMTIDIGE 1-ÅRIGE RENTE, SAMT DEN AKTUELLE 5-ÅRIGE OG 30-ÅRIGE RENTE.



Note: For FlexLån® F1 viser figuren den 1-årige såkaldte "forward"-rente, som beregnes ud fra obligationer med forskellige løbetider samt den aktuelle 5-årige og 30-årige rente.

Som man kan se, forventer markedet, at den 1-årige rente vil nærme sig 3,5 pct. i løbet af 7-8 år, men at der forventes en væsentlig rentebesparelse i forhold til det fastforrentede lån ved det 1-årige lån i de kommende år. Om 5 år forventer markedet f.eks. en rente i niveauet 3,2 pct. for det 1-årige lån.

Ønsker man at begrænse risikoen i sin økonomi, kan et alternativ være FlexLån® F5 (aktuelt 2,1 pct.) og dermed låse renten i længere tid. Man skal dog huske, at FlexLån er inkonverterbare, og jo længere løbetiden er, desto kraftigere kan kursen og dermed restgælden stige ved førtidsindfrielse, hvis renten falder yderligere. Derfor skal man være varsom med at optage f.eks. F3 og F5 lån, såfremt man overvejer at flytte inden for de nærmeste år.

3 ELLER 3,5 PCT. OBLIGATIONER MED 30 ÅRS LØBETID

Vær opmærksom på, at yderligere rentefald kan betyde, at 30-årige 3 pct.-lån bliver interessante. Der tales også om muligheden for at introducere et 30-årigt lån med en kuponrente på 3,5 pct. Åbning af disse serier vil dog kræve, at vi får et yderligere rentefald, som bringer 4-2041 over kurs 100, både med og uden afdrag.

I tabellen vises, hvor meget FlexLån® F1 og et 4 % fastforrentet lån forventes at koste de næste 5 år. Beregningerne er lavet, som om man allerede har FlexLån® F1, som enten fastholdes eller konverteres til et 4 % fastforrentet lån.

GENNEMSNITLIGE MÅNEDLIGE LÅNEOMKOSTNINGER EFTER SKAT FOR ET LÅN PÅ 1 MIO. KR. (EKSKL. AFDRAG)

	Frem til 1/1 2015
FlexLån® F1	1.426 kr.
4% 2041, afdragsfri	2.681 kr.

Der er taget udgangspunkt i et eksisterende FlexLån® F1 på 1 mio. kr., som enten beholdes eller konverteres til et fastforrentet lån. Skatteværdien er fradraget er sat til 33,5 pct.

Som det ses, er FlexLån® klart billigere end det fastforrentede lån, men det hænger sammen med, at vi ikke har medtaget muligheden for en konverteringsgevinst ved det fastforrentede lån.

Hvis det fastforrentede lån skal være billigere end de to nævnte FlexLån®, kræver det en rentestigning, således at kursen på den bagvedliggende obligation 4 % 2041 falder. Det giver mulighed for at indfri lånet til en lavere kurs og derigennem nedbringe restgælden. En sådan kursgevinst vil være skattefri. I tabellen vises, hvad kursen på den fastforrentede 4 pct. obligation skal falde til, for at denne samlet set er lige så billig som FlexLån® F1 på henholdsvis 3, 5 og 7 års sigt, hvis markedets forventninger til den 1-årige rente viser sig at holde stik.

DET SKAL KURSEN PÅ 4% '41 (AFDRAGSFRI FALDE TIL, FOR AT LÅNET ER LIGE SÅ BILLIGT SOM FLEXLÅN® F1

	Akt. kurs	Kurs 1.1.13	Kurs 1.1.15	Kurs 1.1.17
4 % 2041, afdragsfri vs. FlexLån® F1*	97,8	90,4	87,8	86,1

Det nødvendige kursfald frem til 1.1.15 svarer til at markedsrenten for 30-årige fastforrentede realkreditlån stiger til over 6 pct.

Private Equity kan slå aktiemarkedet – og samtidig mindske risikoen på din portefølje

Private Equity (PE) er en aktivklasse, som består af aktieandele i unoterede virksomheder. En PE-fond oprettes typisk af et PE-firma, som lægger ud med at indhente tilsagn om kapital og en længere bindingsperiode fra store institutionelle investorer, selskaber, banker osv. Derefter kan PE-firmaet begynde at købe kontrollerende indflydelse i virksomheder, som PE-firmaet anser for undervurderet i forhold til potentialet.

De fleste selskaber er unoterede, men er der tale om børsnoterede selskaber, afnoteres de efter opkøbet. Herved undgår man det, som McKinsey har kaldt "the treadmill of quarterly earnings" – man undgår en ledelsesstil og strategi, som, af hensyn til aktionærerne og den store fokus på kvartalsregnskaberne, ofte bliver for kortsigtet.

PRIVATE EQUITY KRÆVER TÅLMODIGHED

Et langsigtet perspektiv er nemlig essentielt i PE-investeringer. Det handler om at opkøbe virksomheder, effektivisere og udvikle dem over nogle år og så sælge dem videre med fortjeneste til investorerne – og til gavn for de ansatte, som derefter befinder sig i en langt bedre fungerende virksomhed med forbedrede fremtidsmuligheder.

Siden foråret 2008 har Danske Banks privatkunder for relativt små midler (min. EUR 10.000) kunnet investere i PE via Partners Group Global Value (PGGV) – en aktivklasse,

der ellers typisk har været uden for rækkevidde for andre end institutionelle investorer, fonde, selskaber, banker og investeringsforeninger eller private investorer med meget store midler, typisk min. EUR 5 mio. Den normale bindingsperiode i en PE-fond er 7-10 år, men det produkt, som Danske Bank tilbyder, giver mulighed for løbende at købe og sælge andele.

Partners Group har eksisteret siden 1996 og er i dag en af verdens førende forvaltere af PE med mandater fra over 400 institutionelle kunder globalt, som har forpligtet sig til investeringsprogrammerne for 20,1 mia. EUR. Selskabet med over 400 ansatte fordelt på 40 nationaliteter har hovedsæde i Schweiz, og er repræsenteret med kontorer andre steder i Europa samt Australien, USA og Asien – forhold, som sikrer indsigt i lokale markedsforhold og dermed et godt udgangspunkt for at identificere investeringsmuligheder.

