

Eksempler på temaartikler til Penge & Privatøkonomi/Børsen

Indhold

Rumfartsteknologi - uundværligt i hverdagen og til løsning af globale udfordringer	1
Luksusaktier slår markedet	9
Akvakultur står til kraftig vækst	14
Verdens vigtigste råstof er ved at blive en mangelvare	20
Sundhedssektoren er et af de solide kort i porteføljen	27
Udsalg på finansmarkederne rammer bredt	34
Pharma og biotek - revolutionen er i gang	39
Olie er nødvendig mange år endnu	46
Grønne forsyningsselskaber støttes af en stærk trend	51
Høreapparater er i en stærk trend	56
Øl stabiliserer porteføljen	60
Interessante sektorer i 2020 - og dem, du skal holde dig fra	65
Sådan investerer du i megatrends med pensionen	71
Investeringer i godt vejr	87
Kend risikoen på dine investeringer	92
Tid til at gøre porteføljen klar til en (måske) mere normal verden	99
Europæiske small cap aktier er attraktive	105
Sektorrotationer i aktiemarkedet kan du tjene - og tabe på	109
Husk også at være defensiv i et aktiemarked drevet af momentum	115
Attraktive investeringer i Kina - verdensøkonomiens vækstmotor	120
Brug indeksinvestering i din porteføljestrategi	126
Den digitale fremtid øger efterspørgslen efter halvledere	131

Rumfartsteknologi - uundværligt i hverdagen og til løsning af globale udfordringer

Rumfart kan lyde langt ude i mere end bogstavelig forstand. Men det skaber utrolig mange teknologiske løsninger, vi kan bruge i dagligdagen og til løsning af globale udfordringer. Et hav af private virksomheder er gået ind i rumfart, for der kan også tjenes penge på det.

"It's one small step for man, one giant leap for mankind." Det var Neil Armstrongs ord, da han som det første menneske satte foden på månen i 1969. Den sidste bemandede Apollo ekspedition fandt sted i 1972, og siden har ingen mennesker udover de i alt 12 amerikanske Apollo-astronauter været på månen. Rumforskningen er ikke desto mindre eskaleret voldsomt. Men et nærliggende spørgsmål er, hvorfor vi bruger så mange penge på det, når vi har så mange problemer på Jorden.

Netop det argument fremførte den prisvindende amerikanske journalist David Von Drehle i en klumme i Washington Post i 2017 med overskriften: "The mission to Mars is one stupid leap for mankind."

Hvis han havde sat sig mere ind i tingene, så ville han have opdaget, at rumforskning - udover at tilfredsstille vores nysgerrighed på det ukendte - faktisk i meget stor udstrækning har hjulpet os og vil hjælpe os i fremtiden.

Spinoff teknologier fra rumfarten

NASA har aldrig siddet og lavet alt selv - under Apollo-projektet frem mod 1969 var 20.000 virksomheder og universiteter med i udviklingen. Det skabte en innovationsbølge, som reelt grundlagde Silicon Valley og accelererede computerrevolutionen voldsomt. Siden 1976 har NASA Technology Transfer Program været forbundet med erhvervslivet for at sikre at relevante teknologier kan blive udnyttet i samfundet. NASA har siden præsenteret mere end 2000 spinoff teknologier på baggrund af NASA-teknologier. De har medvirket til bemærkelsesværdige fremskridt inden for sundhed og medicin, transport, offentlig sikkerhed, forbrugsvarer, energi, miljø, informationsteknologi og produktivitet i industrien. Her skal blot nævnes nogle få:

Umiddelbart er den mest oplagte satellitteknologi. Det var dog ikke NASA, men Sovjetunionen der kom først ud i rummet med satellitten Sputnik 1 d. 4. oktober 1957. Siden er tusindvis af satellitter sendt i kredsløb om Jorden. Satellitter har utroligt mange anvendelsesmuligheder til bl.a. militær overvågning, kommunikation, meteorologi og navigation (Global Navigation Satellite System, GNSS).

Apropos GNSS så udviklede forskere ved NASA's Jet Propulsion Laboratory i 1990'erne software, der er i stand til at korrigere for GNSS-signalfejl, hvilket muliggør nøjagtighed inden for få centimeter - kaldet Real-Time GIPSY (RTG). RTG bruges bl.a. til selvkørende traktorer i landbruget især i Nordamerika samt i placeringstjenester i mobiltelefoner, så man f.eks. kan lokalisere nødpkald.

Men der er mange flere teknologier, som vi bruger i hverdagen på et hav af områder, som er relateret til udviklingen af rumteknologi. Infrarøde øretermometre som undgår kontakt med slimhinder. Brilleglas, der er svære at ridse. Frysetørring af madvarer. Træningsmaskiner. Insulinpumpen. MR-teknologi. Cochlear implant (høreapparat). Neutralisering af landminer uden detonation. Monokrystallinske solceller. Hjerterpumpe til folk, der afventer hjertetransplantation. Afisningssystemer til fly. Hukommelseskum (TEMPUR). Ernæringsmæssig berigelsesingrediens til modernermælkserstatning. Vandrensning baseret på kemisk adsorption, ionbytning og ultrafiltreringsprocesser. Mikroindkapslingsteknologi, der renser vand for oliebaseerede stoffer. Identifikation af vandkilder baseret på NASA-satellitdata. Software til strukturel analyse - bredt anvendt i industrien.

Danmark er godt med i rumfart

I 2015 præsenterede en tværministeriel arbejdsgruppe en rapport om den danske rumsektor og de fremtidige perspektiver og kommercielle muligheder. Året efter præsenterede den danske regering den første danske rumstrategi. For mange vil det nok være lidt overraskende, at Danmark kan være med i et område, der lyder så eksotisk. Men det kan vi, og det har vi været længe.

Her i februar 2021 blev det bl.a. demonstreret, da NASA's køretøj Perseverance landede sikkert på Mars. Monteret på Perseverance sidder et avanceret kamerasystem, som er leveret af DTU Space – rumforskningsafdelingen på Danmarks Tekniske Universitet. Et unikt kamerasystem, der bygger på videreudvikling af DTU's stjernekamertechnologi, der også anvendes til at navigere rumfartøjer og jordobservationssatellitter, men nu skal hjælpe med at finde de rette steder at lede efter tegn på

tidligere liv på Mars' overflade. Og i øvrigt også kan anvendes til selvkørende biler både på landevej og uvejsomt terræn.

Men dansk rumfartsteknologi er meget mere end det. I en omfattende rapport om dansk rumfartsindustri fra 2018 identificerer Rambøll, at der findes ikke mindre end 199 danske virksomheder, der arbejder med rumfartsteknologi i en eller anden form. Og det er fordi Danmark har et væld af innovative, dygtige forskere, ingeniører og teknikere - men også fordi det er en branche i eksplosiv vækst med mange penge i. Det er også derfor, at berømtheder som Elon Musk, Richard Branson og Jeff Bezos har oprettet rumfartsselskaber - hhv. SpaceX, Virgin Galactic (børsnoteret) og Blue Origin.

"Helt overordnet er der et stort økonomisk potentiale i rumindustrien i de her år. Det er startet med, at flere private aktører er rykket ind i rumindustrien og har banet vejen, især de seneste 10-15 år. Det er store virksomheder som Space X, Blue Origin og Virgin Galactic, som alle stiler efter at levere til Nasa og på sigt udvikle privat rumturisme. Space X leverer allerede raketter og rumfartøjer, som NASA nu kan bruge til at få udstyr, forsyninger og mandskab ud til rumstationen ISS, hvor man ellers i årevis har været afhængig af Rusland," siger ingeniør Morten Garly Andersen, chefkonsulent og kommunikationsansvarlig hos DTU Space.

Han påpeger, at der er tre hovedgrupper af kommercielle ruminteresser:

Den største, som også kaldes downstream, handler om brug af satellitdata på Jorden til alt fra positionering til måling af fugt i jorden. Det kan f.eks. indgå i intelligente vandings- og gødningssystemer, som på baggrund af satellitdata kan opnå en mere effektiv anvendelse af vand og gødning til landbruget.

Den anden hovedgruppe, kaldet upstream, handler om brug af teknologi, der er udviklet til anvendelse langt ude i rummet. Eksempelvis har den røntgenteknologi, som man bruger i rummet til at undersøge bl.a. stjerneeksplosioner med også potentiale til at blive anvendt til en mere præcis og sikker skanning for brystkræft hos kvinder.

Den tredje gruppe handler om minedrift på månen og evt. andre planeter efter såkaldt sjældne jordarter - dvs. kostbare og sjældne metaller som f.eks. neodymium og lanthan, der indgår i mobiltelefoner, højtalere og batterier. Og der er også nyttige og kostbare metaller som silicium, titan og aluminium. Og Helium-3, som vi vender tilbage til.

DTU er på Mars og mange andre steder

John Leif Jørgensen, professor på DTU Space, har arbejdet med rumfart i mange år og stod i spidsen for udviklingen af kamerateknologien til Perseverance på Mars. Det er i sig selv uhyre spændende og har vidtrækkende implikationer for vores forståelse af levende organismer, hvis missionen ender med at finde liv eller spor af tidligere liv. Men rumfart har igennem mange år haft meget stor betydning for samfundet.

"For to år siden opgjorde EU, at syv pct. af al virksomhed i EU, både industri og offentlig, er baseret på rumfart. Det glemmer folk ofte, når de spørger, hvad det nytter. Men hvis vi f.eks. snakker om vejret i morgen, så er det stort set computermødelser baseret på satellitmålinger, og det er jo også rumfart. Det er fuldstændig integreret som en service i alt, hvad vi går og foretager os. Satellitterne bliver stadig bedre, og vi får stadig bedre vejrudsigter. Det har en kolossal betydning for bl.a. transportsektoren, især fly og skibe og til dels for landevejstransporten," påpeger John Leif Jørgensen.

Satellitter bruges i mange sammenhænge - f.eks. overvågning af militære operationer, jordskælv, folkevandringer, krybskytteri. Og geopositionerings-systemer (GNSS), som vi bruger hele tiden. Når vi bruger mobilen til at finde vej er det GPS, den amerikanske version, eller et af andre europæiske (Galileo), kinesiske (BeiDou) eller russiske (GLONASS) systemer, som telefonen bruger. Det har også en kolossal betydning i den digitale økonomi, for uden den positionering er hele forretningen Google ikke noget værd.

"Google har jo brug for at vide, hvor du befinder dig. Alle de der 'direct targeting services' og langt de fleste apps ville ikke være noget værd uden rumfarten. Vigtigere endnu, siger finanssektoren, er de tidssignaler, vi bruger i øjeblikket, for de er meget mere præcist bestemt via GNSS-systemer end de andre mulige tidsstyringssignaler. Det betyder enormt for aktiehandlen, hvor handlen er bestemt af de tidsstempler, du får fra rumfarten. Du tænker ikke over det, men det er en service, der gennemsyrrer vores samfund," siger John Leif Jørgensen.

Vandreserver og biomassevækst kan måles fra rummet

Han fremhæver også rumfartens betydning til at måle og overvåge ting, der foregår på Jorden. F.eks. måling af vandreserver.

"Vi har bygget en række rumfartøjer, hvis formål egentlig var at måle vandets cyklus her på Jorden. Men vi kan også måle hvor meget vand, der er lagret i undergrunden rundt om i verden. Der har vi meget chokerende opdaget, at blandt andre store områder er f.eks. Indien ved at udtømme deres grundvandsreserve. Om 15-20 år så når de bunden, og dermed er der 250 millioner mennesker, der har behov for at flytte. Så vi får også forvarsler til politiske diskussioner fra rummet," siger professoren og tilføjer, at det var de samme satellitter, som man opdagede var virkelig gode til at måle smeltning af is på Grønland og Antarktis.

I øjeblikket er DTU Space med i projekt GEDI - et NASA-projekt, der blev startet i dec. 2018. GEDI blev sendt ud til den internationale rumstation ISS fra Cape Canaveral Air Force Station i Florida med et Dragon forsyningsmodul på en Falcon 9-raket fra SpaceX. DTU Space har udviklet tre stjernekameraer og software, der er med til at sikre, at man kan positionere GEDI-instrumenterne helt præcist, når de skal pege mod Jorden. Det, de skal måle, er hvor hurtigt biomassen vokser.

"Det er helt fantastisk. Vi måler, hvor hurtigt hvert eneste træ på hele Jorden vokser, og det giver helt vanvittige datamængder. Med denne mission vil vi kunne undersøge og få et bedre overblik over, hvordan blandt andet tørke, luftstrømme, temperaturer og vandforhold påvirker optagelse og afgivelse af CO₂ i Jordens økosystem. Vi ved faktisk ikke, hvordan naturen optager CO₂, og det er jo meget rart at vide, når man snakker om skove," siger John Leif Jørgensen.

Alger kan løse CO₂-problemet

DTU Space er også involveret i en satellit kaldet PACE, som er udviklet sammen med NASA. Her handler det om alger.

"Vi kigger på klorofyl i vandet - altså grønne alger. Det er fordi grønne alger uden sammenligning er den absolut største opsuger af CO₂ i naturen. De absorberer hvert år 20 gange mere, end vi mennesker udleder. Så hvis man gjorde livet for algerne lidt nemmere, så ville de tage al den overskydende menneskeskabte CO₂ ud af ligningen, hvis det var det, man ville."

Havvandsstigninger kan også måles mere præcist fra rummet. Og det samme kan havstrømmene.

"Hvis du kender havstrømmene, kan du også få skibstrafikken til at sejle mere effektivt. Hvis de data blev udnyttet ordentligt, så kunne vi i optimeret international skibstrafik spare, hvad der svarer til hele Danmarks årlige CO2 udledning," siger professoren.

En af de ting, der også er store forventninger til, er, at rumfartøjerne i højere grad skal arbejde sammen for at opnå store synergieffekter.

"De to missioner fra NASA, der måler vandet, Grace og Grace Follow-On, er baseret på to satellitter, der arbejder sammen. Det er derfor, at vi kan gøre det så nøjagtigt. Vi kan faktisk måle, om det har regnet på Sjælland. Det er en teknologi, der vil blive udviklet henover de næste 10 år og give meget større nøjagtighed på alt, hvad vi gør. Man vil kunne gøre mange flere ting, end det vi gør i øjeblikket med rumfart. Det gælder f.eks. vejrudsigter, der vil blive meget mere nøjagtige. Vi vil også kunne få bedre oplysninger om alle de andre ting, vi måler - også til dem i det kakifarvede tøj og dem med politihatten på."

Ressourcer på månen

Længere ude i fremtiden ligger andre ting, der lyder som taget ud af en science-fiction roman. Men det er kun et spørgsmål om tid, før det bliver til virkelighed. Ressourcer. Og her indgår DTU Space i et samarbejde med NASA om udvikling af rumfartøjer, der skal lede efter ressourcer på månen.

"Der er masser af ressourcer på Jorden, men de ligger inde i midten, hvor vi ikke kan nå dem. Jorden har jo for fire milliarder år siden været under bombardement af kometer og asteroider og fik en helt smeltet overflade under 'det store bombardement'. Jorden blev rødglødende, alting smeltede, og alle de tungeste metaller faldt naturligvis til bunds i badekarret ind mod Jordens midte, mens alle de lette metaller flød ovenpå ligesom en badeand. Det betyder, at alle de sjældne metaller ligger for dybt inde uden for vores rækkevidde, men på månen ligger de ved overfladen, fordi månen aldrig har været smeltet. Der vil vi kunne få ressourcer i en helt anden skala end i øjeblikket," siger John Leif Jørgensen.

Et af de sjældne metaller, det kunne være interessant at få fat i, er Samarium. Blandes det med kobolt, får man de stærkeste permanente magneter, man kan lave. Hvis vi havde tilstrækkeligt af det, så kunne vi lave levitationstog, der svæver på magnetfelter, som man i forsøg har gjort på tre kilometer lange baner. Med Samarium ville man kunne lave lange togbaner, hvor toget kan køre 800 kilometer i timen - støjfrit og næsten uden energiforbrug.

En anden spændende ressource på månen er Helium-3, som med stor fordel kan anvendes i fusionsreaktorer. En isotop af helium, der findes i stort omfang i de øverste 20-40 centimeter af månestøvet - mens der på Jorden i alt kun produceres et halvt kg om året.

"Den fusionskraft, man typisk snakker om, er Deuterium-Tritium fusion, og det sviner med meget radioaktivt materiale. Nede i det fælles europæiske projekt ITER, har de lavet en tank, hvori man kan holde et plasma ved 100 millioner grader Kelvin. Væggene i tanken skal bestå af flydende brint for at kunne bremse alle de neutroner, der lækker ud. Men fordi temperaturen skal være så høj, ødelægger det væggene med stråling. Det andet problem er, at man absolut ikke er interesseret i, at nogen neutroner skal stikke ud hverken det ene eller det andet sted, så man bruger dem til at berige brændstoffets næste ladning. Begge de problemer kan fjernes ved at gå over til Helium-3 processen. Helium-3 kræver en meget lavere temperatur og skaber heller ikke det enorme overskud af neutroner," siger John Leif Jørgensen.

Selve opbevaringen er enkel - månestøvet skal bare varmes op til 600 grader, så kan man gemme Helium-3 på en flaske, og det kan faktisk allerede betale sig at hente det på månen nu. Problemet er

at få udviklet høstmaskinerne. Mange af de projekter, som russerne, kineserne og amerikanerne arbejder på, handler om netop det.

Men hvad angår de andre ressourcer, så er det stadig for dyrt og koster 3-4 gange så meget som at udvinde det på Jorden. Både SpaceX og de andre private udbydere forventer imidlertid, at de vil kunne nedbringe prisen for en løfteraket til en sjettedel af, hvad det var for få år siden.

