



Danske Bank

INVESTERING

OKTOBER 2011

Dette kan
være bunden
06

Vi lever i
Antropocæn
24

Globalisering
presser Vesten
30

*Euro*krisen var forudsigelig

INVESTERING

04 FINANS & ØKONOMI

Lav vækst og høj ledighed fremover

06 AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV

Aktiestrategi: Dette kan være bunden

07 AKTIVALLOKERING

Chefstrateg: Spredning af porteføljen er afgørende

08 INVESTERINGSTEMAER - OVERSIGT

10 FINANS & ØKONOMI

Stigende råvarepriser og inflation

11 AKTIVALLOKERING

Hvordan skal langsigtede investorer fastsætte den optimale portefølje?

14 FINANS & ØKONOMI

Eurokrisen var forudsigelig

18 GLOBALT PERSPEKTIV

Vækstens forbandelse
Fortællingen om samfundet skal ændres

22 EMERGING MARKETS

Afrika - den næste store vækstregion

24 VIDENSKAB & TEKNOLOGI

Vi lever i Antropocæn
Planetare grænser for menneskelige aktiviteter

28 GLOBALT PERSPEKTIV

Ambitiøse planer

30 FINANS & ØKONOMI

Globalisering presser Vesten

32 GLOBALT PERSPEKTIV

Vi bliver for mange

34 AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV

Teknologien vokser ind i skyerne

35 RENTER & OBLIGATIONER

Renten forbliver lav i lang tid

36 SKAT

Skatteæssig optimering under finanskrisen
Kan du skattemæssigt optimere din kapitalindkomst?

38 REALKREDIT

Skal du reducere din risiko ved at konvertere dit Flexlån F1?

39 PROGNOSE

FORSIDE

“After there is great trouble among mankind, a greater one is prepared. The great mover of the universe will renew time, rain, blood, thirst, famine, steel weapons and disease. In the heavens, a fire seen.

Michel de Nostredame (1503 - 1566), bedre kendt som Nostradamus, var en fransk læge, astrolog og filosof. Han er især kendt for sine profetier, hvoraf en tredjedel blev publiceret i 1555, resten posthumt i 1568.

04



11



28



30



INVESTERING udkommer 7 gange årligt. Hensigten med magasinet er at give primært bankens investeringsaktive privatkunder et godt overblik over de mest aktuelle investeringsmuligheder og anbefalinger og samtidig skabe den bedst mulige indsigt i andre emner af økonomisk karakter og samfundsmæssig interesse.

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

SWIFT: DABADKK www.danskebank.dk/kontakt · Chefredaktion: Flemming Østergaard, Allan Soon Lorentzen (ansvarshavende), Anders Nellemose · Redaktion afsluttet den 19. oktober 2011. Koncept og design: Sylvester Hvid & Co A/S · Tryk: Rosendahls · Kommentarer, spørgsmål, ris og ros bedes sendt til flste@dankebank.dk · Forsidefoto: Nostradamus.

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

DET ER IKKE ALTID VANSKELIGT AT O spa

Som regel er det vanskeligt at forudsige fremtiden. Men engang imellem er der ting, der peger med så overvældende tyngde i en bestemt retning, at udfaldet synes givet på forhånd.

Med risiko for at lyde bagklog, så var det sådan med euroen. Der var masser af kritikere på banen i sin tid, som advarede mod, at en monetær union aldrig ville kunne overleve uden en finanspolitisk overbygning – slet ikke når de kommende medlemslande var så forskellige kulturelt og økonomisk. Men mange europæiske politikere var af den overbevisning, at den bedste måde at tøjle store Tyskland på og binde de europæiske lande sammen – 2. Verdenskrig var stadig ret tæt på – var at lave en fælles mønt.

Så projektet blev konstant skubbet fremad, ikke mindst af Jacques Delors, og løbende promoveret over for borgerne, hyppigt med det banale argument, at med euroen så slap man jo for at veksle om til fremmed valuta, når man tog på ferie i Europa. Det faldt i god jord hos mange og kritiske røster om, at møntunionen var det sidste skridt før en politisk union og dermed stor suverænitetsafgivelse for de mindre lande, blev afvist – ofte med henvisning til, at der i Maastricht-traktaten var en klausul om, at ingen lande nogensinde skulle lave en "bail-out" for andre.

Euroen blev som bekendt en realitet. Og i dag er det en realitet, at den er på randen af sammenbrud. Men allerede i slutningen af 90'erne var det også en velkendt realitet, at Grækenland og andre sydeuropæiske lande var i en så ringe økonomisk forfatning, at de ikke burde være lukket ind.

Ganske vist forsøgte man at blokere for den slags ved at opstille skrappe krav til bl.a. inflation, statsgæld og budgetunderskud. Men der blev snydt og bedraget for at komme med i den eksklusive klub, og Grækenland var den værste. Flertallet af de ledende europæiske politikere valgte at se gennem fingre med det og håbe på det bedste.

Ingen af dem havde imidlertid taget højde for det værste – nemlig hvad der ville ske med euroen, hvis de europæiske økonomier kom i dyb økonomisk krise. Normalt vil et land i dyb krise få en hjælpende hånd til eksportsektoren fra en svækket valuta. Den mulighed er væk i euroen, hvilket gjorde særlig ondt på de svageste lande, da krisen kom. Havde de løbende overholdt Stabilitetspagten kriterier, ville de have haft langt bedre muligheder for at klare sig. Men det gjorde de heller ikke. Derfor blev en bailout nødvendig, og det er ikke overstået endnu.

HVORFOR IGNOREREDE MAN FAKTA?

Faktum er, at det ikke havde krævet en Nostradamus i slutningen af 90'erne at forudsige, at euroen ville blive en katastrofe, når fundamentet var så skrøbeligt.

Men det er ganske normal praksis, at mennesker har det med at se til den anden side, hvis de står over for ubehagelige fremskrivninger. Det gælder global opvarmning og klimaforandringer, forurening, knappe ressourcer, knaphed på drikkevand, befolkningsvækst, kollapsende økosystemer, artsudryddelse... *you name it*.

Lige nu krydser alle fingre for, at væksten i økonomierne er tilstrækkelig selvkørende, så en ny recession holdes fra døren. Men det er netop en ensidig fokus på vækst uden hensyntagen til de mange bivirkninger, der ikke indgår i definitionen af BNP, som har skabt mange af de store globale problemer. Vækst kan naturligvis ikke fortsætte uendeligt med de begrænsninger i ressourcer og økosystemers absorberingsevne, der nu engang er. - og det er nu et skræmmende faktum, at menneskehedens aktiviteter på Jorden på mindre end 200 år er vokset så enormt i omfang, at vi nu, som den første art nogensinde, skaber vores egen geologiske æra, Antropocæn.

Ikke at den evige jagt på mere velstand gør os lykkeligere. Al erfaring viser, at menneskers velbefindende ikke stiger yderligere med mere velstand, når et vist basalt niveau er nået, faktisk tværtimod. Siden 1950'erne har BNP været det altoverskyggende fokuspunkt for politikerne i vurderingen af samfundets tilstand og styring heraf. Men forståelsen af behovet for helt andre styringsmål med sociale forhold, "lykkefølelsen", ulighed, miljøbelastning, kriminalitet osv. er rykket højere op på den politiske prioriteringsliste. Allerede for 10 år siden begyndte OECD, de rige landes tænketank, for alvor at se på BNP-alternativer og vækstproblematikken – fulgt op af organisationens Better Life Initiative i maj i år, det interaktive værktøj Your Better Life Index og den nylige rapport How's Life.

Et bemærkelsesværdigt fællestræk for undersøgelser af økonomiernes vokseværk og alternative opgørelser af vækst og et samfunds sundhedstilstand er bl.a., at stigende produktivitet skal udmøntes i kortere arbejdstid og mere eller mindre fastlåsning af det økonomiske velstandsniveau vi har.

Nulvækst i økonomierne eller endda indskrumpninger af de rigeste økonomier med de største fodaftryk er nødvendigt. Menneskets verden skal genopfindes. Og det er vel ikke så galt, hvis vi skal arbejde mindre, og samfundspolitikken oven i købet tager mere hensyn til, hvor lykkelige vi er?

BANKSY



De vestlige økonomiers krise
kan ikke løses på kort sigt.

LAV VÆKST OG HØJ LEDIGHED FREMOVER

Det lysnede ellers i økonomierne i både USA og Europa i 2009, stimuleret af finans- og pengepolitiske tiltag og en genopbygning af lagrene, der var banket i bund. Der var håb om, at opsvinget kunne udvikle sig til et bæredygtigt. Men optimismen blev kortvarig. I 2010 blev verdensøkonomien ramt af første ubehagelige omgang af den europæiske gældskrise med rod i euroen. Opsvinget overlevede imidlertid, og da vi nåede frem til april 2011 tegnede der sig et stærkt og bæredygtigt opsving med betydelig jobskabelse i USA og høj vækst i virksomhedernes indtjening.

Men siden gik opsvinget i stå. Hvorfor?

Det var ikke overraskende, at væksten bremsede op i opsvingets første halvår – det er ganske normalt, at et opsving går ind i en blødere fase, når effekterne af kickstarten og lageropbygningerne har fortonet sig. Men det var overraskende, at opbremsningen blev så hård.

Forklaringen er imidlertid de chok, som har ramt økonomierne. Olieprisen steg fra 80 USD/tønde til USD 125 fra oktober 2010 til april 2011 – bl.a. på grund af uroen i Mellemøsten - og det gjorde særlig ondt på forbrugerne i den vestlige verden. Fødevarerpriserne steg kraftigt fra sidst på sommeren i 2010 til april i år, hvilket ramte især forbrugerne i udviklingsøkonomierne, hvor fødevarer vejer tungt i husholdningsbudgettet. De højere føde- og oliepriser fik Kina til at stramme pengepolitikken, og dermed blev en vigtig vækstmotor for verden bremsat. Jordskælvet i Japan fik også en negativ effekt.

Siden har fødevarerne stabiliseret sig, olieprisen er faldet, Kina har fået styr på inflationen og er færdig med opstramningen, og eftervirkningerne af jordskælvet trækker i positiv retning. Men verdensøkonomien kom igen i modvind som følge af den eskalerede eurokrise og den politiske strid om USA's budget og gæld, der har fået de amerikanske forbrugere til igen at spare mere op.

INGEN MIRAKELKUR

Nu står vi så her. Renteniveauet er ekstremt lavt. I USA har centralbanken for længst sat renten ned til nul og har i realiteten opbrugt de pengepolitiske muligheder for at stimulere økonomien. De hidtil så vigtige amerikanske forbrugere trækker ikke nær så meget i verdensøkonomien som før. Stater er forgældede rundt omkring, og det samme gælder forbrugerne, der – bekymrede over situationen og den høje ledighed – hellere vil spare op end bruge penge. Boligmarkederne er stadig pressede mange steder. Udviklingsøkonomierne bevæger sig højere op i værdikæden og begynder i stigende grad at kunne levere produkter og serviceydelser, der før var Vestens domæne. Vi er i starten af en supercyklus i råvarer, som vil give os stigende råvarepriser i en årrække. Euroen er truet af kollaps. En international finanskriser truer igen.

Hvad skal politikere og centralbanker gøre? Kan de overhovedet gøre noget, som stabiliserer de finansielle markeder og forventningsdannelsen?

Der er ikke nogen mirakelkur. Politikerne skal sørge for, at krisen ikke bliver værre og hurtigt gribe ind, når der er behov for det. Men det er netop problemet, at der er så stor usikkerhed om politikernes handlekraft, og jeg tror aldrig, der har været så stor splid blandt globale policymakere. Og det er til åbent skue. Alle de politiske slagsmål burde tages bag lukkede døre, men det kan man ikke forvente, når der også står så vigtige hjemlige politiske agendaer på spil. Der er stadig stor usikkerhed om, hvorvidt Grækenland får lov at gå bankerot, og der tales om, at den private sektor skal bære en større del af tabene. Politikernes opgave er at bremse snebalden, inden den bliver for stor, og det har de hidtil ikke formået. Det, de bør gøre nu, er at hæve størrelsen på redningsfonden og ratificere den hurtigst muligt i de forskellige lande. Samtidig skal banksektoren gøres mere robust, så frykten for bankkollaps pga. tab på statsobligationer mindskes. Og endelig skal man "færdiggøre" euro-systemet og indføre en langt tættere integration af finanspolitikken, som er nødvendig for, at en valutaunion kan fungere på lang sigt. Det vil ikke løse krisen, men det vil kunne forhindre, at man får en negativ spiral i finansverdenen som i 2008, siger Allan von Mehren, chefanalytiker i International Macro i Danske Bank.

Kan man løse den økonomiske krise?

Økonomien kører på en smal vej med stejle skrænter på hver side. Der er ingen penge at gøre godt med, men det er afgørende, at vi bliver på vejen. Det giver stor nervøsitet på markederne, når vi er tæt på kanten, men det er en del af det politiske spil at køre ud til kanten for at få eksempelvis grækerne til at gennemføre de nødvendige tiltag. Men selv om det lykkes at holde sammen på euroen, så vil det gå ned ad bakke i mange år i de vestlige økonomier, som er tyngede af høj gæld men også dårlig konkurrenceevne i de fleste lande efter mange års kraftige lønstigninger i højvækstperioden. Det gør det svært at få en høj eksportvækst. Den tyske økonomi har ikke samme møllesten om halsen som de fleste andre vestlige økonomier. De holdt ikke en indenlandsk forbrugsfest, de har ikke haft en boligboble eller overdrevne lønstigninger, men har tværtimod en stærk konkurrenceevne i dag. Men det er ikke kommet af ingenting – de overinvesterede efter genforeningen, og det tog dem 15 år at rejse sig igen med finanspolitisk tilbageholdenhed, lavt forbrug og kontrolleret lønudvikling. I samme periode har de etableret en stærk eksponering mod Emerging Markets.

Men det var et enkelt land, der rejste sig, trukket af eksportvækst. Nu taler vi om verdens to største økonomiske regioner og har reelt ikke nogen historie at sammenligne med. Kan man forestille sig, at globaliseringen i et vist omfang rulles tilbage for at beskytte og evt. udvikle hjemlige arbejdspladser?

Det kunne man godt forestille sig. Udsigten til høj ledighed i mange år øger presset på politikerne, og det er også derfor, man så tit ser, de skyder på kineserne og andre. Men de fleste politikere ved også, at det er en farlig vej at gå. Udbredt protektionisme og toldmure overalt ville stille alle dårligere, og derfor har vi ikke rigtigt set det endnu. Men i politik kan alt ske. Jeg tror, at vi i den vestlige verden skal vænne os til lavere vækst, være tilfredse med den levestandard vi har og være opmærksomme på at det, der skaber vækst, er investeringer i kompetencer og teknologi.

Man kunne måske savne noget nytækning i løsningsmodeller. Alle håber krisen kan løses på traditionel vis; at man får folk til at bruge flere penge og skaber grundlaget for investeringer og nye jobs. Men ser man længere frem ved alle også, at vi står over for mange år med stigende råvarepriser, peak oil, global opvarmning og kollapsende økosystemer mange steder. Man kan undre sig over, at der ikke er nogen der forsøger at komme den nødvendige transformation i møde ved at investere mere i Clean Technology og hermed også skabe mange nye jobs.

Ja, Clean Tech er tværtimod noget, man næsten har bremset, og det er bekymrende. Man burde investere massivt i Clean Tech, men undskyldningen er jo, at pengene ikke er til rådighed. Men når der samtidig skal skæres ned på statsbudgetterne, så tænker man ikke langsigtet. Og det er en af udfordringerne i et demokrati, hvor der ikke er langt mellem valgene. Kineserne gennemfører enorme investeringer i Clean Tech, og det kan de gøre uden demokratisk palaver. Det vil sikre dem en stærk position på området, men det er næppe en styreform, vi ønsker at bytte med.

Der lyttes ikke meget til mange tænketanke og organisationer rundt om i verden, som advarer om de langsigtede udfordringer. Kunne man forestille sig, at der i demokratiske landes forfatninger blev indskrevet at dokumentation for nødvendigheden af at imødegå konkrete udfordringer skulle tvinge de enkelte landes regeringer til at sætte penge af til det?

Jeg tror det ikke. Det vil være for "gummiagtigt" – der vil opstå for megen strid om dokumentationen. F.eks. er det jo ikke alle, der mener, at den globale opvarmning er menneskeskabt. Jeg tror vi må leve med, at vi har en styreform med fordele og ulemper, og at en del af dynamikken er, at det er svært at træffe langsigtede beslutninger. Man har jo set det gang på gang. Der nedsættes nye kommissioner til at se på problemstillinger som du nævner og andre, og tingene bliver gennemanalyseret, men politikerne reagerer ikke på det. Eller reagerer sent.

Nogle økonomer taler om, at vi på grund af blandt andet mangel på vand og råvarer, kollapsende økosystemer, forurening osv. ikke kan fortsætte med uendelig økonomisk vækst, fordi Jorden er et begrænset system. Er du enig i det?

Ja, vækst kan i princippet ikke fortsætte i det uendelige i et begrænset system. Men vi ved reelt ikke, hvor begrænsningen ligger, da man jo med teknologisk udvikling kan udvide pladsen. Og hidtil er lykkedes med dette. Om vi kan gøre det fremadrettet også - i det tempo, der er nødvendigt – er uvist. Men der ligger betydelige udfordringer her. Og med to mia. flere mennesker på planeten over de kommende 30-40 år vil disse udfordringer ikke blive mindre med tiden.



AKTIESTRATEG:

Dette kan være BUNDEN

Der er priset megen dårlighed ind i især de europæiske aktiekurser, men sandsynligheden taler for massive kursstigninger herfra.

Det hele ser meget dystert ud lige nu, og man spørger sig selv, om det kan blive meget værre. Svaret er ja, det kan det. Vi kan se euroen kan bryde sammen og føre til en ny finanskrisen. Vi kan se, at Kina ikke endnu formår at trække tilstrækkeligt, og vi kan se verdensøkonomien ende i recession. Danske Banks makroøkonomer tror imidlertid ikke, at nogle af tingene sker, og det er udgangspunktet.

Men markedet har til gengæld indregnet ret megen elendighed ved at sende aktiemarkedene ned, hvor de er nu. Og aktiestrateg Morten Kongshaug har set på, hvor megen sorg, der egentlig er taget på forskud. Han har regnet på, hvor aktiemarkedene bør ligge i to forskellige scenarier.

I det ene – Global Recession 2012 – er forudsætningerne for beregningerne en vækst i global BNP på 1 pct. i 2012, og et fald på 10 pct. i EPS (indtjening pr. aktie) i USA og eurozonen samme år. Mens der i det andet scenario – Global Slow Growth – som er hovedscenariet, forventes en global vækst næste år på 4 pct. og stigninger i EPS på 5 pct.

STØRST POTENTIALE I EUROPA

En simplificeret anskuelse af virkeligheden naturligvis, men det giver faktisk et ganske godt billede af, hvordan markedet vurderer situationen i dag. I det amerikanske marked er der således indkalkuleret en 50/50 sandsynlighed for det ene eller det andet scenario med de aktuelle kurser. Mens der i Europa er indregnet en sandsynlighed på over 80 pct. for recessionsscenariet.

Det betyder i praksis, at hvis recessionsscenariet bliver en realitet, så kan det amerikanske marked, udtrykt ved S&P 500, falde med 22 pct., mens Eurostoxx kun falder 10 pct. Skal de europæiske aktier falde mere end 10 pct., så kræver det faktisk noget mere drastisk end en "ordinær" recession, muligvis et sammenbrud i euroen, bemærker Morten Kongshaug.

Bliver scenariet med langsom global vækst en realitet (hvilket bl.a. også IMF forventer), så er der lagt op til en stigning i de amerikanske aktier på 21 pct. og hele 36 pct. i de europæiske aktier på mindre end et års sigt.

"Hvis jeg kort skal sammenfatte det, så tror vi ikke på en global recession. Hvis vi får ret, så kan vi se S&P 500 stige med omkring 20 pct. og Eurostoxx med mindst 30 pct. i de næste seks måneder. Aktiemarkedene indpriser lige nu et risikoniveau ikke set siden 2008-09. Si-

den 2008 er globale profiler steget markant uden, at aktiemarkedet er fulgt med. Det har skabt denne situation, hvor implicitte risikopræmier har bevæget sig tættere på toppen i 2008 trods en langt stærkere indtjeningsbase i dag. Der er således efter vores opfattelse ikke nogen tvivl om, at medmindre eurokrisen spredte sig til at blive en global, så er det kun et spørgsmål om tid, før vi ser et risikorally begynde," siger Morten Kongshaug.

Han forklarer, at årsagen til de meget store risikopræmier lige nu er, at usikkerheden omkring selskabers indtjening er så stor. Vurderet på P/E og Kurs/Indre værdi ser aktier billige ud, men kun få vover at tro, at de er billige nok, idet udfaldsrummet for dårlige begivenheder er så stort – og at worst case scenarierne er så slemme, at de ikke kan estimeres.

"Det er typisk i sådanne tillidskriser med meget lave valueringer, at man får tør stole på dem," siger aktiestrategen.

Den mest ubehagelige joker er de europæiske storbankers følsomhed over for euroens problemramte lande, Portugal, Irland og Grækenland (PIG). Men de fem største franske og tyske banker handler allerede meget billigt, og det vurderes, at et "haircut" på 50 pct. i PIG og tab på 10 pct. på eksponering til Italien og Spanien allerede er inddiskonteret i kursene.

HVAD SKAL MAN KØBE?

I det aktuelle miljø fremhæver Kongshaug følgende kriterier, når de mest attraktive aktier skal udvælges: Lav nettogæld/EBITDA, lav gæld/egenkapital; højt frit cash flow yield; historisk lav K/I; høj eksponering til Emerging Markets og Nordamerika samt en kursmæssig underperformance siden starten af august.