KUN DEN BEDSTE FJERDEDEL ER BEDRE END AKTIEMARKEDET

Analysen fra bl.a. McKinsey Global Institute viser, at ¼ af PE-virksomhederne ikke klarer sig bedre end aktiemarkedet i det lange løb. Men den bedste fjerdedel formår at slå de relevante benchmarks på aktiemarkedet markant, og de gør det på konsistent vis – oven i købet til en lavere risiko end tilsvarende investeringer på aktiemarkedet.

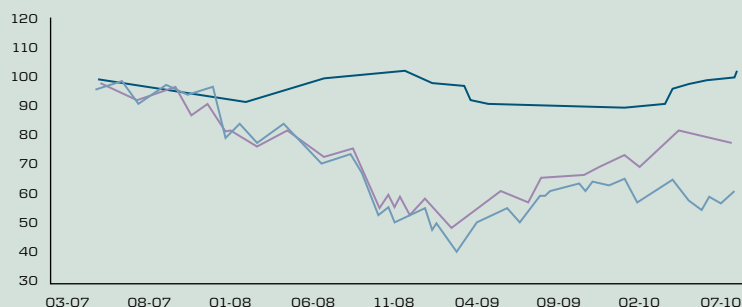
Dette er i skarp kontrast til porteføljemanagers på aktiemarkedet, hvor de bedste managers typisk ikke er de samme år efter år – en afspejling af, at der er en betydelig portion held med i aktiemarkedet. Således kan særdeles kraftige kursstigninger i nogle få aktier i en portefølje ændre billedet drastisk.

Sådan er det ikke i PE-markedet. Dermed ikke sagt, at held ikke også kan forekomme her i form af eksterne omstændigheder eller uforudsete salgssucceser, men McKinsey's analyse og andre akademiske undersøgelser peger på, at det, som holder de bedste PE-firmaer i toppen i årevis, er en særdeles aktiv, tæt styring og udvikling af de virksomheder, som de har investeret i.

Ser man tilbage på PE's performance, så er der tale om høje afkast også i de perioder, hvor aktiemarkedet har det svært. Faktisk bliver de højeste afkast i en fond grundlagt med billige opkøb i perioder med lavkonjunktur.

Karakteristisk for PE er også, at aktivklassens værdiudvikling som helhed har en forholdsvis lav korrelation med aktiemarkedet. Da afkastet samtidig kan være højere og risikoen kan være lavere, er der således god grund til at overveje at inkludere PE som en del af den samlede aktivportefølje. Kontakt din investeringsrådgiver for at høre mere om investering i PE og risikoen herved – og om det passer til din investeringsprofil.

PG GLOBAL VALUE SICAV – UDVIKLINGEN I NET ASSET VALUE (NAV), DVS. INDRE VÆRDI, PR. 31. JULI 2010



PG Global Value SICAV (R)
MSCI World Index TR (in EUR)
DOW JONES EURO STOXX 50 Index

PERFORMANCE DATA

Juli 2010	+3.7%
År til dato 2010	+15.1%
År 2009	7.6%
År 2008	+7.6%
Siden opstart	+4.1%

- Stærk relativ performance: Fonden har slået MSCI World TR med 26% siden starten.
- Praktisk talt ingen J-kurve: Eliminering af den typiske J-kurve effekt via brugen af sekundære og direkte investeringer.



Tilman Trommsdorf
Head of Portfolio & Risk Management

Hvad er egentlig Private Equity, hvad er risikoen, og hvad kan man forvente i afkast?

HVAD ER PRIVATE EQUITY?

Private Equity er en fællesbetegnelse for professionelt forvaltede investeringer i unoterede selskaber i form af aktier og gældsinstrumenter. Private Equity dækker over forskellige former for kapitalindskud i de pågældende virksomheder, som Private Equity-fonden investerer i, og disse kan i kort form beskrives således:

• Venturekapital

Typisk anvendes denne kapitalform til nystartede eller unge vækstselskaber, som har et godt forretningskoncept, men ikke har udsigt til foreløbig at tjene penge. Sådanne selskaber har måske behov for adskillige finansieringsrunder, før de kan sælges eller børsnoteres.

• Buyouts

Buyouts anvendes normalt om investeringer, der foretages med henblik på at opnå indflydelse, oftest en kontrollerende aktiepost i etablerede selskaber, som tjener penge. Der er i Buyouts oftest tale om, at den ledende Private Equity-forvalter – General Partner – skaffer kapital fra investorer som pensionskasser, forsikringsselskaber, banker, rige privatpersoner, Sovereign Wealth Funds og andre Private Equity-fonde og derudover også låner et stort beløb i bankerne. Der er således ofte tale om en gearing, og i de tilfælde kaldes Buyouts for Leveraged Buyouts (LBO).

• Særlige situationer

Dækker over en bred vifte af investeringer, som ikke falder ind under Venturekapital eller Buyouts, og som handler om investeringer i aktiekapital eller gældsbeviser i finansielt pressede virksomheder, eller "turn-around"-situationer, hvor virksomhederne får tilført den nødvendige kapital for at rette kursen op. Mezzanin-kapital kan f.eks. anvendes i en sådan situation. Mezzanin-kapital er et lån, som ligger nederst i prioriteringsrækkefølgen i en virksomheds låneportefølje – og derfor har en høj rente – men foran aktionærerne. Mezzanin-kapital bruges ofte af mindre virksomheder, der er for små til at kunne udnytte High Yield-markedet for virksomhedsobligationer, men som har brug for flere penge, end de kan låne i banken.

INVESTERINGSTYPERNE I PARTNERS GROUP

PGGV opererer med tre hovedtyper af investeringer:

• Primære investeringer

Dette er investeringer i nystiftede Private Equity-fonde, hvor den enkelte fonds forvalter (General Partner) stadig er i gang med fundraising – altså at indhente tilsagn fra investorer om, at de vil forpligte sig for et givent beløb i en bestemt årrække til Private Equity-investeringer i virksomheder, som endnu ikke er identificerede. Primære fonde har normalt en kontraktmæssig levetid på 10-15 år, og midlerne investeres typisk over en periode på 4-6 år. Ofte er investorerne ikke investeret fuldt ud

• Sekundære investeringer

Dette er andele i eksisterende Private Equity-fonde, som kan erhverves på det såkaldt sekundære marked. Dette marked vokser i krisetider, hvor et stigende antal investorer, der har forpligtet sig i Private Equity-projekter, får pengeproblemer, og derfor ønsker at sælge deres andel. Det kan de så gøre på det sekundære marked, men det sker til en pris, som er væsentligt lavere end den egentlige værdi.