”Så bliver rum-minedrift og rum-energi pludselig meget interessant. Der vil dog i hvert fald gå 10 år, før Musk, Northrop Grumman, Boeing, russerne eller kineserne for den sags skyld er så langt med deres systemer. Men når først prisen er nede, så begynder det at være attraktivt at hente ressourcer i rummet. Solenergi fra rummet er også en fremtidig mulighed, men det koster i øjeblikket 11 gange så meget, som hvis du sætter det på dit hustag. Men når prisen kommer ned, så hjælper det. Der skal skala til.”

Månebase Alpha

Og månebaser. For det er farligt at være på månen, som ikke har nogen atmosfære og er eksponeret for intens kosmisk stråling, kraftigt UV-lys og mikrometeoritter. Derfor vil sikkerhed være øverst på prioriteringslisten i kapløbet om at hente ressourcer på månen. Byggematerialer vil være for dyrt at transportere op, men man kan faktisk bruge månestøv. Månestøv er gammel nedbrudt klippe og at omdanne det til klippe igen med 3D print er den billigste måde at skaffe byggematerialer på, påpeger John Leif Jørgensen.

”Hvis man svejser to stykker jern sammen, så vil de fejl, der måtte være der, blive ved at være der. Hvis man derimod 3D printer eksempelvis en stålstang, så kan du styre materialeegenskaberne fuldstændig. Du kan fjerne fejl og opnå enormt meget mere styrke i det stålemne, du laver. Derudover kan du jo lave hvad som helst ud af det. Du kan lave helt vanvittigt tynde og stærke strukturer i forhold til den gamle metode. Hvis du lavede eksempelvis emnerne som bærer undervognen til en bil med 3D printede metaller, så ville man kunne halvere vægten. Og forestil dig så hvor meget mere elegant et hus eller en bro kunne bygges, hvis man ikke skulle bruge cementelementer, men laserfusede piller af månestøv.”

Og det er sådan, månebaserne skal bygges. Man laserfuser simpelthen støvet sammen - dog ikke helt, forklarer professoren. Det skal ikke blive helt tæt - det er kun hjørnerne i månegruset, man fuser sammen med laser eller mikrobølgestråling.

”Med den teknologi kan du lave meget stærkere bæreelementer end det, du har i øjeblikket. Du kan gøre det på stedet, så lastvognen ville komme med støvet og sprøjte huset op. Derudover isolerer det meget bedre end beton. Stærkere, bedre, billigere og vedligeholdelsesfri broer. Men det vil også blive udviklet til rumfart, før det kommer til Jorden. Vi lever jo i en spændetrøjeøkonomi. Vi gør altid alting på den billigste måde, og mange teknologier ville aldrig være udviklet uden rumfarten. Hvis bjerget foran den næste dal, er for stort, så kommer vi aldrig derhen. Så det rumfarten gør, det er at bore tunneller,” siger John Leif Jørgensen.

ESA BIC Denmark støtter startups

I marts 2020 blev European Space Agency Business Incubation Centre Denmark (ESA BIC Denmark) officielt åbnet. Centret skal i 2020-2024 støtte nye danske startups, der anvender rumteknologi eller satellitter, gennem et skræddersyet inkubationsprogram og være med til at fremme anvendelsen af teknologi fra rumsektoren i dansk erhvervsliv. ESA BIC Denmark støttes finansielt af ESA, Uddannelses- og Forskningsministeriet, Industriens Fond, Otto Mønstedts Fond, DTU, Aarhus Universitet, Aalborg Universitet, Terma, GomSpace og CenSec.

Danske Gomspace

GomSpace, stiftet i 2007 af tre ingeniører fra Aalborg Universitet med speciale i nanosatellitter. Nanosatellitter vejer 1-10 kg og kan være helt ned til 10 cm på hver led. Levetiden er omkring et år for en nanosatellit, der sendes ud i lavt kredsløb 500-1500 km over Jordens overflade. Fordelen er, at de både er billige at bygge og sende ud i rummet, da der er plads til mange i lastrummet på en raket, og kombineret med den teknologiske udvikling, der har gjort bl.a. måleinstrumenter meget små, spås nanosatellitter et stort potentiale i 'new space', som man kalder den kommercielle tidsalder, rumfarten er gået ind i efter årtiers dominans i 'old space' af få store nationer; USA, Rusland, Kina, Indien og det europæiske rumagentur ESA. Nanosat.eu estimerer, at over 2500 nye nanosatellitter vil blive sendt ud i rummet de næste seks år - hidtil er 1400 sendt ud.

GomSpace blev børsnoteret i 2016 i Sverige og er trods over 100 ansatte stadig et lille selskab med en markedsværdi omkring 870-880 mio. svenske kroner. Små selskaber bliver ikke dækket af analytikerne, men GomSpace har købt sig til analysedækning af Danske Bank og ABG Sundal Collier (ABGSC). Det er stadig en helt uvildig, objektiv analyse, men adskiller sig fra traditionelle analyser ved, at der ikke må konkluderes en anbefaling.

"Der sker noget i rummet i disse år, og det er vores vurdering, at nanosatellitter vil spille en nøglerolle i mange 'new space' projekter, der vil kunne gavne virksomheder, regeringer, forbrugere og verden generelt. World Economic Forum estimerer f.eks., at nye rumteknologier vil øge forbundetheden og understøtte bæredygtighedsmål ved eksempelvis at overvåge, forstå og muliggøre handling på klimaforandringer, illegal skovfældning, fiskeri og krybskytteri. Nanosatellitter vil kunne muliggøre nye aktiviteter, der ikke tidligere har været kommercielt rentable," siger Benjamin Silverstone, aktieanalytiker i ABGSC.

GomSpace har gode kort på hånden, idet selskabet er blandt verdens førende inden for nanosatellitter og er stærk i system integration, radioteknologier, CubeSat platforme og satellitoperationer. Selskabets kunder er virksomheder, videnskab, akademi og militær.

"GomSpace er i dag så langt fremme, at de er i stand til at bruge deres eksisterende komponenter til at lave nye projekter for kunderne, og dermed ikke behøver at opfinde helt nye teknologier for at opfylde ordrer."

GomSpace fik et tilbageslag i 2019, da Sky and Space ikke kunne betale en ordre på 200 satellitter, men selskabet viste en evne til hurtigt at kunne reskalere fra 231 ansatte i 2019 til 134 i 2020. Benjamin Silverstone påpeger, at GomSpace er tilbage på sporet, og regnskabet for 4. kv. 2020 satte rekord i kvartalsmæssig indtjening. Medio april lå aktiekursen omkring 16. ABGSC må som nævnt ikke give kurstarget og beregner derfor DCF i tre scenarier, der angiver en fair value på 8-46.

"Det er værd at bemærke, at Blue Canyon, hvis forretning også er nanosatellitter, blev opkøbt i nov. 2020, og vurderet på EV/sales, så handles GomSpace til sammenligning til en rabat på 55 pct. Noget andet interessant er selskabets samarbejde med ESA, som de får penge fra, men de beholder alle rettigheder selv. Det er også vigtigt, at GomSpace har bebudet, at de vil etablere datterselskaber i flere lande i EU. ESA placerer ordrer i EU-lande baseret på landets bidrag til ESA, og med flere datterselskaber i EU-lande vil GomSpace kunne få flere ordrer," siger Benjamin Silverstone.

Relevante aktier

De fleste børsnoterede aktier relateret til rumfart findes i USA. De fleste, der falder inden for kategorien, beskæftiger sig ikke med rumfart i den forstand, som vi umiddelbart skulle tro - at de

udvikler teknologi, som bruges ude i rummet. I stedet retter de sig mere mod brugen af især satellitdata på en lang række fronter. De følgende aktier er dog mest i den mere direkte rumteknologi.

Procure Space ETF (USA)

ETF lanceret i april 2019, der er specialiseret i selskaber over hele verden, som arbejder med rumfartsteknologi - herunder satellitter. Over 30 selskaber er med i porteføljen, hovedparten i USA. Baggrunden er 'new space' æraen, hvor private virksomheder i endnu højere grad er med i rumfarten. Årlig expense ratio er 0,75 pct. ARK Space Exploration and Innovation ETF er en anden rumfarts ETF, der for nylig er gået i luften.

Virgin Galactic (USA)

Bransons projekt, der sigter mod rumturisme. 600 turister fra 60 lande er skrevet op. Har man 250.000 dollar til billetten, skal man dog ikke regne med at komme til månen. Rumskibet frigøres fra et fly i 15-16 km højde, hvorefter det skal fortsætte til omkring 100 km, der defineres som hvor rummet begynder. Her får turisterne seks min. med vægtløshed. En højrisikabel aktie båret af megen omtale - mere risikabel end den rumfartsteknologi, som andre selskaber leverer.

Boeing (USA)

Boeing var med til at bygge Saturn V raketten, der sendte Apollo 11 astronauterne til månen i 1969. Selskabet bygger også satellitter og styrer ISS for NASA. Boeing er nu i gang med at bygge NASA's Space Launch System (SLS) Rocket, der er designet til at blive den mest kraftfulde raket nogensinde - et projekt, der er plaget af forsinkelser og budgetoverskridelser. Boeing har også udviklet Starliner kapslen, der skal fragte astronauter frem og tilbage fra ISS. En testflyvning i dec. 2019 nåede ikke den korrekte kredsløbsbane og en potentielt 'katastrofal' software fejl blev opdaget.

Lockheed Martin (USA)

Lockheed Martin er blandt de garvede i branchen og var også med til dele af Apollo 11. Lockheed Martin, der også har en joint venture med Boeing i United Launch Alliance, har bygget flere komponenter til Perseverance (2020) og Mars InSight (2018). Det udvikler aktuelt bl.a. Orion rumskibet til at blive sendt ud med SLS-raketten. I december 2020 bekendtgjorde selskabet, at det vil købe Aerojet Rocketdyne. Aerojets motorer blev anvendt i Apollo 11 og det leverer bl.a. også motorerne til Boeings SLS-raket.

Northrop Grumman (USA)

Selskabet forstærkede sin position blandt rumaktierne med købet af raketproducenten Orbital ATK i 2018. Det arbejder med Omega løfteraketten og fik funding fra det amerikanske luftvåben i 2020. Northrop laver også satellitter og er i gang med at færdigbygge James Webb Space Telescope for NASA, som også DTU Space bidrager til. Selskabet samarbejder med Lockheed og Jeff Bezos' Blue Origin om et månelandingsfartøj.

Raytheon Technologies (USA)

Raytheon Technologies, et luftfarts- og forsvarsfirma, leverer systemer og tjenester til kommercielle, militære og offentlige kunder over hele verden. Det opererer gennem fire segmenter: Collins Aerospace Systems, Pratt & Whitney, Raytheon Intelligence & Space og Raytheon Missiles & Defense. Det var dette selskab, der købte GomSpace's amerikanske konkurrent Blue Canyon i 2020.

Orbcomm (USA)

Største position i Procure Space ETF. Leverer Internet of Things-løsninger i USA, Sydamerika, Japan, Europa og internationalt. Virksomheden tilbyder netværksforbindelse, enheder, enhedsadministration og webrapporteringsapplikationer, der er designet til at spore, overvåge, kontrollere og forbedre sikkerheden for forskellige aktiver. Det leverer også satellit-datatjenester og har egen konstellation af satellitter i lavt kredsløb. Derudover tilbyder virksomheden kundeløsninger ved hjælp af yderligere muligheder for satellitnetværkstjeneste gennem serviceaftaler med tredjeparts udbydere af mobile satellitter og meget andet.

Maxar (USA)

Maxar Technologies Inc. leverer jordinformation og ruminfrastrukturløsninger i USA, Asien, Sydamerika, Europa, Mellemøsten, Australien, Canada og internationalt. Det opererer gennem Earth Intelligence og Space Infrastructure. Ruminfrastruktursegmentet leverer rumbaseret infrastruktur, robotteknologi, undersystemer og informationsløsninger, herunder kommunikations- og billedsatellitter; platforme til rumforskning og værtsinstrumenter til jordvidenskab; satellitjordsystemer og supporttjenester; rumbaserede sensoriske fjernløsninger; rumrobotik; forsvarssystemer m.v.

Luksusaktier slår markedet

Luksusaktier er tilsyneladende i stand til at levere et væsentligt bedre afkast end det brede aktiemarked. Men hvordan vil efterspørgslen se ud efter Covid-19 pandemien? Og hvordan påvirker bæredygtighedsbølgen luksusgoder?

Hvad er luksusvarer egentlig? Der findes ikke nogen absolut definition, påpeger hæderkronede Encyclopedia Britannica, der ved (næsten) alting, for det afhænger af mange forskellige ting. Kultur, sociale holdninger, teknologisk udvikling, tidens ånd, etik, den enkelte persons opfattelse. Sammenlignet med konger og kejsere i tiden før industrialiseringen lever vi i dag alle i luksus. Den tidligere amerikanske energiminister og Nobelprisvinder i fysik 1997, Steven Chu, sagde for nogle år siden, at den gennemsnitlige amerikaner takket været olie, gas, elektricitet og al teknologien har hvad, der ville kræve 100 tjenere i gamle dage. Dengang, hvor energien til at få noget fra hånden primært kom fra mennesker og dyr. Dengang, hvor det kun var de virkelig rige, der havde råd til luksus - såsom eget bad, guldkæder og egen hest til brug for sjov.

I dag er luksus i forskellige variationer efter nutidens standard - defineret som særligt eksklusive varer vi egentlig ikke har brug for - kommet inden for rækkevidde for de fleste forbrugere i den vestlige verden. Det er ofte et spørgsmål om prioritering. De fleste kan godt spare sammen til Rolex-uret til 50.000 kr., Gucci-tasken til 25.000 kr. eller de dyre parfumer, som man ikke kan få i døgnkiosken.

10 selskaber står for 50 pct. af salget i Top 100

Deloitte definerer i rapporten *Global Power of Luxury Goods 2020* fem kategorier af luksusvarer:

- Tøj og sko
- Tasker og tilbehør
- Kosmetik og parfume
- Smykker og ure
- Blandet

Heri er ikke medtaget biler, rejser, fritidsservices, både, kunst og samlere objekter, vin og spiritus, detailhandlere, der primært videresælger andres luksusmærker.

Selskaberne i Top 100 spænder over det virkelig dyre til den luksus, der er inden for rækkevidde af den brede middelklasse.

Selskab	Salg 2019 (mia. dollars)	procent af Top 100 salg
LMVH Moët Hennessy-Luis Vitton SA	37,468	13,35%
Kering SA	17,777	6,33%
Estée Lauder Companies	14,863	5,30%
Compagnie Financière Richemont SA	13,822	4,93%
L'Oreal Luxe SA	12,334	4,39%
Chanel Limited	12,273	4,37%
EssilorLuxottica Société	10,624	3,79%
Chow Tai Fook Jewellery Group	8,411	3,00%
PVH Corp.	8,076	2,88%
The Swatch Group	8,014	2,86%
Top 10	143,662	51,19%
Top 100	280,64	

Kilde: Deloitte - Global Power of Luxury Goods 2020.

Top 100 selskaber - geografiske hovedsæder		
Salgsandel pr. land 2019	Net profit margin pr. land 2019	
Frankrig	15,70%	15,00%
Kina	9,10%	5,90%
UK	8,40%	14,40%
Schweiz	6,90%	16,20%
USA	5,10%	9,40%
Italien	4,70%	5,60%
Spanien	4,70%	10,60%
Andre lande	4,20%	7,20%
Japan	3,70%	7,60%
Tyskland	3,20%	7,30%

Kilde: Deloitte - Global Power of Luxury Goods 2020.

Net profit margin beregnet som salg fratrukket regnskabsværdien af varerne, driftsomkostninger, renter og skat sat i forhold til salg.

De 10 største af selskaberne genererede i finansåret 2019 over halvdelen af salget blandt de 100 største producenter af luksusvarer.

Det er primært europæiske lande, der huser hovedkvartererne for de mest succesfulde selskaber inden for produktion af luksusvarer. Her er vi for en gangs skyld langt foran både USA og Kina med så stærke brands, at de ikke bare kan overhales af teknologisk udvikling.

Noget andet interessant, som Deloitte rapporten også belyser er, hvordan den procentuelle fordeling af selskaberne er i de forskellige produktkategorier. Schweiz er således udelukkende repræsenteret i smykker og ure - og sidstnævnte er mere end kukure, selv om Orson Welles påstod noget andet i filmatiseringen af Graham Greene's *Den tredje mand*, hvor han som Harry Lime portrætterede schweizerne med en berømt replik:

In Italy, for thirty years under the Borgias, they had warfare, terror, murder and bloodshed, but they produced Michelangelo, Leonardo da Vinci and the Renaissance. In Switzerland, they had brotherly love, they had five hundred years of democracy and peace – and what did that produce? The cuckoo clock.

Welles skrev selv replikken og blev senere gjort opmærksom på, at schweizerne aldrig havde lavet kukure - de blev alle produceret i Schwarzwald i Tyskland. Men de kan noget med luksusure i Schweiz ligesom Frankrig og Italien kan noget med parfumer og modetøj.

Hvordan påvirker Covid-19 pandemien salget af luksusvarer?

Covid-19 pandemien har påvirket vores forbrugsmønster og vores muligheder for at shoppe - det gælder også luksusvarer, der ikke er købt i samme omfang som før pandemien, selv om online køb af produkterne er steget markant. Ifølge en rapport fra Bain & Company blev online-salget af luksusvarer i 2020 næsten fordoblet i forhold til året før.

Hvad vil der ske med efterspørgslen efter luksusvarer, når vi kommer ud på den anden side af pandemien og økonomierne åbnes op igen?