DISSE KRITERIER FØRER TIL FØLGENDE SEKTORANBEFALINGER:

- Lille overvægt i cykliske aktier. Trods sløv global vækst er risiko/gevinst-forholdet i cykliske aktiers favør, idet markedets forventning om recession vurderes som overdrevet.
- Finans på neutral. Den europæiske finanssektor har en langsigtet svaghed, men den nordiske sektor er interessant.
- Blandt nordiske cykliske aktier overvægtes Industri og Energi, mens Materialer og Forbrugsgoder holdes på neutral. IT unervægtes.
- Blandt nordiske defensive holdes Health Care på overvægt, mens forbrugsvarer og Telekommunikation undervægtes.



For de risikovillige investorer repræsenterer det usikre marked også store muligheder.

CHEFSTRATEG:

Spredning af porteføljen er afgørende

De finansielle markeder er stadig præget af stor usikkerhed, og både investorer, politikere og økonomer er nervøse for, hvad fremtiden kan bringe. Danske Banks makroøkonomer fastholder imidlertid forventningen om, at væksten i USA og Europa tager fart igen i årets sidste kvartal. Og den forventning er blevet underbygget på det seneste af nøgletal for USA, idet både ISM-indekset og beskæftigelsen uden for landbruget har overrasket positivt og siger. Men endnu mere vigtigt er det, at der nu for alvor tegner sig et billede af europæiske politikere, der er fast besluttede på at gøre, hvad der skal til, for at redde euroen og europæisk økonomi, og det er først og fremmest at sikre det finansielle system.

Med det udgangspunkt hvad skal investor så gøre?

Vi har længe været forholdsvis forsigtige i vores anbefalede aktivallokering med relativt lave aktieandele med det formål at sikre en stor beskyttelse indtil "normaliteten" indfinder sig. Netop den seneste tids tendens til positive amerikanske nøgletal men især de tiltag, der gøres i Europa for at redde det finansielle system gør imidlertid, at vi nu øger aktieandelen et lille nøk, så vi har en mere balanceret tilgang til sektorerne i modsætning til den overvejende defensive tilgang siden sommer. Altså en mere cyklisk tilgang, men uden at overvægte - vi skal se, at de gode tanker og tiltag føres praktisk ud i livet. For de mere risikovillige, opportunistiske investorer er der efter vores vurdering store muligheder lige nu. Mange kvalitetsselskaber, som har et meget stærkt forretningsgrundlag og en stadig solid indtjening er blevet straffet for meget af den negative markedsstemning og er ret billige for tiden, siger Anders Nellemose, chefstrateg for Private Banking.

Hvad er kvalitetsselskaber, og hvilke sektorer og regioner taler vi om?

Kvalitetsselskaber har en førerposition inden for deres område. De er karakteriseret af stærke brands med en robust efterspørgselsprofil og en unik placering inden for optimal drift, produktudvikling eller kundefokus og har samtidig fornuftige vækstrater, vækstperspektiver og stærke finansielle balancer. Og de skal ikke hvile på fortidens laurbær, men også have evnen til at bevare deres konkurrencemæssige førertrøje, når miljøet ændrer sig.

På sektorplan taler vi om de sektorer, hvis produkter nyder stor efterspørgsel, selv om konjunkturerne ikke giver medvind på grund af produktets karakter og eventuelle strukturelle trends. Det er f.eks. medicinalindustrien, fødevareindustrien, olieservice og informationsteknologi m.v. Novo Nordisk er et eksempel på et selskab, som har et stærkt defensivt produkt i form af insulinpræparaterne, mens TeliaSonera er godt placeret i et område med

en stærk strukturel vækst. Amadeus IT er en stærk spiller med teknologi inden for online booking af flyrejser, mens McDonalds har en enorm global spredning og en historisk evne til at styre omkostningerne. Selskaber med stærk eksponering af vigtige produkter mod udviklingsøkonomierne bør også indgå i porteføljen. På regionsbasis fastholder vi store forventninger til netop udviklingsøkonomierne.

Vi har desuden lavet en undersøgelse af, hvilke aktivklasser, der har klaret sig bedst over de seneste 10 år. Ser vi bort fra guld, som var den suveræne vinder, men som er præget af at være et flugtaktiv frem for en essentiel råvare, så er det obligationer og aktier i Emerging Markets samt danske stats- og realkreditobligationer, der skiller sig ud. Spørgsmålet er selvfølgelig, hvem der bliver vinderen i dette årti. Her fastholder vi forventningen til aktier og obligationer i Emerging Markets, ikke mindst sidstnævnte forventes at tiltrække sig mere opmærksomhed, da økonomierne i disse regioner i mange tilfælde er i en sundere forfatning end de rige lande og har bedre fremtidsperspektiver samt generelt mere stabile politiske klimaer end for 15-20 år siden. Hold øje med Afrika, som kan blive en af dette årtis store vindere.

Obligationer bør jo som altid indgå i porteføljen, men i de rige lande er der ikke meget rente at få.

Nej, selv om det ser så skidt ud på de finansielle markeder, så har folk stadig behov for at spare op til pension, og i et så usikkert miljø, som vi har for tiden vil mange søge en noget større andel af obligationer. Renterne er imidlertid meget lave, og det kunne friste til at gå længere ud på kurven. Men det skal man passe på med. Går du f.eks. i en 30-årig obligation har du typisk en varighed på 8, hvilket betyder, at hvis renten stiger et procentpoint – og det er ikke meget i historisk perspektiv – så falder kursen med 8 pct. Men det er svært at finde noget, der giver en rente over inflationen. Man kan vælge kreditobligationer i solide virksomheder, f.eks. en 3-årig Mærsk-obligation, der giver 3 pct. i effektiv rente. Søger man mere rente må man supplere med længere obligationer. Men man kan også overveje kreditobligationer i udlandet både Investment Grade og de mere risikable High Yield samt højrentelandenes statsobligationer. Vi anbefaler dog, at sådanne eksponeringer tages via investeringsforeninger, f.eks. DI Højrentelande og DI Globale Virksomhedsobligationer.

TEMA	RELEVANTE SEKTORER/ UNDERSEKTORER	RELEVANTE AKTIER/FUNDS
------	--------------------------------------	---------------------------

TRENDSPOTTING

Er spirende trends og udviklingsmønstre, ofte med stort langsigtet potentiale, men som kan få vigtige gennembrud på kort sigt, typisk 1-6 mdr. Temaerne er forbundet med større usikkerhed/risiko og kan udnyttes bedst med enkeltaktier.

SMARTPHONES OG TABLETS

Kampen om tablets og smartphones markederne vil blive forstærket, til fordel for forbrugerne da det vil føre til priskrig. Mobilproducenter med unikke platforme vil stå stærkest.

Muligheder ligger i underleverandører, infrastrukturen og indholds-tjenester.

De mobile tablets og smartphones vil øge behovet for at kunne lagre data og hente data fra servere (streame data), og Cloud Computing vil være en naturlig del af vores nye mobile verden.

"SMARTE" EFFEKTIVE BYER

I 2050 vil 80 pct. af jordens 9,2 mia. mennesker bo i byer, mod 50 pct. i dag.

Det sætter pres på byers infrastruktur. I takt med at nye byer bygges eller gamle renoveres vil systemer til en smartere by blive rullet ud. Udviklingen inden for Cloud Computing og sociale netværk vil fremskynde denne proces. Data viser at smart-city teknologi vil gå fra at være et USD 34 mia. marked i år til et USD 54 mia. marked i 2014.

Mobilproducent med unik platform

Apple

Underleverandører til mobilproducenter

Qualcomm, ARM Holding

Cloud Computing

Citrix, SAP

Servere

VMWare

Smarte el-net, energi -effektivitet og offentlig transport.

ABB
Siemens

Sensor/måler

Johnson Controls,
Honeywell, Veolia

Software/Cloud Computing

IBM
Microsoft
SAP

TRENDS

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

MOBILDATA - SMARTPHONES/TABLETS

Den teknologiske udvikling og ikke mindst øget datahastighed muliggør, at mobile enheder får stadig flere funktioner således, at de nu både er telefoner, minipc'ere, tv, spilkonsoller og betalings-enheder. Inden for denne trend vil nye investeringstemaer dukke op i de kommende år.

Smartphones- og tabletsproducenter.
Underleverandører
Netværk
Teleselskaber
Indholdsleverandører

DI Teknologi, Apple
Verizon, Qualcomm
Arm Holding

HEALTH CARE

Store farmaselskaber har i årevis været plaget af manglende innovation, koproducenter og stadig flere patentudløb, der kulminerer i 2011-2013. Innovationsproblemet betyder, at mange opkøber biotekselskaber, hvilket er en trend, der ventes at fortsætte. Vær opmærksom på, at der forventes vitale gennembrud (disruptive) på mange forskellige områder i biovidenskaben i dette årti - ikke mindst via genetikken men også via et langt tættere, integreret samarbejde mellem forskellige videnskabsgrene.

Pharma
Biotekselskaber (pas på selskabsrisiko)

Novo Nordisk
DI Bioteknologi

FASTE INVESTERINGER

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

Kapitalgoder

Siemens, ABB
Atlas Copco, FLS

LANGSIGTEDE VINDERE

Unikke forretningsmodeller eller platforme (høje indtrængningsbarrierer, monopolistiske branche-vilkår) vil give selskaberne en konkurrencemæssig fordel.

"Niche"-prægede forretningsmodeller/plat-forme findes i flere sektorer. Selskabernes "niche" er en stor fordel, men også en mulig risiko skulle denne brydes.

Amadeus IT,
ExxonMobile
McDonalds

UDBYTTEAKTIER

I usikre tider øges fokus på selskaber som via udbytter formår at generere afkast til deres aktionærer.

Historisk er finans, telekom, forbrugsvarer og forsyning blandt udbyttevinderne, men udbytter kan forekomme i de fleste sektorer.

Pohjola, Nordea
Verizon, Siemens
BMW, Nokian Tyres
DI Højt Udbytte

MEGATRENDS

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

KNAPPE RESSOURCER

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

Fokus på knappe råvarer, herunder rent vand, vil også medføre mere fokus på affaldshåndtering, vandrensning og forureningsbegrænsninger.

Energi herunder olie/gas, underleverandører samt alternative energiformer.

Exxon, Gazprom,

Seadrill, Subsea7
Statoil, Technip

Metaller, mineselskaber og underleverandører

FLS, Altas Copco

Fødevarer, herunder såsæd/gødningsproducenter, landbrugsmaskiner, landbrugsjord

Monsanto
Chr. Hansen

Affaldshåndtering, vand, herunder vandrensning, afsaltning og forsyning.

Veolia

Generelt

DI Klimatrends
DI Europa Bæredygtig
Indeks
GS Råvarefond

ENERGIMANGEL/NYE ENERGIFORMER

Alt peger på stigende oliepriser i mange år frem, og der kommer også gradvist mere fokus på klimændringer skabt af drivhusgasser. Stigende fokus på energieffektivitet og udvikling og implementering af vedvarende energikilder og teknologi. Udbygning af energiinfrastrukturen og implementering af Smart Grid, og dermed mere styring af elnettet grundet større vægt fra de mere ustabile kilder som sol og vind.

Energieffektivitetsselskaber, med produkter inden for isolering, elektricitetseffektivitet, kørselseffektivitet.

DI Klimatrends
ABB
Siemens

Udbygning af el-nettet, Smart Grid.

Nye energiformer, herunder vind, vand, sol, brint, a-kraft, kulkraftværker med CCS-systemer.

Nye transportformer, herunder el-biler, brint-biler, biobrændsel

EMERGING MARKETS, BRIK, NEXT 11

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

Vestlige mærkevarer

Råvarer, energi, mærkevarer, teknologi og infrastruktur fra Vesten

BMW
Adidas,
McDonald's
Pernod Richard
L'Oreal
Nokian Tyres
DI Nye Markeder
DI Kina
DI Fjernøsten
DI Nye Markeder Small Cap
DI Rusland
DI Østeuropa
Gazprom
FLS



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

BEMÆRK: Ovenstående trends og udviklingstendenser er baseret på bankens vurderinger og må på ingen måde ansues som en ufejlbarlig prognose af fremtiden. Det er tendenser, som vi aktuelt anser for de mest sandsynlige, men der er tale om et komplekst samspil af mange faktorer, og mange forhold af økonomisk, politisk og samfundsmæssig karakter kan påvirke de identificerede udviklingsmønstre.

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

STIGENDE råvarepriser og inflation

Hvad sker der egentlig med inflationen og renterne, hvis råvarepriserne stiger jævnt det næste årti?

I 60'erne var det karakteristisk for de rige lande, at inflationen steg til 4-7 pct., hvilket var ganske højt i forhold til 50'erne. Årsagen var den kraftige stigning i efterspørgselen, som var kendetegnende for de glade 60'ere. I 1973 ramte den første oliekrise, og det gjorde det hele endnu værre. Ikke blot var det en dyr periode for de olieimporterende lande, som på denne måde importerede inflation, der forværrede prispresset yderligere. Men situationen blev i mange lande også værre af, at fagforeningerne havde meget stor magt og fik gennemtrumfet lønstigninger som kompensation for de højere leveomkostninger. Resultatet blev endnu højere inflation og endnu flere kompenserende lønstigninger, og mange steder blev tocifrede inflationsrater hverdag.

Men i 80'erne fik piben en anden lyd. Centralbankerne strammede pengepolitikken markant, teknologiske fremskridt øgede produktiviteten voldsomt, og outsourcing var med til at øge konkurrencen. Inflationen faldt drastisk.

I dag er vi i en situation, som peger på stigende råvarepriser i en årrække. Forklaringen er først og fremmest, at der med de store udviklingsøkonomiers hastige opstigning pludselig er langt flere om et råvareudbud, der ikke kan udvides tilstrækkeligt på kort sigt – og i nogle tilfælde slet ikke kan udvides men tværtimod formentlig har toppet rent udbudsmæssigt trods udvikling af nye kilder.

Hvis vi antager, at råvarepriserne stiger støt over en bred kam i mindst et årti fremover – hvilket er modsat den udvikling, der har præget de seneste 100 år – får vi så inflation og dermed højere renter?

I Vesten bliver det formentlig begrænset. Fødevarer f.eks. udgør kun en meget lille del af forbrugerprisindekset (CPI), men det er klart, at det får en vis betydning, når vi taler om hele råvarespektret, især olien. Men effekten bliver langt større i udviklingsøkonomierne, hvor fødevarer udgør 35-60 pct. af CPI og industrierne generelt er væsentligt mere energi- og metalintensive end i OECD-landene, siger Christin Tuxen, senioranalytiker i Danske Banks råvareanalyse.

Men man kommer ikke udenom, at det også i vores del af verden får en vis betydning. Hvad skal vi gøre ved det? Centralbankerne kan vel ikke stille noget op?

I mine øjne, bør centralbankerne ikke fokusere så snævert på headline inflation, som de gør i dag; de bør snarere se på den underliggende kerneinflation, som er rensat for energi og fødevarer. Det vil være forkert



at stramme pengepolitikken på en stigende headline inflation, for vi har i dag langt svagere fagforeninger og med udsigt til flere år med lavvækst og høj ledighed er der ikke risiko for en løn/pris-spiral, som vi så i 70'erne. Men spørger du mig, så virker det som om, ECB netop tror, vi lever i en verden som 70'erne, og de baserer deres beslutninger på de mekanikker, der var dominerende i prisdannelsen dengang. Hvorimod Federal Reserve ser på den vigtige kerneinflation. ECB vil ikke kunne imødegå stigende råvarepriser og dermed en stigende headline inflation ved at hæve renten. Det vil faktisk i nogle tilfælde kunne hæve råvarepriserne yderligere, hvis man derved gør det dyrere for f.eks. mineselskaberne at investere i nyt udstyr og udvikling af nye miner. Faktisk tror jeg ikke, at der er ret meget centralbankerne kan gøre noget ved den strukturelle udfordring, at vi er i en supercycle med stigende råvarepriser. Det som flere centralbanker burde gøre er imidlertid at se på inflationære udviklinger i aktivpriser som

boligmarkedet og aktiemarkedet frem for blot CPI. Grunden til, at kreditboblen udviklede sig, som den gjorde, var netop, at man negligerede den voldsomme stigning i aktivpriserne, og udelukkende fokuserede på CPI, der var tilstrækkeligt lav til, at renterne blev holdt på historisk lave niveauer i årevis.

I betragtning af at alle ved, at verden får stigende problemer med global opvarmning, energiforsyning og generel råvareknaphed, så sker det forbløffende lidt inden for udvikling af alternativ energi og Clean Tech generelt.

Jeg tror det har at gøre med vanskelige finansieringsforhold, en vis skepsis om global opvarmning, supercycle og Peak Oil, energipriser, der stadig er til at leve med og et utilstrækkeligt teknologisk niveau. Finanskrisen var et hårdt slag for hele Clean Tech-bølgen, og det satte mange investeringer på standby. Nu kommer vi altså ind i en årrække, hvor råvareprisstigninger gradvist vil udhule indkomsterne, og incitamenterne til teknologisk udvikling og investering stiger. Men vi kan nok godt regne med, at der går lidt tid endnu, før alternativ energi for alvor kommer i fokus ligesom udvikling af substitutter til forskellige råvarer. Det tager tid at lave en så drastisk transformation af samfundet, teknologien skal jo kunne følge med. Naturgas kunne f.eks. være en god idé til transportsektoren allerede i dag, men man har simpelthen ikke teknologien til det.



BACK TO THE FUTURE (US 1985) AMBLIN / Ronald Grant Archive

Globalisering, geografiske magt-
forskydninger, Vestens gældsætning og
økonomisk vidt forskellige hastigheder
i øst og vest betyder, at man mere end
nogensinde skal være opmærksom på
at sprede sine investeringer.

Hvordan skal LANGSIGTEDE INVESTORER fastsætte den optimale portefølje?

Verden var meget mere enkel, da økonomen Harry Markowitz i 1952 lancerede sin porteføljeteori, som han fik Nobelprisen for. Kort fortalt gik den ud på, at man kan beregne, hvordan en given portefølje skrues bedst muligt sammen ved at se på historiske kursudsving og korrelationer mellem de forskellige aktivklasser.

Modellen har været et vigtigt udgangspunkt for professionelle investorer i årenes løb, men den har dog også givet en falsk tryghed, fordi korrelationerne ikke har været stabile, og risikomålene har undervurderet den faktiske risiko.

FREMTIDEN KENDES IKKE

Den grundlæggende udfordring i investering er naturligvis, at man ikke kender fremtiden. Det er naturligt, at man derfor gerne vil kunne indkredse sandsynligheden for at de aktiver, man investerer i, udvikler sig mod forventning. Hidtil har man i vidt omfang støttet sig til,

at finansielle aktivers daglige kursændringer følger en såkaldt normalfordeling. Det er en sandsynlighedsfordeling, der er yderst bekvem at regne på.

Problemet er imidlertid, at den ikke passer på virkeligheden. Den undervurderer i høj grad risikoen for meget store kursfald, og det er ikke noget nyt fænomen. Sådan har det været i al den tid, man har haft børshandel – lige fra tulipanboblen i 1600-tallet til Wall Street-krakket i 1929 og IT-boblens kollaps i 2000. En væsentlig del af forklaringen er, at investorerne ikke opfører sig rationelt, som de økonomiske teorier ellers gerne vil have dem til at gøre. Investorerne er flokdyr, hvis adfærd i høj grad er bestemt af deres egen psykologi, og det skaber jævnligt finansielle bobler, som nødvendigvis må kollapse en gang imellem.

Porteføljeteorien har ydermere haft det stadigt sværere gennem de seneste 10-20 år som følge af globaliseringen og dereguleringen af de finansielle markeder. Og en årrække med overdreven gældsætning og

Mange investorer ville formentlig gerne have fingre i en tidsmaskine som den, der i filmen Tilbage til fremtiden sender Marty McFly (spillet af Michael J. Fox, billedet) tilbage til fortiden. Men uden tidsmaskine er det foreløbig bedste alternativ til at modvirke fremtidig børsuro og krak stadig at sprede investeringerne.



BACK TO THE FUTURE PART II (US 1993) AMBLIN ENTERTAINMENT/ROALD GALT PHOTOGRAPHY

gearede investeringer resulterede som bekendt i finanskrisen i 2008, hvis eftervêr de vestlige økonomier i høj grad lider under den dag i dag.

Men selve tanken bag Markowitz' model er intakt. Hvis man vil klare sig godt som investor på de finansielle markeder over tid, så skal man sprede sine investeringer.

GLEM NORMALFORDDELINGEN, SE PÅ VIRKELIGHEDEN

Et specialist-team i Solutions i Danske Capital har i en årrække forsket i risikostyringsmodeller. Deres hidtidige resultater har ført frem til, at deres udgangspunkt i etablering af den optimale portefølje er væsentligt anderledes end den traditionelle tilgang. I stedet for at anvende normalfordelingen, som er en utilfredsstillende tilnærmelse til virkeligheden, så tager de udgangspunkt i, hvordan de forskellige aktivklasser rent faktisk har klaret sig over tid.

Begrænsninger i datamaterialet betyder, at de ikke kan gå længere tilbage end 1993, men det giver til gengæld også et spænd over en meget turbulent periode med store rentefald, voldsomme prisstigninger på råvarer, Tequila-krisen i 1994, Asien-krisen i 1997, Ruslands default i 1998, IT-boblens opbygning og kollaps og kreditboblens ditto.