• Direkte investeringer

Dette er som navnet antyder direkte investeringer i udvalgte selskaber, som PGGV selv finder frem til.

• J-kurve effekten

Hvis man laver en graf over, hvordan en Private Equity-investering har klaret sig over årene med værdien af fonden på y-aksen og tiden på x-aksen, så vil man typisk se en J-kurve. Det hænger sammen med, at investorerne betaler forvalterne gebyrer og startomkostninger uden, at det giver sig udslag i en højere værdi af de underliggende selskaber. Derfor vil en Private Equity-fond typisk vise et negativt afkast i de første år, mens de værdiskabende gevinster først skabes på længere sigt. J-kurve effekten er størst ved primære investeringer, da der her går 2-4 år, før fonden har investeret alle de midler, som investorerne har givet tilsagn. J-kurve effekten kan reduceres kraftigt ved brug af sekundære investeringer, dvs. køb af andele i Private Equity-fonde, der allerede er fuldt investerede samt direkte investeringer, da pengene her i sagens natur bliver investeret med det samme og der spares normalt gebyrer.

PRIVATE EQUITY-MEGA DEALS ER SJÆLDNE

Private Equity har eksisteret i mange år, men blev særlig kendt i den brede offentlighed fra især 2004 og frem til 2007, hvor den globale højkonjunktur og den lette adgang til likviditet fra både villige investorer og billige lån hos bankerne banede vejen for enorme, i vidt omfang lånefinansierede, Buyouts af store virksomheder og efterfølgende afnotering på børserne. Men sådanne handler er langt fra typiske for Private Equity-industrien. Typisk investerer Private Equity-fonde i små og mellemstore virksomheder, der oftest ikke er børsnoterede.

PARTNERS GROUP GLOBAL VALUE OG SKAT

Aktier i fonden beskattes efter lagerprincippet. Lagerprincippet betyder, at investor skal beskattes af en gevinst, selvom den ikke er realiseret. Tilsvarende er der fradrag for tab, selvom tabet ikke er realiseret.

Urealiseret gevinst og tab opgøres årligt ud fra kursen på aktierne ved udgangen af selskabets regnskabsår den 30. september og medregnes i investors indkomstopgørelse den sidste dag i fondens regnskabsår.

For personer beskattes gevinst og tab på aktierne som kapitalindkomst med 33-49,5 pct. Aktierne kan erhverves for midler i virksomhedsordningen. For selskaber indgår gevinst og tab på aktierne ved opgørelsen af selskabsindkomsten.

Aktierne kan erhverves for pensionsmidler i pengeinstitutter. Der må maksimalt investeres for 20 pct. af pensionsopsparingen i aktierne. Pensionsinvestorer beskattes med 15 pct. PAL-skat efter lagerprincippet.

FORTSAT FRA SIDE 47 ➔

PGGV INVESTERER I ANDRE FONDE

Partners Group Global Value (PGGV) er ikke en typisk PE-fond. PGGV laver en del direkte investeringer i virksomheder på egen hånd, men det meste af tiden foregår den største del af investeringerne i andre PE-fonde. Dette sikrer en meget stor diversifikation, men et afgørende kriterium for succes er, at man er dygtig til at vælge de rigtige fonde, da der er meget stor spredning i de afkast, som de mange PE-fonde over hele kloden kaster af sig. PGGV har adgang til over 200 PE-fonde rundt om på kloden.

På sigt har PGGV et mål om en strategisk allokering, som er 60 pct. i nye fonde (primære investeringer); 10 pct. i eksisterende fonde (sekundære investeringer); 20 pct. i direkte investeringer og 10 pct. i børsnoterede PE-fonde. Men på kortere sigt er der tale om meget store udsving i disse fordelinger, da konjunkturcyklen spiller en meget stor rolle for, hvad der betaler sig bedst.

Eksempelvis har de sekundære investeringer spillet en stor rolle de sidste to år for PGGV, idet krisen tvang mange til at sælge deres andele af risiko- og likviditetshensyn. Og netop på det sekundære marked har PGGV i kraft af sit meget store globale netværk formået at etablere sig som en slags "market maker" og skabt muligheder i branchen for at sælge PE-andele videre – en forretning, som PGGV har tjent stort på til gavn for selskabets egne investorer.

I og med at finanskrisen blev afværget og det økonomiske opsving er sat ind, vil det være markant mindre rolle for PGGV i de nærmeste år. Derimod fylder direkte investeringer meget i 2010, mens de primære investeringer i de nærmeste år igen vil blive hovedmålet (se figur).

FREMTIDEN FOR PGGV

Siden stiftelsen i 1996 har Partners Group klaret sig godt og formået at slå aktiemarkedet ganske markant. Det samme gælder fonden PGGV, som Danske Bank-investorer altså kan træde ind i. Men historik er jo som bekendt ikke nogen garanti for fremtidige afkast. INVESTERING besøgte for nylig hovedkvarteret i Zug i Schweiz og benyttede lejligheden til at tale med Tilman Trommsdorff, Head of Portfolio & Risk Management om hvad nye investorer kan forvente sig af PGGV i fremtiden.

Private Equity er jo normalt ikke inden for private investors rækkevidde og kan virke komplekst og uigennemskueligt. Kan du fortælle noget om, hvordan I arbejder?