”Pandemien¹ og de forskellige restriktioner påvirkede efterspørgslen på luksusvarer meget forskelligt, og man kan godt forestille sig, at det vil blive mere normaliseret, når coronaen¹ kommer mere på afstand. Vi ser eksempelvis, at nedlukningen giver specialbutikker, der tilbyder delikatesser, gode vine eller fødevarer af høj kvalitet, kronede dage. Det skyldes formentlig, at flere forsøger at genskabe en del af restaurantoplevelsen derhjemme, når man nu ikke kan komme ud i byen. Omvendt har der jo været lukket ned for sociale arrangementer, så der har ikke været så mange lejligheder for at *flashe* en ny flot Chanel-kjole eller Louis Vuitton-taske. Derfor er efterspørgslen på den slags varer også bremsset en smule op,” siger Morten Gade Steinmetz, partner i Deloitte med speciale i modeindustrien og luksusmærker.

Morten Gade Steinmetz henviser også til Deloitte-rapporten, der viser, at op mod 40 pct. af alle disse luksusvarer bliver solgt i store shoppingbyer som London, Milano, Paris, New York og for den sags skyld også København. Meget af salget foregår via turistindustrien.

”Man kan normalt se, at krydstogtskibe, der lægger til i store byer, samt lufthavne øger salget af luksusvarer. Derfor påvirker det naturligt producenterne af luksusvarer, at deres klassiske afsætningsmuligheder er coronaramt. Det er min fornemmelse, at nedlukningen også har givet flere lidt ekstra på bankkontoen, når nu rejseaktiviteter og oplevelsesøkonomien har været lukket ned, derfor forventer jeg et boom i salget af luksusvarer generelt på den anden side af pandemien¹,” siger Morten Gade Steinmetz.

Han påpeger, at vi fik en forsmag på netop det i sommeren 2020, hvor der blev åbnet op igen. Det afspejlede sig ikke nødvendigvis lige i luksUSDelen, men det var tydeligt, at vi selv efter en så kort periode med nedlukning havde et stort behov for at komme ud og bruge penge igen på restauranter og shopping. Alle detailbutikker og modebutikker havde en fin sommer med et stort salg, og Morten Gade Steinmetz tror, at det samme vil ske, når vi åbner op igen¹.

Luksus og bæredygtighed

En af de stærkeste trends, vi oplever i disse år og efter alt at dømme i al fremtid, er det store fokus på bæredygtighed. Og her ligger der en konflikt med luksusvarer. Mange luksusvarer har vi strengt taget ikke brug for, og hvis vi hører til dem, der følger modebranchens luner, er det ikke i bæredygtighedens ånd, at vi hurtigt skifter noget ud, som reelt har en meget længere levetid. Så her er der lidt af en gråzone, især hvis vi hurtigt falder tilbage i de gamle forbrugsmønstre.

”Særligt de yngre generationer er i dag mere miljøbevidste end tidligere, og de stiller krav til at mindske forbruget af vand, energi, kemikalier osv., og det vil i stigende grad påvirke producenterne, når de yngre generationer bliver den primære målgruppe.”

Allerede nu er der større krav til og efterspørgsel på bæredygtighed, påpeger Morten Gade Steinmetz. Det kommer dels fra de professionelle investorer, erhvervsledere og politiske beslutningstagere. Producenterne er nødt til at erkende, at bæredygtighed i stigende grad er en konkurrenceparameter.

”Zalando, Asos og andre online-platforme har også meldt ud, at de fra 2023 kun vil handle med leverandører, der har bæredygtige produkter i *pipeline*n - de vil handle ud fra det europæiske Higg-indeks (et bæredygtighedsindeks udviklet af Sustainable Apparel Coalition, red.) På den måde omstiller branchen sig. Jeg tror dog fortsat, at de fleste forbrugere først og fremmest går op i, om et

¹ Covid-19

produkt ser godt ud, fremfor om det er bæredygtigt. Ligeledes er bæredygtig produktion ofte dyrere, hvilket kan bremse udviklingen en smule.”

Det er ikke blot producenterne af luksusvarer, der har en udfordring med bæredygtighed. Det er også online-platfornenes forretningsmodel. Op mod 2/3 af de varer, der bestilles på eksempelvis Zalando bliver sendt retur igen, fordi det er gratis.

Når det handler om transport og CO2-udledning, så kommer vi heller ikke udenom det problematiske i, at meget produktion foregår i Asien. I nogle produktionsbrancher er der en stigende insourcing i gang - dvs. hjemtagning af produktion til hjemlandet eller tættere på, fordi automatiseringsteknologier og robotter i stigende omfang kan erstatte manuel arbejdskraft til lave lønninger. I den forbindelse har der under Covid-19 pandemien været debat om, hvorvidt verden skulle stille mod en vis form for deglobalisering fordi forsyningskæder, der er spredt så meget ud over hele verden, gør det mere sårbart over for lokale og regionale afbrydelser, som f.eks. en pandemi kan føre til.

Morten Gade Steinmetz tror dog ikke, at vi vil gå væk fra just in time-forsyningskæder og outsourcing. Blandt andet fordi outsourcet produktion i høj grad også hjælper befolkningerne i lavtlønsøkonomierne.

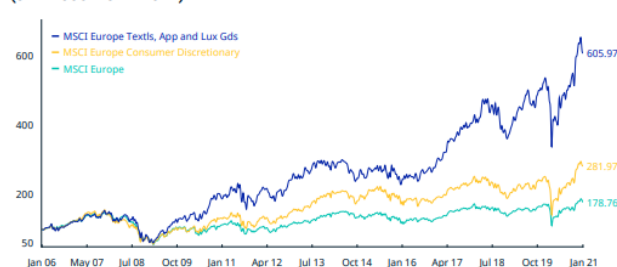
”Jeg tror til gengæld, der kommer mere fokus på produktion og spild. Vi så det allerede i forbindelse med finanskrisen i 2008-09. Indtil da havde man været vant til, at man bare kunne lave udsalg, hvis en krise førte til mindre efterspørgsel. Men mange brændte inde med store lagre og begyndte at skære ned på *nice to have* og fokusere mere på *need to have*. Den tendens bliver nu forstærket. Men *just in time*-princippet holder vi fast i.”

Stigende velstand har øget interessen for luksus

Ser man på udviklingen i MSCI Europe Textiles, Apparel and Luxury Goods Index (USD) siden 2006, så har luksusaktierne virkelig sat MSCI Europe til vægs. Dette indeks er dog bredere end de mere specifikke luksussegmenter, som Deloitte fokuserer på i rapporten. Adidas og Puma er f.eks. blandt de 10 største aktier i indekset.

Aktierne i indekset har klaret sig fremragende i forhold til det brede europæiske aktiemarked.

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE – NET RETURNS (USD)
(JAN 2006 – JAN 2021)



ANNUAL PERFORMANCE (%)

Year	MSCI Europe Textils, App and Lux Gds	MSCI Europe Consumer Discretionary	MSCI Europe
2020	22.86	16.06	5.38
2019	40.85	30.61	23.77
2018	-8.02	-18.48	-14.86
2017	42.37	24.84	25.51
2016	14.07	-3.35	-0.40
2015	-3.33	0.73	-2.84
2014	-12.41	-5.05	-6.18
2013	21.44	35.64	25.23
2012	37.32	34.75	19.12
2011	-12.66	-14.03	-11.06
2010	54.06	26.99	3.88
2009	62.19	36.47	35.83
2008	-45.92	-46.49	-46.42
2007	18.65	10.71	13.86

”Disse selskaber tjener simpelthen flere penge relativt set. Når en virksomhed tjener flere penge, så bliver det mere attraktivt at købe aktier i den, for investorerne kan se potentiale i den, og det

belønner de med stigende aktiekurser. Aktierne er blevet dyrere, men værdiansættelsen er ikke stukket af, så det slet ikke hænger sammen med den fundamentale indtjening i selskaberne. Den underliggende indtjening er simpelthen blevet bedre, og det afspejles i en højere aktiekurs,” siger Per Fogh, aktieanalytiker i Sydbank, hvor han bl.a. dækker Pandora, der også er blandt de 10 største selskaber i indekset.

	P/E	Forward P/E	Kurs/Indre værdi
MSCI Europa, Tekstiler, Tøj, Luksusvarer ¹⁾	58,23	31,07	4,48
MSCI Europa, Forbrugsgoder	35,76	19,3	2,4
MSCI Europa	21,69	16,54	1,88
MSCI USA	31,77	22,66	4,33
MSCI USA Information Technology Index	39,35	28,64	10,85
MSCI Verden ²⁾	28,03	20,3	2,9
MSCI ACWI ³⁾	27,17	19,52	2,76

Kilde: MSCI.com. 29. jan. 2021.

1) MSCI Europe Textiles, Apparel and Luxury Goods Index (USD)

2) Omfatter de udviklede lande

3) Omfatter alle lande

Interessen for luksusgoder har også været stigende igennem en årrække. Hvad er egentlig forklaringen på det?

”Det har noget at gøre med den økonomiske udvikling i årene efter finanskrisen. Den økonomiske udvikling har været meget positiv, og det er noget, der smitter af på efterspørgslen efter de dyrere forbrugsvarer

som bl.a. er smykker og dyrt tøj. Forbrugerne har haft flere penge mellem hænderne, og det har smittet af på luksussegmentet,” siger Per Fogh.

Han forventer også, at der ligger en stigning i efterspørgslen efter luksusvarer og venter på den anden side af pandemien.

”Det positive - bl.a. for Pandora og andre smykkeselskaber og producenter af andre luksusvarer - er jo, at folk ikke har brugt penge på rejser, restauranter, at gå i byen osv. og på den måde har der været større rådighed til at købe luksusvarer, f.eks. smykker, dyrt tøj, tasker osv. Man har også set i bl.a. Kina, som lukkede hurtigt op, da krisen var kommet under kontrol, at der virkelig er kommet gang i salget igen af flere af disse luksusvarer, fordi kineserne har ikke kunnet rejse og andre ting, og derfor har fået mere plads i budgettet til at købe flere luksusvarer,” siger Per Fogh.

Relevante aktier

Luksusaktier kan dække over mange ting. I S&P Global Luxury-indekset indgår eksempelvis Tesla som den mest tungtvejende, og USA tegner sig for over 40 pct. af indekset, hvilket giver et andet billede, end når man anvender Deloitte's opgørelse, der ser på de sektorer, vi traditionelt forbinder med luksus. Her er en række eksempler på interessante selskaber, der kan vise sig særligt interessante, når den globale økonomi åbner op igen.

Ferrari (Italien)

Aktier i det verdensberømte italienske bilmærke har vi alle råd til at købe. På den front er Ferrari også kørt fra de fleste. Trods bæredygtighedsfokus over en bred kam er aktien steget jævnt over de seneste fem år og viser en stigning på over 350 pct. mod omkring 100 pct. i S&P 500. 95 pct. af Ferraris biler eksporteres til over 60 lande.

Kering (Frankrig)

Kering ejer en række af de virkelig store luksusmærker inden for mode, lædervarer, smykker og ure. Gucci, Saint Laurent, Bottega Veneta, Balenciaga, Alexander McQueen, Brioni, Boucheron, Pomellato, Dodo, Qeelin, Ulysse Nardin, Girard-Perregaux samt Kering Eyewear. Årlig vækstrate i salg på 23,3 pct. i perioden 2016-2019. Næsten tre gange så meget som gennemsnittet på Deloitte's Top 100-liste, hvor Kering har den næsthøjeste omsætning af alle.

Canada Goose (Canada)

Den canadiske virksomhed sælger overtøj til mænd, kvinder og børn og tilbyder parkaer, lette dunjakker, regntøj, vindtøj, strik, fodtøj og tilbehør til efterår, vinter og forår og har en særlig ekspertise i at lave tøj til ekstreme kuldegrader. Virksomheden er nr. 64 på Deloitte's rangliste over de 100 største luksusproducenter målt på årlig omsætning. Canada Goose har i 2016-19 haft den

næsthøjeste årlige salgsvækst blandt de 100. 41,9 pct. - langt over Top 100-væksten på 8 pct. i samme periode.

LMVH Moët Hennessy - Luis Vitton (Frankrig)

Verdens største salg af luksusprodukter. Årlig vækstrate i salg på 16,5 pct. i perioden 2016-2019 ifølge Deloitte - dobbelt så meget som Top 100 luksusproducenterne. Virksomheden tilbyder champagner, vine og spiritus under Ao Yun, Ardbeg, Belvedere, Bodega Numanthia m.fl. Mode- og læderprodukter under mærkerne Berluti, Celine, Christian Dior, Emilio Pucci, Fendi, Givenchy, Kenzo, Loewe, Loro Piana, Louis Vuitton m.fl. Parfume og kosmetik under Acqua di Parma, Benefit Cosmetics, Fenty Beauty af Rihanna, Parfums Christian Dior m.fl. Ure og smykker under mærkerne Bvlgari, Chaumet, Fred, Hublot m.fl.

Estée Lauder (USA)

Esté Lauder Companies Inc. producerer og markedsfører produkter til hudpleje, makeup, duft og hårpleje. Virksomheden tilbyder sine produkter under Esté Lauder, Aramis, Clinique, Lab Series, Origins m.fl. Det har også licensordninger for Tommy Hilfiger, Michael Kors, Tom Ford Beauty, Aerin m.fl. Virksomheden har hovedkvarter i New York.

Richemont (Schweiz)

Richemont designer, fremstiller og distribuerer smykkeprodukter; og præcisionsure, ure og skriveinstrumenter samt tøj og lædervarer og tilbehør. Omfatter Cartier, Van Cleef & Arpels og Buccellati; specialiserede urmagere består af Piaget, A. Lange & Söhne, Jaeger-LeCoultre, Vacheron Constantin, Panerai, IWC Schaffhausen, Baume & Mercier og Roger Dubuis; og andre mærker såsom Montblanc, Dunhill, Chloé, Peter Millar, Alaïa, Serapien og Purdey.

L'Oreal (Frankrig)

L'Oreal sælger kosmetiske produkter til kvinder og mænd over hele verden. Virksomheden leverer sine produkter under L'Oreal Paris, Garnier, Maybelline New York, NYX Professional Makeup Professional Makeup, Essie, Niely, Dark and Lovely, Lancome, Yves Saint Laurent Beauté, Giorgio Armani Beauty, Kiehl's, Urban Decay, Biotherm, Ralph Lauren, IT Cosmetics, L'Oreal Professionnel, Kérastase, Redken, Matrix, Biolage, Pureology, Decléor, Carita, Vichy, La Roche-Posay, SkinCeuticals og Roger & Gallet.

The Swatch Group (Schweiz)

Swatch Group AG designer, producerer og sælger færdige ure, smykker og urkomponenter over hele verden. Swatch Group AG tilbyder sine ur- og smykkeprodukter primært under Breguet, Harry Winston, Blancpain, Glashütte Original, Jaquet Droz, Léon Hatot, Omega, Longines, Rado, Union Glashütte, Tissot, Balmain, Certina, Mido, Hamilton, Calvin Klein, Swatch og Flik Flak.

Akvakultur står til kraftig vækst

To mia. flere mennesker skal have mad om 30 år. Havet er ikke det uudtømmelige spisekammer, det var engang, men fiskefarme kan være en del af løsningen. Det giver imidlertid problemer med forurening.

I 1497 vendte John Cabot tilbage til Bristol efter en lang rejse, støttet af Henry VII af England. Formålet med rejsen havde været at finde en vestlig søvej til Asien. Det lykkedes ikke, men han fandt noget andet. John Cabot kunne fortælle om et hav "så fuldt af fisk, at de kan tages ikke bare med net men med fiskekurve".

Han havde fundet "the Grand Banks" ud for Newfoundland i Canada. Det blev starten på det, som en gruppe forskere fra Trinity College i Dublin i en analyse i 2019 kaldte en nordatlantisk

fiskerevolution. Et 500-årigt fiskeeventyr var skudt i gang, som var så tiltrækkende, at europæiske fiskere satte liv og lemmer på spil på lange rejser for at få del i det. Der var ikke mangel på fisk i de europæiske farvande, men rigeligheden og tilgængeligheden af fisk kunne ikke måle sig med det canadiske fund.

Grand Banks udviklede sig til verdens største fiskeområde. Trykket på fiskebestandene voksede særlig kraftigt fra 1950'erne med gigantiske fabrikstrawlere, som arbejdede i døgndrift og kunne forarbejde og nedfryse fiskene. Nu kunne de dække et større område, fiske dybere, gøre det i længere tid - og i 1960'erne fik de endnu flere fordele med radar, elektroniske navigationssystemer og ekkolod.

Fangsterne toppede i årene omkring 1980, lyder estimer i dag. Årsagen var, at fisketrykket var blevet for stort. De canadiske myndigheder valgte at udvide grænsen for udenlandske fiskefartøjer til 200 sømil fra kysten mod tidligere 12 sømil. Men det ændrede ikke noget synderligt. Fisketrykket var stadig uholdbart - der blev ganske enkelt fanget for mange fisk. Der var advarsler fra videnskaben undervejs, men der gik for meget politik i det. Kvoten for 1992 blev f.eks. sat til 187.969 tons torsk, selv om fangsten året inden kun havde været 129.033 tons året før.

D. 2. juli 1992 kom så fiskeriministeren John Crosbie med chokket. Torskefiskeri blev forbudt - i første omgang i to år.

Kollapset i den canadiske torskebestand blev et monument over menneskelig grådighed og dumhed. Ikke blot fordi det er dumt at fange mere, end bestanden kan nå at gendanne. Men i dette tilfælde var området så nedfisket, at bestanden aldrig er kommet sig igen.

Verden har svært ved at lære

Det burde verden have lært noget af, men det er kun sket delvist. For i årene efter det canadiske moratorium fortsatte andre lande med at følge samme praksis som canadiske politikere. Man lod videnskaben komme med anbefalinger af hvor meget fiskeri en bestand kunne tåle, og så satte man ufortrødent kvoterne betydeligt højere.