Vi er i dag i en meget speciel situation, som gør det yderst vanskeligt at forudsige fremtiden – en situation, som i høj grad afhænger af politiske beslutninger. Euro-krisen er et større problem end nogensinde før, og det vil få voldsomme effekter, hvis Grækenland træder ud af euroen. Og USA er også udfordret i en grad, som ikke er set større i efterkrigstiden. Både USA og Euroland har udsigt til lavvækst i en årrække og kan endda ende i recession i perioder – hvilket vil gøre særlig ondt, når de offentlige gælds- og budgetposter og bankerne har det så dårligt i forvejen. Udviklingsøkonomierne, hvis økonomier er langt sundere, påvirkes selvsagt af Vestens krise, men er til gengæld i en langvarig vækstfase, som ikke stoppes af svaghed hos de rige lande.

Det samlede billede er yderst komplekst, og det er vanskeligt at lægge sig fast på et forventet afkast for de enkelte aktivklasser. Sjældent har man hørt eksperterne udtale sig med så mange forbehold, som de gør for tiden, og mange foretrækker at opstille forskellige scenarier med vidt forskellige udfald.

Men som investor er man nødt til at tage et standpunkt. Og en vigtig del af beslutningsgrundlaget for det kan man tilvejebringe ved at se på, hvordan aktivklassernes kursudsving har været i de seneste knap

to årtier, hvorved man får et virkelighedstro billede af risikoen. Det er det, specialisterne i Danske Capital har gjort med en ny metode, der beskrives detaljeret i den kommende november-udgave af Finans/Invest. Og ud fra et ønsket risikoniveau i porteføljen kan de så regne sig frem til, hvordan porteføljen bør sammensættes.

MAKSIMÉR AFKASTET FOR EN GIVEN RISIKO

I beregningerne er der valgt 10 aktivklasser, og udgangspunktet har været en markedsportefølje, hvor de enkelte aktivklassers vægt er bestemt af deres vægt på verdensmarkedet – med den undtagelse, at globale obligationer er erstattet med danske obligationer fordelt på forskellige obligationstyper.

Næste skridt har været at beregne det forventede afkast for de enkelte aktivklasser. Det forventede afkast er meget vanskeligt at estimere på en neutral og objektiv måde. Tager man afsæt i gennemsnitsafkastet for en given periode har man ikke et særlig godt estimat, fordi der vil være stor forskel på den værdi, man får i forskellige tidsperioder.

Analytikerne har derfor valgt en anden metode. I den traditionelle porteføljeteori antages værdier for de forventede afkast, f.eks. ved historik eller subjektive antagelser, og derefter beregner man den optimale sammensætning af aktivklasser. Analytikerne i Danske Capital regner baglæns. De har jo fastlagt en markedsportefølje på forhånd og kan derfor beregne de forventede afkast.

Risikoen bestemmes ud fra den historiske udvikling fra 1993 til 2011. Der udtages 120 tilfældigt udvalgte måneder som stykkes sammen til et 10-årigt fremtidigt scenario. Ikke helt tilfældigt blandede, men med højde for at de finansielle markeder kan være i en stresset eller ustresset tilstand, og at stressede måneder typisk forekommer i sekvenser med flere stressede måneder i træk – ofte i forbindelse med recessioner. Der genereres i Monte Carlo-simulationer 5.000 scenarier, og porteføljens afkast og risiko i hvert scenario beregnes. Som risikomål anvendes Expected Shortfall (ES). ES er det gennemsnitlige årlige afkast i de værste tænkelige scenarier i forhold til det forventede afkast. Analytikerne har anvendt porteføljens afkast for de 10 pct. dårligste scenarier – svarende til at beregne det forventede tab i det værste årti i de kommende 100 år. Der benyttes i øvrigt årlig rebalancering i porteføljen for at sikre en uændret sammensætning over hele perioden.



Med udtryk for både risiko og afkast kan man herefter foretage selve optimeringen. Aktivklassernes vægt i porteføljen justeres således, at porteføljerisikoen holdes konstant, mens det forventede afkast maksimeres. Et typisk problem i en porteføljeoptimering er imidlertid, at nogle aktivklasser kommer til at få meget stor vægt, mens andre helt udelades. Men det problem imødegås ved at lave et stort antal optimeringer, hvor man varierer de forventede afkast for aktivklasserne fra gang til gang, men således at gennemsnitsværdien af afkastene svarer til de oprindelige forventede afkast.

HVAD KAN MAN BRUGE MODELLEN TIL?

Modellens resultater som vist her skal ikke ses som en faktisk anbefaling for tre forskellige risikoprofiler. Men metodens udgangspunkt i og simulation over faktiske data i en ret turbulent periode over 18 år, hvor man også tager hensyn til længerevarende stressede perioder, giver i forhold til traditionel porteføljeoptimering et langt mere virkelighedstro billede af, hvad man kan forvente sig i fremtiden med hensyn til afkast og risiko og dermed porteføljens bedst mulige sammensætning i forhold til tre forskellige grader af porteføljerisiko.

Det er også værd at bemærke den markante forskel på markedsporteføljen og de tre modelporteføljer med forskellig risiko. I modelporteføljen med lav risiko udgør aktier således kun samlet 4 pct. af porteføljen, mens markedsporteføljen – som udtrykker de enkelte aktivklassers faktiske vægt på verdensplan – indeholder 38,4 pct. aktier. Hvilket udtrykker, at aktiemarkedet mildt sagt er udfordrende, hvis man har en lav risikoprofil og gerne vil forrente sine investerede penge.

Det er også interessant at se visse aktivklassers stabile vægt uanset risikoklasse – det gælder f.eks. indeksobligationer, obligationer i Emerging Markets og kreditobligationer med rating Investment Grade. Bemærkelsesværdigt er det også, at Emerging Markets aktier har en høj vægtning i modelporteføljen med høj risiko i forhold til udviklede aktiemarkeder og den globale markedsportefølje, hvor sidstnævnte jo afspejler aktiernes væsentlig lavere faktiske vægt på verdensplan.

Uden tidsmaskine må vi gætte på bedste beskab om fremtiden, når det handler om børsmarkeder. Fortiden kan ikke laves om, men man kan dog lære af den. Fejlen, som mange i den finansielle verden begår, er imidlertid at de forsøger at få fortiden og fremtiden til at passe ind i en sandsynlighedsfordeling (normalfordelingen), som ikke passer på virkeligheden. Danske Banks eksperter i Solutions har en anden løsning. De udvælger tilfældige brudstykker af fortiden, laver 5.000 simulationer af fremtiden og vælger en global markedsporteføljes afkast for de 10 pct. dårligste scenarier. Svarende til at beregne det forventede tab i det værste årti i de kommende 100 år.

TABEL 1 – AKTIVKLASSER, MARKEDSVÆGTE, FORVENTEDE AFKAST OG RISIKO

Aktivklasse	Markeds-vægt	Risiko-præmie	Volatilitet	Exp. Shortfall
Statsobligationer	10,1%	0,23%	1,0%	2,8%
Realkredit	29,9%	0,51%	4,2%	3,0%
Investment grade kredit	10,3%	0,59%	5,7%	4,1%
Senior secured bank loans	1,0%	0,67%	5,9%	4,4%
Hedge fonde (Fund of funds)	2,3%	1,47%	7,6%	5,2%
Globale indeksobligationer	2,2%	0,19%	7,5%	5,4%
Emerging markets gæld	3,9%	1,90%	9,5%	6,4%
High Yield kredit	2,0%	1,76%	9,7%	7,4%
Aktier udviklede markeder	32,5%	4,86%	16,2%	12,1%
Emerging markets aktier	5,9%	6,81%	25,1%	18,8%

Note: De enkelte aktivklassers vægt i porteføljen er beregnet ud fra deres vægt på verdensmarkedet. Risikopræmien udtrykkes i forhold til amr. Treasury Bills, som er nul kuponobligationer med en løbetid under et år. Volatiliteten er beregnet med baggrund i den faktiske udvikling siden 1993. Exp. Shortfall er det gennemsnitlige årlige tab i de 10 pct. værste tænkelige scenarier i forhold til det forventede afkast.

TABEL 2 – NEUTRALE PORTEFØLJER VED 3 FORSKELLIGE RISIKONIVEAUER

Allokering	Lav risiko	Mellem risiko	Høj risiko
Statsobligationer	22%	6%	2%
Realkredit	18%	8%	4%
Investment Grade kredit	7%	8%	4%
Senior secured bank loans	16%	8%	4%
Hedgefonde (Fund of funds)	8%	12%	9%
Globale indeksobligationer	8%	10%	6%
Emerging markets gæld	14%	20%	16%
High Yield kredit	3%	10%	12%
Aktier udviklede markeder	3%	12%	24%
Emerging Markets aktier	1%	7%	18%

Note: Resultatet skal ikke ses som et fuldstændigt eksakt resultat, som man blindt kan anvende uden forbehold. Resultaterne bygger på en række antagelser, som har betydning for resultatet. De generelle egenskaber for aktivklasserne er imidlertid meget robuste, og man vil kunne genkende mønsteret hver gang, man foretager en ny beregning med nye antagelser. Men den eksakte vægt i procent af hver aktivklasse kan variere noget, primært efter hvilke aktivklasser og forventede afkast, man anvender.

Eurokrisen var forudsigelig

Det skortede ikke på advarsler om, at
Grækenlands økonomi ikke berettigede
til medlemskab af euroen.

Da tankerne omkring en fælles valuta i 1980'erne begyndte at tage den mere fast form blandt ledende europæiske politikere var en af drivkræfterne "aldrig mere krig". Anden verdenskrig var en begivenhed, der stadig var tæt på for den generations ældre politikere, og der var stadig en stor frygt for at Tyskland kunne blive en trussel igen.

Målet med euroen var at skabe en valuta, der kunne forene Europa og gøre regionen til en politisk enhed, stærk i en konkurrencepræget, globaliseret verden. At skabe en union, der kunne binde de europæiske økonomier tættere sammen; som ville forpligte landene til at begrænse deres gæld og underskud; og som ville garantere at intet land ville hænge på andre landes gæld (en klausul om dette er indbygget i Maastricht-traktaten). Det ville indebære, at man bragte vidt forskellige kulturer og vidt forskellige økonomier sammen. At man bragte de stærke, veludviklede nordlige økonomier sammen med de væsentligt mere tilbagestående i syd. Det var der en hel del advarsler imod.

ET ROMANTISK PROJEKT

Ikke mindst fra amerikanske økonomer, som kaldte det for et romantisk projekt i alt for stor skala, blindt over for realiteterne.

Men også i europæiske rækker fandt projektet en del kritikere og som i USA gik kritikken også her på, at uden en finanspolitisk union kunne projektet ikke fungere. Især i Tyskland var modstanden stor. I 1992 udsendte 62 tyske professorer en fælles advarsel imod at introducere euroen, baseret på frygten for, at den monetære union, som den var struktureret, kunne "eksponere Vest-Europa til stærke økonomiske fluktuationer, som i overskuelig fremtid kunne føre til en politisk lakmusprøve."

Men projektet begyndte at tage form efter vedtagelsen af Maastricht-traktaten, som blandt andet sagde, at en betingelse for at komme med i euroen var, at statsgælden ikke oversteg 60 pct. af BNP. Men jo tættere den fastsatte dato for introduktionen af euroen kom på – 1. januar 2002 – desto mindre strikse blev europæerne med kriterierne. Som daværende chef for Bundesbank Hans Tietmeyer beretter i sin bog *The Euro Challenge*, så var europæerne så fascinerede af det ambitiøse projekt, at de var villige til at se stort på de 60 pct. Det bekymrede Tietmeyer, som rejste kritik af visse euro-kandidater på et møde med den tyske regering, men uden held. Mødets resultat var allerede nedfældet på skrift før mødet, berettede *Der Spiegel* for nylig. Helmut Kohl, der var forbundskansler i 16 år, var en varm fortaler for euroen af historiske årsager, mens Gerhard Schröder, der overtog magten ved det socialdemokratiske/grønne regeringsskifte i 1998, faktisk kaldte den kommende nye valuta for en "syg, for tidligt født baby".

Faktum var også, at flere lande var meget langt fra at opfylde kriterierne. Det gjaldt især Italien og Belgien, der havde statsgæld betydeligt over 100 pct. af BNP, og Portugal og Spanien havde økonomier, der var langt fra så udviklede som de nordeuropæiske. Og så var der Grækenland.

På et møde for EU's finansministre i april 1997 foreslog daværende Papantoniou, at euromønterne skulle præges med både latinske og græske bogstaver, hvorpå den tyske finansminister Theo Waigel prompte afviste idéen med den begrundelse, at Grækenland ikke var i en position, der gav ret til at stille krav, og sagde: I er ikke en del af dette, og I vil aldrig blive en del af dette."

Senere, under fire øjne, foreslog Papantoniou et væddemål over for Waigel om hvorvidt Grækenland ville komme med. Han vandt som be-



Det krævede ikke en Nostradamus at forudse, at euroen ville få svært ved at holde sammen i en alvorlig økonomisk krise.



kendt væddemålet og blev siden konfronteret med beskyldninger om, at Grækenland havde fiflet med nøgletallene for at komme med i den eksklusive klub, hvilket han kommenterede således:

”Vi gjorde ikke noget anderledes end alle andre lande.”

En påstand, der til dels bekræftes af førnævnte Tietmeyer, der i sin bog, noterer, at ”mistænkelig kosmetisk kirurgi” blev udført i visse lande for at få data om inflation, statsgæld og pristrends til at passe med eurozonens krav.

Grækenland fik garanteret medlemskab i 2000. På det tidspunkt var statsgælden over 100 pct. af BNP, og selv på det tidspunkt var der tvivl om dette og andre officielle tal.

EN NY ÆRA

Euroen blev en realitet fra 1. januar 2002. En ny europæisk æra var skudt i gang. Banker, pensionsfonde og store investorer fra hele verden begyndte at vise interesse for det nye Europa. Portugisiske og irske statsobligationer så pludselig ud til at være fornuftige fremtidsorienterede investeringer med lav risiko. Og den finansielle industri begyndte at lave magiske tricks, som de også gjorde siden med de amerikanske subprimeobligationer. Operatører af vandrensningsanlæg i det sydlige Tyskland, byråd i Spanien, landsbyer i Portugal og provinsbanker i Irland blev involveret med finansfolk fra London og Wall Street, som lovede profiler ved at konvertere deres gæld til handlebare værdipapirer. Og mens regeringer rundt omkring i Europa forsøgte at rette deres nationale budgetter mod Maastricht-traktatens rammer, så byggede kommunale enheder gæld op, som ikke blev dokumenteret eller registreret noget sted på europæisk niveau.

Lavtforrentede lån var pludselig tilgængelige alle steder, og det var let at udskyde betalinger til en fjern fremtid eller udskyde eller endda udvide statslige udgifter. Harvard-professor Kenneth Rogoff påpeger over for Der Spiegel, at et smuthul i Maastricht-traktaten udviklede sig i denne periode, idet 60 pct.-grænsen for statsgæld var defineret forkert, da den ikke stillede spørgsmålstegn ved hvor gælden kom fra. Ifølge Rogoff burde man have begrænset hvor stor en andel af et lands statsgæld, der måtte være udenlandsk, for på langt sigt og især under en økonomisk krise, er netop denne gældstype alt for afhængig af markedernes nåde.

Men faktum var, at regeringer lånte i stort omfang fra udenlandske långivere, især de større europæiske banker.

Det gjaldt blandt andre grækerne. Landet som gennem det meste af 80'erne og 90'erne havde renter 10 procentpoint over Tyskland, var nu i stand til at låne til renter kun en anelse højere end tyskerne. I 2003 var den 10-årige græske rente kun 0,09 procentpoint over den tyske, hvilket i realiteten betød, at markederne vurderede, at Grækenland der – med Der Spiegels ord – havde en økonomi baseret på oliven, yoghurt, skibsbyggeri og turisme, var lige så kreditværdig som højt industrialiserede Tyskland, der var verdens største eksportør på det tidspunkt. De finansielle markeder stillede slet ikke spørgsmålstegn. Der var en udbredt forventning om, at alle eurolande ville udvise den tilstrækkelige finanspolitiske disciplin, og at hvis det endelig skulle udvikle sig problematisk for de svagere lande, så ville de stærkere lande se stort på, at Maastricht-traktaten faktisk fritog dem for forpligtelser til at hjælpe andre med deres gæld. De havde jo forvejen set stort på Maastricht-traktatens skrappe optagelseskrav i flere tilfælde.

GRÆKERNE ERKENDER SNYD

I 2004 offentliggjorde Grækenlands nyvalgte konservative regering, at de socialistiske forgængere havde opgivet manipulerede tal til Eurostat siden 2000, herunder nøgletallene, som gav adgang til eurozonen. EU Kommissionens formand, Barroso (portugiser), roste regeringen for at gøre op med fortiden og tilføjede, at det nu var op til grækerne at bringe orden i eget hus i 2006.

Men den nye regering viste sig lige så kreativ som den foregående. Forsvarsudgifter blev posteret med tilbagevirkende kraft til tidspunktet for ordren, ikke betaling, og dermed blev de fjernet fra den aktuelle balanceopgørelse. Det blev afvist at lave prognoser for trends i budgettet, og i stedet anvendtes et rent fiktivt underskud på mindre end 3 pct. (det maksimalt tilladte budgetunderskud) i budgetplanlægningen.

Grækerne fortsatte med at låne penge. Alene i 2006 steg statsgælden med 14,7 pct., og det var på et tidspunkt, hvor grækerne stadig kunne låne penge til renter marginalt over de tyske.

Kenneth Rogoff var på det tidspunkt cheføkonom hos IMF, som havde eurozonen i søgelyset, idet alle eurolande havde bygget deres fremgang siden slut-90'erne i stort omfang på lånte penge. Adspurg om euroen kunne bryde sammen svarede han: "Selvfølgelig" – og tilføjede, at om 10 år ville nogle lande måske ikke engang bruge euroen mere.

Også tyskerne havde relativt stor gæld og problemer, men havde i erkendelse af den dyre genforening, et ufleksibelt arbejdsmarked, for høje lønninger m.v. taget fat i problemerne fra midten af 90'erne og det begyndte nu at give resultater. Men i lande som Portugal, Italien og Grækenland udviklede man ikke en tilsvarende økonomisk produktivitet, reformerede de sociale systemer eller fik styr på omkostningerne. De fortsatte med at låne stadig flere penge og forlængede løbetiden, så de nødvendige beslutninger blev skudt ud i fremtiden.

Men det var Tyskland, som kritikken blev rettet imod, da de ifølge kritikere pressede de europæiske partnere op mod en mur. Tyskland så eksporten til eurozonen vokse 7 pct. årligt og 73 pct. af handelsoverskuddet kom fra samhandel med de andre eurolande.

GRÆKENLAND DOWNGRADES I 2009

I september 2008 kastede Lehman Brothers håndklædet i ringen, og det blev som bekendt starten på finanskrisen. Pludselig fik de finansielle markeder et helt andet syn på risiko, især bankerne kom i søgelyset og vurderet på i hvor stort omfang de var sovset ind i uigennemskuelige derivater baseret på de famøse subprimepapirer. Det var de græske banker kun i meget begrænset omfang, og derfor undslap Grækenland i første omgang markedernes kritiske øjne, selv om statsgælden det år med 110 pct. af BNP oversteg Italiens.

Men finanskrisen satte også fokus på ratingbureauernes rolle og deres totale fejlvurdering af subprimeobligationerne pakket ind i uhyre komplicerede strukturerede produkter, som de gav en toprating. I årevis havde ratingbureauerne også enstemmigt rated eurolandenes statspapirer AAA eller AA. Men 14. januar 2009 besluttede Standard & Pors, måske foranlediget af kritikken, at sænke ratingen af Grækenland til A-, hvilket var den laveste af alle 16 medlemslande.

Dette blev starten til en mere kritisk fokus på eurolandene og de ikke-eksisterende straffeforanstaltninger til de lande, som ikke overholder Stabilitetspagtens kriterier. Grækenland og de øvrige problembørn – Italien, Portugal, Spanien og Irland - blev i stigende grad gransket med kritiske øjne, og det blussede op for alvor første gang i 2010.

Og her står vi så i dag. Det handler ikke kun om at fjerne en del af gældsbyrden. En langt større udfordring er det, at opnå bæredygtige indtægter og udgifter. Det kan ikke gøres med hestekure, men kræver en dramatisk forbedring af konkurrenceevnen og dermed reduktion af de eksterne underskud, som præger især Grækenland og Portugal i dag og til dels også Italien og Spanien. Den slags tager tid og kræver store ændringer i relative priser og investeringer i nye aktiviteter. Og som Lombard Street Research pointerer i et nyt papir kan det blive en ekstrem smertefuld proces at genoprette konkurrenceevnen med faldende lønninger og massefyringer; gældsbyrden vil stige yderligere og risikoen for politiske sammenbrud forøges. Det er sandhedens time for det forcerede politiske projekt. I de kommende måneder skal de stærke medlemslande afgøre, hvor langt de er villige til at gå for at forsvare Grækenland og andre – og forsvare det projekt, som deres politiske forgængere fik presset igennem. Euroen kan muligvis ikke eksistere med de 17 nuværende medlemmer – eller overhovedet.

To be or not to be, that is the question.



Greek Finance Minister
George Papakonstantinou

” For at reducere budgetunderskuddet flyttede den græske regering alle typer af udgifter (pensioner, militæruddgifter) fra regnskaberne. For at reducere den græske inflation gjorde regeringen ting som at fastfryse priserne for elektricitet og vand og andre varer leveret af staten og beskar skatterne på gas, alkohol og tobak. Statsansatte statistikere gjorde ting som at fjerne (højtpri sede) tomater fra forbrugerprisindekset på den dag, hvor inflationen blev målt. ”Vi besøgte den mand, der skabte alle disse tal,” fortalte en tidligere Wall Street-analytiker af europæiske økonomier mig. ”Vi kunne ikke holde op med at grine. Han forklarede, hvordan han tog lemonerne ud og satte appelsinerne ind. Der var en masse massage af indekset.”