En af vores styrker er, at vi har et meget stort netværk over hele kloden, som gør, at vi har stor føling med hvor der er potentielle investeringsmuligheder. Vi samarbejder med over 200 af de bedste PE-fonde over hele verden, og med over 5.000 virksomheder i vores databaser med detaljerede oplysninger, har

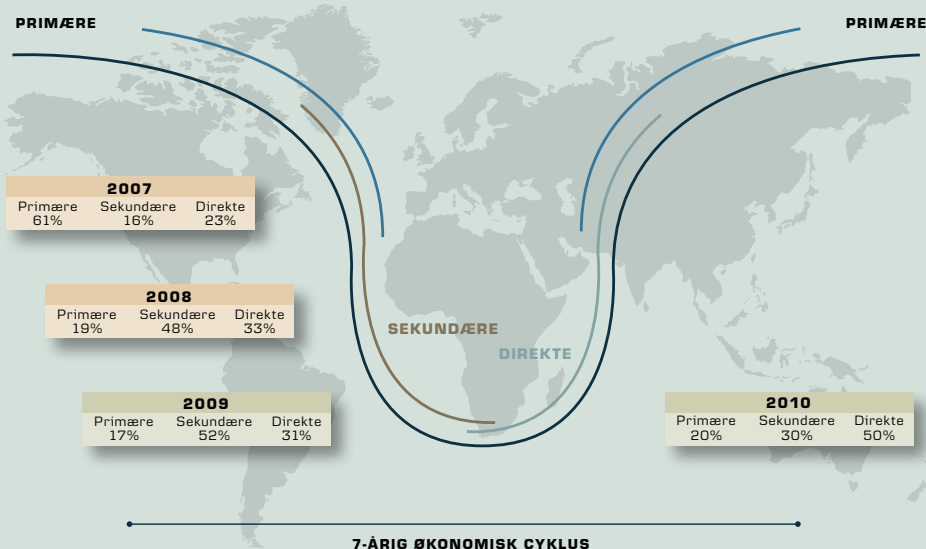
vi særdeles gode muligheder for dels at finde nye potentielle investeringsmuligheder, men også at overvåge de selskaber, som vi er investeret i via andre fonde. Vi følger en overordnet "relative value"-strategi, som løbende tilpasser fordeling af investeringerne til de selskaber, regioner og finansieringsstadier, vi tror, giver det bedste afkast på det pågældende tidspunkt.

Hvilket afkast har I formået at give jeres investorer siden 1996?

Vi har formået at slå Thomson Reuters benchmark for branchens gennemsnit med fire procentpoint årligt. Ser vi på det i forhold til aktiemarkedet, svarer det nogenlunde til at slå aktiemarkedet med samme procent.

Normalt er et højere afkast jo forbundet med en højere risiko...

Det er typisk ikke tilfældet i PE. Ser vi f.eks. på udviklingen fra marts 2007-august 2010 så har vi haft en standardafvigelse (risiko) på 6,9 pct., mens den er omkring 20 pct. for Verdensindekset, S&P 500 og Euro Stoxx 50. Det er samtidig vigtigt at understrege, at PGGV er stort set ukorreleret med aktiemarkedet, hvilket betyder at investor reducerer sin porteføljerisiko markant ved at inkludere investeringer i vores produkt.



Den portefølje, som kunder i Danske Bank har mulighed for at træde ind i, består af mere end 600 selskaber. Hvornår sælges selskaberne – hvornår får investor sine penge tilbage?

Når vi ser på blandingen af investeringer – primære, sekundære og direkte investeringer – og antager historiske beholdningsperioder, så vil omsætningshastigheden af porteføljen være omkring 0,2-0,25 årligt – svarende til fuld omsætning inden for 4-5 år. Dette refererer imidlertid til et gennemsnit og en fuld realisering kan tage over 10 år, idet nogle selskaber måske skal gennemgå en forlænget periode med værdiskabelse eller restrukturerer. I modsætning til traditionelle Limited Partnership-strukturer, så er PGGV en fond, som reinvesterer midlerne fra realisationer og således får investorerne deres penge tilbage, når de sælger deres aktier i fonden frem for i forbindelse med hvert eneste selskabssalg i porteføljen. Idet PGGV tilbyder månedlig likviditet har investorerne fornuftige muligheder for at sælge deres investering.

Hvornår startede den aktuelle portefølje – og hvornår lukker den?

PGGV blev lanceret i februar 2007, og vi har ikke intentioner om at lukke fonden foreløbig. Tværtimod har vi ambitioner om, at fonden skal vokse yderligere. Det er en

”open-ended” fond og derfor er der ikke defineret nogen slutdato.

Selv når en PE-fond har indhentet tilsagn om tilstrækkelige midler fra investorer, så er det jo ikke ensbetydende med, at man på én gang går ud og bruger alle pengene på selskabsopkøb – det er jo i sagens natur en løbende proces, og det betyder, at investorer måske ikke får det afkast, de forventede, fordi deres penge ikke er fuldt investerede hele tiden. Hvordan styrer I det?

Investment level steering udføres som en løbende integreret del af portefølje- og risikostyring. Nu, efter en 3 årig opbygningsfase af fonden, så kan en kunde, der investerer i fonden forvente næsten fuld eksponering til PE-investeringer. Ved årets udgang bør investeringsniveauet nå 90 pct. og forblive mellem 80 og 100 pct. derefter.

Fonden er altså ved at være fuldt investeret, og det betyder vel også, at det er et godt tidspunkt at gå ind i fonden på, fordi J-kurven er stejl herefter?

Præcis. J-kurve effekten beskriver jo det faktum, at for en PE-fond er der ingen eller kun få aktiver, som kan stige i værdi tidligt og tilstrækkeligt til at overstige gebyrerne – i øvrigt har du samtidig næsten heller ikke nogen investeringstab, selv om markedet falder. Men når først porteføljen er fuldt inve-

steret, så vil investor nyde godt af den frem-skredne proces, og hvis du kan træde ind på det tidspunkt, så går du ind i den stjele del af J-kurven. Idet PGGV reinvesterer pengene fra salg af selskaber hele tiden, så vil stejle- den af J-kurven måske være en anelse mindre end i en traditionel PE-portefølje, men samtidig flader den heller ikke ud over tid, fordi der hele tiden er nye investeringer, som typisk skaber værdi i porteføljen. Så man kan sige, at prisen for opbygningen er betalt og den løbende høst/reinvestering er påbegyndt, når man går ind i den stejle del af J-kurven som nu.

Hvordan er mulighederne for at få indflydelse på primære og sekundære investeringer – I sidder jo kun selv ved roret i jeres direkte investeringer?