"Først for omkring 10 år siden så vi et skifte. Siden dengang har politikerne i store træk fulgt rådgivningen fra videnskaben, når kvoterne er blevet fastsat," siger Jørgen Dalskov, der er cheffiskerikonsulent hos DTU Aqua.

Den videnskabelige rådgivning kommer i vid udstrækning fra ICES, en international organisation med hovedkvarter i København, der udover de fleste EU-lande også tæller Rusland, USA, Island og Norge i medlemsskaren. Over 2.500 videnskabsfolk fra de forskellige lande deltager årligt i den videnskabelige rådgivning, der retter sig mod Atlanterhavet, det arktiske hav, Middelhavet og den nordlige del af Stillehavet.

Det ændrer dog ikke ved, at verdens fiskeri stadig har svært ved at finde balancen. Det gælder også EU, selv om det i 2013 blev besluttet at iværksætte en fiskerireform baseret på bæredygtigt fiskeri. Målet var at sikre bæredygtigt fisketryk i 2015, hvor det var muligt - og senest i 2020 for alle fiskebestande. En analyse af Pew Charitable Trusts viser, at målet ikke er nået - som helhed fanger EU flere fisk, end videnskaben anbefaler. Europa-Kommissionen hævder, at forslag om fiskekvoter fastsættes ud fra data fra ICES, men de er jævnligt højere end ICES' anbefalinger. I 2020 var 44,4 pct. af de anbefalede fiskekvoter over de videnskabelige anbefalinger ifølge Pew-analysen.

Faktum er, at det globale fisketryk stadig er for højt. Ifølge FAO er 33 pct. af verdens fiskebestande overfiskede, 60 pct. er udnyttet maksimalt ud fra en bæredygtighedsbetragtning, og kun 7 pct. har et lavere fisketryk.

Fiskemængden halveret siden 1970

Fisketrykket måles i dag ud fra en vurdering af, hvad de bestående bestande kan tåle, men i den forbindelse glemmer man, hvor vi kommer fra. FAO's tal for overfiskeri, bæredygtig udnyttelse og underudnyttelse var f.eks. i 1975 hhv. 10 pct., 50,8 pct. og 39,2 pct. Men mange års overfiskeri sætter sine spor. WWF og the Zoological Society of London præsenterede i 2015 en stor undersøgelse, der viste, at mængden af fisk i havet siden 1970 var næsten halveret. I mellemtiden er vi blevet fire mia. flere mennesker.

Men livet i havet er ikke kun udfordret af fiskere. Plastikforurening er blevet 10-doblet siden 1980. Ifølge et studie offentliggjort i Science i 2015 bliver mængden af plastik i oceanerne hvert år forøget med 4,8-12,7 mio. tons. Plastik bliver til mikroplastik, og en undersøgelse offentliggjort i Global Change Biology i 2020 indikerer, at der er mindst dobbelt så meget mikroplastik som hidtil antaget.

300-400 mio. tons af tungmetaller, giftige opløsninger, affald og andre spildprodukter fra industrien ryger også ud i havet årligt. Kvælstof og fosfor fra især landbruget er et andet kæmpe problem, der skaber iltsvind og sågar døde zoner i havet - sidstnævnte i et omfang, der arealmæssigt er større end UK. Og så er der global opvarmning, der er et kapitel for sig selv.

Ifølge bl.a. IPCC-rapporter har oceanerne absorberet omkring 90 pct. af overskudsvarmen og en fjerdedel af den CO₂, som menneskeheden har tilført atmosfæren, hvilket har ført til højere havtemperaturer, øget forsuring og lavere iltindhold. Skaldyr vil ikke være i stand til at udvikle skaller ordentligt; skadelige alger vil sprede sig og kvæle kystfiskeriet; og fiskepopulationer vil fortsætte med at flytte til køligere farvande og efterlade de fiskersamfund og økonomier, der har været afhængige af dem i århundreder.

Den nuværende videnskab antyder, at når havet opvarmes og mister ilt, vil kropsstørrelsen på dyr blive reduceret, fordelingen af fisk vil ændre sig, overfladeproduktionen af planteplankton vil falde - og med mindre plankton i bunden af fødekæden bliver der færre fisk, har Lisa Levin udtalt til Inside Climate News. Hun er professor ved Scripps Institution of Oceanography og en hovedforfatter af fiskerikapitlet i IPCC-rapporten fra 2019.

Der er intet, der tyder på at efterspørgslen efter fisk bliver mindre, tværtimod. FAO estimerer, at 3,3 mia. mennesker i dag dagligt får dækket 20 pct. af deres proteinbehov fra havet - og for over 1 mia. mennesker er havmad den primære proteinkilde. Og mennesker bliver vi flere af. Omkring to mia. flere frem mod 2050, viser FN's hovedscenario, og de kræver mere mad. Kombineret med øget købekraft især fra de voksende middelklasser i Asien, så er der lagt op til en forventet stigning i den globale fødevareefterspørgsel på 60-70 pct. frem mod 2050, estimerer FAO.

Man kunne forestille sig simple løsninger, der kunne løfte fiskebestandene enormt. Giv fiskeriet en pause. De fleste europæiske fiskebestande (hvidfisk, fladfisk, sild) vil næsten fordoble deres biomasse på et år uden fiskeri, har Rainer Froese fra GEOMAR Helmholtz Centre for Ocean Research i Tyskland udtalt til Smithsonian Magazine i 2020. I 2016 påpegede en omfattende undersøgelse, offentliggjort i PNAS, at med fornuftig styring af fiskeri globalt vil der kunne opnås massive stigninger i de samlede fangster på sigt, men fortsætter de aktuelle trends, vil 88 pct. af verdens fiskebestande være overfiskede i 2050 - og være langt under deres bæredygtige biomasse.

Periodevisse fredninger kommer dog næppe på tale. Men det er værd at bemærke, at en midlertidig pause i fiskeriet ikke ville være en national katastrofe for europæiske lande. I UK udgør fiskeriet kun 0,04 pct. af BNP, viser beregninger fra Financial Times. For Danmark er tallet 0,26 pct., fremgår det af 'Situationsbeskrivelsen af den danske fiskeri-, akvakultur og fiskeindustri sektor' - en statusrapport, som Jørgen Dalskov er medforfatter på.

Akvakultur - alternativ til fiskeriet

Der er en anden løsning på at lette fisketrykket og samtidig efterkomme behovet for protein fra det våde element. Akvakultur. Vi kan selv dyrke alt godt fra havet - i hvert fald noget af det. Ifølge State of World Fisheries and Aquaculture 2020 har vi for længst passeret flere milepæle i relation til fangst. Allerede i 1986 producerede fiskefarme flere ferskvandsfisk, flere diadrome fisk (vandrer mellem fersk- og saltvand) i 1997 og flere krebsdyr i 2014. Saltvandsfisk har dog et stykke vej endnu. Men totalt set er den samlede globale fiskeproduktion fra akvakultur nogenlunde lige så stor som fra fangst i det fri, hvis vi ser bort fra fisk, der ikke anvendes til menneskeføde.

I Danmark har vi mange års erfaring med dambrug siden 1800-tallet, hvor regnbueørreder har fyldt meget siden 1894. I dag er der omkring 200 dambrug i Danmark, oplyser Dansk Akvakultur. Havbrug er opdræt af fisk på åbent hav, og dem har vi 19 af i Danmark. De anvendes primært til opdræt af regnbueørreder, indhegnet i store, flydende cirkulære net. Fiskene udsættes i nettene om foråret ved en størrelse på 600 - 800 gram og tages op om efteråret, når fisken har opnået en størrelse på 3-5 kg.

Problemet med havbrug er, at fiskeopdræt forurener i form af ekstra næringsstoffer fra fiskeekskrementer og foderspild men også medicinrester og kobber fra antibegroningsmidler på nettene. De ekstra næringsstoffer har negative konsekvenser for havmiljøet, der i forvejen er hårdt ramt af fosfor og kvælstofudledning fra især landbruget.

"Flere næringsstoffer giver en forøget vækst af alger, der gør vandet uklart. Det betyder, at vegetation som bl.a. ålegræs forsvinder fra havbunden, fordi det ikke får sollys. Og når algerne dør, falder de til bunds og nedbrydes. Det giver et større iltforbrug, som i sidste ende fører til iltsvind," siger Stiig Markager, professor i havmiljø på Aarhus Universitet.

Iltsvind fører til mere fiskedød, fiskene vokser langsommere, og fødegrundlaget for fiskene bliver også ringere, fordi bunddyrene dør. Det kan torskebestanden i Kattegat og Østersøen tale med om trods en stor reduktion i fiskepresset siden år 2000. I situationsrapporten om fiskeriet påpeges det, at levevilkårene for torsk er forringet væsentligt som følge af blandt andet lavere iltindhold i vandet og mindre fødegrundlag af bunddyr. Gydebestanden af torsk i 2019 vurderes at være tæt på et historisk minimum; store torsk findes stort set ikke i bestanden, og torsken er ofte mager og kan være voldsomt inficeret med parasitter. På denne baggrund blev fiskeriet af Østersø torsk forbudt delvist i 2019 og 2020 efter ICES' anbefaling.

I det samlede billede er landbruget den helt store synder med kvælstof og fosforudledning. Landbrugets udledning af kvælstof er f.eks. omkring 42.000 tons årligt mod de få havbrugs beskedne 330 tons. Men havbrug har en meget koncentreret udledning på et begrænset område netop i sommerhalvåret, hvor algevæksten er stor. Det gør det svært at finde plads til nye havbrug i den aktuelle situation, hvor landbrug fylder så meget.

Havbrug har fået stor kritik i Norge, der er en af verdens største fiskeproducenter. Her forsøger man at imødegå kritikken ved bl.a. at lave landbaserede fiskefarme, og de initiativer er også fulgt op i Danmark.

"Jeg tror ikke, at der er en fremtid for burene i det åbne hav, i hvert fald ikke i Danmark, hvor trykket fra næringsstoffer i forvejen er højt. Derimod er der langt bedre muligheder for de landbaserede brug, hvor man har bedre muligheder for at rense vandet og kontrollere sygdomme som f.eks. lakselus," siger Stiig Markager.

Landbaserede fiskefarme handler om, at man på land etablerer store anlæg, hvor saltvand pumpes ind til fiskene i produktionsbeholdere. Disse dambrug kan opsamle foderspild og fiskefækalier i slammet, som kan omdannes til biogas og gødning. Anvendelsen af medicin og andre hjælpestoffer er minimal, og man undgår problemer med lakselus og feromonpåvirkning af vildfisk. Dertil kommer, at teknologierne løbende forbedres, så man bliver stadig bedre til at rense spildevandet for kvælstof, fosfor, organisk materiale m.v., og det større energiforbrug kan dækkes med vedvarende energikilder.

Knut-Ivar Bakken er aktieanalytiker i Danske Bank og dækker bl.a. norske aktier som Lerøy Seafood, Grieg Seafood og Austevoll Seafood.

"Helt overordnet er akvakultur en meget effektiv måde at producere protein på, fordi du har en lav Feed Conversion Ratio (FCR) i fisk," siger han.

FCR udtrykker reelt, hvor meget foder der skal til for at skabe et kg kød. Et kg oksekød kræver omkring 6-10 kilo foder, et kg grisekød knap 2,7-5 kg, et kg kylling omkring 1,7-2 kg - mens et kg laks kræver omkring 1,2-1,3 kg, viser en artikel i Environmental Research Letters i 2018, som refererer til forskellige studier. Forskerne i dette studie påpegede dog også vigtigheden af at se på, hvordan forholdet er mellem protein/kalorier i den del af dyret vi spiser og protein/kalorier i foderet. Kylling er bedst i den analyse, mens atlantisk laks er lige efter på andenpladsen.

Tages også klimaproblemet med i betragtning, vinder laksefarmen. En analyse af British Columbia Salmon Farmers viser f.eks. at for lakseproducenter i British Columbia udsendes 2,2 kg CO₂ pr. 1 kg spiselig laks. Det er mindre end noget dyr produceret på land, herunder 5,1 kg CO₂ for kylling pr. kg kyllingekød, 6,4 kg CO₂ for gris og 37,2 kg for oksekød.

Forhold som disse burde øge interessen for fiskeproduktion fremfor især oksekød og den enorme miljøbelastning fra landbruget. Men fiskefarme kæmper mod myter og modvilje, der ikke har hold i virkeligheden, mener Knut-Ivar Bakken.

"Der er f.eks. stadig folk, der taler om, at fiskefarme i Skotland og Norge bruger antibiotika, men det er simpelthen ikke rigtigt - det er ikke blevet brugt i 20 år," siger analytikeren.

Han har store forventninger til væksten i fiskefarme i de kommende år, og det er ikke nødvendigvis kun de landbaserede fiskefarme, der bliver flere af.

"Vi vil se, at industrien fortsætter med at vokse - formentlig 3-4 pct. årligt som helhed. Den største produktion vil komme fra havbrug. Vi vil også se flere landbaserede anlæg, men her skal man huske, at de kræver meget mere energi, end de anlæg hvor fiskeopdrættet foregår i havet. Så jeg er ikke sikker på, at det i det samlede billede er den bedste måde at producere på. Men vi vil se rigtig meget forskning og udvikling inden for fiskefarme i de kommende år, fordi det er en meget effektiv måde at producere protein på som alternativ til landbruget," siger Knut-Ivar Bakken.

Den norske analytiker udtalte tidligere i år på konferencen Norway's Seafood Days 2021, at han forventer højere laksepriser senere i år efter en svag start på året. På sigt bliver branchen også understøttet af den stigende lyst til at spise mere sundt.

Relevante aktier

Hvis man vil investere i akvakultur, kommer man ikke udenom Norge. De lange kyststrækninger gør landet ideelt til havbrug, og vores nordiske brødre er i dag verdens største lakseproducenter. En omfattende akademisk analyse af produktionsomkostninger og konkurrenceevne blandt verdens laksefarme 2003-2018 i Aquaculture i feb. 2020, viser at Norge i 2015 sad suverænt i toppen med 55,3 pct. af markedet. Derefter følger Chile med 25,4 pct., Skotland 7,6 pct., Canada med 6 pct. og Færøerne med 3,3 pct.

Norges regering understøtter udviklingen med et mål om at femdoble nationens akvakultur produktion over de næste 30 år og samtidig nedbringe udledning af drivhusgasser med 90 pct.

Mowi (Norge)

Mowi er verdens største producent af laks inden for akvakultur og dækker næsten 20 pct. af den samlede produktion og drift i alle regioner for lakseopdræt. Virksomheden beskæftiger 12.200 ansatte og er repræsenteret i 25 lande. I 2020 havde virksomheden en omsætning på EUR 3,8 mia. Mowi er noteret på Oslo-børsen, og handles også på det amerikanske OTC-marked.

SalMar (Norge)

SalMar er lakseproducenten med de historisk stærkeste EBIT/kg-marginer på grund af omkostningsfokus og drift i nogle af de bedste regioner inden for lakseavl, Central- og Nord-Norge, oplyser aktieanalytiker Knut-Ivar Bakken. SalMar er i øjeblikket verdens største leverandør af økologisk laks. Ejer 51 pct. af Icelandic Salmon AS, der ejer 100 pct. af Arnarlax Ehf., Islands største lakseproducent. Ejer 50 pct. af Norskott Havbruk AS, der ejer 100 pct. af Scottish Sea Farms Ltd., Storbritanniens næststørste lakseproducent.

Bakkafrøst (Færøerne/Norge)

En færøsk lakseproducent med mange års erfaring, noteret på Oslo-børsen. Der bruges åbne havbrug og beliggenheden i Atlanterhavet betyder, at udledningen af næringsstoffer har mindre betydning end i eksempelvis Kattegat eller norske fjorde. Men generelt profilerer virksomheden sig med meget stor fokus på bæredygtighed. Ingen antibiotika, kun brug af ikke-genmodificerede planteproteiner og olier m.v.

Lerøy Seafood (Norge)

Lerøy har egne fiskefartøjer, der fanger hvidfisk, og ejer 10 pct. af den norske torskekvote. Størstedelen af de producerede fisk er ørred og laks, der stammer fra havbrug langs den norske kyst. Lerøy meddelte i februar 2021 planer om at investere i landbaseret lakseproduktion i det vestlige Norge. Investeringerne giver mulighed for at producere laks i høstbare størrelser på land, men det vigtigste er, at denne kapacitet vil blive brugt til at bringe smolt (ungfisk) op på 500-1.200 gram, før fisken frigives til havburet. Dette skal forkorte produktionscyklussen i havet og reducere den biologiske risiko (kortere eksponering for lus og sygdomme).

Grieg Seafood (Norge)

Grieg Seafood er en af verdens førende lakseproducenter. Selskabets farme er i Finnmark og Rogaland i Norge, British Columbia og Newfoundland i Canada og Shetland i Storbritannien. Fiskefarmene starter alle med recirkulerende ferskvandsanlæg på land, hvor æggene klækkes, og laksen tilbringer mindst det første år, hvorefter de overføres til saltvandsområderne i havet, indtil de når en høstbar størrelse på 4-5 kg. Selskabet har hovedkvarter i Bergen.

Atlantic Sapphire (Norge)

Atlantic Sapphire er norskejet og noteret på Oslo-børsen men har produktion i både Danmark (Hvide Sande) og Florida, USA. Det er verdens største landbaserede selskab inden for akvakultur.

Målsætningen er en årlig lakseproduktion på 220.000 tons årligt i 2031, hvilket svarer til mere end halvdelen af USA's lakseforbrug i dag. Atlantic Sapphire etablerede helt tilbage i 2011 sit innovationscenter i Hvide Sande med fokus på at udvikle bæredygtige, miljøvenlige opdrætsmetoder, så virksomheden kan producere laks i stor skala til slutbrugermarkedet.