Michael Lewis, finansreporter for Bloomberg og forfatter til bl.a. Liar's Poker og The Big Short, skrev en opsigtvækkende artikel i Vanity Fair i 2010 om Grækenland. Dette afsnit vedrører Grækenlands kreativitet, da de skulle opfylde kravene for at komme med i euroen.

Da George Papaconstantinou, uddannet på London School of Business og NYU og tidligere ansat i OECD's hovedkvarter i 10 år, tiltrådte som finansminister i oktober 2009, fik han et chok. Den græske regering havde estimeret et budgetunderskud for 2009 på 3,7 pct. af BNP. Efter to ugers ihærdige forsøg på statusopgørelser fra Papaconstantinou måtte estimatet hæves til 12,5 pct. og det faktiske resultat for året blev siden knap 14 pct. Ingen havde overblik over de offentlige udgifter, og det samme indtryk fik en delegation fra IMF.

” Vores folk gik ind og kunne ikke tro, hvad de fandt,” fortalte en senior IMF official mig, ikke længe efter han var vendt tilbage fra IMF's første græske mission. ”Måden, hvorpå de holdt styr på deres finanser – de vidste hvor meget, de var blevet enige om at bruge, men der var ingen, der holdt regnskab med, hvad de rent faktisk havde brugt. Det var ikke engang, hvad du kunne kalde en økonomi under udvikling. Det var et tredje verdens land.”

Michael Lewis om mødet med IMF-folk.

Som det eneste europæiske land har Grækenland ikke et nationalt register for jordbesiddelser og fast ejendom. Fast ejendom beskattes efter en formel, der genererer en såkaldt objektiv værdi. Ejendomspriserne er steget voldsomt over det seneste årti, men grækerne har undsluppet tilsvarende beskatninger ved at opgive en fiktiv handelspris frem for den faktiske.

” Det er forbløffende nok en udbredt antagelse, at alle 300 medlemmer af det græske parlament opgiver den reale værdi af deres huse til at være den computergenererede objektive værdi. Eller, som både en skatteopkræver og en lokal ejendomsmægler udtrykte det over for mig, ”hvert eneste medlem af det græske parlament lyver for at undgå skatter”.

Michael Lewis

GRÆSKE FAKTA

- På øen Zakynthos, for nylig døbt ”den blinde ø” af den græske presse, er over 700 af befolkningen på 35.000 blinde, svarende til en procentdel på 2 pct. I USA er andelen 0,3 pct. De blinde på Zakynthos koster 6,4 mio. EUR årligt i pensioner, og omfatter bl.a. taxachauffører. Sundhedsministeriet har erfaret, at de fleste er født blinde, men det blev ikke opdaget i skolen.
- Andelen af grækere, der får et handicap, er dobbelt så stort som gennemsnittet i EU.
- Pensioner er blevet udbetalt til 231 personer, som har været døde i årevis.
- Transparency International betragter Grækenland som det mest korrupte i EU. Det er helt almindeligt, at bestikelse er nødvendigt for at få ydelser i den offentlige sektor.
- En tredjedel af Grækenlands økonomiske aktivitet er ubeskattet mod et estimeret gennemsnit på 18 pct. i resten af Europa.
- Det vurderes, at den græske stat går glip af 20 mia. EUR i skat hvert år.
- Kun 5.000 mennesker ud af en befolkning på godt 11 mio. opgiver indtægter til skattevæsenet på over 100.000 EUR årligt. I kontrast står det faktum at over 60.000 hjem estimeres at være mere end 1.130.000 EUR værd.
- 2/3 af græske læger tjener officielt under den skattefrie grænse på 12.000 EUR årligt.
- Ifølge loven er der fængselsstraf for skatteunddragelse på over 150.000 EUR. I praksis håndhæves loven ikke, og hvis der endelig er en skattesag tager de græske retsinstanser op til 15 år om at behandle sagen.
- Offentligt ansatte får i gennemsnit knap tre gange lønnen i den private sektor.
- Den nationale jernbane har årlige indtægter på 100 mio. EUR men 400 mio. EUR i lønudgifter og 300 mio. EUR i andre udgifter. Gennemsnitslønnen for en ansat ved statsbanerne er 65.000 EUR årligt. Stefanos Manos udtalte for 20 år siden som finansminister, at det ville være billigere at sende alle Grækenlands jernbanepassagerer med taxa, hvilket stadig er sandt.
- De offentlige skoler i Grækenland er blandt de lavest rangerende i Europa, men beskæftiger ikke desto mindre fire gange så mange lærere som i de finske skoler, der er Europas højst rangerende.
- Pensionsalderen i Grækenland for jobs betegnet som ”anstrengende” var i 2010 55 år for mænd og 50 år for kvinder. Mere end 600 professioner har formået at blive klassificeret som ”anstrengende” og det gælder eksempelvis frisører, musikere, tjenere, radioværter osv. Den gennemsnitlige pensionsalder i andre OECD-lande er 63,2 år.
- Den gennemsnitlige pension i Grækenland er knap 96 pct. af den gennemsnitlige årlige livsindkomst mod 61 pct. i andre OECD-lande.
- I 1990 var statsgælden 71 pct. af BNP; i 2009 115 pct.; i dag 158 pct.

**BNP er i dag en politisk prioritet,
som overskygger alt andet.**

Vækstens forbandelse

Vækst, vækst, vækst. Det er det eneste, der kan redde os, er det indtryk man får, hvis man følger med i debatten om den aktuelle krise, mange lande befinder sig i. Forståeligt, at man gerne vil have øget aktivitet i samfundet, højere beskæftigelse og dermed større indtægter til statskasserne, så statsbudgetterne kan begynde at rette sig igen. Men tager man de lidt længere briller på, kræver det ikke nogen økonomud-dannelse (måske snarere tværtimod) at forstå at en vækst, der indebærer stadig større ressourcebrug og miljøbelastning, ikke kan fortsætte i en uendelighed.

Gennem det seneste årti hvor de store udviklingsøkonomier er kommet på banen og nu sluger en meget stor del af verdens råvarer allerede, er der kommet mere opmærksomhed omkring problemet både i den akademiske verden, den politiske verden, blandt almindelige borgere og nogle få, men ikke mange, økonomer.

Men selv økonomen Robert Solow, der i 1987 fik Nobelprisen i økonomi for sit arbejde omkring netop økonomisk vækst, udtalte i 2008 at USA og Europa snart ville opdage "enten at fortsat vækst vil være destruktivt for miljøet, og at de er alt for afhængige af knappe naturlige ressourcer - eller også at de snarere skal bruge stigende produktivitet i form af fritid".

Mange problemstillinger er naturligvis ikke ukendte for politikerne. I mange år har især Europa været blandt verdens førende inden for miljøteknologi, men også japanerne er langt fremme og har for mange år siden taget teten i f.eks. bilindustrien med stadig mere brændstoføkonomiske motorer. Og den stadig større fokus på global opvarmning og udviklingsøkonomiernes fremmarch gennem det seneste årti har sat mere fokus på grøn vækst og ressourcebesparende teknologier. Men det forslår ingen steder.

BNP OPFUNDET I 1934

Den evige fokus på vækst, som har 24-doblet verdens økonomiske produktion (BNP) på godt 100 år, skal ændres, siger de økonomer, der forsøger i bæredygtig økonomi. Væksten skal begrænses. At begrænse væksten i de rige lande for at dæmpe skadevirkningerne på planeten understøttes af flere forhold. Der er eksempelvis mange tegn på, at økonomisk vækst ikke har nogen sammenhæng med lykkefølelsen. Når først folk har fået dækket deres basale behov, så bliver de ikke lykkeligere af endnu mere velstand. Desuden har stigende ulighed i de seneste årtier fulgt med en stor del af væksten, og det har ledt til problemer, der spænder fra dårlig folkesundhed til social uro. Ydermere vil perspektiverne for reelle forbedringer i mange udviklingsøkonomier sandsynligvis blive forværret, hvis de udviklede lande fortsætter med at gøre indgreb i det økologiske rum.

Men at fjerne økonomisk vækst som en politisk prioritet er i modstrid med de gængse holdninger hos regeringer og mange internationale instanser. Mange nationer reagerede på den seneste finansielle krise med desperate tiltag for at genoptage økonomisk vækst. Men det er faktisk relativt nyt, at regeringer kigger så meget på BNP. BNP blev defineret af den russisk-amerikanske økonom Simon Kuznets i 1934, som samtidig var den første til at advare mod overdreven fokus på opgørelsesmetoden med en kommentar om, at en nations velfærd næppe kan udledes af dens nationalindkomst.

BNP begyndte imidlertid at bide sig fast i økonomi- og politikerkredse og i 1950'erne blev økonomisk vækst en politisk prioritet i sig selv. Men det er problematisk. For BNP kigger kun på den samlede produktion i landet: $BNP = C + I + X - IM$, hvor C er forbrug, I er investeringer, X og IM er hhv. eksport og import af varer og tjenester.

BNP tager eksempelvis ikke højde for, hvis fiskebestanden omkring landet overfiskes, afskovning, store ressourcer opbruges, forurening ødelægger økosystemer, grundvandsreservoirs udtømmes osv. Lige

som den heller ikke tager højde for sociale forhold – om mennesker generelt er ”lykkelige”, uligheden i samfundet, sociale spændinger, graden af kriminalitet, hvor stor en del, der skyldes bekæmpelsen af den, uddannelsesniveaue osv.

ALTERNATIVER TIL BNP

Herman Daly, tidligere økonom i Verdensbanken, har i mange år argumenteret for en *steady-state* økonomisk model, baseret på en række principper, som begrænser materialeforbruget såsom at forbruget af vedvarende ressourcer ikke må overstige regenereringshastigheden; at hastigheden hvormed ikke-vedvarende ressourcer ikke må overskride hastigheden, hvormed der skabes vedvarende substitutter; at affalds-udledning må ikke overstige miljøets evne til at assimilere det.

Daly udviklede oprindeligt i samarbejde med kollegaen Clifford Cobb et alternativt mål for makroøkonomisk succes, som tager højde for sådanne forhold; the Index of Sustainable Economic Welfare (ISEW), som Cobb siden videreudviklede til Genuine Progress Indicator, som udover miljøbelastning også tager højde for ulighed, kriminalitet, frivilligt arbejde, tab af fritid m.v. Estimerer af dette indeks viser en stor afvigelse i forhold til BNP pr. indbygger i mange lande. I en undersøgelse foretaget af Friends of the Earth var gabet mellem USA's BNP og landets GPI særlig markant. BNP pr. person steg markant fra 1970'erne, men GPI gik den modsatte vej.

Joseph Stiglitz og Amartya Sen, der begge er Nobelpris-vindere i økonomi, har også arbejdet med emnet. På foranledning af den franske præsident Sarkozy, der i februar 2008 – et halvt år før finanskrisen brød løs – i utilfredshed med det aktuelle niveau af information om økonomien og samfundet, bad de to økonomer se på emnet. Deres rapport vakte stor opmærksomhed i politiske kredse, men uden efterfølgende handling.

Af andre alternative mål for samfundets tilstand er Human Development Index (HDI), der bruges af FN's udviklingsprogram UNDP og indrager sundhed og uddannelse, men ikke miljø; Gross National Happiness (GNH), der er staten Bhutans lykkebaserede alternativ til BNP; Happy Planet Index, der er et mål for med hvilken økologisk effektivitet et land formår at skabe velfærd og trivsel for borgerne; og det økologiske fodspor fra Global Footprint Network.

Peter Victor, professor på York University i Canada, har også bidraget til at kaste nyt lys over alternative vækstmål. Han konstruerede en model af den canadiske økonomi og fandt frem til omstændigheder under hvilke beskæftigelsen kan øges, fattigdom og udledning af drivhusgasser reduceres og statsgæld effektivt styret – uden økonomisk vækst. En nøgelfaktor i hans beregninger er et kortere arbejdsår, som hjælper med at sprede beskæftigelsen udover en større del af arbejdsstyrken. Nyten af den stigende produktivitet, som man altid vil opleve som følge af teknologiske forbedringer, vil således blive styret direkte mod mere fritid snarere end forøgelse af BNP.

Andre ingredienser i et attraktivt nul-/lav vækst scenario omfatter mere fokuseret og bedre finansierede anti-fattigdoms programmer, som allerede findes i flere udviklede lande og skrappe politikker omkring miljø og ressourcer, baseret på Herman Daleys principper.

Men selv nulvækst er måske ikke nok, hvis de miljø- og ressourcemæssige udfordringer skal imødegås tilstrækkelig hurtigt. Nogle forskere kigger seriøst på muligheden for *degrowth*; at skrumpe udviklede økonomier gradvist for at bringe dem i balance med ressource- og miljømæssige grænser og samtidig forøge livskvaliteten. En sådan strategi vil i alle aspekter af samfundet være langt mere vidtgående og give større dønninger i samfundet. Ikke desto mindre er der et åbenlyst behov for degrowth i brugen af materialer, fossile brændstoffer, land og vand, så måske er degrowth strategien uundgåelig.





FORTÆLLINGEN OM

samfundet skal ændres

Der er overvældende dokumentation af, at verden er på en vej, der kan føre til dramatiske klimaforandringer, økologiske katastrofer, pandemier og kamp, måske endda krig, om basale ressourcer som vand og mad. Alligevel er det kun i yderst begrænset omfang medierne beskæftiger sig med problemerne, skolerne underviser ikke i det, politikerne ved ikke meget om det, og det samme gælder den brede befolkning. Faktisk er der også en udbredt tendens til benægtelse af videnskabelige fakta. Det er populært, at menigmand bestrider den globale opvarmning, og det gælder også en lang række andre forhold som overbefolkning, forurening, fattigdom, ulighed, artsudryddelse, overfiskeri, råvareknaphed og vandmangel – problemer som bliver værre og værre for hvert år.

Hvordan skal man påkalde sig folks opmærksomhed og forståelse af problemerne, hvis ikke dokumentationen kan gøre det?

Medierne er bestemt ikke med os, og det er et problem. Et andet problem er også tendensen til benægtelse af fakta. Når der er noget, der skal ændres, er der altid nogen, der ser deres egen eksistens truet, det gælder bl.a. mange store virksomheder, men også individer, herunder politikere, og derfor er der kræfter, som arbejder på at bestride fakta om global opvarmning. Men en del af forklaringen på folks manglende erkendelse af fakta er også, at de ikke kan se nogen løsninger på hverken den globale opvarmning eller mange af de andre problemer, som er skabt af vores livsstil, og derfor vælger de at ignorere eller bestride fakta – det er en anden typisk reaktion, siger Peter Victor til **INVESTERING**.

Men hvad skal rykke vores forståelse af problemerne så afgørende, at vi ændrer adfærd?

Jeg er ked af at sige det, men mennesker er krisedrevne. Vi ser altid højest et par år frem og koncentrerer os mest om lokale problemer. Nu skal vi antage en længere synsvinkel, men problemet er, at både virksomheder og regeringer er blevet mere kortsigtede – vi mangler i høj grad institutioner, der er smartere, mere langsigtede og med større gennemslagskraft. Som det er i dag, ser det ud til, at det kun er en krise, der kan rykke. Vi så det med hullet i ozonlaget. Videnskaben var meget klar omkring CSC-gassers indflydelse, men det var først, da der kom meget slemme målinger, som viste en voldsom forøgelse af kræfttrikoen, at verden reagerede. Dette tydelige link til menneskers sundhed kan folk desværre ikke se i dag. Faldende biodiversitet, overfiskeri, global opvarmning osv. har i flestes bevidsthed ikke et direkte link til sundhed, selv om det ikke er svært at argumentere for, at den er der på længere sigt. Men selv hvis den globale opvarmning når op på 2-3 grader, er der utvivlsomt mange, der vil nægte at anerkende de kausale effekter fra drivhusgasser.

Så hvordan skal vi komme videre?

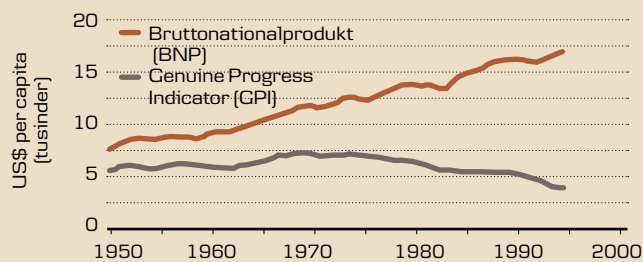
Vi står over for en utrolig lang liste af forbundne problemer, og jeg tror det vigtigste er, at vi ændrer fortællingen om samfundet. At vi er mere åbne over for forandringer og ny viden; at vi forstår, at vi påvirker verden ekstremt, selv om dagligdagen i de rige lande måske kan give det

Tørke truer århundredgamle traditioner. Køer, kameler og geder dør af tørst og sult i det nordlige Kenya. Her er snesevis af dyr bukket under uden for byen Garissa.



ÆGTE FREMSKRIDT?

USA BNP steg over de seneste dekader; GPI, som tager højde for sociale og miljømæssige forhold, faldt.



Kilde: Nature, vol. 468, 371

IDÉER FRA STEADY STATE ECONOMY CONFERENCE, UK 2010

- Begrænse ressourcebrug og affaldsproduktion via globale rammer og national og lokal styring
- Stabilisere befolkningen med balancering af immigration og emigration samt incitament til færre børn
- Opnå en fair fordeling af indkomst og velstand for at modvirke sociale spændinger
- Reformere det monetære system og begrænse bankernes muligheder for udlån og gearing
- Ændring af måden, hvorpå fremgang måles så også sociale og miljømæssige forhold m.v. medtages
- Sikre fuld beskæftigelse ved at konvertere produktivitet til kortere arbejdstid og mere ligelig fordeling af arbejdet
- Forretning og produktion skal gentænkes og virksomhederne skal have skrappe rammer for ekspansion
- Globalt samarbejde skal forbedres for sikre bæredygtigt forbrug af ressourcer
- Forbrugsadfærden skal ændres til "nok" frem for "mere"
- Medier og politikere skal engageres i at lave fortællingen om det bæredygtige samfund

Kilde: Enough is Enough – en rapport baseret på the Steady State Economy Conference, UK 2010 med deltagelse af bl.a. Tim Jackson og Peter Victor.

indtryk, at vi uden problemer bare kan leve videre, som vi plejer. Det er faktisk et godt tidspunkt at ændre fortællingen. Folk har mistet troen på det system, vi har nu, som har givet os store gældsbyrder, eurokrise og stor risiko for en ny recession – og det giver en mulighed for større åbenhed og forandringsvillighed.

Hvordan vil en ændret adfærd påvirke globaliseringen – en stor del af det går jo på producere og købe lokalt?

Globaliseringen er ikke nogen ubetinget velsignelse, som mange gerne vil udråbe den til. At vi er blevet så stærkt forbundne, som vi er i dag, er ikke i nogens interesse. Man skal skelne mellem globalisering og internationalisering. I et vist omfang vil vi altid være afhængige af international samhandel, men man bør producere lokalt i det omfang, det er muligt, ikke mindst madvarer. En del af løsningen på verdens problemer er, at globaliseringen i betydeligt omfang rulles tilbage til en mere lokal vinkel.

VELSTAND UDEN VÆKST

Den britiske regering udpegede i 2004 økonomen Tim Jackson til at stå i spidsen for The Sustainable Development Commission (SDC) - et arbejde, der kulminerede i 2009 med en kontroversiel rapport om en alternativ økonomisk udvikling, *Prosperity without Growth*. Men budskabet blev som så meget andet fortrængt af den økonomiske krise, og allerede i 2010 blev SDC-afdelingen nedlagt. Politisk fokus var på at få i gang i økonomien på traditionel vis.

Er problemet med vores adfærd ikke bare, at vi simpelthen er grådige?

Det er for simpel en beskrivelse. Næsten alle moderne psykologiske undersøgelser fortæller os, at vi bekymrer os for andre, at vi er altruistiske. Men grådighed er også en del af vores natur, og den er blevet overstimuleret. Vi er blevet besat af at købe noget nyt, og det er ikke mindst blevet et mantra for regeringerne, som altid opfordrer til forbrug, hvis der er tegn på svagere vækst. Men faktum er også, at mange mennesker faktisk godt er klar over, at evindeligt forbrug ikke er af det gode. Opgaven består derfor i, at vi skal være i stand til at udvikle et system, som ikke bygger på ubønhørligt forbrug, siger Tim Jackson på telefonen fra London.

Og hvordan gør vi så det?

Vi skal udvikle institutioner med langsigtede perspektiver, og vi skal udvikle et tættere fællesskab og en forståelse af, at udfordringerne er en fælles opgave, som alle skal bidrage til. Men det er svært at overbevise regeringer om, at vi skal ændre kurs, fordi stabiliteten i samfundet jo stadig med den nuværende model afhænger af stabilitet i økonomisk vækst i traditionel form.

AFRIKA-AFDELING I DANSKE INVEST

I løbet af november 2011 vil investeringsforeningen Danske Invest lancere en afdeling, som skal investere i afrikanske aktier. Med afsæt i både et stigende antal afrikanske forbrugere, en voksende arbejdsstyrke, uudnyttede naturressourcer og en omfattende urbanisering ventes den økonomiske vækst at have gode muligheder i Afrika i det kommende årti. Afdelingen vil investere i aktier i selskaber, som deltager i og drager fordel af denne udvikling.