Vores due diligence bestræbelser går selvfølgelig på, at minimere håb og maksimere overbevisning. Men da markederne jo ikke er statiske og bevæger sig hele tiden, så er en tæt overvågning af de foretagne investeringer af vital betydning. Det er derfor PG har opbygget solide processer og systemer, som tillader os at udføre overvågning på den mest professionelle vis. Lige så snart en kritisk udvikling af en investering opdages, så har vi adskillige muligheder – lige fra et hurtigt sekundært salg til aktivt at overtage ledelsen af en fond og derefter nøje gennemgå og evaluere dens investeringer.

	PG GL VALUE SICAV	S&P 500 TOTAL RETURN	EURO STOXX 50 TOTAL RETURN	MSCI WORLD (LOCAL)
Standardafv. (annualiseret)	6.9%	20.0%	22.1%	19.3%
Afkast (annualiseret)	2.9%	-6.0%	-8.8%	-6.9%
Korrelation til PG GL Value SICAV		-0.10	-0.03	-0.05

Note: PG GL Value SICAV er den fond, som Danske Bank-kunder kan investere i. Korrelation kan svinge fra -1 til +1. Tabellen viser, at fondens afkast hidtil har været uafhængigt af afkastet på aktiemarkederne. Der er her tale om netttotal for investorer i EUR aktieklassen for institutionelle investorer. Baseret på månedlige afkasttal fra marts 2007 til august 2010.

Standardafv. (annualiseret)	8.5%	17.9%
Afkast (annualiseret)	6.8%	-1.4%
Korrelation til PG		0.29

Note: Tabellen er baseret på alle Partners Group private investeringer, ekskl. ejendomme og viser en svagt positiv korrelation med det amerikanske aktiemarked. Tallene for PG er fratrasket underliggende gebyrer, men ikke PG's gebyrer. Der er tale om performance i lokale valutaer. Baseret på kvartalsmæssige opgørelser af afkast on quarterly return figures (modificeret Dietz-metode for Partners Group) fra 1. kv. 2000 til 2. kv. 2010.



Iværksætterskatten. Har vi fået en ny skat?

I forbindelse med skattereformen blev reglerne for selskabers beskatning af aktier ændret væsentligt. Således beskattes selskaber i dag af alt afkast på aktier, når ejerandelen er mindre end 10 pct. Denne beskatning er af dagspressen blevet døbt ”iværksætterskatten”, da den bl.a. rammer investorer i vækstvirksomheder.

Lad os indledningsvist slå fast – Der findes ingen iværksætterskat !

SELSKABERS BESKATNING AF AKTIER OG UDBYTTER

Selskaber er med skattereformen blevet skattepligtige af gevinst på aktier, når ejerandelen er mindre end 10 pct. Tilsvarende er der fuld beskatning af udbytter fra sådanne aktier. Beskatningen af avancer og udbytter er 25 pct. Er ejerandelen derimod mindst 10 pct., er såvel avancer som udbytter skattefrie. Den ”almindelige” iværksætter vil som oftest eje mere end 10 pct. af selskabet og kan derfor modtage udbytter og sælge aktier skattefrit, såfremt ejerskabet sker igennem et holdingselskab. Udbytter som modtages personligt og salg af aktier i holdingselskabet udløser dog stadig skat efter de almindelige regler for personer.

SKATTEN PÅ KAPITALINDKOMST NEDSÆTTES

Bemærk at den højeste skattesats for kapitalindkomst er nedsat med virkning allerede fra 1. januar 2010. Nedsættelsen gælder, hvis du betaler topskat og har en positiv kapitalindkomst udover 40.000 kr. (80.000 kr. for ægtefæller).

Nedsættelsen sker i topskatten men får kun virkning for kapitalindkomsten og ikke for topskatten af personlig indkomst. Skattesatsen nedsættes desuden gradvist til og med 2014, hvor kapitalindkomst maksimalt beskattes med 42 procent.

Har du positiv kapitalindkomst på op til 40.000 kr. (80.000 kr. for ægtefæller) beskattes din kapitalindkomst maksimalt med ca. 37,5 procent, uanset om du betaler topskat af din personlige indkomst.

Højeste skattesats for kapitalindkomst.

Indkomståret	Er den højeste skattesats ekskl. kirkeskat
2010	49,5 %
2011	47,5 %
2012	45,5 %
2013	43,5 %
2014 og senere	42,0 %

Skattemæssigt bliver det derfor med tiden mere og mere interessant at modtage kapitalindkomst.

I kapitalindkomst indgår blandt andet renteindtægter og renteudgifter, kursgevinster og -tab på obligationer, udloddende obligationsbaserede investeringsforeninger og akkumulerende investeringsforeninger. Tab på udloddende obligationsbaserede investeringsforeninger, der investerer i danske obligationer kan først fra trækkes fra og med indkomståret 2011.

INVESTERING I NYE VÆKSTVIRKSOMHEDER OG SKAT

Ved investering i vækstvirksomheder er der typisk tale om langsigtede investeringer, hvor det løbende afkast undervejs er minimalt. En evt. gevinst opstår, når aktierne afhændes eller børsnoteres.

Investorer i vækstvirksomheder – Business Angels – foretager ofte deres investeringer via et holdingselskab og med mange mindre ejerandele i forskellige selskaber for at sprede deres risiko mest muligt. Tidligere var en gevinst skattefri for holdingselskabet, når aktierne på salgstidspunktet havde været ejet i mindst 3 år. Efter skattereformen er denne gevinst nu skattepligtig. Det er altså udsigten til at betale selskabsskat på 25 pct. af aktieavanceer på selv mindre ejerandele, der er blevet "døbt" iværksætterskatten.

VÆRNSREGLER MOD OMGÅELSE AF BESKATNINGEN

Reglerne om beskatning af selskabers aktieavancer på mindre ejerandele kunne forholdsvis nemt omgås, hvis der ikke fandtes værnsregler. Det er derfor ikke muligt for f.eks. to selskabsinvestorer - hver med en ejerandel på 5 pct. i et vækstelskab - at samle deres ejerandel i et fællesejet selskab, for at undgå beskatning af afkastet på aktierne i vækstelskabet.