Pond Technologies (Canada)

Akvakultur handler også om alger. Pond Technologies opfanger CO₂-emissioner fra f.eks. industrien og omdirigerer det til store tanke, kaldet bioreaktorer. Reaktorerne er "plug and play" -tanke i containerstørrelse, der let integreres med eksisterende industrianlæg. Ponds patenterede teknologi udnytter algenes naturlige appetit på CO₂ - belysning, sensorer og computeralgoritmer maksimerer algevækst og CO₂-konvertering. Algerne kan derefter bruges til at skabe grønne superfødevarer som Chlorella og Spirulina, rent foder til husdyr, naturlig kosmetik, tilsætningsstoffer til fødevarer og biologisk nedbrydeligt plast.

Norcod (Norge)

Norcod har valgt at opdrætte torsk i stedet for laks i havbrug. Norcod har studeret og lært af tidligere fejl i torskeopdræt og benytter sig af genteknologi og selektiv avl for at forbedre egenskaber og resistens over for sygdomme. Fisken har nu nået den sjette generation. Fisken er nu tilpasset et liv inden for nettets grænser og forsøger ikke længere at flygte, skriver Reuters.

The Kingfish Company (Holland)

En landbaseret fiskefarm i Holland, noteret på børsen i november 2020. Specialiseret i australsk ravfisk (Yellowtail Kingfish). Har et anlæg både i Holland og USA. "Vores mission er at fremme vores førende position inden for teknologidrevet akvakultur og fortsætte med at etablere os som en markedsleder inden for bæredygtig produktion af højværdi havfisk," sagde CEO Ohad Maiman for nylig i en virksomhedsopdatering.

Salmon Evolution (Norge)

Salmon Evolution anvender et hybridflow-through-system (HFS) leveret af Norges Artec Aqua for at opnå en vandøkonomi med ca. 65 pct. genbrug og 35 pct. ny forsyning i form af filtreret havvand. Denne løsning sikrer kontrollerede og optimale vækstbetingelser, eliminerer risikoen for parasitter og begrænser infektionstruslen. Et kontrolleret produktionsmiljø kombineret med minimal håndtering af fisken forbedrer væksten såvel som laksens sundhed. Derudover reduceres miljøpåvirkningen gennem spildevandsbehandling og genbrug af marine ressourcer.

Verdens vigtigste råstof er ved at blive en mangelvare

Verden er i stigende grad præget af vandknaphed. Vi er tvunget til at effektivisere og reducere vandforbruget, investere i bedre vandinfrastruktur og finde på nye teknologiske løsninger til vandrensning og genbrug.

Vand er essentielt for liv i den form, som vi kender. Det vakte derfor stor opsigt, da astronomer i september kunne berette i Nature Astronomy, at det for første gang er lykkedes med transitspektroskopi at finde en exoplanet med en atmosfære, der indeholder vanddamp - ovenikøbet i den beboelige zone omkring planetens stjerne.

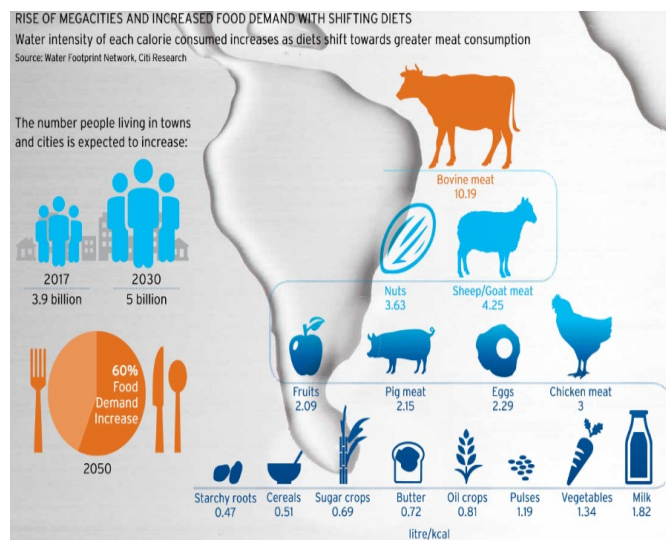
Jordens overflade er dækket af omkring 70 pct. vand. Så vi har rigeligt af det her på den blå planet. Og så alligevel ikke. 97,5 pct. af vandet er saltvand. Yderligere 1,75 pct. er frosset ved polerne, i gletsjere og i permafrost. Så er der kun 0,75 pct. ferskvand tilbage, som findes i floder, søer og grundvandszoner. Langt den største del af vores forbrug er fra grundvandszonerne, der løbende fyldes op af nedsivende nedbør.

Ulige fordeling af ferskvand

Verdens ressourcer af ferskvand er ulige fordelt. Det gælder ikke blot på regionsplan men i høj grad også internt i forskellige lande og stater.

Cape Town i Sydafrika trak overskrifter i 2018, da byen var tæt på at blive den første af verdens storbyer, der gik tør for vand. Vandstanden i byens vandreservoirer var under 20 pct., da regnen endelig kom efter tre års tørke. Inden da havde man diskuteret muligheden for at trække et isbjerg fra Antarktis til byen som en nødløsning. Fire år tidligere var det Sao Paulo i Brasilien, der havde balanceret på kanten med vandreservoirer reduceret til under 5 pct. af kapaciteten.

	 % global population	 % freshwater available
Africa	16%	10%
Asia	60%	33%
North America	5%	29%
Latin America	9%	16%
Oceania	1%	3%
Europe	10%	8%



Europa anses i det store og hele for at have tilstrækkelige vandressourcer, men oplever alligevel i stigende grad eksempler på vandknaphed. Europa-Kommissionen forventer på baggrund af global opvarmning, at tørkeperioder bliver hyppigere, og det kan give store lokale udfordringer. I 2003 måtte Frankrig fx under en længere hedebylge lukke flere atomkraftværker, og eksporten af elektricitet faldt med 50 pct.

I flere europæiske lande er vandforbruget uholdbart. Cypern, Belgien, Spanien, Italien og Malta bruger hvert år 20 pct.

eller mere af deres langsigtede beholdninger af ferskvand hvert år.

Nogle af de største udfordringer med vand findes i verdens mest befolkningsrige lande, Kina og Indien. De to lande tegner sig for 2,7 mia. mennesker - omkring 35 pct. af Jordens befolkning - men råder kun over 11 pct. af ferskvandet. I Indien er tilgængeligheden af vand pr. indbygger årligt 2.500 kubikmeter, men hovedparten forekommer under monsunregnen. Et stort problem i begge lande er, at meget drikkevand også hentes fra floder, som imidlertid er stærkt forurenet. I Kina, hvor den nordlige del af landet har langt mindre vand end den sydlige del, estimeres det, at selv 60 pct. af grundvandet er så forurenet, at det ikke kan drikkes.

Totalt set har Afrika tilstrækkelige fornyelige vandressourcer med 3.650 kubikmeter vand pr. indbygger årligt, men også her er vandet meget ulige fordelt. Nordafrika har kun 325 kubikmeter vand pr. indbygger til rådighed hvert år.

Global vandkrise er her allerede

En global vandkrise er ikke noget, der ligger ude i horisonten. Den er her allerede og har været her længe. To mia. mennesker har i dag ikke adgang til sikkert drikkevand, og knap en milliard

mennesker besørger i det fri. Over 700 børn under fem år dør *hver dag* af diarré som følge af manglende adgang til rent vand kombineret med dårlige sanitære forhold. Omkring fire mia. mennesker oplever alvorlig knaphed på vand mindst en måned årligt. 700 mio. mennesker kan blive tvunget til at flytte som følge af stigende vandknaphed frem mod 2030, estimerer FN.

Det globale vandforbrug er steget med omkring 1 pct. årligt siden 1980'erne og ventes at stige med 20-30 pct. frem mod 2050 - nogle estimerer siger dog mindst 50 pct. Forventet mindst to mia. flere mennesker over de næste 30 år vil efter FAO's estimerer kræve en efterspørgsel efter mad 60 pct. højere end i dag - og især kød i takt med forventet indkomststigning særligt i Asien.

Landbruget bruger meget vand og er allerede i dag den største vandsluger med omkring 70 pct. globalt set. Det er særligt denne faktor, der er svær at gætte på og grunden til, at der kan være en vis forskel på de forskellige estimerer. OECD hører til de optimistiske og spår et mindre fald i landbrugets behov for vanding grundet antagelser om mindre spild, forbedret præcisionslandbrug og højere produktivitet.

Men udfordringen er enorm, og vi skal samtidig skal vi også tilpasse os og imødegå klimaforandringer, som mange steder kan forværre vandknapheden. Den korte version af klimaforandringernes forventede effekt er, at våde regioner bliver mere våde, og tørre bliver mere tørre. Jo højere temperaturstigninger, desto værre bliver det. En rapport af klimapanelet IPCC estimerede i 2018, at en temperaturstigning på 2 grader over det præindustrielle niveau vil føre til, at yderligere 8 pct. af Jordens befolkning vil opleve vandknaphed i 2050. Med den nuværende kurs er den globale temperaturstigning på vej mod 3-4 grader.

"FN's nye verdensmål går på, at alle skal have adgang til rent vand, og det er en kæmpe udfordring især i udviklingslandene. Men forureningen af vand ses i høj grad også i den vestlige verden. Vi bruger pesticider, kemikalier osv. som nu begynder at dukke op i grundvandet, så det ikke er utænkeligt, at vi snart skal til at rense vores vand. Andre steder er problemet, at man bruger for meget vand - fx i flere stater i USA, som giver store lokale udfordringer. Vi passer simpelthen ikke godt nok på vores vand, og selv om vi mange steder er begyndt at måle på vandets kvalitet, er der meget, vi ikke ved noget om og ikke måler på. En yderligere udfordring er effekten af klimaforandringer og større risiko for oversvømmelser. Det er en risiko, som undervurderes i stor stil rundt om i verden, hvis man ser på, hvad der fx foregår af byggerier langs kysterne," siger Ole Mark, der er forskningschef hos DHI, et rådgivende ingeniørfirma, der rådgiver stater og regioner over hele verden omkring vand.

FN Verdensmål nummer 6

Rent vand og sanitet til alle, lyder FN's verdensmål nummer 6. Og som med de 16 andre mål gælder det, at målet skal være opfyldt i 2030. Om 10 år. Det betyder, at innovationer, investeringer og implementeret teknologi skal skrues voldsomt i vejret.

Men den globale vandsituation er ikke håbløs. Endnu. Der er flere årsager til, at krisen er opstået, og det er noget, der kan gøres noget ved. En af årsagerne til verdens vandproblemer er, at der ofte er en ringe styring af den vitale ressource. Det er som regel overladt til offentlige instanser at håndtere vand, og prisen på vand er for lav - resultatet er overdrevent forbrug.

Der er tale om meget spild. I Asien er der mange steder så stort et spild i vandforsyningssystemet, at kun 50 pct. når ud til slutbrugerne. Europa-Kommissionen har estimeret, at selv i en højtudviklet region som Europa er der tale om et vandspild på 20-40 pct. (5 pct. i DK) af det samlede vandforbrug - utætte rør, manglende vandbesparingsteknologier, for meget unødigt vanding m.v.

Effektivitet er et nøgleord ligesom det også er i relation til brugen af fossile brændstoffer og klimaudfordringen. Men der er også andre muligheder for at forbedre situationen. Bedre vandrensningsmetoder og mere genbrug af vand er en af mulighederne, som en del virksomheder arbejder med.

Forureningen er et langt større problem, end man får indtryk af i den politiske debat og i medierne. I gennemsnit bliver 70 pct. af spildevandet fra industri og kommuner i højindkomstlande behandlet men kun 28-38 pct. i mellemindkomstlande. I lavindkomstlande er det kun 8 pct. af spildevandet, der undergår nogen form for behandling.

Men selv den mere grundige behandling af spildevandet i højindkomstlandene fanger ikke alle de usynlige kemikalier. Dette belyses af Verdensbankens særlige rapport fra august om problemet - *Quality Unknown* - som kortvarigt blev nævnt i de internationale mediers nyhedskværn. Rapporten belyser, hvordan en kombination af bakterier, kloakvand, kemikalier, nitrogen og plastic skaber en meget giftig cocktail for mennesker og natur, som kræver meget større opmærksomhed og handling.

Det bemærkes også, at forurening ikke bliver mindre i takt med et lands økonomiske niveau, tværtimod. Hvor den primære forurening i fattige lande primært er fækle bakterier bliver det meget mere komplekst i takt med landets udvikling. I USA alene lukkes der 1.000 nye kemikalier ud i miljøet hvert år.

Der findes i dag teknologier, der gør det muligt at rense spildevand i en grad, så det bliver drikkevand for mennesker. En anden mulighed er afsaltning af havvand. Ifølge et akademisk studie i FN-regi var der i 2018 knap 16.000 anlæg i verden, som leverede vand til over 300 mio. mennesker - mængden af vand udgør dog mindre end 1 procent af det globale årlige vandforbrug. Men det er foreløbig en løsning, der faktisk skaber flere problemer, end den løser. I den daglige produktion af 95 millioner m³ vand skabes der 141,5 millioner m³ brine, som ender i havet.

Brine er et affaldsprodukt fra processen og er ikke blot meget saltholdigt, men indeholder også tungmetaller og kemikalier anvendt i processen. Alt sammen skadeligt for havmiljøet. USA's Environmental Protection Agency estimerede allerede i 2011, at 3,4 mia. fisk og andre marine arter dræbes årligt af afsaltningsanlæg, som også kan dræbe op til 90 pct. af fiskeæg og plankton i de områder, hvor brine lukkes ud.

Men der forskes på livet løs i teknologierne. Før årtusindskiftet var den dominerende teknologi termisk afsaltning - en meget energikrævende proces anvendt især af oliestater i Mellemøsten med meget olie og meget lidt vand. Efter årtusindskiftet har Reverse Osmosis (RO, omvendt osmose) overhalet og producerer i dag 69 pct. af det afsaltede vand, men metoden er trykbaseret og stadig ret energikrævende.

RO anvendes ikke kun til afsaltning men også til rensning af vand, og problemerne med forurening er de samme. I Verdensbankens rapport påpeges det, at omvendt osmose med brug af de særlige filtre er blevet populært de senere år helt ned på husholdningsniveau. Men det kræver op til 100 liter vand i en enkelt husholdning at generere 5 liter rent vand og slutresultatet er, at udledningen af spildevandet gør den øvrige vandmængde endnu mere beskidt.

Dansk disruption

Et dansk firma, Aquaporin A/S, har imidlertid løsninger, der er teknologiske kvantespring i vandbehandling. Selve kernen i processen er noget, som naturen har opfundet gennem milliarder års evolution. Det handler om *aquaporin*, et protein, der transporterer vandmolekyler gennem cellemembraner i alle levende organismer. Aquaporinerne, også kaldet vandkanaler, danner porrer i

cellemembranen, som tillader passage af vand, men forhindrer samtidig passage af ioner og andre opløste molekyler. Det danske biotekselskab er med teknologien i stand til at skabe rent vand 50 pct. hurtigere end konventionelle teknologier.

”Vi producerer proteinet som en byggesten til industrielle filtre, der er konstrueret til at fange specifikke stoffer. Proteinerne øger vandtransportevnen markant. Et gram aquaporin kan filtrere 700 liter vand i sekundet. Slutresultatet er et ”vandrensningsfilter på EPO”, som kan filtrere 99,5 pct. af stort set alle andre stoffer end vand,” siger Peter Holme Jensen, der er stifter og CEO i Aquaporin, der ikke er børsnoteret og har en blandet investorskare bestående af bl.a. en dansk ejendoms milliardær og regeringen i Singapore.

Selskabet har patenteret de forskellige processer og er dermed det eneste selskab i verden, der har retten til dette avancerede filter, der kan løfte den globale vandrensning op på et nyt niveau. Peter Holme Jensen ser de største muligheder i vandrensning, men et nyt projekt er i gang med at udvikle en teknologi, der skal bruges til afsaltning af havvand, som i kombination med en ny generation af RO vil være hurtigere og spare 20-30 pct. energi i forhold til nuværende afsaltningsmetoder baseret på RO.

Aquaporin A/S er et kendt navn i vandindustrien over hele verden, men har faktisk en udfordring med at være *first mover*.

”Man har et ordsprog i vandindustrien, som siger, at man hellere vil være nr. 3 end nr. 1. Forklaringen er, at sikkerhed har den højeste prioritet i vandforsyning, og ny teknologi er altid forbundet med en vis usikkerhed. Det er vores største udfordring - vi sælger en meget innovativ teknologi til en meget konservativ industri.”

Hvad skal du investere i?

Det globale vandforbrug vil stige mindst 20-30 pct. over de næste 30 år i takt med befolkningstilvækst, urbanisering og stigende købekraft især i de mindre udviklede lande, der også har de største befolkninger. Flere mennesker med flere penge kræver mere vand.

”Vand er en megatrend, en af de helt store globale udfordringer, som kræver massive investeringer de næste mange år. Ved at investere i virksomheder, som forsøger at finde løsninger til en effektiv landbrugspraksis, smarte vandinfrastrukturer og vandeffektive teknologier, kan vi som investorer være med til at løse udfordringen samtidig med, at det er muligt at få et attraktivt afkast. Men det er et komplekst område, og som med enhver anden investering er det vigtigt at sprede sig. Derfor anbefaler vi vores kunder at investere igennem særlige udvalgte fonde eller ETF'er,” siger Philip Kehlet, investeringschef i TimeInvest Fondsmæglerselskab A/S.