AFRIKA

Den næste store vækstregion



- Med 1 mia. mennesker huser Afrika 14 pct. af verdens befolkning, som desuden er karakteriseret af at være meget ung. I 2040 vil arbejdsstyrken være den største i verden og overgå Indiens og Kinas. Afrikas BNP udgør foreløbig kun 3 pct. af verdens.
- Afrikas økonomiske vækst er accelereret efter 2000 og er den tredjehurtigst voksende region i verden, kun overgået af Asien og Mellemøsten. IMF og WEO forventer, at vækststrategierne for afrikanske lande vil være 3-10 pct. i år.
- Arbejdskraftens produktivitet er støt stigende og væksten har overgået USA og Vesteuropa siden 2003.
- Afrikas forbrug er vokset 275 mia. USD siden 2000 – mere end både Brasiliens og Indiens. Forbrugssektoren tegner sig allerede for mere end 50 pct. af industrierne i Afrika.
- Der er udsigt til massiv vækst i ikke-føde relaterede sektorer. I 2020 forventes mere end halvdelen af afrikanske husholdninger at have købekraft til mere end essentielle goder.
- Afrika er næsten lige så urbaniseret som Kina og har lige så mange byer med 1+ mio. indbyggere som Europa.
- Afkastet af udenlandske direkte investeringer i Afrika er højere end i andre udviklingsøkonomier. Og verdens kapital er i stigende grad ved at få øje på kontinentets muligheder. Kapitalstrømmene til kontinentet er vokset med over 400 pct. siden 2000.
- Den gennemsnitlige inflation er faldet fra 22 pct. i 90'erne til 8 pct. i dag. Statsgælden er reduceret fra 81,9 pct. af BNP til 59 pct. og budgetunderskuddet fra 4,6 pct. til 1,8 pct. af BNP. Udlandsgælden er faldet fra 70 pct. af BNP i 1999 til 20 pct. i 2009.
- Børnedødeligheden er næsten halveret fra 1960. Vaccinationer er mere end fordoblet siden 1973, og forventet levetid er steget fra 41 år i 1960 til 52 år i 2007 trods udbredelsen af HIV/Aids og malaria.
- Andelen af børn, der gennemfører en grundlæggende skoleuddannelse er steget fra 50 pct. i 1999 til 63 pct. i 2010.
- Omfanget af mobilabonnementer svarede i 1998 til 1 pct. af befolkningen, i 2008 var det 32 pct. Verdensbanken har i en undersøgelse estimeret, at forbedringer i Afrikas teleinfrastruktur alene har øget BNP-vækst pr. capita med en procent.

Afrika har skiftet gear og er meget mere end et overflødighedshorn af ressourcer.

Overordnet set ser amerikanske virksomheder ikke Afrika som et attraktivt sted at investere. Billedet af lovløshed, korruption, ustabile regeringer, utilstrækkelig infrastruktur, uuddannede eller ufaglærte mennesker og ugæstfrie regeringsattituder over for virksomheder virker afskrækkende, konkluderede en undersøgelse af U.S. Chamber of Commerce i 2009.

Men den holdning viser sig stadig mere fejlagtig. Det er nemlig ikke blot magtforholdet mellem Øst og Vest, der er en af de helt store globale forandringer i disse år - en transformation af Afrika er i høj grad også. Det store kontinent har vækstmæssigt overgået global BNP siden 2001. Og mens de vestlige lande har været tynget af finanskriser, aktivbobler, kollapsende banker, erhvervsskandaler og overdreven gældssætning, så har Afrika været forskånet for den slags og udmærker sig ved en lang række fordele og positive trends gennem de seneste årtier.

Den helt overordnede forklaring på, at Afrika har forandret sig så meget de senere årtier er: Fred.

I 70'erne var kontinentet plaget af konflikter og borgerkrige i ekstrem grad, men i dag er de væbnede konflikter begrænset til ganske få lande. Over 75 pct. af de afrikanske lande er i dag fungerende demokrati-er mod 12 pct. i slutningen af 80'erne, og regeringer forbedrer løbende infrastruktur, sundhedssystemer, uddannelse og forretningsmiljøer.

Afrika er først og fremmest kendt for de enorme naturressourcer. Kontinentet tegner sig for 29 pct. af Jordens landbaserede arealer og 17 pct. af skovdækket. Det er også her, man finder de største muligheder for potentiel landbrugsjord og ikke mindst en lang række essentielle råvarer. Værdien af underjordiske aktiver repræsenterer i OECD 114.000 USD pr. kvadratkilometer selv efter 200 års intensiv udvindelse, mens tallet for Afrika er 23.000 USD/kvm. Forholdet mellem de to tal er ekstremt misvisende; sandheden er, at Afrika er den sidste store region på Jorden, som i vidt omfang er udforsket.

Allerede i dag er Afrika en gigant inden for minedrift. Afrika producerer 77 pct. af verdens platin; 62 pct. af aluminium silicat; over 50



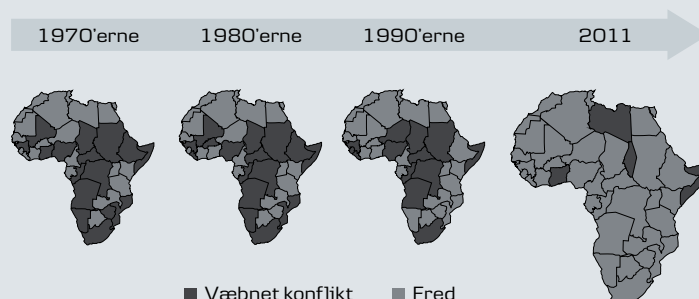
pct. af vanadium og vermikulit; over 40 pct. af diamanter, palladium og krom; mere end 20 pct. af guld, kobolt, uran, mangan og klippefosfat. Også olie, jernmalm kobber og mange andre råvarer findes i store mængder.

Afrikas overflodighedshorn af naturressourcer er for længst opdaget af Kina, som i de senere år har ekspanderet voldsomt i mange afrikanske stater. I bytte for mange essentielle råvarer og adgang til landbrugsjord bygger kineserne havne, kraftværker, veje og andre infrastrukturprojekter, som er essentielle for at forbedre fundamentet for vækst.

FORBRUG OG OUTSOURCING VIL DRIVE AFRIKA

Men Afrika er meget mere end råvarer. Faktisk har hovedparten af den vækst, som har præget Afrika de senere år, ikke været drevet af råvaresalg og minedrift, men af et kraftigt voksende hjemligt marked. I de senere år har stigning i privatforbruget tegnet sig for 2/3 af Afrikas vækst i BNP. Den hastigt voksende middelklasse tæller formentlig allerede nu 300 mio. mennesker ud af kontinentets 1000 mio., mener Vijay Mahajan, forfatter til *Africa Rising*. Kun få har dog foreløbig det niveau af disponibel indkomst, som kendetegner Asiens og Vestens middelklasser, men ikke desto mindre så er forøgelsen af købekraften hos mængden af alt fra revisorer, lærere og stuepiger til taxachauffører og gadesælgere været med til at øge efterspørgselen markant efter varer og tjenesteydelser som mobiltelefoner, bankkonti, dyrere madvarer og fast ejendom. Faktisk udgør servicesektoren i Afrikas 10 største økonomier allerede nu op til 40 pct. af BNP, ikke langt fra Indiens 53 pct.

Mange eksperter tror, at Afrika med sin hurtigt voksende base af forbrugere er på kanten af at blive det nye Indien, takket være en hastig urbanisering og massiv fremgang i services og infrastruktur, som minder om den, der transformererede det asiatiske subkontinent for 15 år siden. I dag har Afrika allerede verdens højeste urbaniseringsrate, hvilket medvirker til at kickstarte væksten via industrialisering og stordriftsfordele. I dag lever allerede en tredjedel af afrikanerne i byer, men det



segment tegner sig for 80 pct. af BNP. I 2040 vil halvdelen af Afrikas befolkning leve i byer, estimerer FN's Centre for Human Settlements.

Oxford-økonomen Paul Collier offentliggjorde i 2010 en analyse, som er interessant med investørøjne. Han havde set på alle Afrikas 954 offentligt handlede afrikanske selskaber, som har fungeret i 2000-2007 og observeret, at deres årlige kapitalafkast var gennemsnitligt 65 pct. højere end tilsvarende selskaber i Kina, Indien, Vietnam og Indonesien, fordi arbejdsomkostningerne steg så voldsomt i Asien. Median profitmargin for de afrikanske selskaber på 11 pct. var også højere end i selskaberne i Asien og Sydamerika. Afrikanske mobiloperatører viste eksempelvis industriens højeste profitmarginer på verdensplan.

Stadig flere multinationale selskaber har fået øje på regionens muligheder. Selv om direkte udenlandske investeringer globalt set faldt 20 pct. i kriseåret 2008, steg kapitalstrømmen til Afrika alligevel 16 pct. Selv kinesiske selskaber er i stigende grad ved at planlægge outsourcing af basal produktion til Afrika. Verdensbanken hjælper Kina med at etablere en industriel zone i Etiopien, den første af muligvis adskillige offshore centre svarende til de blomstrende frihandelszoner, som var med til at åbne Kinas økonomi op i 80'erne, beskriver Newsweek.

Trods alle de lovende trends skal det dog understreges, at Afrika stadig er den yderste frontlinje af Emerging Markets, og der er betydelige risici forbundet med aktieinvestering her. Selv om der har været markant fremgang, er vanskeligheden og omkostningen ved at drive virksomhed i Afrika stadig blandt de højeste i verden, viser data fra IMF. Sammen med udbredt korruption – Transparency International kalder problemet "voldsomt" i 36 af 53 afrikanske stater – er det på den baggrund ikke overraskende, at Afrika stadig ofte opfattes som et dårligt sted at drive virksomhed.

Men i en verden, hvor Vesten har bragt sig selv i en krise, det vil tage mange år at arbejde sig ud af, har investorerne fået et nyt syn på Afrika og risiko. Som Verdensbankens præsident Robert Zoellick, påpegede i 2010, så har langsigtede investorer i kølvandet på den økonomiske krise erkendt, at også de udviklede markeder har store risici i sig. Den observation er ikke blevet mindre valid her i 2011, hvor USA og Europa balancerer på kanten af en ny recession, aktierne er styrtet ned på kort tid, og en ny finanskrise ligger på lur.

Engang var det menneskeheden, der måtte indrette sig på naturens præmisser. Nu er det omvendt.

Vi lever i ANTROPOCÆN



DAVID ATTENBOROUGH ADVARER

David Attenborough, manden der formentlig har set mere af verdens natur end nogen anden, har i årevis peget på klodens stigende befolkning som det største og mest oplagte problem at tage fat i, hvis man skal bevare klodens økosystemer og sikre en acceptabel levestandard for alle mennesker. I Royal Society holdt han tidligere i år en opsigtsvækkende tale. Her bemærkede han bl.a., at i mange af de glimrende og detaljerede rapporter om nedslidningen af klodens natur, fald i biodiversitet og tiltagende global opvarmning, er der ingen, der tager fat i befolkningsvæksten.

"Jeg møder ingen, som privat er uenig i, at befolkningsvækst er et problem. Ingen – undtagen flat-earthers – kan benægte, at planeten er endelig. Så hvorfor er der næsten, der tør sige det offentligt? Der ser ud til at være et bizart tabu omkring emnet."

Han fortsatte:

"Det forbliver et indlysende og brutalt faktum, at på en endelig planet vil den menneskelige befolkning med sikkerhed stoppe på et tidspunkt. Og det kan kun ske på en af to måder. Det kan ske før, ved at der fødes færre mennesker – med svangerskabsforebyggelse. Det er den humane vej, den kraftfulde mulighed, som tillader os alle at håndtere problemet, hvis vi kollektivt beslutter det. Alternativet er en forøget dødsrate – den måde, som alle andre skabninger må lide under, gennem sult eller sygdom eller krig – over olie eller vand eller mad eller mineraler eller græsningsrettigheder eller bare plads at leve på. Der er, desværre, ikke noget tredje alternativ til ubegrænset vækst."

Selv om Jorden har undergået mange perioder med betydelige miljømæssige forandringer, så har planetens miljø faktisk været usædvanlig stabilt igennem de seneste 10.000 år. Denne varme periode med stabilitet – af geologerne kaldet Holocæn – har set menneskelige civilisationer rejse sig, udvikle sig og blomstre op. Miljømæssige forandringer er forekommet naturligt, og Jordens regulerende kapacitet har vedligeholdt de betingelser, som muliggjorde menneskelig udvikling.

Men den periode er slut. Vi er nu i Antropocæn – den menneskeskabte geologiske periode, hvor det er mennesker, der dominerer naturen. Det har forskere løbende helt tilbage fra 1800-tallet antydnet, og dokumentationen af menneskets økologiske fodaftryk er blevet stadig mere tydeligt. Atmosfærekemikeren Paul J. Crutzen, tidligere Nobelprismodtager for sit arbejde om hullet i ozonlaget, fastslog i 2000, at Antropocæn er en geologisk periode i sig selv, og forværringen af klodens klima og miljø siden da har ført til, at det i dag er et accepteret faktum blandt geologer. Og i modsætning til naturskabte geologiske ændringer, der foregår over mange tusind eller millioner år, foregår denne over nogle få hundrede, hvilket er ekstremt i et geologisk perspektiv.

At mennesket nu former naturen i sit eget billede er tydeligt på mange fronter. Eksempelvis indebærer et enkelt ingeniørprojekt, Syncrude minen til udvinding af tjæresand i Athabasca, Canada, at der skal flyttes 30 mia. tons jord – det dobbelte af den mængde sediment, der flyder ned ad alle verdens floder på et år. Denne strøm af sediment er i øvrigt i sig selv faldende; næsten 50.000 store dæmninger har over det seneste halve århundrede reduceret mængden med næsten 20 pct. – og det er en af forklaringerne på, hvorfor Jordens deltaområder, hjem for hundreder af mio. mennesker, eroderer hurtigere end, de kan gendannes.

Men der er mange andre eksempler. Overfiskeri estimeres at tegne sig for over 60 pct. af kendte lokale og globale udryddelser af maritimt liv; en del fiskepopulationer er reduceret med over 90 pct. og koralrev, hvoromkring en fjerdedel af verdens fisk lever, uddør i stigende grad som følge af oceanets CO₂-afledte forsuring.

Enorme ansamlinger af plastic flyder i havet, i særlig grad koncentreret i oceanernes fem store strømsystemer. Den største findes i den nordlige af Stillehavets to strømsystemer. I denne – The Great Pacific Garbage Patch – er de største plasticansamlinger på størrelse med Texas.

Næsten 90 pct. af verdens planteaktivitet findes i økosystemer, hvor mennesker spiller en betydelig rolle.

Mængden af biomasse, der nu går rundt på Jorden i form af menne-

sker og husdyr overstiger alle andre større dyr. Verdens økosystemer er domineret af en i stigende grad homogen og begrænset gruppe af grøder, husdyr og skabninger som klarer sig godt i miljøer domineret af mennesker. Mens skabninger, der er mindre anvendelige eller tilpænsdygtige får det stadig vanskeligere – artsudryddelsen er langt større end i normale geologiske perioder.

Tropiske regnskove forsvinder hurtigt, frigør CO₂ og forstærker artsudryddelsen. Dæmningsbyggerier og afledning af flodløb er hverdagskost, og mere end halvdelen af alt ferskvand udnyttes af mennesker.

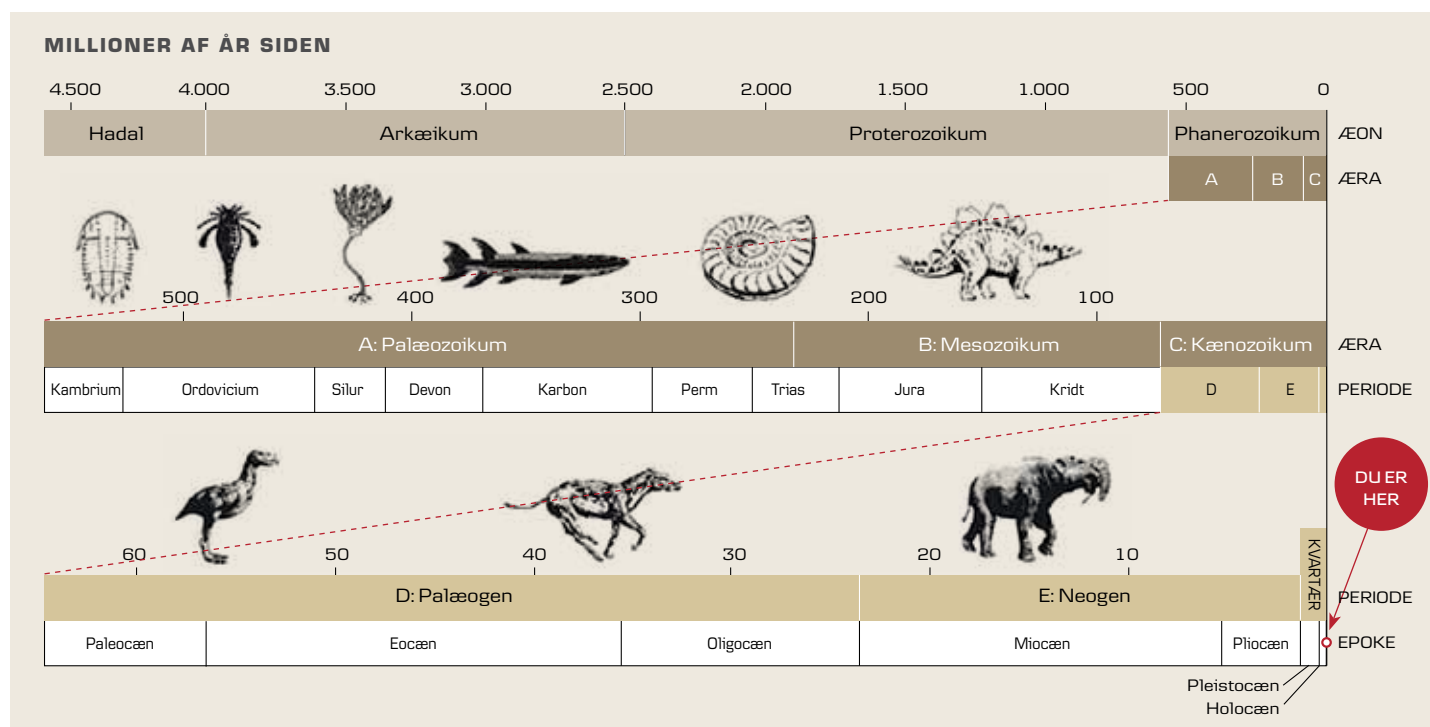
Den naturlige kulstofcyklus forstyrres dramatisk af den enorme afbrænding af fossile brændstoffer dannet over millioner af år. Også den naturlige nitrogencyklus er voldsomt ændret med store miljømæssige konsekvenser. Omkring 40 pct. af nitrogenet i det protein, som mennesker spiser i dag, er kommet ind i maden via kunstige gødningsmidler – og havde mennesket ikke speedet nitrogencyklen op, ville der ikke være nær så mange mennesker.

Mange giftige substanser lukkes ud i miljøet, selv nogle, der slet ikke er giftige, men ikke desto mindre har alvorlige skadelige effekter, f.eks. klor-fluor carbonater, som forårsagede ozonhullet over Antarktis, og som nu er reguleret.

”Tingene kunne være blevet meget værre. De ozon-ødelæggende egenskaber af halogenerne har været studeret siden midten af 70’erne. Hvis det havde vist sig, at klor opførte sig kemisk som brom, ville ozonhullet have været et globalt fænomen, hele året rundt, og ikke kun en begivenhed i det antarktiske forår. Mere ved held end visdom udviklede denne katastrofale situation sig ikke,” skrev Crutzen i Nature i 2002.

Listen over Homo Sapiens’ fodaftryk fortsætter. Og det mest skræmmende er, at de enorme menneskelige fodaftryk i store træk er skabt af kun 25 pct. af Jordens befolkning, nemlig dem i de industrialiserede lande – og det er som bekendt ved at ændre sig hurtigt.

”Medmindre der forekommer en global katastrofe – et nedslag af en meteorit, en verdenskrig eller en pandemi – så vil menneskeheden forblive en stor miljømæssig kraft i mange årtusinder. En skræmmende, kolossal opgave ligger forude for videnskabsfolk og ingeniører i at guide samfundet mod miljømæssigt bæredygtig styring igennem den Anthropocæne æra. Dette vil kræve passende menneskelig adfærd i alle henseender, og kan meget vel involvere internationalt accepterede, geo-engineering projekter i stor skala, eksempelvis til at ”optimere” klimaet. På dette stadie træder vi imidlertid stadig på *terra incognita*,” skrev Crutzen



Planetare grænser for men

Det er i stort omfang på grund af det enorme og stadigt voksende forbrug af fossile brændstoffer samt industrialiserede former af landbrug, at menneskelige aktiviteter har nået et niveau, som kan skade de systemer, der har fastholdt Jorden i den ønskværdige Holocæn æra. Hvis det sker, kan resultatet blive irreversibelt og få katastrofale konsekvenser for menneskeheden. Hvis det ikke var for det menneskelige pres, ville Holocæn ellers kunne forventes at fortsætte i adskillige tusind år.

Men for at imødegå udfordringen med at fastholde Holocæn fastslog en lang række forskere fra hele verden i 2009 "planetare grænser" for ni nøgleområder og præsenterede dem i Nature. Hensigten med grænserne er at definere det "sikre operative rum", som menneskeheden kan agere i med hensyntagen til planetens biofysiske subsystemer eller processer.

OVERSKRIDELSE AF GRÆNSER KAN FØRE TIL DRAMATISKE ÆNDRINGER

Selv om Jordens komplekse systemer nogle gange responderer blødt på ændret pres, er det snarere undtagelsen end reglen, siger erfaringen. Mange subsystemer på Jorden reagerer nemlig på en ikke-lineær, ofte abrupt måde og er særligt sensitive omkring bestemte tærskelværdier for visse nøglevariable. Hvis disse tærskelværdier overskrides kan vigtige subsystemer – som eksempelvis monsun systemet – skifte til et nyt stadie, ofte med ødelæggende eller katastrofale konsekvenser for mennesker og mange økosystemer. Som f.eks. hvis den globale opvarmning overskrider to grader.