DANMARK SOM IVÆRKSÆTTERLAND

I Danmark findes der flere skatteordninger, der sikrer den "almindelige" iværksætter gunstige skattemæssige vilkår, når der skal startes ny virksomhed op. Det er således muligt allerede inden opstart at få fradrag for en del af omkostningerne efter reglerne i etab-

lerings- eller iværksætterkontoordningen. Denne iværksættertype rammes som tidligere nævnt ikke af den såkaldte "iværksætterskat". Derudover er det muligt at få eksterne investorer til at tilvejebringe risikovillig kapital. Sådanne investorer kan derimod blive ramt af den såkaldte "iværksætterskat", hvis ejerandelen er under 10 pct.

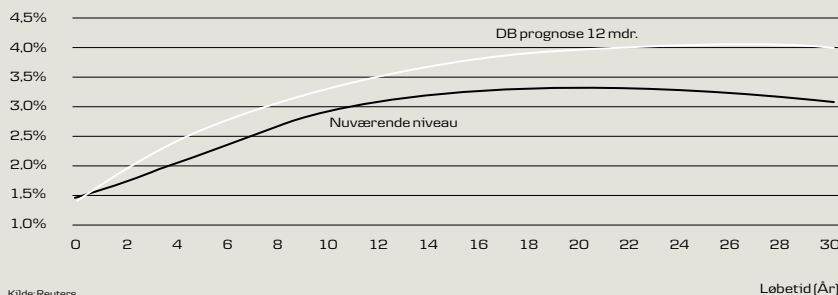
OPSTART AF VÆKSTVIRKSOMHED VED BRUG AF HOLDINGSKAB

Drives en vækstvirksomhed i selskabsform, er det fortsat en god ide at have et holdingselskab. Det er blot vigtigt, at holdingselskabet ejer mindst 10 pct. af aktierne af vækstelskabet, og at flertallet af aktionærerne i holdingselskabet er personlige investorer. På denne måde er afkastet på aktierne i vækstelskabet fortsat skattefrit for holdingselskabet.

Renteprogno - realkredit

	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
3 mdr. Euribor	0.88	0.90	0.90	1.10
6 mdr. Cibur	1.49	1.45	1.45	1.75
F1	1.04	1.15	1.25	1.75
F3	1.73	1.70	1.90	2.40
F5	2.27	2.40	2.50	3.00
F10	3.19	3.50	3.60	4.00
RD 4.0 A 10/01/2041	4.25	4.40	4.45	4.70
RD 5.0 A 10/01/2041	4.79	4.85	4.90	5.00

Prognose for rentekurven



Kilde: Reuters

Renteprogno - statsobligationer

DKK	Repo-renten	3 mdr. Cibur	2-årig stat	5-årig stat	10-årig stat
Spot	1.05	1.14	0.89	1.69	2.45
+ 3m	1.05	1.05	0.85	1.60	2.40
+6m	1.05	1.10	0.95	1.75	2.50
+12m	1.05	1.25	1.45	2.30	3.00
EUR	Refi-renten	3 mdr. Euribor	2-årig stat	5-årig stat	10-årig stat
Spot	1.00	0.88	0.72	1.34	2.37
+ 3m	1.00	0.80	0.65	1.30	2.30
+6m	1.00	0.85	0.75	1.45	2.45
+12m	1.00	1.00	1.25	2.00	2.90
USD	Fed Funds	3 mdr. Libor	2-årig stat	5-årig stat	10-årig stat
Spot	0.13	0.38	0.52	1.47	2.45
+ 3m	0.13	0.35	0.50	1.30	2.40
+6m	0.13	0.35	0.60	1.45	2.50
+12m	0.75	0.40	0.90	1.90	3.00

Valutaprogno

	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
USD/DKK	566.7	582	564	548
EUR/DKK	744.7	745	745	745
JPY/DKK	6.60	6.83	6.42	5.82
GBP/DKK	889.9	876	866	909
CHF/DKK	557.7	582	564	548
SEK/DKK	80.6	81.9	83.7	81.9
NOK/DKK	93.6	95.5	96.1	96.1
EUR/USD	131.4	128	132	136
USD/JPY	85.8	85	88	94
USD/GBP	157.0	151	153	166

Notationen er som følger:

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

Råvareprognose

	Spot	2010 kv. 3	2010 kv. 4	2010 - gns.	2011 - gns.
Olie - NYMEX WTI (USD/tønde)	75	74	82	79	88
Olie - ICE Brent (USD/tønde)	79	75	82	79	87
Aluminium (USD/t)	2.166	2.000	2.100	2.107	2.225
Kobber (USD/t)	7.700	7.000	7.500	7.211	8.425
Zink (USD/t)	2.148	1.900	2.000	2.069	2.175
Nikkel (1000 USD/t)	23	21	22	21	23
Stål (USD/t)	490	460	475	473	523
Guld (USD/oz)	1.281	1.250	1.200	1.189	1.075
Matif Mill Hvede (EUR/t)	229	190	175	155	158
CBOT hvede (USD/bushel)	737	681	642	583	601
CBOT Majs (USD/bushel)	511	400	420	397	463
CBOT Soyabønner (USD/bushel)	1.055	1.000	1.010	978	1.035

Obligationsoversigt

Vi viser her bankens to overordnede modelporteføljer: **Comfort** og **Vigilance**. Begge porteføljer skal ses som alternativer til Danske Invests afdelinger med danske obligationer, men har visse grundlæggende forskelle.

Comfort - henvender sig til kunder, der ønsker at foretage investeringer ud fra en overordnet strategisk tilgang uden hyppige ændringer baseret på taktiske overvejelser i relation til den løbende økonomiske udvikling. Der investeres i mindre komplekse danske obligationer, og derfor ikke kræver samme intense opfølgning som under Vigilance porteføljerne.