Eksempler herpå kan være aktivt forvaltede udenlandske fonde som Parvest Aqua, Impax Water Strategy og Fidelity Funds - Sustainable Water & Waste Fund. Eller man kan vælge en passiv strategi med iShares Global Water UCITS ETF, der følger S&P Global Water Index - baseret på 50 selskaber i den globale vandsektor.

Hvis man alligevel vil forsøge sig på egen hånd, skal man være opmærksom på, at de rene vandinvesteringer kan være svære at finde. Ofte indgår vand kun som en del af forretningsområdet i store virksomheder, som dog også ofte beskæftiger sig med andre miljøområder. Der findes dog også de rene vandinvesteringer - vandforsyningsselskaber, om end det kun er relativt få, der er børsnoterede. Det er stabile aktier, der nyder godt af at arbejde med en ressource, hvor

efterspørgslen er uelastisk, og som er underlagt faste reguleringer. God i krisetider, men hvad med afkastet?

"Forsyningsselskaber kan have forskellige strukturer. I USA er de fleste børsnoterede selskaber rene forsyningsselskaber, mens man i andre lande, fx Frankrig, kan finde selskaber, der både dækker vandforsyning og affaldshåndtering, hvilket betyder, at selv hvis afkastet fra vandforsyningen er beskedent, er der vækst at hente på det andet segment. Men man skal ikke kimse ad afkastet på vandforsyningen. I USA giver det største forsyningsselskab eksempelvis en årlig indtjeningsvækst omkring otte procent de seneste fem år," siger Justin Winter, Co-Manager i Parvest Aqua-fonden hos IMPAX under BNP Paribas, der har 10 års erfaring med investering specifikt i vandtemaet og 20 års erfaring med miljømæssige investeringer.

Et andet stort område er infrastruktur - og det omfatter selskaber, der beskæftiger sig med styringssystemer, vandpumper, rør, rådgivning m.v. Citigroup estimerer, at der er behov for investeringer i opgraderinger, vedligehold og nye projekter til et beløb på 7.500-9.700 mia. USD.

"Der er et stort behov for investeringer i opgraderinger af den eksisterende infrastruktur i de mere modne markeder som Europa og Nordamerika, men i høj grad også i ny infrastruktur i lande og områder som Kina, Indien og lande syd for Sahara. Dertil kommer de ændrede vejrmønstre som følge af klimaforandringer, som forværrer vandknapheden i områder som Cape Town, Californien og andre steder," siger Justin Winter.

Et tredje område er vandbehandling og effektivitet.

"Det omfatter bl.a. selskaber, der producerer vandmålere og mange selskaber, der leverer løsninger af forskellig art til forskellige industrier, som hjælper med at reducere deres vandforbrug og behandling af spildevand. Det gælder i høj grad landbruget. Men det gælder også løsninger i forhold til drikkevand og sanitet. Og industriproduktion, der tegner sig for 20 pct. af vandforbruget - fra cementproducenter til pharmaindustrien," siger Justin Winter.

Globalt set er vandudfordringen enorm og kan i nogle sammenhænge forekomme uoverskuelig. Skal fx Afrika som helhed rykke sig - også i forhold til ulighed - er der et meget stort behov for vandinfrastruktur og sanitære systemer, men de afrikanske lande har ikke selv pengene. Nye finansieringskilder og her vil pensionskasser måske i stigende omfang træde til. Pensionskasser over hele verden lider under de ekstremt lave renter og de massive pensionsforpligtelser, og stadigt flere vælger at gå med i direkte, alternative investeringer som erstatning for de forgældede statskasser.

Et forhold, man skal være opmærksom på, er at selv de mest revolutionerende selskaber, som fx Aquaporin, ikke nødvendigvis er en god investering, hvis ellers man kan få fingre i dem. Der er en gigantisk infrastruktur omkring vand, der er bygget op gennem 50 år, og systemerne skal simpelthen redesignes, hvis de skal bruge nye vandrensningsmetoder som Aquaporin's.

En anden udfordring med investeringer er, at mange udfordringer løses lokalt - ofte af selskaber, som ikke er børsnoterede. Alene i Danmark er der mange interessante selskaber, der arbejder med vandrensning, vandstyring og rådgivning i forskellige former. Aarhus Vand har eksempelvis formået at optimere og udvikle deres anlæg til rensning af spildevand i kombination med et biogasanlæg, så vandrensningsanlægget i dag producerer 40 pct. mere elektricitet, end der er brug for.

Men investere i det kan man ikke, så man må derfor typisk kigge mod udlandet, hvor en række store selskaber har bidt sig solidt fast på en række områder.

Eksempler på selskaber, der arbejder med vand i forskellige former

American Water Works - USA

USA's største børsnoterede vandforsyningsselskab med de bedste ressourcer til at opkøbe mindre forsyningsselskaber. Det er sket i ganske stort omfang, da mange kommuner ikke har råd til at vedligeholde og opgradere selskaberne. Selskabet opererer i 47 amerikanske stater og en enkelt canadisk provins. De fleste af AWW's ydelser er lokalt styrede forsyningsselskaber underlagt reguleringer i den enkelte stat. AWW ejer også selskaber, der styrer lokale drikkevands- og spildevandssystemer på kontrakt; selskaber, der arbejder med spildevand for virksomheder og beboelseskvarterer - og en række andre ydelser. AWW har slået det brede aktiemarked markant siden notering i 2008.

Xylem - USA

Xylem Inc. er en stor amerikansk vandteknologileverandør, der gør det muligt for kunder over hele verden at transportere, behandle, teste og effektivt bruge vand i offentlige forsynings-, bolig-, erhvervs-, landbrugs- og industrielle omgivelser. Virksomheden driver forretning i mere end 150 lande, herunder Danmark. Xylem's produkter og services er rettet mod flere områder: Vandinfrastruktur, som består af ydelser, der handler om at skabe rent drikkevand, spildevandstransport og behandling, dræning, applikationer til industri og landbrug m.v.

Suez Environnement - Frankrig

Et globalt orienteret fransk baseret selskab, der beskæftiger sig med flere forskellige miljøløsninger. I vandsektoren er Suez's vigtigste aktiviteter: undersøgelser og modellering af underjordiske ressourcer; afvanding, behandling og distribution af vand; netværk vedligeholdelse; opsamling og rensning af husholdnings- og industrivand. Suez arbejder også med affald. Inden for affaldsområdet er Suez's vigtigste aktiviteter: indsamling af affald af enhver art (undtagen radioaktivt og nukleart affald) og renhed i byerne; sortering og forbehandling af affald; genanvendelse, materiale, biologisk og energiudnyttelse af brugbart affald; bortskaffelse ved forbrænding eller deponering af restaffald; sanering og rehabilitering af forurenede steder og jord; slambehandling og nyttiggørelse; genanvendelse af plast.

George Fischer - Schweiz

Det schweiziske selskab består af tre divisioner: GF Piping Systems, GF Casting Solutions (støbning), GF Machining Solutions. Selskabet er til stede i 33 lande med 140 selskaber, heraf 57 produktionsfaciliteter. GF laver rørledninger til transport af væsker og gasser, letvægtsstøbte komponenter til køretøjer og højpræcisions fremstillingsteknologier. Det relevante i forhold til vand er rørledninger til vandtransport og spildevandstransport i forsyningsselskaber, industri og bygninger. Produktlinjen omfatter også mange forskellige komponenter og fittings og dækker alle applikationer til vandcyklussen. GF Piping Systems har salgsafdelinger i over 100 lande og dækker Europa, Asien og Amerika.

IDEX Corporation - USA

IDEX Corporation, der er beliggende i Lake Forest, Illinois, beskæftiger sig med udvikling, design og fremstilling af fluidiksystemer og specialudviklede produkter. IDEX Corporation's produkter, der inkluderer vandpumper, klemmesystemer, flowmålere, optiske filtre, pulverbehandlingsudstyr, hydraulisk redningsværktøj og brandbeskyttelsesudstyr, bruges i en række industrier lige fra landbrug til fremstilling af halvledere. Forretningsenheder inkluderer: Fluid & Metering Technologies; sundheds- og videnskabsteknologier; dispenseringsudstyr; brand og sikkerhed /

diversificerede produkter. Det relevante i forhold til vand er her vandpumper og avanceret måleudstyr.

Sabesp - Brasilien

Sabesp er et brasiliansk vand- og affaldshåndteringsfirma ejet af staten São Paulo. Det leverer vand- og kloakeringstjenester til private, erhvervsmæssige og industrielle brugere i São Paulo og i 363 af de 645 kommuner i São Paulo staten - den rigeste af de 26 brasilianske stater - typisk under 30-årige koncessionsaftaler. Selskabet leverer vand til 26,7 millioner kunder, 60 pct. af statens befolkning. Det er det største vand- og affaldshåndteringsfirma i Latinamerika. Sabesp leverer basale sanitetstjenester, som inkluderer alle faser (abstraktion, behandling, forarbejdning, distribution) og indsamling, behandling og genbrug af spildevand. I 2006 blev der vedtaget en lov, der gjorde det muligt for Sabesp at udvide sine aktiviteter til andre brasilianske stater og internationalt. Selskabet har underskrevet samarbejdsaftaler i Spanien, Israel og Costa Rica.

Ecolab - USA

Ecolab Inc. er en amerikansk global leverandør af vand-, hygiejne- og energiteknologier og -tjenester til fødevarer, energi, sundhedsydelser, industri, hoteller, restauranter og forlystelsesindustrien. Det blev grundlagt som Ecological Laboratories helt tilbage i 1923. Virksomheden leverer omfattende løsninger og service på stedet for at fremme sikker mad, opretholde rene miljøer, optimere vand- og energiforbrug og forbedre driftseffektiviteten for kunderne. Ecolab tilbyder vandbehandlings- og procesapplikationer, rengørings- og desinficeringsløsninger samt leverer specialiserede rengørings- og desinficeringsprodukter til forskellige brancher. Det leverer også proceskemikalier og vandbehandling til olie- og petrokemiske industrier. Selskabet beskæftiger i dag 47.000 ansatte og opererer i mere end 170 lande. Bill Gates øgede i 2012 sin investering i selskabet fra 10,8 pct. til 25 pct.

Novozymes - Danmark

Novozymes, udskilt fra Novo Nordisk i 2000, er verdens førende virksomhed inden for bioinnovation og producerer industrielle enzymer og mikroorganismer. Novozymes finder enzymer i naturen og optimerer dem til brug i over 40 forskellige industrier. Enzymerne erstatter kemikalier, sætter skub i produktionsprocesserne og medvirker til at spare energi og reducere spild. Nogle enzymer forbedrer kvaliteten af brød, øl og vin eller forøger næringsværdien af dyrefoder. Enzymer bliver også brugt til produktion af biobrændstoffer, hvor de omdanner stivelse eller cellulose fra biomasse til sukker, der kan gæres til ethanol. I relation til vand er det interessante her enzymerne, der i vid udstrækning anvendes i vaskemidler til tøjvask og maskinopvask og gør det muligt at vaske ved lav temperatur og med koncentrerede produkter. Desuden har selskabet i sommer introduceret en ny strategi, der bl.a. omfatter en vandplatform, der introducerer innovative biologiske løsninger til spildevandsindustrien.

Sundhedssektoren er et af de solide kort i porteføljen

Medicin sikres ligesom fødevarer fri passage i en delvist nedlukket verden, og køb af medicin udskydes ikke, selv om en stor økonomisk nedtur er i gang. Samtidig giver stor indsigt i genetikken kombineret med den eksplosive teknologiske udvikling grund til at tro, at medicalsektorens gennembrud på en lang række fronter ikke længere er en fjern fremtidsvision.

2019 var et godt år for aktiemarkedet, og investorerne kunne glæde sig over stigninger i det globale marked omkring 20 pct. Men indtjeningsvæksten var nul set over en bred kam. Man kan derfor med en vis ret sige, at de første små 20 pct. af dette års fald afledt af COVID-19 krisen var en tilbagevenden til et mere fair prisniveau. Det var netop fald i den størrelsesorden, der ud fra en

gennemsnitsbetragtning prægede aktiemarkederne i USA og Europa den første måneds tid efter at nedturen startede 19. februar.

Men faldet blev siden større, fordi indtjeningen for det indeværende år blev udhulet drastisk med de mange indgreb i økonomiernes virkemåde. Nogle sektorer har fået mere klø end andre, men den mest modstandsdygtige sektor har ikke overraskende været sundhedssektoren, hvis produkter som udgangspunkt er sikret en høj efterspørgsel uanset om det går op eller ned i økonomien. Med globale forsyningskæder under pres med mange restriktioner er det særligt interessante medicinalbranchen med fokus på de selskaber, hvis produkter i stor udstrækning er rettet mod folk med kroniske lidelser.

Søren Løntoft Hansen er aktieanalytiker i Sydbank og dækker sundhedssektoren.

”Jeg taler med mange af selskaberne og spørger bl.a. ind til tilstanden af værdikæderne - om de er i stand til at producere og møde efterspørgslen i USA, Europa og Kina. Det generelle svar er, at der er styr på værdikæderne og lagerbeholdningerne, selv om virksomhederne også er ramt af restriktioner, men det er selskaber, der i forvejen er vant til strenge krav,” siger analytikeren.

Medicinalvirksomhedernes salgspersonale melder dog om, at det er ikke nu, man kan vinde markedsandele ved at få læger og hospitaler til at skifte produkt. Ingen har tid til at tale om det. Men til gengæld taber man heller ikke markedsandele i situationen.

Større fokus på beredskab og vacciner

I en tid, hvor investorerne sælger risiko fra, rammes biotekselskaberne hårdere end medicinalsselskaberne, der har færdige produktpaletter på hylderne. Bavarian Nordic er blandt de ramte, men Søren Løntoft Hansen mener, at det kan være en interessant joker, selv om selskabet har afvist at deltage i udvikling af vacciner mod COVID-19.

”Pandemien har sat fokus på behovet for et større beredskab, når truende epidemier opstår. Det nytter ikke noget, at man først starter produktion af vacciner, når et udbrud er i gang.”

COVID-19 er en ny og ukendt virus, men ofte ser man, at virusser vender tilbage, og derfor kan der på den anden side af den aktuelle pandemi komme stigende fokus på vacciner, der allerede er udviklet. Her er Bavarian Nordic godt med, da det råder over flere vacciner på markedet og har yderligere seks i pipeline, heraf to i fase 3. Desuden har selskabet rettighederne til brug af den såkaldte MVA-vektor, der kan benyttes i mange former for vaccine.

Bavarian Nordic valgte trods det turbulente marked at gennemføre en planlagt kapitaludvidelse i marts med fortegningsret for eksisterende aktionærer som et led i strategien, der sigter mod at gøre selskabet til en af verdens førende producenter af vaccine i 2025.

For investorerne kan en mere forsigtig tilgang være at rette blikket mod nogle af de selskaber, som er mindre risikable og ikke påvirkes synderligt af markedsstemningen eller måske ovenikøbet nyder godt af det. Ambu, der producerer udstyr til medicinalektoren, bl.a. iltmasker med vejrtrækningskredsløb, engangsendoskoper og andre ting, der oplever stigende efterspørgsel, er interessant, påpeger Søren Løntoft Hansen, som mener, at selskabet faktisk kan nærme sig en opjustering i indtjeningsforventningerne.

Den udeblevne revolution

Det humane genom blev kortlagt i 2000, og der var forventninger til, at det kunne føre til store gennembrud i bekæmpelsen af de store, komplicerede sygdomme. William Haseltine, grundlægger

af Human Genome Sciences udtalte samme år, at det ville kunne halvere både den tid og de penge, det koster, at få medicinalprodukter på markedet. Bill Clinton lod sig også rive med.

”Det vil revolutionere diagnose, forebyggelse og behandling af de fleste, hvis ikke alle, menneskelige sygdomme,” sagde Bill Clinton til kortlæggerne Craig Venter og Francis Collins ved en hædning i Det Hvide Hus i 2000.

I 2010 gjorde Francis Collins status i en artikel i Nature. Han måtte erkende, at væsentlige fremskridt for klinisk medicin var beskedne. Revolutionen var udeblevet. Der var dog sket meget store fremskridt i genforskningen, og her havde man også fået den indsigt, at forholdet mellem gener og sygdomme var langt mere kompliceret, end man hidtil havde antaget.

Traditionelt har forskningen fokuseret på de 1-1,5 pct. af de tre milliarder byggesten i genomet, som koder for proteiner. Men den teknologiske udvikling og nye metoder har de senere år gjort det muligt at grave dybere ned i de andre gener, som har været kaldt ”junk DNA”.

Men det har vist sig at være meget mere end det. Ikke-kodende DNA har i mange tilfælde vist sig at have stor betydning for cellers funktioner, især styring af genaktivitet. Nogle ikke-kodende DNA-sekvenser regulerer, hvor og hvornår gener tændes og slukkes, men har også andre regulerende funktioner. Man har også fået større indsigt i RNA, som har forskellige funktioner i cellen. Moderna, et amerikansk biotekstelskab, arbejder i øvrigt med en RNA-vaccine mod SARS-CoV-2, som går ud på at manipulere kroppens celler til at producere det protein, coronavirusen bruger til at trænge ind i cellerne. På den måde forsøger forskerne at træne immunforsvaret i at genkende og angribe proteinet, som sidder på virusens overflade.

10 år efter Collins’ artikel i Nature må vi dog konstatere, at der stadig er store sygdomme, som vi ikke kan forstå tilstrækkeligt til at en behandling er nært forestående. Det tager heller ikke kortere tid at få et marked på apotekernes hylder fra opdagelsen er gjort i laboratoriet. Det tager stadig 10-15 år, og kun få produkter slipper igennem de kliniske faser og til godkendelsen - en undersøgelse fra 2016 offentliggjort i Journal of Health Economics siger under 12 pct. Det er også blevet dyrere - det koster omkring 2,6 mia. dollars, viser samme undersøgelse, inflationskorrigeret en stigning på 145 pct. siden 2003.