Mange af disse tærskelværdier kan defineres for en kritisk værdi for en eller flere styringsvariable som f.eks. koncentrationen af CO₂. Ikke alle processer eller subsystemer på Jorden har veldefinerede tærskelværdier, selv om menneskelige aktiviteter, der underminerer modstandsdygtigheden af dem – f.eks. ødelæggelse af land og vand – kan

øge risikoen for at tærskelværdier også vil krydses i andre processer, f.eks. klimaet.

Men der er videnskabelig konsensus om, at tre af nøgleområderne for længst har overskredet deres smertegrænse. Det drejer sig om klimaændringer, tabet af biodiversitet og interferensen med den naturlige nitrogencyklus.

KLIMA

Forskerne har tre hovedargumenter for tærskelværdien i klimaændringer. De fleste modeller indikerer, at en fordobling af CO₂ i atmosfæren vil føre til en global temperaturstigning på 3 grader C (usikkerhedsinterval 2-4,5 grader C). Men disse modeller inkluderer ikke langsigtede forstærkende feedback processer, som varmer klimaet yderligere – det gælder f.eks. reduktioner i overfladearealet af isdækket eller ændringer i fordelingen af vegetation. Tager man højde for feedbackprocesserne, så vil en fordobling af CO₂ føre til en temperaturstigning på 6 grader C (usikkerhedsinterval 4-8 grader C), hvilket vil true de livsstøttende økologiske systemer, som har udviklet sig i det sene Kvartær miljø – og det vil alvorligt udfordre levedygtigheden af de nuværende menneskelige samfund.

Et andet argument for CO₂ tærskelværdien er stabiliteten af de store polare iskapper. Data fra de seneste 100 mio. år viser, at CO₂ koncentrationerne var en vigtig faktor i den lange afkøling over de seneste 50 mio. år. Desuden var planeten stort set isfri indtil CO₂ koncentrationerne faldt under 450 parts per million (+/- 100 ppm), hvilket indikerer, at der er en kritisk tærskel mellem 350-550 ppm.

Et tredje argument er de begyndende beviser på, at Jordens subsystemer allerede er på vej ud af deres stabile Holocæn stadie. Beviserne omfatter den hastige tilbagetrækning af sommerisen i det arktiske ocean og verdens bjerggletsjere, tabet af masse fra iskapper i Grønland og Vest-Antarktis samt de accelererende stigninger i havvandstanden gennem de seneste 10-15 år.



neskelige aktiviteter

TAB AF BIODIVERSITET

Artsudryddelse er en naturlig proces, der også forekommer uden menneskelige aktioner. Men det er accelereret voldsomt og sker nu med en hastighed ikke set siden den sidste globale masseudryddelse for 55 mio. år siden. I dag er artsudryddelsen 100-1000 gange større end den naturlige. Og klimaændringer vil forstærke processen i dette århundrede – hvor op til 30 pct. af alle arter af pattedyr, fugle og amfibier er truet af udryddelse.

Tab af biodiversitet forekommer på lokalt og regionalt niveau, men kan have gennemtrængende effekter på, hvordan Jordens systemer virker, og det interagerer med flere af de andre planetare grænser. Eksempelvis kan tab af biodiversitet øge land- og vandbaserede økosystemers sårbarhed over for ændringer i klima og oceanernes surhedsgrad og dermed reducere de kritiske tærskelværdier for disse processer.

Der er en voksende forståelse for, hvordan tab af biodiversitet kan påvirke økosystemerne. Bl.a. at en tilsyneladende overskudskapacitet er en vigtig buffer for at fastholde et økosystems modstandsdygtighed. Økosystemer, som afhænger af få arter i kritiske funktioner er særligt sårbare over for forstyrrelser som sygdom og har en større risiko for at skifte drastisk karakter.

Det er vanskeligt at fastsætte grænser for biodiversitet. Selv om det er anerkendt, at en rig blanding af arter underminerer økosystemers modstandsdygtighed, er der begrænset viden om hvor meget og hvilke typer af biodiversitet, der kan tabes, før denne modstandsdygtighed er eroderet. Forskerne kan dog sige med sikkerhed, at Jorden ikke kan fastholde det nuværende tab af biodiversitet uden betydelig erosion af økosystemers modstandsdygtighed.

NITROGEN OG FOSFORCYKLER

Moderne landbrug er en betydelig faktor i den miljømæssige forurening, og det omfatter ikke mindst menneskets indgreb i nitrogen- og fosforcykler. I planetar skala er de menneskeligt tilførte mængder af

nitrogen og fosfat nu så store, at de forrykker den naturlige cyklus af disse to vigtige elementer.

I dag konverteres omkring 120 mio. tons N₂ fra atmosfæren til primært gødningsbrug – og det er mere end de samlede naturlige processer fra Jordens landmasser. Meget af denne reaktive nitrogen ender i miljøet og forurener vandløb og kystzoner, akkumuleres i landsystemer og tilfører yderligere gasser til atmosfæren - kvælstofilte er faktisk en af de vigtigste ikke-CO₂ drivhusgasser. Det eroderer langsomt modstandsdygtigheden af vigtige subsystemer, og vandet i søer er f.eks. skiftet fra klart til grumset.

Fosfor er et fossilt mineral, akkumuleret som et resultat af geologiske processer. Det udvindes fra klipper og anvendelsen spænder fra gødningsmidler til tandpasta. Over 20 mio. tons fosfor udvindes årligt og 8.5-9.5 mio. tons finder vej til oceanerne – otte gange den naturlige tilgang.

Studier af Jordens historie viser, at storstillede oceaniske tilfælde af iltmangel er forekommet, når kritiske niveauer for fosfor tilgang til oceanerne er oversteget – og det har forårsaget masseudryddelser af maritimt liv. Modeller viser, at en vedholdende tilgang af fosfor på 20 pct. mere end den naturlige har været nok til at fremkalde de iltfattige begivenheder.

Forskerne estimerer, at hvis der er en tilgang på mere end 10 gange den naturlige præindustrielle, så bliver iltfattige fænomener i stor skala mere sandsynligt. Der findes i dag allerede adskillige døde zoner i oceaner, søer, floder og kystzoner.

Forskerne understreger, at de ni planetare grænser er tæt forbundne. Det nytter derfor ikke noget, at vi blot fokuserer på en enkelt eller nogle få – overskridelse af en enkelt grænse via natursystemernes interaktion og gensidige afhængighed føre til overskridelse af andre grænser og dermed forstærke processen mod irreversible tipping points.

PLANETARE GRÆNSER				
Jord-system proces	Parametre	Foreslået grænse	Aktuel status	Præ-industriel værdi
Klimaændring	(i) Atmosfærisk carbon dioxid koncentration (parts per million ved volumen)	350	387	280
	(ii) Ændring i "radiative forcing" (watt per kvadratmeter)	1	1.5	0
Tab af biodiversitet	Hastighed af udslettelse (antal arter per million arter årligt)	10	100	0.1-1
Nitrogen cyklus (del af grænse med fosfor-cyklen)	Mængde af N ₂ fjernet fra atmosfæren til menneskeligt brug (millioner tons per år)	35	121	0
Fosfor (F)-cyklus (del af en grænse med nitrogen-cyklen)	Mængde af F som flyder ud i oceanerne (millioner tons årligt)	11	8.5-9.5	-1
Stratosfærisk ozon udtømning	Koncentration af ozon (Dobson enhed)	276	283	290
Ocean acidificering	Global gns. mætningsgrad af aragonit i overflade havvand	2.75	2.90	3.44
Global anvendelse af ferskvand	Menneskers forbrug af ferskvand (km ³ per year)	4.000	2.600	415
Ændring i brug af land	Procent af global landoverflade konverteret til landbrugsjord	15	11.7	Lav
Atmosfærisk aerosol indhold	Samlet partikel koncentration i atmosfæren på regional basis	skal fastlægges		
Kemisk forurening	For eksempel, mængde udledt til, eller koncentration af vedvarende organiske forureningskilder, plastic, endokrine "disrupters", tungmetaller og nukleært affald i det globale miljø eller effekterne på økosystemer og funktioner i Jord-systemet	skal fastlægges		

Grænser for processer i mørkegrøn er blevet krydset.

Kilde: Nature, vol. 461, 472-475

Ambitiøse PLANER

Lester R. Brown, leder af Earth Policy Institute, skitserer i sin bog Plan B 4.0 en ambitiøs plan for at løse de globale udfordringer.



EU-borgerne er i stigende grad bekymrede for de globale ressource- og miljømæssige udfordringer. En meningsmåling lavet for EU-Kommissionen i samtlige 27 medlemslande i EU viser, at borgerne er mere bekymrede over klimaforandringer end økonomi. 20 pct. siger, at klimaforandringer er det alvorligste problem, verden står overfor, kun overgået af fattigdom, sult og mangel på drikkevand, som 28 pct. siger er alvorligst. Kun 16 pct. er mest bekymrede over økonomien.

Bogen, der udkom sidst i 2009, demonstrerer, hvordan de store globale problemer er tæt forbundne og gensidigt påvirkende. Brown mener, at hvis vi ikke agerer hurtigt og beslutsomt, står vi snart over for en konstellation af gensidigt forstærkende kriser som følge af befolkningspres, klimaændringer, tab af naturlige ressourcer og global hunger. Problemerne kan ikke betragtes og håndteres i isolation fra hinanden.

Befolkningsvæksten, stigende velstand i industrialiserede lande og udviklingsøkonomier og tilsvarende højere forbrug af flere mennesker lægger et uholdbart pres på Jordens ressourcer. Græsområder overgræsses, fiskebestande overfiskes, grundvandsreservoirer tømmes for hurtigt og tropiske skove forsvinder. I takt med at vand bliver knappere udvider opdyrkning af jorden sig til tørrere områder. Overgræsning, afskovning og kultivering af regnfattige områder udvider arealer, som er følsomme over for erosion fra vind og vand og forårsager tab af fertil overfladejord og fører til uproduktive landområder og ørkendannelse. Fattigdom fører til yderligere befolkningsvækst. Og fattige børn lider under kognitive og fysiske handicap og bliver mindre produktive og mindre modtagelige over for uddannelse. Kvinder, som er mindre uddannede og lever på mindre produktiv jord, har mindre adgang til familieplanlægningsydelser og får flere børn.

Vand er en kritisk komponent, fordi så meget af den er nødvendig til afgrøderne. Hver person drikker i gennemsnit 4 liter vand om dagen, men med den gennemsnitlige fødeindtagelse kræver det yderligere 2000 liter vand at producere ifølge Brown. Mange steder bruges grundvandet hurtigere, end det kan nå at gendannes. Et eksempel er Saudi-Arabien, hvor det allerede er besluttet, at hvededyrkning skal ophøre fra 2016, fordi der ikke er vandressourcer nok. Som et modtræk til at mindske afhængigheden af import har Saudi-Arabien og en række andre lande med lignende problemer begyndt at opkøbe eller lease store landområder i lavindkomst-lande.

Brown anser føde for at være det svageste led i kæden af forbundne problemer og argumenterer for, at alle de andre faktorer vil konvergere til dramatisk at reducere vores globale afgrødekilder og fiskerier og skabe global hunger, hvis vi ikke tager fat i problemerne med en hast og beslutsomhed som sidst set i starten af anden verdenskrig.

Brown forfalder ikke til blot en pessimistisk tone, men er faktisk bemærkelsesværdig forhåbningsfuld. Han gør opmærksom på, at der er behov for enorme forandringer, men nævner også grobund for en vis optimisme. Eksempelvis nævner han, at North Dakota, Kansas og Texas har nok tilgængelig vindenergi til dække hele USA's elektricitetsbehov og at en alternativ energiindustri vil være mere arbejdskraftintensiv end industrien med fossile brændstoffer, hvorfor et skifte til den alternative industri vil skabe flere jobs.

HOVEDELEMENTERNE I PLAN B 4.0:

FORØGE ENERGIEFFEKTIVITET OG KONSERVATION

Skift de klassiske elpærer ud med de strømbesparende. Forøg standarder for energieffektivitet i elektriske husholdningsapparater. Forøg energieffektivitet og vandeffektivitet i bygninger. Skift til et elektricitetsbaseret transportsystem med brug af hybrid- og elbiler, udvikling af højhastigheds jernbaner og redesign af byer til cykler og mennesker frem for biler. Forøg recycling. Gør ikke-livsvigtige men energiintensive faktorer mindre attraktive, såsom vand på plasticflasker og brug af plasticposer. Udvikle et mere effektivt nationalt elektricitetsnet, som kan bruge vind og sol som base, og brug af smartmeters som reducerer spidsbelastning og belønner energieffektivitet. Opfordre folk til at købe lokalt produceret mad. Opfordre folk i rige lande til at spise mindre kød.

SKIFT FRA FOSSILE BRÆNDSTOFFER TIL VEDVARENDE ENERGI

Forøg land- og havbaserede vindmøller og dermed brugen af en energikilde, som er rigelig, billig og vidt tilgængelig og kan udvikles hurtigt. Brug solceller og soltermiske anlæg, hvor det er mest hensigtsmæssigt, såsom blandt de 1,6 mia. mennesker, der ikke er forbundet til et elektricitetsnet og inden for solbælter såsom det nordlige Afrika. Udvikle geotermiske energikilder i områder, hvor det er muligt såsom The Pacific Ring of Fire og The Great Rift Valley i Afrika. Fortsat udvikle teknologier til konvertering af cellulosebaseret plantemateriale til en energikilde, men droppe udnyttelse af landbrugsjord til biobrændsel. Brown mener, at vi bør stile mod, at have reduceret CO₂-udledningen med 80 pct. allerede i 2020.

STABILISERE BEFOLKNINGEN OG ELIMINERE FATTIGDOM

Udvid adgangen til uddannelse, skolemad, prænatal omsorg og ernæring, familieplanlægning for at begrænse befolkningen til 8 mia. i 2042. Udvide adgang til vaccinationer. Eliminere landbrugssubsidier i rige lande på afgrøder som bomuld og sukker for at understøtte landmænd i de fattige lande. Eftergive gæld til lande i umulige gældsfælder. Eliminere subsidier i rige lande til udvikling af ethanol.

GENOPRETTE JORDEN

Standse tropisk afskovning ved at reducere papirbrug (f.eks. ved at bruge stofservietter, -bleer og shoppingposer) og genbruge papir; kun købe træprodukter fra godkendte bæredygtige skove; udvide bæredygtige træplantager i tropiske områder; levere billige solare komfurer til folk i fattige landområder for at mindske brugen af træbrændsel; begrænse befolkningsvæksten. Fjerne incitamenter til at rydde skovområder til afgrødeproduktion ved at fjerne subsidier til biobrændsel, forbyde opbygning af ethanolanlæg og dermed sænke prisen på afgrøder. Bevare overfladejord og fertile landområder ved mere brug af no-till landbrug (direkte såning) eller minimal jordbearbejdning. Genoprette fiskeri ved at skabe et globalt netværk af marine områder beskyttet mod fiskeri, som så vil genoprette marine økosystemer og øge afkast af fiskeriet fra områderne omkring de beskyttede områder; reducere udskylning af gødningsstoffer, giftige kemikalier, tungmetaller og endokrine forstyrrende elementer i vandvejene; reducere CO₂-udledning som opløst i oceanerne øger surhedsgraden og ødelægger marint liv, især koralrev, hvoromkring en fjerdedel af verdens fiskearter lever.

FØDE BEFOLKNINGEN

Beskyt fødevarerforsyning ved at bevare fertilt land og fiskeri gennem ovenstående. Udvide dobbeltafgrøder, f.eks. ved at dyrke vinterhvede og sommer sojabønner på samme jord. Øge vandingseffektivitet i landbruget. Øge efterspørgselen efter mere effektivt producerede proteiner ved at spise mere fisk fra fiskefarme som karper, maller og tilapia (som

producerer 1 kg vægt for mindre end 2 kg afgrøder) og mindre svin (1 kg vægt for 3 kg afgrøder) og oksekød (1 kg vægt for 7 kg afgrøder).

HVAD MED REGNINGEN?

Brown er naturligvis klar over, at hans planer vil koste mange penge. Han estimerer, at planerne for at opfylde basale sociale nødvendigheder med udryddelse af fattigdom og begrænsning af populationsvæksten vil koste 77 mia. dollars årligt. Planer for at stabilisere grundvandsreservoirer og genoprette skove, græsområder, fiskerier og overfladejord vil koste 110 mia. dollars årligt. Men han bemærker også, at det årlige militære budget i USA er 607 mia. dollars – og det paradoksale i, at amerikanerne ikke forstår, at den største sikkerhedstrusel er fortsat udbredelse af fattigdom, voksende befolkning, udtømmning af naturlige ressourcer og reduktion af fødevarerklender. Ifølge Brown vil imødegåelse af disse trusler på globalt plan kunne opnås ved at omdirigere 13 pct. af verdens samlede militærbudgetter mod problemerne.

Dette omfatter dog ikke omkostningerne ved at restrukturere økonomiernes energiforsyninger og stabilisere klimaet. Men Brown foreslår, at disse problemer kan imødegås ved at restrukturere nuværende skatter og subsidier. I 2006 brugte USA f.eks. 74 mia. dollars til at støtte olie, gas, kul og atomkraft industrier. Iran subsidierede olieforbrug med 37 mia. dollars årligt, og Verdensbanken har estimeret, at hvis disse subsidier blev udfaset, ville Irans CO₂-udledning falde med 49 pct. Udviklede lande bruger årligt 258 mia. dollars på subsidier til landbruget, og mange af disse penge kunne i stedet dirigeres mod støtte til vedvarende energi.

Brown foreslår også, at indkomstskatter reduceres for i stedet at hæve skatter, som skal stimulere hastig vækst i industrien for vedvarende energi. Han citerer N. Gregory Mankiw, økonomiprofessor fra Harvard og for George W. Bush' Council of Economic Advisors: *"Cutting income taxes while increasing gasoline taxes would lead to more rapid economic growth, less traffic congestion, safer roads, and reduced risk of global warming – all without jeopardizing long-term fiscal solvency. This may be the closest thing to a free lunch that economics has to offer."*

Brown er stærk fortalende for en direkte carbonskat, som efter hans opfattelse er den mest effektive måde at stimulere investeringer i industri og praksis på, som vil stabilisere klimaet frem for et cap and trade-system, idet det er lettere at forstå, vil forårsage mindre udsving i carbonprisen, og derfor sandsynligvis vil stimulere investeringer i vedvarende energi i højere grad.

Brown erkender, at han ikke har skabt en plan, der politisk er nem at sluge. Men snarere en plan, som er baseret på, hvad der skal til, hvis vi skal undgå en katastrofe givet vores bedste videnskabelige tænkning. Han sammenligner menneskets nuværende adfærd med et Ponzi scheme, i hvilket vi investerer i adfærd, der kun producerer afkast ved at forbruge selve aktivbasen. Når vi tager mere vand, fisk, overfladejord og træer end verden kan reproducere, forbruger vi de ressourcer, som er nødvendige for at kunne bære fremtidige generationer – og en sådan investering vil uundgåeligt kollapse.

Han erkender også det problematiske i, at verden formentlig har brug for en wake-up call for at igangsætte de vigtige reformer og processer. Han henviser her til, at når videnskabsfolk skal udpege et Pearl Harbour-lignende wakeup-call, så peger de ofte på opbrydning af store dele af den vest-Antarktiske ismasse. Dette ville føre til en stigning i havvandstanden på 60-90 cm. Men problemet med et sådant "response to crisis"-scenario er, at hvis vi når det punkt, så kan det være for sent at forhindre opbrydning af den resterende ismasse i Vest-Antarktis eller den grønlandske, hvilket ville føre til stigninger på hhv. 5 meter og 15 meter.

Arbejdspladser rykker ud af de rige lande, og udviklingsøkonomierne rykker stadig højere op i værdikæden. De rige lande, især USA, har et strukturelt problem på det værst tænkelige tidspunkt.

Globalisering presser VESTEN

Indtil omkring årtusindskiftet var effekterne af globalisering på distributionen af velstand og jobs overvejende godartede. I gennemsnit voksede de udviklede økonomier med 2,5 pct. årligt, og i de fleste af dem så bredden og variationen af jobmuligheder for forskellige niveauer af uddannelse ud til at stige. Med ekstern hjælp så rejste selv lande, der var ødelagt af anden verdenskrig, sig. Importerede varer blev billigere efterhånden som udviklingsøkonomierne engagerede sig i verdensøkonomien, til gavn for forbrugere i både rige og fattige lande.

Men i takt med at udviklingsøkonomierne blev større og rigere, så ændrede deres økonomiske strukturer sig som en respons på kræfterne af komparative fordele: De bevægede sig højere op i værdikæden. I dag ser vi, at udviklingsøkonomierne i stigende grad producerer den slags high-value-added komponenter som for 30 år siden var de rige landes eksklusive ansvarsområde.

”Denne opstigning er en permanent, irreversibel ændring. Med Kina og Indien – som tilsammen tegner sig for næsten 40 pct. af verdens befolkning – der resolut bevæger sig op ad denne stige, så vil strukturelle økonomiske ændringer i udviklingsøkonomier kun have endnu større påvirkning af resten af verden i fremtiden,” skriver Michael Spence, nobelprisvinder i økonomi 2001, i et nyligt nummer af Foreign Affair.

Ved at flytte dele af de internationale forsyningskæder har globaliseringen påvirket prisen på varer, jobmønstre og lønninger næsten overalt. Det ændrer strukturen af individuelle økonomier på måder som påvirker forskellige grupper inden for disse lande forskelligt. I de udviklede lande fører det til en omfordeling af jobmuligheder og indkomster.