Tidshorisont 1-3 år

Andel	Fondskode	Papir
20	DK0009272957	5.00 RD 5.0 Aio 04/01/2038
50	DK0009281438	2.00 RD 2.0 01/01/2012
30	DK0009282832	2.00 RD 2.0 04/01/2015

Tidshorisont 3-7 år

Andel	Fondskode	Papir
40	DK0009283723	4.00 RD 4.0 Aio 10/01/2041
20	DK0009272957	5.00 RD 5.0 Aio 04/01/2038
40	DK0009282832	2.00 RD 2.0 04/01/2015

Tidshorisont fra 7 år

Andel	Fondskode	Papir
80	DK0009283723	4.00 RD 4.0 Aio 10/01/2041
20	DK0009282832	2.00 RD 2.0 04/01/2015

Vigilance - henvender sig til kunder, der er indstillet på hyppigere porteføljændringer og samtaler med rådgiveren. Der investeres i danske obligationer, der kan være mere komplekse og derfor kræver en hyppigere opfølgning end under Comfort porteføljerne. Der vil i højere grad blive fokuseret på obligationer med specielle porteføljeegenskaber. Varighedsrammerne vil i højere grad give mulighed for at udnytte forventninger til rentebevægelser.

Tidshorisont 1-3 år

Andel	Fondskode	Papir
10	DK0009283723	4.00 RD 4.0 Aio 10/01/2041
50	DK0009269227	5.00 RD 5.0 A 10/01/2035
10	DK0009761058	1.73 NYK FRNC 5 01/01/2016
30	DK0009282832	2.00 RD 2.0 04/01/2015

Tidshorisont 3-7 år

Andel	Fondskode	Papir
50	DK0009283723	4.00 RD 4.0 Aio 10/01/2041
20	DK0009272957	5.00 RD 5.0 Aio 04/01/2038
10	DK0009771016	1.68 NYK FRNC 5 01/01/2018
20	DK0009282832	2.00 RD 2.0 04/01/2015

Porteføljerne ændres løbende og kan principielt være ændret umiddelbart efter redaktionens deadline. Porteføljerne skal kun ses som udgangspunkt for en snak med rådgiveren.

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



VERDENSØKONOMIEN

Kort fortalt

USA: En kraftigere afmatning, men vi undgår recessionen

Efter en solid udvikling i begyndelsen af året faldt væksten tilbage under trend i 2. kvartal, og indikatorerne for både industri, privatforbrug og boligmarkedet har været overraskende svage hen over sommeren. Det er helt normalt, at væksten topper i den tidlige del af et opsving. Her er de positive virkninger af lagertilpasningen og finans- og pengepolitiske stimuli størst.

Opbremsningen har dog været noget kraftigere, end vi havde forventet. Væksten skal nu drives af den underliggende efterspørgsel, og da jobskabelsen endnu ikke er stærk nok til at sikre et selvkværende opsving, er udsigterne for andet halvår 2010 blevet mørkere. Det betyder også, at centralbanken har sat en stopper for normaliseringen af pengepolitikken, og der er ikke udsigt til renteforhøjelser før 1 halvår 2012. Det kan heller ikke udelukkes, at yderligere opkøb af statsobligationer vil komme på banen.

Sandsynligheden for en egentlig recession er dog begrænset. Der skal formentlig et nyt negativt stød til, for at skubbe økonomien ud over kanten. Vi ser lysere tider i starten af 2011, hvor vi forventer, at den nødvendige omstilling over mod mere efterspørgselsdrevet vækst vil få fat. Godt hjulpet på vej af lave renter, bedre kreditvilkår, øget jobskabelse og opsparet efterspørgsel.

Euroland: Risikoen for en økonomisk nedtur er steget

Euroområdet havde stærk vækst i 2. kvartal, men der er tegn på, at afmatningen i USA og Asien nu begynder at smitte af på euroområdet. Vi forventer en afmatning med vækst lige over trend i de kommende kvartaler.

Den indenlandske efterspørgsel er begyndt at vinde styrke, hvilket gør den økonomiske bedring mindre afhængig af effekten fra eksportmarkederne. Skal bedringen holde, kræver det dog faldende ledighed og

en stigning i privatforbruget. Ledigheden har ligget stabilt på 10,0 % siden marts. Vi forventer, at den snart begynder at falde, om end langsomt. Det vil dog afhænge meget af udviklingen i arbejdskraftintensive sektorer som fx byggeriet.

Gældskrisen i Sydeuropa er ikke overstået endnu. Lavere vækst og højere rentespænd er en farlig cocktail. Målene kan stadig nås, men det kræver, at landene er åbne for reformer. Vores største bekymring er, om befolkningernes støtte til reformerne aftager. ECB tager en pause med exit-planerne. Risikoen for en økonomisk nedtur er steget, og den pengepolitiske analyse, som viser faldende lánestrømme i de seneste måneder, understøtter ikke en strammere pengepolitik. Vi forventer den første renteforhøjelse i 4. kvartal 2011.

Asien: Det ligner en blød landing

Væksten i Asien er på det seneste gået noget ned i gear. Det skyldes ikke mindst, at Kina i starten af 2. kvartal 2010 gennemførte en række stramminger rettet mod specielt boligmarkedet for at undgå en overophedning af økonomien. Opstrammingerne har betydet, at væksten i Kinas import er reduceret kraftigt, og det har smittet negativt af på den øvrige del af Asien.

Det ser ud til, at strammingerne i Kina har virket efter hensigten. Inflationspresset er nu aftagende, og vi forventer nu, at inflationen i Kina herfra vil være svagt faldende året ud. Den kinesiske ledelse er derfor nok ganske tilfredse med, hvor den kinesiske økonomi i øjeblikket befinder sig, og vi forventer ikke yderligere stramminger i Kina på denne side af 2010. Derfor kommer kinesisk økonomi igen op i et lidt højere væksttempo i de kommende måneder. Skulle væksten i Kina blive svagere end forventet, har Kina mulighed for at lempe både pengepolitikken og finanspolitikken, men lige i øjeblikket ser det ikke ud til at blive nød-

vendigt. Tværtimod tror vi på, at det igen bliver nødvendigt at træde lidt på bremsen til næste år for at undgå, at økonomien ikke overopheder.

Det forholdsvis positive billede kendetegner også de øvrige store asiatiske økonomier bortset fra Japan. I Indien er inflationen nu faldende, og væksten er igen på vej op oven på et forholdsvis svagt første halvår. Også Indonesien kører ufortrødent videre. Den eksportafhængige japanske økonomi er dog bremsset mærkbart op, og en stærk yen har tvunget Japan til at intervenere på valutamarkedet for første gang siden 2004.