”Fasen i starten er blevet hurtigere, men kravene er blevet meget skrappe i de kliniske faser. Der kræves større patientpopulationer, forskellige aldersgrupper, forskellige racer, forskellige sundhedstilstande, og der er også større krav til produktionsfaciliteter,” siger Søren Løntoft Hansen.

Men dyr forskning og udvikling og manglen på gennembrud også en afspejling af, at de lavthængende frugter i medicinalbranchen blev plukket i det 20. århundrede. Det er vanskelige sygdomme, man nu forsøger at få has på. F.eks. Alzheimers, diabetes, ALS, Parkinsons, multipel sklerose, lupus, kræft, cystisk fibrose, malaria - men det er områder, der er meget stor fokus på.

”Især sygdomme i centralnervesystemet som Parkinsons, Alzheimers m.v. er stigende med den aldrende befolkning. Men også depression og stress fylder meget i den vestlige verden. For bare 20 år siden var depression f.eks. ikke en anerkendt sygdom i Japan, som er et kæmpestort medicinalmarked. Det er en udvikling, som sætter stort pres på sundhedsbudgetterne og samfundsøkonomien. Problemet med udvikling af lægemidler i den henseende er, at det er meget subjektivt. Man bruger nogle midler, hvor man er nødt til at spørge patienterne om de synes, det hjælper. Det er noget helt andet end f.eks. at måle folks blodsukker,” siger Søren Løntoft Hansen.

Det betyder, at man ser en højere placeboeffekt i sådanne undersøgelser af præparater til sygdomme i centralnervesystemet, som gør det sværere for forskerne at udvikle midler med en påviselig effekt.

”Bare det at du som patient får at vide, at du er med i et studie, gør at du føler at kalkpillen - som du ikke ved er en kalkpille - øger din koncentrationsevne, har færre humørsvingninger eller lignende.”

Kræftens gåde nærmer sig en løsning

Kræft er et andet område, der i lighed med bl.a. demens også vokser i omfang i takt med de aldrende befolkninger. Men her sker der noget på forskningsfronten. I modsætning til Alzheimers, hvor der ikke er kommet et nyt produkt siden 2004, selv om hundredvis af produkter har forsøgt at komme igennem godkendelsesmyndighedernes nåleøje.

”Men inden for kræft sker der ufattelig meget i øjeblikket. Der kommer nye midler til hele tiden, man kombinerer midler, man opdager nye virkningsmekanismer og nye former for kræftbehandling. Nu vil det variere for de enkelte kræftformer, men det er mit indtryk, at vi ikke er årtier væk fra at kunne holde kræftsygdomme i ave. På samme måde som der i den vestlige verden ikke længere er nogen, der dør af HIV. Man kommer til at kunne leve med sin kræftsygdom, men man dør ikke af den,” siger Søren Løntoft Hansen.

Immunterapi er noget af det nye inden for kræftbehandling, der knyttes store forventninger til. Der er forskellige metoder, som alle dybest set handler om at gøre kroppens eget immunforsvar bedre i stand til at kunne genkende og angribe kræftcellerne, der har forskellige forsvarsmekanismer.

En anden metode går ud på, at man personaliserer kræftvacciner. Kræft er forårsaget af genetiske mutationer, som gør sunde celler til kræftceller, men de kan være meget forskellige. Ved at sammenligne en persons DNA-sekvenser fra en tumor med sunde celler, kan forskellige mutationer identificeres, og man kan vælge dem, der har den største sandsynlighed for en stærk repons fra immunforsvaret. Vaccinerne gives i form af messenger-RNA, som giver cellen instruktioner om at producere et antigen mod kræftcellerne.

Stamceller og genterapi

Stamcelleforskning er også i rivende udvikling. Stamceller opdyrket i laboratoriet kan medvirke til bekæmpelsen af en lang række sygdomme. Vævsspecifikke stamceller forskellige steder i kroppen sørger for at vi får vedligeholdt og repareret os selv. F.eks. bruger man i dag stamceller fra knoglemarv til transplantationsbehandling af alvorlige blodsygdomme, mens stamceller fra hud bruges ved alvorlige forbrændinger.

Pluripotente stamceller er endnu ikke blevet vævsspecifikke men har potentialet til at udvikle sig til alle celletyper i kroppen. Det har i mange år været muligt at dyrke embryonale stamceller fra de tidligste stadier af fosterudviklingen, skriver to forskere fra Københavns Universitet på Videnskab.dk. De nævner også de inducerede pluripotente stamceller (iPSC), som fremstilles i laboratoriet ved at tage en let tilgængelig celletype, f.eks. hudceller, og tvinge dem til at udtrykke nogle få bestemte gener, som får dem til at glemme at de er hudceller og i stedet opfører sig som embryonale stamceller.

Generelt er der stor fokus på genetikken, og genterapi er i kraftig udvikling. I nogle sygdomstilfælde kan man imødekomme nedarvede genfejl ved at overføre stamceller fra en rask person. Men det er svært at finde egnede donorer, og ofte giver stamcelletransplantationer også svære komplikationer. En anden tilgang er at opsamle patientens egne stamceller og rette genfejlen med

molekylærbiologiske metoder. Genterapi er også komplekst og med potentielt alvorlige immunologiske reaktioner, men der er store forventninger til teknologien.

Den teknologiske revolution i sig selv bidrager også på mange fronter til den medicinske revolution, der lader vente på sig. 3D printere vil blive i stand til at fremstille præparater, som passer præcist til den enkelte patients tilstand og genetiske kode. I 2015 blev det første 3D-printede præparat, Spritam mod epilepsi, godkendt af FDA.

I det hele taget vil kendskabet til patienternes genetik åbne døre, som gør det muligt at personalisere medicinsk behandling i langt højere grad. Der bliver også tale om en høj grad af fjernbehandling og dosering via internettet - yderligere styrket af 5G. En reaktion i kølvandet på den globale pandemi, vil også være fremtidig overvågning af borgernes sundhedstilstand generelt. Der vil komme stigende opmærksomhed på muligheden for at overvåge befolkningers sundhedstilstand med diverse "wearables" men også indopererede chips. Big Brother venter i kulissen.

Kunstig intelligens er også et område, som får stor fokus. Mange medicinalsselskaber investerer heftigt i teknologien, som i kombination med enorme mængder af data og computerkraft gør det muligt at anvende digitale simulationer og dermed accelerere forskningen og opdagelsen af nye produkter.

Hvilke selskaber skal man vælge?

At investere i medicinalaktier kan være lidt af en jungle, da det er meget komplekse sygdomme, der arbejdes på mange forskellige måder, og det er svært at forudsige, hvem der får de største gennembrud. Novo Nordisk sidder tungt i førersædet på diabetes, og er så meget i front på forskningen inden for det område, at det er svært at se, hvordan selskabet skal udvikle sig til en dårlig investering for den langsigtede investor. I den anden ende af risikoskalaen er der biotekselskaberne, hvor risikoen er markant større men det er gevinstmulighederne også. Og så er der de virkelig store farmaselskaber med brede pipelines. Netop de selskaber har så stor kapitalmæssig styrke, at de er i stand til at opkøbe biotekselskaber med lovende projekter, og det har været trenden i en årrække.

"Jeg har altid syntes godt om Roche og Novartis, der er rigtig gode selskaber med stort forskningsfokus. Genmab er stadig et relativt lille biotekselskab i forhold til de store farmakonglomerater, men de kan altså også noget. Sammen med Novo Nordisk er det nogle af de første selskaber, jeg tænker på. Men der er jo mange andre selskaber som er dygtige på hver deres felt. Eksempelvis Gilead, Lilly, AbbVie, Sanofi, Merck og Pfizer - men det er jo ikke alle dele af pipeline, der altid lykkes plus at patentudløb ofte kan være udfordrende. AstraZeneca har f.eks. set lidt gynger og karusseller i en tid, mens nogle af de andre har været mere konsistente. Nogen er gode til den brede portefølje, andre er gode til det snævre. Udover Novo Nordisk kan du i danske termer tage Lundbeck, som er gode inden for hjernesygdomme. I det hele taget er det slående, at lille Danmark altså kan noget med forskning inden for sundhedssektoren med selskaber som bl.a. Novo Nordisk, Coloplast, GN og Demant, der er enten markedsledere eller i top 3 inden for deres felt," siger Jannick Lindegaard Denholt, aktieanalytiker hos ABG Sundal Collier.

Roche (Schweiz)

Roche er til stede i over 100 lande og har over 18.000 medarbejdere alene, der beskæftiger sig med forskning og udvikling. Selskabet samarbejder med over 200 forskningsinstitutter, laboratorier og virksomheder. Der er to divisioner - Pharma og Diagnose. I Diagnose divisionen produceres test og

udstyr til stort set alle typer sygdomme, også til SARS-CoV-2. Roche udvikler medicin inden for bl.a. onkologi, immunologi, smitsomme sygdomme, oftalmologi og neurovidenskab. Roche har 189 præparater i pipeline (2019).

Novartis (Schweiz)

Også en schweizisk medicinalgigant i verdensklasse. Novartis har over 200 projekter i klinisk udvikling, heraf vurderes over 25 at være potentielle blockbusters. I Evaluate Pharma 2018 blev selskabet rangeret som det selskab med den mest værdifulde pipeline. Selskabets produktsortiment inkluderer farmaceutiske og onkologiske lægemidler, generiske og biosimilær medicin og øjenplejeapparater. Verdens femtestørste inden for vacciner og næststørst inden for influenzavacciner. Novartis har indgået et samarbejde med 14 andre selskaber om at udvikle behandling af COVID 19 og vaccine mod SARS-CoV-2.

Novo Nordisk

Verdens største insulinproducent med en markedsandel på 29 pct. 463 mio. mennesker har diabetes, og det anslås, at tallet vil være vokset til 700 mio. i 2045. Novo Nordisk har en særlig stærk markedsposition i USA, hvor 30 mio. mennesker har diabetes. Novo Nordisk arbejder med forbedring af insulin og GLP-1 (behandling af type 2 diabetes fremfor insulin), men også med at finde en kur mod type 1 diabetes via eksempelvis udvikling af stamcellebehandling. Derudover fokus på diabetesrelaterede følgesygdomme. Novo Nordisk arbejder også med midler til behandling af overvægt.

Coloplast

Coloplast fremstiller produkter til intim sundhedspleje. Coloplast er markedsleder inden for stomi og inkontinens med 30-40 pct. af markedet. Selskabet har også betydelige markedsandele inden for urologi, hud- og sårpleje. Over halvdelen af omsætningen genereres på europæiske markeder. Kendetegnende for Coloplasts produkter er høj kvalitet med velgennemtænkte, brugervenlige design, som medvirker til at brugerne får et liv med mindst mulig gene af de pågældende handicap og sygdomme. Coloplast er faldet yderst beskedent under børsernes nedtur trods en mindre nedjustering i marts.

Genmab

Genmab er et dansk-amerikansk biotekselskab, der har specialiseret sig i udvikling af antistofterapi til kræftbehandling. Selskabet har to godkendte produkter på markedet - Darzalex og Arzerra. Darzalex, der markedsføres og sælges af Janssen og giver Genmab royalties, har vist sig at være virksomhedens guldæg. Virksomheden har også adskillige pipeline-kandidater, der er rettet mod andre onkologiske indikationer og autoimmune sygdomme. 20 produkter er i præ-klinisk fase, seks produkter er i klinisk udvikling.

Lundbeck

Lundbeck har specialiseret sig i hjernesygdomme og hovedprodukterne retter sig mod depression, skizofreni, Alzheimers og Parkinsons. Fire strategiske brands er særligt vigtige og tegnede sig for 55 pct. af den samlede omsætning i 2019: Rexulti/Rxulti (depression og skizofreni), Brintellix/Tritellix (depression), Abilify Maintena (skizofreni) og Northera (Parkinsons). Lundbeck opererer på et meget stort marked - ifølge WHO lider 700 mio. mennesker af en hjernesygdom, og det har meget store socioøkonomiske omkostninger. Selskabet har 14 produkter i pipeline - otte i fase 1, fire i fase 2 og to i fase 1.

Sanofi (Frankrig)

Selskabet med fransk hovedsæde er til stede i over 100 lande, har fremstillingskapacitet i 33 lande og tæller over 100.000 ansatte. Sanofi beskæftiger sig med forskning, udvikling og fremstilling af medicinalpræparater især inden for receptpligtig medicin. Der fokuseres på syv store terapeutiske områder: Hjerte-kar sygdomme, centralnervesystem, diabetes, intern medicin, onkologi og vacciner. Sanofi er verdens største vaccineproducent. To samarbejder er indgået om udvikling af en vaccine mod SARS-CoV-2. Det ene med amerikanske Translate Bio og det andet med de amerikanske sundhedsmyndigheders enhed Barda (Biomedical Advanced Research and Development Authority) om at videreudvikle den vaccine, de har under udvikling.

Merck (USA)

Et af verdens største medicinalsselskaber med hovedfokus på diabetes, kræft, vacciner og akutpleje på hospitalet. Forskningen er orienteret mod tilstande, der repræsenterer nogle af nutidens mest betydningsfulde sundhedsmæssige udfordringer - som kræft, HIV, HPV, hepatitis C, hjerte-metabolisk sygdom, antibiotikaresistent infektion og Alzheimers sygdom. Desuden har selskabet gennem adskillige årtier været en af verdens største vaccineproducenter og har de senere år haft fokus på bl.a. ebola. Merck har 176 produkter i pipeline.

Coronavirus - hvornår kommer vaccinen?

Lad os lige slå fast, at vi her taler om en vaccine mod SARS-CoV-2, som er den virus, der forårsager infektionen/sygdommen i luftvejene kaldet COVID-19. Hvis man skal forsøge at komme med et estimat på, hvornår det lykkes at få fat på pandemien og dermed også et indtryk af, hvornår økonomierne vender tilbage til normale funktioner, så er det ikke en vaccine, man skal hænge sin hat på. Det tager normalt adskillige år - helt op til 20 - at få udviklet og godkendt en vaccine.

Det kan dog gå væsentlig hurtigere i dette tilfælde. Allerede i januar lykkedes det kinesiske forskere at kortlægge den genetiske sekvens af SARS-CoV-2 og gøre denne viden tilgængelig for forskere over hele verden. Men selv om der nu på verdensplan sættes alle sejl til, og forskningsresultater deles på kryds og tværs i et omfang aldrig tidligere set, så lyder eksperternes bud, at vacciner næppe er tilgængelige før i efteråret 2021. Og selv om det skulle lykkes før, så vil det også blive en udfordring at få produceret vaccinerne i tilstrækkeligt omfang og sørge for at alle får dem.

Da svineinfluenza skabte en global pandemi i 2009, lykkedes det på få måneder at få udviklet vacciner. Men det var fordi, der var tale om en influenza A virus - en variant af H1N1 (som den Spanske Syge) - og det var i forvejen noget, man havde stor forskningsmæssig indsigt i. Sådan er det ikke med SARS-CoV-2, som på mange måder er ukendt territorium for forskerne.

Mange forskere er i dag beskæftiget med at udvikle vacciner. Ifølge [WHO](#) var der 20. marts 42 præ-kliniske studier i gang. Og to var allerede i fase 1 - den første kliniske fase. Udviklerne er hhv. Moderna og Cansino Biological Inc./Beijing Institute of Biotechnology - begge med en forskellig tilgang.

De mange studier foregår på universiteter, forskningsinstitutter og i virksomheder i forskellige samarbejder. Udfordringen er ikke kun at skabe vaccinen. Rige stater vil formentlig støtte køb af vacciner, men det nytter ikke noget, at fattigere lande ikke har samme muligheder. Pharmaindustriens prispolitik vil komme i fokus igen. Desuden vil der gå så lang tid, før vaccinen kommer, at SARS-CoV-2 formentlig er spredt ud over det meste af verden og har gjort mange immune.

Lidt godt nyt er der dog på vaccinefronten. Johns Hopkins University Applied Physics Laboratory oplyste i marts, at der kun er få genetiske forskelle på den virus, der opstod i Wuhan og den, der inficerer folk i USA. I

praksis betyder det, at en vaccine mod SARS-CoV-2 kan blive en enkelt vaccine, snarere end en ny vaccine, der skal udvikles hvert år som en influenza vaccine, sagde forskeren Peter Thielen til Washington Post.

Udsalg på finansmarkederne rammer bredt

Panik, psykologi, likviditetsmangel, margin calls, lovmæssige restriktioner og usikkerheden om COVID-19 har sendt finansielle markeder til tælling over en bred front. Når enden på pandemien ikke kan ses, er det en god idé at fokusere på kvalitet og selskaber, hvis produkter der altid er brug for.

30. januar erklærede WHO, at den nye virus udgjorde en global sundhedsrisiko, men aktiemarkedet havde tilsyneladende ingen anelse om, at en "sort svane" var begyndt at baske med vingerne. Det amerikanske S&P 500 steg 3 pct. indtil 19. februar 2020. Så begyndte meldingerne om smittens udbredelse at trænge igennem. Tre uger senere erklærede WHO en global pandemi.

Trods en vis træghed i starten, især i UK og USA, har lande over hele kloden siden reageret voldsomt med store begrænsninger i folks bevægelsesfrihed. De fleste af verdens lande har nu rejserestriktioner. Flyselskaber, lufthavne, hoteller, værtshuse, restauranter osv. er sendt i knæ, men mange andre brancher er også hårdt ramt af, at den økonomiske aktivitet kvæles på mange fronter og har sendt verden ud i en global recession. Og når virksomhedernes indtjening dykker pga. manglende salg, så skal aktiekurserne også dykke.