I det meste af efterkrigsperioden har amerikanske politikmagere antaget, at vækst og beskæftigelse er gået hånd i hånd, og den amerikanske økonomis resultater har i store træk bekræftet den antagelse. Men den strukturelle evolution af den globale økonomi i dag og dens effekter på USA's økonomi betyder, at for første gang begynder vækst og beskæftigelse i USA at divergere. De største udviklingsøkonomier er begyndt at blive mere konkurrencedygtige på områder, hvor USA historisk har været dominerende.

Spence skriver med en amerikansk synsvinkel, men faktum er, at de øvrige OECD-lande står med lignende problemer på hånden. Udviklingsøkonomierne bevæger sig hastigt op i værdikæden, og det stiller krav til alle om at fokusere på konkurrenceevnen i form af uddannelse, lønudvikling og produktivitet – hidtidige komparative fordele og kom-

petenceområder skal fastholdes og udvikles, og nye områder som eksempelvis clean tech skal opdyrkes yderligere.

RINGE JOBVÆKST I EKSPORTSEKTOREN

De største arbejdsgivere i USA er den offentlige sektor og health care-industrien, som i 2008 stod for hhv. 22 mio. og 16 mio. jobs og en vækst på 10 mio. jobs siden 1990. Mellem 1990 og 2008 blev der skabt i alt knap 27 mio. nye jobs i USA. De 98 pct. var i den hjemligt orienterede sektor – dvs. den sektor, hvor der produceres varer og tjenester, der kun kan forbruges i den hjemlige økonomi. Men kun 600.000 jobs blev skabt i eksportsektoren, som leverer varer og tjenester, der kan forbruges andre steder, såsom fremstillingsprodukter, ingeniørarbejde og konsulenttydelser.

Nye arbejdsbesparende teknologier i informationsservices har elimineret en del jobs i USA, men beskæftigelsen er blevet endnu mere påvirket af, at mange fremstillingsaktiviteter, hovedsageligt i den lave ende af værdikæden, er blevet flyttet til udviklingsøkonomier. Denne trend forårsager, at beskæftigelsen falder i stort set alle dele af den amerikanske fremstillingssektor. Beskæftigelsen vokser imidlertid i andre dele af den udlandsorienterede sektor, mest udpræget i finans, computerdesign og ingeniørarbejde samt topledelse i multinationale selskaber. Lige som i den øvre ende af fremstillingskæden er disse industrier og positioner også kendetegnet ved primært at beskæftige højt uddannede mennesker. Og det er disse områder, hvor USA fortsat har en komparativ fordel og med succes kan konkurrere i den globale økonomi.

Spence lægger særlig vægt på den voksende ulighed i den amerikanske beskæftigelsesudvikling. Det er de højt uddannede, der har de bedste muligheder i takt med at stadigt flere arbejdsintensive jobs i den lave ende af værdikæden bevæger sig udenlands; konkurrencen fra udviklingsøkonomierne bevæger sig højere op i værdikæden; og den forgældede hjemlige økonomi på forbruger- og statsligt plan vil ikke kunne generere lige så mange jobs som før. Dette skaber endnu større skævheder i indkomstfordelingen end hidtil. Og det er i forvejen slemt. Gennemsnitsindkomsten for de 20 pct. højestlønnede i USA i forhold til gennemsnittet for de 20 pct. lavestlønnede er 8 til 1 – mens det tilsvarende forhold i eksempelvis Tyskland kun 4 til 1.

”Hvis den indenlandsk orienterede økonomi fortsætter med at tabe sin kapacitet til at absorbere arbejdskraft, som den har i de senere år,



Krisens ansigter

Flere tusind ansatte hos Daimler AG og forskellige autoleverandører demonstrerer foran Mercedes C-klasse fabrikken, Sindelfingen, Tyskland.

og eksportsektoren ikke bliver en beskæftigelsesmaskine, så står USA over for en lang periode med høj ledighed,” skriver Spence.

USA SAKKER BAGUD

Men det er ikke kun Michael Spence, der har bemærket, at USA har et problem. Præsident Obama har også, hvilket han i et interview i slutningen af september gav udtryk for.

”The way I think about it is, you know, this is a great, great country that had gotten a little soft, and we didn’t have the same competitive edge that we needed over the last couple of decades. We need to get back on track.”

Denne ellers ret blide formulering chokerede ledende republikanske politikere, og selv Wall Street Journal protesterede på lederplads. Men som Fareed Zakaria reflekterer i et nyligt nummer af Time Magazine, så rammer Obama hovedet på sømmet. USA er på mange måder ved at miste global konkurrenceevne.

På World Economic Forums (WEF) rangliste er USA gledet ned på en femteplads efter Sverige, Singapore, Finland og Schweiz. Men dette er blot en moderat målemetode, da ranglisten er baseret på spørgeundersøgelser – interviews med adm. direktører o.lign.

Andre undersøgelser vidner med barskere fakta om, at USA er sakt bagud. The Information Technology and Innovation Foundation (ITIF) har observeret, at i den ene kategori efter den anden – fra venture kapital funding til forskning og udvikling – er USA faldet langt bag efter lande som Japan, Sydkorea og Sverige. ITIF har undersøgt 44 lande og regioner for deres bestræbelser på at forbedre konkurrenceevnen over det seneste årti. USA ligger næstsidst.

Det måske mest afgørende mål for USA's evne til at konkurrere i en global økonomi er landets uddannelsesmæssige præstationer, især i videnskab, matematik og ingeniørvidenskab. For en generation siden havde USA den højeste procentandel af universitetsstuderende i verden. I dag er USA på en niendeplads og med en stadig faldende tendens. Og WEF-rapporten viser, at i uddannelser inden for videnskab og matematik ligger USA som nr. 51.

Trenden har været nedadgående i årevis. I 2004 var kun 6 pct. af USA's universitetsgrader i ingeniørvidenskab, det halve af OECD-gennemsnittet. Til sammenligning er andelen i dag i Japan 20 pct. og i Tyskland 16 pct. I 2008-09 var der flere universitetskandidater i psykologi end i ingeniørvidenskab i USA og flere i fitness end i fysiske videnskaber.

I hjertet af ethvert samfunds spring fra fattigdom til velstand har været en udbredt evne til at spare og investere i dag med henblik på en bedre fremtid i morgen, og det er en etik, der har kendetegnet USA, skriver Zakaria. I 50'erne var husholdningernes gæld i gennemsnit kun 34 pct. af den disponible indkomst – i dag er den på 115 pct. Dengang foretog regeringen massive investeringer i forskning, udvikling, infrastruktur og uddannelse. Men i dag er der udbredte besparelser på alle disse områder.

På føderalt, statsligt og lokalt niveau investerer myndighederne i dag færre penge i fremtiden end før i tiden, og det er især sundhed og pensioner, der tynger budgetterne. Den amerikanske regering bruger således 4 USD på hver voksen over 65 år sammenlignet med 1 USD for hvert barn under 18 år.

”Dette er et udsagn om amerikanske prioriteter, at vi favoriserer forbrug over investering, nutiden over fremtiden og os selv over vores børn,” skriver Fareed Zakaria.



VI BLIVER FOR MANGE

Klodens hastigt voksende befolkning får en udfordring med at skaffe tilstrækkelig mad og vand, og det bliver særlig slemt i de fattigste udviklingslande, hvor befolkningsvæksten er størst.

På blot et halvt århundrede er verdens befolkning vokset fra 3 mia. til 7 mia. Men hvad med fremtiden? De fleste demografiske fremskrivninger, inkl. dem fra FN og US Census Bureau, peger på, at klodens befolkning vil toppe omkring 10-11 mia. senere i dette århundrede og derefter gradvist aftage i takt med, at fattigere lande udvikler sig. Men hvad hvis befolkningen fortsætter med at vokse i samme tempo, som vi har set de seneste årtier, og verden bliver hjemsted for 12 mia. eller endda 16 mia. *mennesker i 2100*, som faktisk er det mest ekstreme bud fra FN?

Hvis det blev tilfældet, ville det have enorme sociale og miljømæssige konsekvenser, herunder et enormt pres på verdens mad- og vandressourcer og et yderligere tab af naturområder og biodiversitet og dermed yderligere degradering af de natursystemer, som understøtter liv på Jorden, skrev Carl Haub, tidligere demograf på Population Reference Bureau for nylig på Yale Environment 360.

Det er helt almindeligt, at både medier og akademiske kilder anvender f.eks. estimatet på 9 mia. mennesker i 2050 og en top på 10 mia. omkring 2100 som et faktum (faktisk er FN's seneste estimat hævet til 9,3 mia. i 2050 og et udsvingsinterval på 8-10,5 mia.) Men man bør se på antagelserne bagved. Og de prognoser, som siger, at befolkningen stabiliserer sig eller aftager senere i dette århundrede har været baseret på en antagelse om, at udviklingslandene vil følge den

samme sti som de industrialiserede lande. Men det er langt fra en sikker antagelse, understreger Carl Haub.

En anerkendt biolog, Edward O. Wilson, har fremført en "flaskehals"-teori, som siger, at det maksimale pres på naturen vil opstå i dette århundrede, når befolkningen toppe, hvorefter en faldende befolkning vil lette presset. Målet med naturbevarelse er derfor at sørge for at så meget som muligt af naturen klemmer sig igennem denne befolkningsflaskehals. Men hvad hvis der ikke er nogen flaskehals men snarere en lang tunnel, hvor menneskeracen fortsætter med at ekspandere?

Befolkningsfremskrivninger bruger oftest en model, der er baseret på måden, hvorpå høje fødsels- og dødsrater er ændret over adskillige hundrede år i Europa til de lave fødsels- og dødsrater i dag. En tilsvarende udvikling forventes for udviklingsøkonomierne, og det indebærer i sidste instans en forventning om en fødselsrate på to eller mindre pr. kvinde. Men det er langt fra sikkert at en tilsvarende udvikling vil finde sted i de afrikanske lande og lande som Pakistan og Indien.

Ganske vist er der ret mange udviklingslande, som oplever markant faldende fødselsrater. Men i andre gør de ikke. I Jordan er tallet stadig omkring 4. I Indonesien, der fik ros for familieplanlægning i 80'erne, hvor tallet blev bragt ned til 3, har fødselstallet



i adskillige år ligget på 2,5, og undersøgelser viser, at 30 pct. af kvinderne, som har to børn, ønsker flere.

Landene syd for Sahara giver anledning til størst bekymring. Her er der stadig høje fødsels- og dødsrater. FN's hovedprognose antager, at fødselsraten vil falde fra omkring 6 i 1990 til 3 i 2050. Mange af landene har set et vist fald, og i dag er gennemsnittet 5,2. Skulle FN's prognose holde stik, vil befolkningen stadig stige fra 880 mio. i dag til 2 mia. i 2050. Men man ser ofte, at fødselsrater falder fra et højt niveau og derefter stopper faldet i en lang periode. Det er eksempelvis tilfældet i Nigeria (5,7) og Ghana (4,1).

Fødselsrater er lavest blandt de uddannede kvinder i byerne, som tegner sig for det meste af faldet. Men det er en anderledes stor udfordring blandt de mange, ofte utilgængelige, befolkninger på landet. Her er udfordringerne at kunne tilbyde sundhedsydelser og oplysning til kvinderne, udbredt analfabetisme og et opgør med den værdi, som mange mænd tillægger en stor familie.

Indien er et andet skræmmende eksempel. $\frac{3}{4}$ af befolkningen – 930 mio. mennesker – lever for mindre end to dollars om dagen. Visse regioner har med effektiv familieplanlægning opnået fødselsrater på

” *Anyone who believes in indefinite growth in anything physical, on a physically finite planet, is either mad or an economist.*

Kenneth E. Boulding (1910-1993),
økonom, poet og filosof.

1,8. Men i nogle af de fattigste og mest befolkningsrige regioner er fødselsraterne 3,3-3,9. Og det illustrerer netop problemet. De voksende befolkninger vil i stigende grad blive koncentreret i de fattigste lande og regioner.

Carl Haub anser FN's middelestimat for lande syd for Sahara for urealistisk – at fødselsraterne vil falde til 3 og befolkningen kun vil vokse med 2 mia. frem mod 2050. Han mener, at FN's højere estimat på 2,2 mia. i 2050 og 4,8 mia. i 2100 er det sandsynlige.

”Hvis sub-Sahara Afrika har problemer med at skaffe mad og vand til 880 mio. i dag, hvad vil regionen så udvikle sig til, hvis befolkningen femdobles – især hvis den globale temperatur stiger som det ser ud til og dermed forværrer tørkerne?”

Det handler om velstandsforøgelse og uddannelse, og det tvivler Carl Haub på kan opfyldes i de fattigste lande, hvor fødselsraterne netop er de højeste. Det bliver en udfordring af de store at kunne opnå tilstrækkeligt rent drikkevand og vand til landbruget at levere de mest basale sundhedsydelser og at undgå afskovning og store miljømæssige belastninger.



Trods den aktuelle økonomiske modvind vokser visse teknologiske trends uhindret

TEKNOLOGIEN vokser ind i skyerne

I den relativt korte periode informationsteknologi i den digitale version har eksisteret har det vist sig at være en ret konjunkturfølsom sektor. Virksomhederne har været tilbageholdende med at investere i nye computere osv., når det har været trange tider, og forbrugerne har udsendt udskiftningen af den gamle PC.

Men der er i dag stærke strukturelle trends i gang inden for flere områder af IT, som ikke kan holdes nede af økonomisk modvind.

"En af dem er Cloud Computing, som gør det muligt for selskaber at outsource deres IT-afdelinger til "skyen", dvs. eksterne servere, som tilbydes af særlige selskaber. Ikke mindst for mindre selskaber er det noget, der gør det muligt at opnå stordriftsfordele med en meget lille omkostning up front. En række selskaber kan nu levere softwareydelser uden, at der kræves store kapitalbindinger i servere og programmer. I stedet for at eje lejer man sig nu til sine ydelser i "skyen", hvor ens data ligger. Nogle selskaber har allerede taget skridtet og lukket IT-afdelingen, mens andre kun benytter sig af visse ydelser, men generelt er der tale om et tema, som kun lige er begyndt," siger senioranalytiker i Danske Capital, Lars Skovgaard Andersen.

Men Cloud Computing har meget større anvendelsesmuligheder end blot at fungere som IT-afdelinger for selskaber. Den vedholdende dokumentation af global opvarmning, ikke mindst de senere års ekstreme vejrfænomener over hele kloden, har betydet, at der kommer stadig mere fokus på, hvordan energisystemer og store byer kan gøres mere "grønne" og energieffektive.

"Udviklingen inden for Cloud Computing er samtidig med til at rykke ved byers mulighed for blive "smarte" bl.a. mere energieffektive og dermed grønne, da billigere IT-ydelser reducerer en stor forhindring, nemlig kapitalkrav. De nye softwaresystemer, som kræves, skal bruges til at forbedre byens "puls", dvs. smartere lyskryds, som får trafikken til at flyde, håndtere ind og ud af offentlig trafik og overvågning af byens ressourcer. En mere åben platform vil samtidig være til gavn for byens brugere, som via sociale medier sågar kan være inputgivere og dele informationer omkring vandlæk, trafikpropper etc.," siger Lars Skovgaard.

MOBILDATA

En trend, der allerede har bidt sig endnu mere fast end Cloud Computing, vedrører mobildata. IBM hævder at have opfundet den første smartphone, da de i 1993 præsenterede en model, der kunne håndtere noget mere end telefonsamtaler. Nokia fulgte efter i midten af 90'erne, men det var i realiteten først i 2007, at der for alvor kom fokus på smartphones, da Apple lancerede sin første iPhone. Siden er markedet eksploderet for disse mobiltelefoner, der i nutidens versioner reelt er minicomputere.

Apples succes med iPhone er den unikke kombination af indhold, funktionalitet og design, og det er også den opskrift, der har skaffet dem førerpositionen på tablets med iPad's markedsandel på 73 pct., selv om det heller ikke var Apple, der opfandt tablets (Microsoft i 2001).

Men konkurrenterne er på vej, og der er ingen tvivl om, at markedet for både smartphones og tablets vil vokse massivt i de kommende år. Smartphones vokser voldsomt ikke mindst i udviklingsøkonomierne, hvor det forventes at mange forbrugere vil bruge den frem for PC. Men også tablets revolutionerer den digitale verden. Mark Dean, Chief Technology Officer for Mellemøsten og Afrika hos IBM, var med til at designe den første PC for 30 år siden for IBM, og udtalte forleden til The Economist, at han har skiftet sin PC ud med en tablet.

Det er ikke nødvendigvis Apple, der vil blive ved med at dominere markedet for tablets. For nylig rystede Amazon markedet, da de præsenterede deres egen Kindle tablet til en pris på kun 199 USD – 300 USD billigere end iPad 2. Den kan ikke helt det samme som iPad, men åbenbart nok i forhold til prisen – allerede få dage efter præsentationen taltes der om forudbestillinger på den endnu ikke fysisk lancerede tablet på over 100.000 stk..

Men hvordan vil det gå med interessen for tablets, når krisen kradser?

"Netop kombinationen af indhold, apps og cool design kommer til at stå sin prøve. Det, som Amazon har i modsætning til andre, er nemlig en app store på deres platform og mange mio. brugere – alene i juni 282 mio., viser en undersøgelse. I en tid, hvor økonomien halter, kan det sagtens være nok til, at flere vælger et måske mindre cool design for at få næsten de samme fordele som andre tablets men til en lavere pris. Alle venter spændt på Apples modsvar, men en billigere udgave af iPad'en kan vise sig at give bagslag, da det kan udvande værdien af deres brand. Jeg tror, Apple i stedet vil skille sig ud med øget funktionalitet, øget ydeevne og endnu flere apps."

RENTEN

forbliver lav i lang tid

Lav vækst, høj statsgæld og høj ledighed vil tynge de vestlige økonomier i årevis.

Her er renteudsigten. Der er udsigt til lave renter over hele linjen i både USA og Europa i flere år frem. Og nu til sporten ... Så kort kan det siges. Og her kommer forklaringen.

Ser man tilbage på de seneste 25 år, så har de finansielle markeder befundet sig i et regime, hvor politikmagerne var villige til at fungere som stopklods. Alan Greenspan, chef for den amerikanske centralbank 1987-2006, demonstrerede dette ved adskillige lejligheder, herunder Black Monday 1987, hedgefonden LTCM's gigantkollaps i 1998, IT-boblens kollaps i 2000 og 9/11-angrebet i 2001.

Alle disse kriser blev ordnet med hurtig og beslutsom politisk indgriben. I finansverdenen blev det kaldt "The Greenspan Put" med reference til optionsverdenen, hvor man med en put-option har købt sig en betryggende ret til inden for en given periode at sælge et bestemt aktiv til en bestemt pris, selv om kursen styrteddykker. Denne "put-politik" gjaldt også finanspolitikken. Og denne vished om, at myndighederne via penge- og finanspolitik nok skulle ordne alting, hvis det gik galt, beroligede markederne og reducerede de langsigtede risikopræmier, fordi risikoen for ekstreme begivenheder blev mindre.

PUT-POLITIKKEN ER BRUGT OP

Men "put-politikken" er nu ved at være udtømt, fordi den er blevet brugt i så vid udstrækning så mange gange. Finanspolitikken er begrænset af høje statsgælds niveauer og store budgetunderskud. Og pengepolitisk er centralbankerne i Europa og USA også ved at have udtømt mulighederne ved renter tæt på nul og diverse obligationsopkøb m.v. Politisk beslutningstagning er desuden præget af en mangel på konsensus blandt europæiske og amerikanske ledere, blandt centralbanker og blandt G7-lande. Den store grad af enighed, som var fremherskende i 2008-09, er væk og muligheden for at opnå den er også mere begrænset, hvilket indebærer en stigende risiko for "beggart-hy-neighbour"-politikker. Dvs. "bring din nabo til tiggerstaven"-politikker, som udtrykker en national økonomisk politik, der sigter mod at forbedre handelsbalancen og fremme beskæftigelsen i et land på andre landes bekostning, f.eks. via devaluering, eksporttilskud, toldsatser eller direkte importkontrol.

DE FINANSIELLE MARKEDER HAR SET MØRKET

Dette er gået op for de finansielle markeder i de senere måneder, og de stiller nu spørgsmålstejn ved både viljen og mulighederne for "put-politikker". Det har forøget de globale risikopræmier og dermed sendt aktier og obligationsrenter ned.

Og med til at gøre usikkerheden ekstra stor er eurokrisen. Kollapser euroen, vil det påvirke hele verdensøkonomien. Selv "blot" en græsk statsbankerot vil få globale konsekvenser, hvis EFSF redningsfonden efterfølgende ikke er i stand til at løfte Spanien og Italien og store europæiske banker vil kunne bukke under som følge af store tab på obligationsbeholdninger i Portugal, Irland, Italien, Grækenland, Spanien (PIIGS) – og dermed skabe en ny finanskrisen.

Men hvad skal man gøre for at løse eurokrisen?

"Man skal kortslutte krisedynamikken. De politiske beslutninger halter hele tiden efter markedet. Stress-test af finanssektoren overbeviste ikke, fordi effekten af et lands statsbankerot ikke var med. EFSF-redningsfonden har ikke overbevist, fordi pakken ikke er stor nok til også at kunne rumme Italien og Spanien. Og snakken om at rekapitalisere bankerne har heller ikke overbevist, fordi det stadig kun er snak," siger Peter Possing Andersen, senioranalytiker i Danske Bank.

Det, der rent faktisk er blevet gjort, har drejet sig om tiltag til fremme af likviditeten. ECB har stillet ubegrænset EUR og USD likviditet til rådighed for den europæiske banksektor. EU og IMF har skaffet likviditet til lande, som har været lukket ude af markedet, via lånearrangementer, men dette er kun symptombehandling. Håbet er, at denne tilgang til krisen kan købe nok tid til, at diverse hestekure kan virke og vende situationen.