Øst- og Centraleuropa: Vendingen fortsætter

Den økonomiske vending i Central- og Østeuropa (CEE-landene) er generelt fortsat de seneste par måneder. Det er først og fremmest et industriopsving, der har drevet genopretningen, men en kraftig stigning i eksporten har også bidraget.

Vi venter positiv vækst i CEE-økonomierne (bortset fra Letland og Ungarn) i 2010. Der er imidlertid en klar risiko for, at opsvinget taber fart i 2. halvår som følge af forværringen af den globale økonomiske situation. Desuden er den private efterspørgsel fortsat afdæmpet pga. høj – og nogle steder endda stigende – ledighed, og behovet for at holde igen med de offentlige udgifter betyder, at privatforbruget ikke retter sig i år.

Inflationspresset i CEE-regionen er beskedent i øjeblikket som følge af den lave efterspørgsel. Det gælder dog ikke i Ungarn, hvor en svag valuta øger inflationspresset. Desuden kan der ventes en acceleration i inflationen i Rusland som følge af store stigninger i fødevarerpriserne.

Vi har hidtil ventet, at de pengepolitiske lempelser ville ophøre i 1. halvår 2010, men forværringen af den globale økonomi betyder sandsynligvis, at opstramningen af pengepolitikken udskydes, og vi udelukker ikke muligheden for fortsatte lempelser i visse lande.

Goldman Sachs og Danske Bank vurderer, at nedenstående selskaber aktuelt er de mest attraktive i de respektive sektorer og regioner.

	Forbrugsgoder		
	Autoliv	(Norden)	
	Inditex	(Europa)	
	Volkswagen	(Europa)	
	Nike Inc.	(USA)	
	Hasbro	(USA)	
	Amazon	(USA)	
	Honda Motor	(Asien)	
	China DongXiang	(Asien)	
	Finans		
	ING Groep	(Europa)	
	China Construction Bank	(Asien)	
	Materialer		
	Syngenta	(Europa)	
	Mitsui Chemicals	(Asien)	
	Monsanto	(Asien)	
	Forsyning		
	Fortum	(Norden)	
	China Resources Power	(Asien)	
	China Gas Holdings	(Asien)	
	Sundhed		
	Gefinge	(Norden)	
	William Demant	(Norden)	
	Meda	(Norden)	
	Energi		
	Acergy	(Norden)	
	Statoil	(Norden)	
	Technip	(Europa)	
	Royal Dutch Shell	(Europa)	
	Petrobras	(USA)	
	Industri		
	DSV	(Norden)	
	ABB	(Norden)	
	Metso	(Norden)	
	Safran	(Europa)	
	Informationsteknologi		
	Accenture	(USA)	
	Lenovo Group	(Asien)	
	Telecommunication services		
	KPN	(Europa)	
	Telenor	(Norden)	
	Forbrugsvarer		
	Danisco	(Norden)	
	Carlsberg	(Norden)	
	Swedish Match	(Norden)	
	PepsiCo	(USA)	
	Mead Johnson	(USA)	
	Japan Tobacco	(Asien)	

Bemærk

Disse aktier blev vurderet som interessante pr. 28. sep. 2010. Vær opmærksom på, at Goldman Sachs' og Danske Banks holdninger kan være ændret efter denne dato.

Det er i den forbindelse vigtigt at understrege, at Goldman Sachs og Danske Markets Equities er to uafhængige instanser - og dermed kan deres aktuelle anbefalede sektorallokeringer være vidt forskellige. Den viste sektorallokering til venstre afspejler den aktuelle sektoranbefaling, defineret af Morten Kongshaug, aktiestrateg hos Danske Markets Equities.

Aktierne øverst på siden er de aktier, der af Goldman Sachs og Group Wealth Management i Danske Bank vurderes at være de mest attraktive i øjeblikket. Aktierne er således IKKE udvalgt efter den aktuelle anbefalede sektorallokering i Goldman Sachs eller Danske Markets Equities (Danske Banks aktieanalyse).

Danske Markets Equities' forslag til sektorallokering

	Vægt i benchmark	Anbef. vægt i porteføljen	
Forbrugsgoder	8,40%	-	
Forbrugsvarer	12,30%	+	
Energi	8,90%	N	
Finans	23,60%	+	
Sundhed	10,50%	++	
Industri	11,60%	-	
Informationsteknologi	3,10%	--	
Telecom. services	6,70%	++	
Materialer	9,60%	--	
Forsyning	5,50%	N	

Forklaring

DJ Euro Stoxx 600 er det benchmark, som den aktuelle sektorallokering sættes i forhold til. De forskellige vægte for sektorerne angiver om den anbefalede vægtning afviger fra benchmarket.

N Neutral - dvs. samme vægt i porteføljen som i benchmark

+ Overvægt med 10 pct. af sektorens vægt i benchmark

++ Overvægt med 20 pct. af sektorens vægt i benchmark

- Undervægt med 10 pct. af sektorens vægt i benchmark

-- Undervægt med 20 pct. af sektorens vægt i benchmark

Sektor/Selskab

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. Kurser er opgjort pr. 23. september 2010.

**POST****PP**

DANMARK



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

Danske Bank har udarbejdet dette materiale til orientering. Du opfordres til at drøfte eventuelle dispositioner på baggrund af materialet med din investeringsrådgiver. Materialet er ikke en investeringsanalyse i henhold til § 2, nr. 11 i bekendtgørelse om de organisatoriske krav til og betingelserne for drift af virksomhed som værdipapirhandler. Materialet er ikke omfattet af bekendtgørelsens forbud i § 18, stk. 2 mod at handle inden udbredelsen af materialet. Danske Bank A/S, dens datterselskaber og medarbejdere kan udføre forretninger eller handle med finansielle instrumenter eller valutaer, som er nævnt i materialet, ligesom banken kan udføre tjenesteydelser for udstedere af nævnte instrumenter eller valutaer. Danske Bank har indført egne regler om forbud mod at handle eller tilskynde andre til handel med værdipapirer på baggrund af intern viden eller viden om ikke-offentliggjort markedsføringsmateriale. Danske Bank A/S har ophavsretten til materialet, som er til din personlige brug og ikke til offentliggørelse nogetsteds.