"Men sandheden er, at myndighederne er ved at løbe tør for tid. Markederne er i en forfærdelig forfatning, finansiell stress er på det højeste niveau siden finanskrisen i 2008, og vi er på kanten af en recession. Der er simpelthen ikke tid til at strukturelle reformer og hestekure kan gøre arbejdet alene," siger Peter Possing Andersen.

HÅBLØSE GRÆKENLAND

Mere radikale tiltag er nødvendige, og det indebærer bl.a. en erkendelse af Grækenlands håbløse situation.

"Enhver kan på bagsiden af en konvolut regne ud, at grækerne aldrig kan betale hele deres gæld tilbage, og at hestekure kun sender dem endnu dybere i recession og skaber endnu mere gæld. Det er ikke nok, at man har fritaget dem i en periode for selv at skulle hente kapital på markedet til alt for høje renter i håb om at hestekure og reformer i mellemtiden retter landet op. Man skal simpelthen afskrive en del af gælden. Det er også planen med det såkaldte PSI initiativ, der går ud på, at de private kreditorer letter gældsbyrden med 11 pct. af BNP, men det er alt for lidt. Det skal dog også nævnes, at IIF (Institute of International Finance) arbejder på en lignende aftale med BRIK-landene, samt at Tyskland og Frankrig arbejder på at udvide PSI-aftalen" siger Peter Possing Andersen, der har følgende forslag til løsning af eurokrisen:

Den europæiske banksektor skal sikres en kapitalstødpude, så de kan tåle en restrukturerings af Grækenlands og måske også Portugals gæld.

ECB eller EFSF skal sikre ubegrænset støtte til solvente lande, så der undgås en dominoeffekt fra en græsk default.

Makrovækst skal stimuleres, opstramninger alene dræber det allerede skrøbelige opsving og vil forværre gældskrisedynamikken. Lande med sunde finanser og gode lånebetingelser bør gøre mere for at støtte europæisk vækst og lette situationen for de svage lande, der skal stramme op. Dette kunne gøres ved f.eks. fremrykning af offentlige investeringer og midlertidige momsnedsættelser. ECB bør sætte den ledende rente ned fra de aktuelle 1,5 pct.

"Uanset hvad kan man være sikker på, at centralbankernes renter forbliver lave i lang tid, måske helt frem til 2014. Også obligationsrenterne vil forblive lave i en rum tid, da der er udsigt til lav vækst og høj ledighed i en længere periode," siger Peter Possing Andersen.

SKATTEMÆSSIG OPTIMERING under finanskrisen

Læs om, hvordan du optimerer skattebetalingen på din aktieindkomst.

Mange investorer har set værdien af deres investeringer falde kraftigt som følge af uroen på de finansielle markeder de sidste mange måneder. Selvom det aldrig er rart at tabe penge, kan skattereglerne måske hjælpe lidt.

Der er mange investorer, der har mindre lyst til at realisere kurstab i forhold til at realisere kursgevinster. Ud fra en skattemæssig betragtning burde det imidlertid være omvendt.

Værdien af dine investeringer afhænger af markedsudviklingen, og den kan ændre sig fremover i både opadgående og nedadgående retning.

I denne artikel oplyser vi om skattereglerne, når du har gevinst eller tab på dine aktieinvesteringer, og hvordan du kan optimere skattebetaling på din aktieindkomst. I den efterfølgende artikel ser vi på investeringer i obligationer og andre værdipapirer, hvor afkast beskattes som kapitalindkomst. For god ordens skyld skal det fremhæves, at skattemæssig optimering af afkast fra udloddende obligationsbaserede investeringsbeviser og akkumulerende investeringsbeviser derfor omtales i den efterfølgende artikel.

BRUG DINE TAB TIL MODREGNING I AKTIEUDBYTTER

Har du modtaget udbytter på dine almindelige aktier eller udloddende aktiebaserede investeringsbeviser, eller har du i 2011 realiseret avancer på disse, skal de medregnes ved opgørelsen af aktieindkomsten. Flere af de aktiebaserede afdelinger i Danske Invest har i foråret 2011 udloddet store udbytter til deres investorer.

Eksempler på afdelinger i Danske Invest der har udbetalt store udbytter i 2011, der beskattes som aktieindkomst:

Danske Invest Kina	17,00 kr.
Danske Invest Latinamerika	13,75 kr.
Danske Invest Nye Markeder	10,75 kr.

Hvis du således har en positiv aktieindkomst i 2011, kan det være oplagt at realisere kurstab for at reducere beskatningen af din aktieindkomst i indkomståret 2011.

Aktieindkomst beskattes med 28 pct. for aktieindkomst op til 48.300 kr. og med 42 pct. af den del af din aktieindkomst, der overstiger 48.300 kr. For ægtefæller er beløbet dobbelt. For aktieindkomst op til 48.300 kr. nedsættes skatten fra indkomståret 2012 til kun 27 pct.

Afhængig af størrelsen af din aktieindkomst og forventningerne til din fremtidig aktieindkomst bør du overveje følgende:

- Har du realiseret en aktieindkomst i år på over 48.300 kr. (96.600 kr. for ægtefæller), bør du søge at reducere din aktieindkomst inden årsskiftet ved at realisere kurstab på aktier. Som udgangspunkt bør du altid søge at reducere den del af din aktieindkomst, der overstiger 48.300 kr. (96.600 kr.), altså den del der beskattes med 42 pct.
- Om du skal reducere den del af din aktieindkomst, der kun beskattes med 28 pct. afhænger af en række individuelle forhold. Det kan eksempelvis være en fordel at reducere aktieindkomsten i år, hvis du også i fremtiden forventer en aktieindkomst, der kun beskattes med den lave skattesats. I disse tilfælde kan det være interessant for dig at realisere alle dine større urealiserede tab på aktier, da tab på aktier optaget til handel på et reguleret marked kan fremføres til modregning i de kommende års avancer og udbytter fra aktier, der handles på et reguleret marked.
- Har du i år en aktieindkomst, der kun beskattes med den lave sats, men forventer at du til næste år vil have en aktieindkomst, der beskattes med den høje sats, så kan det bedre betale sig at vente med at realisere kurstab til næste år.
- Ved du ikke, hvor stor en aktieindkomst du opnår i fremtiden, bør du ligeledes overveje at vente med at realisere kurstab.

UDBYTTE FRA AKTIER, DER IKKE

ER HANDET PÅ ET REGULERET MARKED

Har du modtaget udbytte eller realiseret kursgevinster fra aktier, der ikke er handlet på et reguleret marked, eksempelvis aktier i egne selskaber, så skal du være opmærksom på, at det ikke er muligt at reducere aktieindkomsten herfra ved at realisere kurstab på aktier, der er handlet på et reguleret marked.

KIG PÅ OMKOSTNINGERNE

Det er naturligvis nødvendigt at medregne handelsomkostningerne, når du skal vurdere om det er fordelagtigt for dig at realisere et kurstab. Jo større tab du kan realisere pr. fondskode, jo bedre er det for dig.

AKTIER I DEN SKATTEFRI BEHOLDNING

Hvis du har aktier i den skattefri beholdning fra 31. december 2005, bør du være særligt opmærksom på, at realiserede tab på disse aktier hverken kan trækkes fra eller modregnes. Salg af disse aktier medfører, at du mister muligheden for eventuelle fremtidige skattefrie kursgevinster.

Indgår der aktier i samme fondskode både i den skattefri beholdning og udenfor, anses de først anskaffede aktier for solgt først. Man kan således ikke sælge aktier i den pågældende fondskode uden at påvirke den skattefri beholdning.

Du er altid velkommen til at kontakte din rådgiver i banken, hvis du har spørgsmål til dine aktieinvesteringer.

Kan du skattemæssigt OPTIMERE din kapitalindkomst

Da der er stor forskel på beskattningen af negativ og positiv kapitalindkomst er der god grund til at forsøge at tilpasse kapitalindkomsten i de enkelte indkomstår.

Som beskrevet i artiklen om optimering af din aktieindkomst, er det muligt for dig selv at påvirke størrelse af din aktieindkomst ved at realisere eventuelt kurstab. Hvis du har investeret i obligationer eller akkumulerende investeringsforeninger, er dine muligheder for selv at påvirke størrelsen af din kapitalindkomst væsentligt mindre. Men på grund af uroen på de finansielle markeder kan du opleve store udsving i din årlige kapitalindkomst pga. store kursbevægelser, primært fordi akkumulerende investeringsforeninger er lagerbeskattede.

Beskatningen af kapitalindkomst kan variere fra ca. 33 pct. hvis du har negativ nettokapitalindkomst, til ca. 37,5 pct. hvis du har positiv nettokapitalindkomst under 40.000 kr. (80.000 kr. for ægtefæller), mens den del af din positive nettokapitalindkomst, der overstiger 40.000 kr. (80.000 kr. for ægtefæller) beskattes med op til 48,5 pct. i 2011.

Netop fordi der kan være stor forskel i skattesatserne, kan der være god grund til at forsøge at tilpasse kapitalindkomsten i de enkelte indkomstår.

I KAPITALINDKOMSTEN MEDREGNES BLANDT ANDET:

- renteindtægter og renteudgifter,
- kursgevinster og -tab på obligationer,
- kursgevinster og -tab på udloddende obligationsbaserede investeringsforeninger,
- samt den årlige opgjorte værdiændring på akkumulerende investeringsforeninger.

RENTER OG KURSGEVINSTER PÅ OBLIGATIONER

Har du forventning om negativ nettokapitalindkomst i år, kan det være en god ide at forsøge at fremrykke beskatningen af andre indtægter, der beskattes som kapitalindkomst.

Derved beskattes disse indtægter nemlig kun med ca. 33 pct. Det er specielt attraktivt, hvis du har forventninger om i fremtiden at have positiv nettokapitalindkomst.

Ønsker du at fremrykke beskatningen af renteindtægter på obligationer, hvor der først er rentetermin i 2012, er det nødvendigt, at du sælger disse obligationer i 2011. Det kan også være, at du har urealiserede skattepligtige kursgevinster på dine obligationer eller din obligationsbaserede investeringsforeninger. Sådanne kursgevinster er også først skattepligtige ved realisation.

Har du forventning om i fremtiden også at have en negativ nettokapitalindkomst, er det ikke nødvendigvis en fordel af forsøge at fremrykke noget kapitalindkomst.

AKKUMULERENDE INVESTERINGSFORENINGER

Lagerbeskatningen af akkumulerende investeringsforeninger kan have stor betydning for størrelsen af din nettokapitalindkomst. Ved lagerbeskatning medregnes årligt værdiændringen i din kapitalindkomst, selvom der ikke er realiseret en gevinst eller et tab. For danske investeringsforeninger er det først muligt præcist at opgøre værdiændringen ultimo kalenderåret. Det kan derfor være svært at styre den præcise størrelse af ens kapitalindkomst.

Har du investeret i akkumulerende investeringsforeninger, vil du højst sandsynligt opleve et stort negativt afkast på disse for året 2011 (forudsat at kursen på beviserne ikke stiger markant inden nytår). Er det tilfældet, kan det være en god ide at forsøge at fremrykke beskatningen af andre kapitalindkomster og derved udnytte en beskatning på bare 33 pct.

Bliver den negative kapitalindkomst så høj, at det samlet set bevirker en negativ skattepligtig indkomst for dig, så omregnes den negative skattepligtige indkomst til en negativ skat med en skatteværdi på ca. 33 pct. Den negative skat modregnes i årets betalte skatter. Yderligere negativ skattepligtig indkomst fremføres til modregning i de efterfølgende indkomstår. Du mister altså ikke fradraget for en stor negativ nettokapitalindkomst, hvis du ikke kan anvende hele fradraget i indkomståret 2011. Du skal dog være opmærksom på, at positiv nettokapitalindkomst over 40.000 kr. (80.000 for ægtefæller) beskattes med 45,5 pct. i 2012, selv om du i år opnår en negativ skat, der fremadrettet kun har en skatteværdi på 33 pct.

Hvis du allerede på nuværende tidspunkt har en forventning om, at du vil få en negativ nettokapitalindkomst, der også er større end, hvad du har forskudsregistreret dig med hos SKAT, kan det være en fordel allerede nu at rette din forskudsregistrering for resten af året. Hvis du ikke ændrer din forskudsregistrering, kan det betyde, at du kommer til at betale for meget i forskudsskat for 2011 og derved vil modtage overskydende skat, når årsopgørelsen for 2011 foreligger i løbet af 1. halvår 2012.

Hvis du ændrer din forskudsregistrering, og det viser sig, at du har betalt for meget i forskudsskat, kan du via SKAT's tastselv system anmode om tilbagebetaling af for meget betalt forskudsskat. Det er dog en betingelse for udbetalingen, at du allerede har betalt mere end hele årets samlede forskudsskat og, at den samlede overskydende skat udgør mere end 20 pct. af den samlede sludskat.

Hvis du har spørgsmål til dine investeringer herunder også de skattemæssige konsekvenser, er du altid velkommen til at kontakte din rådgiver i banken.



Skal du reducere din risiko ved at konvertere dit Flexlån® F1?

Oven på flere års uro på de finansielle markeder er mange tilbøjelige til at ændre deres risikoprofil. Har man et ønske om at nedsætte risikoen i sin økonomi, vælger mange ofte at skære ned på aktieandelen i sin portefølje for at mindske udsvingene.

Færre er opmærksomme på muligheden for at fastholde aktieporteføljerne, og i stedet reducere risikoen i den samlede økonomi via lånesiden.

Renteniveauet ligger i øjeblikket på et historisk lavpunkt. Det gælder både for FlexLån® F1, FlexLån® F3 og FlexLån® F5, hvor renten er henholdsvis 1,1 pct., 1,6 pct. og 2,0 pct. For 30-årige fastforrentede lån (pt. 4 % 2044) er renten på 4,2 pct., hvilket er tæt på et historisk lavpunkt. Det betyder, at man i øjeblikket kan reducere sin risiko via lånesiden på et historisk billigt niveau.

På lang sigt forventer vi, at renten vil ligge i niveauet 3,5 pct. for 1-årige FlexLån® og 5,5 pct. for 30-årige fastforrentede lån (begge satser før skat og ekskl. bidrag).

Ud fra de historiske udsving forventer vi at renten for de to lån normalt vil bevæge sig mellem hhv. 1 pct. til 7 pct. for FlexLån® F1 og 4 pct. til 7 pct. for det fastforrentede lån.

Hvis de økonomiske forudsætninger ændrer sig grundlæggende, f.eks. ved store ændringer i inflationen eller ved et sammenbrud af euro'en kan renteutviklingen adskille sig markant fra vore ovennævnte forventninger.

PÅ BAGGRUND AF OVENNÆVNTE ANBEFALER VI FØLGENDE

- Vi forventer, at du på langt sigt opnår den samlet set laveste omkostning ved at fastholde dit FlexLån® F1. Derfor anbefaler vi generelt FlexLån® F1, men det forudsætter at du og din økonomi kan leve med risikoen.
- Den nuværende rente for alle låntyper er usædvanligt lav, og du kan ikke forvente, at denne situation fortsætter i al fremtid. Hvis du ønsker at konvertere dit lån, bør du altså gøre det nu.
- Hvis du kun ønsker at reducere risikoen i din økonomi for en kortere periode, bør du overveje at konvertere dit FlexLån® F1 til FlexLån® F3, FlexLån® F5 eller det nye lån FlexGaranti®.
- Hvis du ønsker en større risikoreduktion anbefaler vi en konvertering fra FlexLån® F1 til et 4% 30-årigt lån. Det fastforrentede lån giver den klart største risikoreduktion, men er derfor - på kort sigt - også væsentligt dyrere end de forskellige varianter af FlexLån®. Med det fastforrentede lån opnår du endvidere en kursfølsomhed på din gæld, som ved rentestigninger kan give en betydelig gevinst.

UDSKYD IKKE DIN BESLUTNING

Hvis du overvejer at omlægge dit lån, bør du ikke udskyde beslutningen for længe. Markedssituationen kan ændre sig hurtigt, og hvis du ønsker at sikre din økonomi via et fastforrentet lån eller et FlexLån® med længere løbetid eller garanti, så er det et rigtig godt tidspunkt at gøre det på lige nu.

KONTAKT OS

Vi anbefaler, at du kontakter din rådgiver, så I sammen kan gennemgå dine muligheder.

HUSK, at du primo november kan se din forskudsopgørelse for 2012 i skattemappen på www.skat.dk. Forskudsopgørelsen danner grundlag for dit skattekort.

Har du omlagt bank- eller realkreditlån eller bliver dit realkreditlån rentetilpasset i 2011, vil det være en særlig god ide at tjekke om de renteudgifter, der er fortrykt på forskudsopgørelsen er korrekte. På samme måde bør eventuelt fradrag for indbetaling til pensionsordninger tjekkes.

Du kan ændre din forskudsopgørelse på www.skat.dk under tast-selv.

Du skal være opmærksom på, at i 2012 bliver de sidste dele af Skattereformen fra 2009 indført. Det betyder, at

Negativ nettokapitalindkomst

Fradragsværdien af negativ nettokapitalindkomst udover 50.000 kr. (100.000 kr. for ægtefæller) nedsættes gradvist med 1 procentpoint årligt fra og med 2012. Fradragsværdien udgør derfor ca. 32 pct. i 2012.

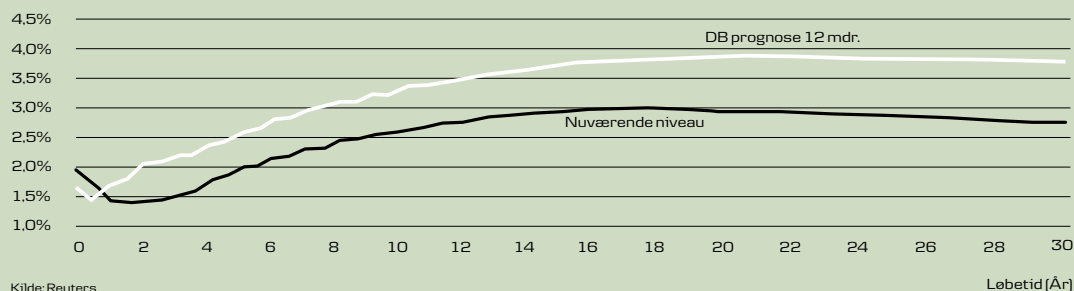
Ligningsmæssige fradrag

Ligningsmæssige fradrag har i dag en fradragsværdi på ca. 33 pct. Fradragsværdien af f.eks. befordring og faglige kontingenter mv. nedsættes også gradvist med 1 procentpoint årligt fra og med 2012. Fradragsværdien udgør derfor ca. 32 pct. i 2012

Renteprognose - realkredit

DKK	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
3 mdr. Euribor	1,54	1,45	1,40	1,40
6 mdr. Cibor	1,61	1,60	1,60	1,65
F1	1,30	1,25	1,50	2,00
F3	1,60	1,60	1,90	2,40
F5	2,01	2,10	2,40	2,90
F10	2,88	2,90	3,20	3,70
4 % kontantlån 30 år	4,29	4,17	4,23	4,36
3 % kontantlån 20 år	3,76	3,67	3,70	3,82

Prognose for rentekurven



Kilde: Reuters

Renteprognose - statsobligationer

DKK	Spot	+ 3 mdr.	+6 mdr.	+12 mdr.
Repo-renten	1,55	1,55	1,55	1,55
3 mdr. Cibor	1,46	1,40	1,40	1,45
2-årig stat	0,69	0,65	0,85	1,40
10-årig stat	2,00	1,95	2,25	2,80
EUR				
Refi-renten	1,50	1,50	1,50	1,50
3 mdr. Euribor	1,53	1,45	1,40	1,40
2-årig stat	0,51	0,45	0,65	1,20
10-årig stat	1,79	1,75	2,05	2,60
USD				
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25
3 mdr. Libor	0,35	0,35	0,35	0,40
2-årig stat	0,20	0,20	0,30	0,40
10-årig stat	2,02	1,90	2,20	2,75

Valutaprognose

	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
USD/DKK	549,3	544	514	497
EUR/DKK	744,2	745	745	745
JPY/DKK	718	723	665	631
GBP/DKK	857,2	837	810	793
CHF/DKK	610,5	621	621	596
SEK/DKK	80,4	83,7	84,7	82,8
NOK/DKK	94,4	99,3	97,4	96,8
EUR/USD	135,5	137	145	150
USD/JPY	76,6	75	77	79
USD/GBP	156,0	154	158	160

Notationen er som følger:

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

Råvareprognose

	Spot	2011 kv. 4	2012 kv. 4	2011 - gns.	2012 - gns.
Olie - NYMEX WTI (USD/tønde)	83	90	105	95	99
Olie - ICE Brent (USD/tønde)	105	110	115	111	114
Kobber (USD/t)	7.150	8.250	10.000	9.021	9.313
Zink (USD/t)	1.923	2.000	2.200	2.234	2.125
Nikkel (USD/t)	19.000	20.000	25.000	23.000	24.000
Stål (USD/t)	550	560	580	564	573
Aluminium (USD/t)	2.234	2.400	2.600	2.498	2.525
Guld (USD/oz)	1.618	1.700	1.800	1.575	1.763
Matif Mill Hvede (EUR/t)	191	190	203	216	200
CBOT Hvede (USD/bushel)	644	694	812	753	789
CBOT Majs (USD/bushel)	631	690	740	680	733
CBOT Soyabønner (USD/bushel)	1.218	1.350	1.410	1.361	1.380

MØD VORES MAND I BOSTON



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

Bag kulissen

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

investere i et amerikansk olieselskab, selvom det øvrige marked solgte

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

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

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

Kurven knækkede

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

Få del i vores viden

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