"Første del af frasalget så ud til at være drevet af automatiske strategier - hedgefonde, der handler på momentum. Stiger volatiliteten i markedet, tager man risiko af. Senere hen er der kommet flere investorer af kød og blod til, som har bidraget til salgspresset, bl.a. private investorer. Rækkefølgen plejer at være hedgefonde, professionelle fonde og så private investorer," siger Andreas Østerheden, aktiestrateg i Nordea.

Medvirkende til salgspresset har også været de såkaldte margin calls, som har tvunget investorer, der lå med gearede lange positioner i markedet via derivater, til at lukke positionerne. Også High Yield (HY)-obligationer, kaldet junk bonds, har været udsat for et massivt salgspres, hvilket ikke er nogen overraskelse. Netop disse relativt højt forrentede obligationer i en nulrente verden, har været købt op til niveauer, der mildt sagt var i overkanten af det fornuftige.

Verdens bedste obligationer sælges også

"Uroen i markedet er blevet forstærket af mega stress i kreditmarkedet. Det er forårsaget af især junk bonds, der i jagten på afkast var kommet til at fyldt lidt for meget i depoterne før COVID-19. Man kan sige, at disse virksomheder er de syge i samfundet. Når der kommer et chok som virussen, så er de sårbare, og mange af dem, der vil dø - sådan er det altid i HY. Men oliekrigen mellem Rusland og Saudi Arabien er med til at gøre det hele værre. Olieprisen er tordnet ned efter, at begge lande har øget produktionen massivt, og det gør ondt på de amerikanske producenter af skiferolie, hvoraf 14-15 pct. har finansieret sig med HY-obligationer. Disse producenter har langt højere produktionsomkostninger end Rusland og Saudi Arabien og kan ikke overleve, hvis olieprisen bliver her i længere tid," siger Lars Skovgaard Andersen, investeringsstrateg i Danske Bank.

Men danske realkreditobligationer har også været under pres, og det kan lyde mystisk.

"Det er et resultat af, at der er så mange tekniske ting, der aktiveres. Du har svært ved at handle i kreditmarkedet, og så må du sælge aktier, hvis du mangler penge. Men nogle investorer er også nødt til at sælge danske realkreditobligationer, selv om de er AAA-ratede," siger strategen og påpeger, at

der i perioder har været meget store kursforskelle mellem køb og salg i det ellers normalt meget likvide danske realkreditmarked.

Hvis man ønsker at sælge, skal der være nogle købere, og dem er der mangel på. Ikke mindst blandt udenlandske investorer, som ellers normalt er meget glade for de danske realkreditobligationer, der anses for at være blandt de mest sikre realkreditpapirer i verden. Før COVID-19 krisen var udlandets ejerandel af danske realkreditobligationer helt oppe på 39 pct. Situationen har medført et stigende pres på Nationalbanken for at foretage opkøb af realkreditobligationer og dermed stabilisere markedet.

”Alt er tilladt i denne situation. Vi er kommet til det punkt, hvor man faktisk burde overveje helt at lukke børsmarkeder ned globalt set. Man har ganske vist mekanismer i USA, som stopper handlen i en periode ved børsfald over 7 pct. på dagen, men i den forbindelse glemmer man, at en stor del af markedshandlen foregår via algoritmer. Og en tænkepause i børshandlen til at få pulsen ned, nytter ikke noget, når der ikke er nogen puls hos dem, der handler.”

Hvor er bunden i markedet?

Normalt ville man sige, at det er helt udelukket, at markederne lukkes midlertidigt, men denne situation er så ekstrem, at ekstreme tiltag er blevet hverdag. Om bunden er ved at være nået i markedet, er det store spørgsmål. 20. marts steg fx det europæiske aktiemarked i en positiv stemning til trods for, at det dagen før stod klart, at antallet af smittede i USA var fordoblet fra 5000 til 10.000 på to dage. To dage senere var tallet fordoblet igen. Hvis man forestiller sig, at denne fordoblingshastighed var stabil, så ville 1,28 mio. amerikanere være smittet efter 14 dage.

Men håbet knytter sig til, at det lykkes for både USA og Europa at bremse smitten med de mange tiltag, som det er lykkedes i Kina. Det kræver imidlertid, at man overholder de mange strenge krav, der er blevet iværksat rundt omkring - mange steder tager folk ikke forbuddene alvorligt.

Et ekspertpanel bestående af en række af verdens mest kompetente inden for epidemiologi præsenterede i marts et papir, der fik den britiske regering til at reagere. Noget af det, der springer i øjnene er, at det er usandsynligt, at det lykkes at kvæle pandemien. Hvis det skal lykkes, så kræver det opretholdelse af alle de mange tiltag i længere tid.

Men selv om det i første omgang lykkes, og verden kan vende tilbage til normal, så vil pandemien formentlig vende tilbage i efteråret - og denne gang med fornyet styrke, ganske som det er set i forbindelse med andre pandemier. Det værste eksempel var den Spanske Syge i 1918-1919, som på mange punkter minder om den aktuelle.

Den Spanske Syge 1918-1919

Tænd og sluk-strategien

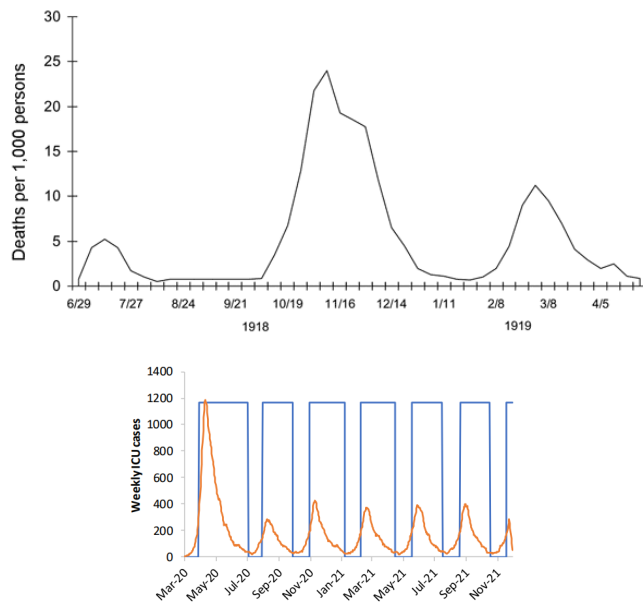


Figure 4: Illustration of adaptive triggering of suppression strategies in GB, for $R_0=2.2$, a policy of all four interventions considered, an "on" trigger of 100 ICU cases in a week and an "off" trigger of 50 ICU cases. The policy is in force approximate 2/3 of the time. Only social distancing and school/university closure are triggered; other policies remain in force throughout. Weekly ICU incidence is shown in orange, policy triggering in blue.

Kilde: CDC. Viser antal døde pr. 1000 inficerede.
Team, 16. marts

Kilde: Imperial College COVID-19 Response

Problemet med pandemier er, at de som regel ikke kan stoppes. Størstedelen af befolkningen bliver med tiden inficeret, og det skaber en flokimmunitet, så samfundet er bedre rustet til fremtidige epidemier med samme virus eller en nært beslægtet. Problemet med denne virus er, at den er meget smitsom, og desuden har en dødelighed, der er højere end normal influenza. Det betyder, at en uhæmmet smitte vil lægge hospitalsvæsenet ned, da de hidtidige erfaringer fra Kina viser, at 20 pct. af de smittede - som bliver syge af det - skal hospitalsindlægges og en fjerdedel af disse på intensivafdelingerne (I Italien med verdens næstældste befolkning er tallene 50/10). Det har ingen hospitaler kapacitet til at klare, når smittehastigheden var så stor som i marts.

Det gælder derfor om at begrænse smitten så meget som muligt i løbet af foråret og forsommeren, hvorefter den som normale influenzaer muligvis vil dø ud eller i hvert fald fortone sig. Det vil give tid til at udbygge hospitalernes kapacitet, få klargjort et langt bedre beredskab af test- og sporingsmuligheder, så man er klar, når virussen kommer tilbage til efteråret med stor sandsynlighed. At den kommer tilbage, synes ingen at være i tvivl om, hvilket hænger sammen med, at SARS-CoV-2 smitter meget lettere end fætteren SARS, men også at den er blevet globalt udbredt. Så sommer på den nordlige halvkugle betyder ikke, at den er forsvundet.

Ekspertteamet fra Imperial College mener, at den bedste strategi til at bekæmpe virussen er, at man tager den i mindre bølger. Man bruger de mange tiltag til at begrænse smitten, presset lettes på hospitalerne, man letter på restriktionerne i samfundet, smitten stiger igen osv. Om det kan lade sig gøre i virkeligheden vil man få et bedre indtryk af, når data og erfaringer bliver tilgængelige fra Kina og Sydkorea, hvor man efter succesfuld inddæmning, gradvist begynder at vende tilbage til normal samfundsaktivitet. Men realistisk set vil tænd- og sluk strategien være en umulig tilgang - det vil samlet set blive en nedlukning af økonomierne, som samfundene ikke kan tåle.

Finans- og pengepolitik

Som respons på krisen har centralbanker i over 50 lande sat renten ned. Mange, herunder verdens største centralbanker ECB og Federal Reserve, har også iværksat mange foranstaltninger for at holde markedernes funktionsevne intakt - herunder har ECB lovet store opkøbsprogrammer med *no limits* i forhold til statsobligationer, der ikke mindst er vigtigt for at statsrenterne for lande som Italien og Spanien ikke skal skyde i vejret. Meget vigtigt for SARS-CoV-2 kan blive virussen, der sender den kronisk syge euro i graven. De sydeuropæiske økonomier, især Italien, har i årevis givet anledning til bekymring.

Italiens statsgæld er på 135 pct. af BNP; en af verdens ældste befolkninger (pensionsbyrde); ungdomsledighed på 30 pct.; økonomisk vækst totalt på under 10 pct. i euroens levetid mod eurogennemsnittet på 30 pct. Med ECB i ryggen er en vigtig sikkerhedsforanstaltning dog på plads, men debatten om euroens fremtid vil tage til i styrke. Euroen overlever ikke på sigt uden et tæt finanspolitisk samarbejde mellem landene.

Endnu vigtigere er de enorme finanspolitiske redningsplaner, som regeringer rundt omkring har vedtaget i lynhurtige hastelovgivninger. Det betyder, at man i nedlukningen af økonomierne ikke blot vil lade de frie markeds kræfter råde, men staterne vil holde en hånd under med økonomisk støtte af historiske dimensioner for at undgå en økonomisk nedsmeltning.

Hvad er den bedste strategi?

Men hvad skal man som investor gøre med porteføljen på dette tidspunkt, hvor usikkerheden stadig er så stor, og virussen måske i perioder vil dukke op og forsvinde i det næste års tid? Det er flere måneder siden - før COVID-19 - at Nordea anbefalede medicinalaktier som en vigtig del af porteføljen i denne fase af den økonomiske cyklus. Den anbefaling er kun blevet underbygget af udviklingen - medicinalaktier med især livsvigtige produkter bliver ikke ramt af svigtende efterspørgsel, så længe forsyningskæderne er intakte.

"Medicinalsektoren og sundhedssektoren generelt er oplagt at give en større vægt, hvis man vil rebalancere sin portefølje. Til gengæld skal man være påpasselig med at købe ind i de sektorer, der er hårdt ramt. Overordnet set bør man gøre brug af det eneste våben man har som privat investor i disse tider: Tid. Vent. Man bliver ikke ramt af margin calls eller krav om mindre risiko, så prøv at se igennem de udsving, der er, indtil vi kommer ud på den anden side," siger Andreas Østerheden.

Her kan man godt få brug for den velkendte is i maven, hvis man sammenligner med tidligere nedture. Da luften gik ud af IT-boblen, var det selvsagt informationsteknologi som helhed, der fik de største tæsk. Fra toppen til bunden mistede sektoren 83 pct. i kursværdi i MSCI World (USD). Men også aktiemarkedet som helhed fik stryg - Europa faldt f.eks. godt 58 pct. og Danmark godt 52 pct. I kølvandet på finanskrisen var faldet generelt lidt højere.

Hvor langt skal markedet ned denne gang? Forskellen er, at mange virksomheder denne gang nærmest forhindres i at tjene penge, men til gengæld griber finanspolitiske pakker ind i langt større omfang. Med til at komplicere det er, hvor langt de forskellige lande og regioner er henne i pandemien. Kina er f.eks. nået langt længere end USA, og derfor kan dele af det kinesiske aktiemarked rejse sig, mens det amerikanske stadig lider. Det er under alle omstændigheder ret umuligt at gisne om, hvordan det samlede regnestykke kommer til at se ud, men det er ikke usandsynligt, at børsernes fald fra top til bund kommer til at minde om 2000 og 2008.

Et andet interessant spørgsmål er, hvordan det går, når verden bliver normal igen. Igen ved vi ikke præcist, hvor dybe sårene bliver, og hvem der overlever. Men 12 mdr. efter at bunden blev nået efter IT-boblen var det europæiske marked f.eks. oppe med 48,7 pct. Samme marked var 12 mdr.

efter finanskrisens aktiebund i 2009 oppe med godt 52 pct. Husk lige i den forbindelse, at hvis en aktiekurs på 100 falder med 50 pct. og efterfølgende stiger med 50 pct., så er slutresultatet 75.

Nu skal man ikke overfortolke tidligere kriser, som havde deres egne kendetegn. Verden var f.eks. blevet langt mere globaliseret i 2008, end tilfældet var i 2000. Det gælder endnu mere i dag, men denne krise har om noget udstillet den globaliserede verdens sårbarhed. Derfor er der efter al sandsynlighed igangsat en ny fase i den globale, økonomiske strukturelle udvikling. Mange lande vil få mere fokus på mulighederne for produktion inden for egne grænser eller tættere på. Vestlige virksomheder vil i stigende grad trække sig væk fra Kina. Der vil blive investeret mere i robot- og automatiseringsteknologi. Verden bliver til en vis grad deglobaliseret. Men det er også en potentielt farlig udvikling, som de politiske ledere vil være opmærksomme på.

Køb kvalitetsaktier

Ser vi på, hvordan sektorerne har reageret, så fremgår det ikke overraskende, at sundhedsaktier, forsyning og forbrugsaktier har været de mindst ramte. Vi har brug for mad, el, vand, varme og medicin. Til gengæld vil der være mest gang i de mere cykliske aktier, når verden normaliseres igen. For investorer, der ikke nåede at komme ud eller rebalancere porteføljen, før uroen brød løs, kan det også være fristende at spekulere i, hvilke selskaber, der bliver hjulpet mest af finanspolitiske redningspakker.

"Du må ikke spekulere i, hvem der bliver reddet. Målet med regeringers redningspakker er ikke at redde aktionærene men selskaberne. Nogle luftfartsselskaber vil f.eks. ende med at blive statsejede. Men vi vil også se nogle "Lehman" øjeblikke. Forstået på den måde, at nogle selskaber ikke bliver reddet eller i hvert fald kommer bag i rækken, fordi de ikke har været drevet forretningsmæssigt forsvarligt, før krisen satte ind," siger Lars Skovgaard Andersen.

Han mener, at tiden er inde til at fokusere på kvalitetsaktier.

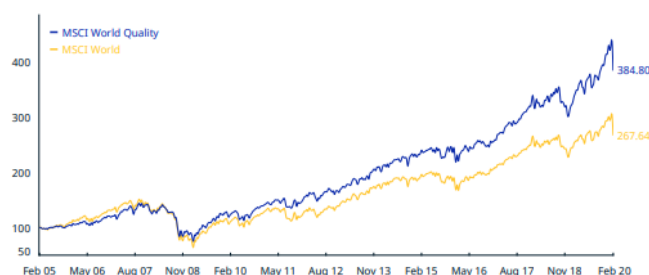
"Det gælder om at kunne være i markedet, indtil opturen kommer igen uden at du har en stor risiko nedad. Det er vigtigt at bemærke, at de kursfald vi har set, egentlig har været meget ens, og det hænger sammen med både en pludselig mangel på penge og alles løb mod udgangen men også, at der er blevet solgt ETF'er i stor stil. Nu vil der komme fokus på stockpicking," siger Lars Skovgaard Andersen og fortsætter:

"Gå efter kvalitet - virksomheder med lav gæld, stabil indtjening, stærke brands, god ledelse og solide forretningsmodeller. Tager det lang tid at knække pandemien, så vil nogle selskaber knække, og nogen vil have råd til at købe dem eller snupper deres markedsandele, når de bukker under. Den slags selskaber findes i alle sektorer. Så i stedet for at vælge én sektor, vil jeg hellere lede efter kvalitet i alle sektorer. Det er faktisk mit bedste råd. Nogen vil være mere oplagte end andre, men selv i energi og luftfart kan der være muligheder. Men du skal nok have en del i stabilt forbrug. Men det vil specielt være inden for især sundhed og IT, jeg finder den største klynge af selskaber med disse egenskaber. Begge sektorer har stærke underliggende strukturelle væksttrends - og er i øvrigt dem med størst repræsentation i MSCI World Quality Index."

Small Cap aktier mener han, at man skal holde sig fra - de er sendt til tælling, og investorerne søger sikkerhed i store aktier.

"Man kunne argumentere, at så skulle man netop købe dem, fordi der er en stor upside, når det vender. Men til det vil jeg svare - jeg vil godt gå glip af den teoretiske merperformance, jeg vil bare gerne have performance."

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE – GROSS RETURNS (USD)
(FEB 2005 – FEB 2020)



Market Index	Performance in %		
	2000 Top-Bottom	2008 Top-bottom	2020 Top-current
World MSCI, Financials, USD	-43,5	-78,6	-39,0
World, MSCI, Consumer Discretionary, USD	-54,0	-60,4	-32,2
World, MSCI, Consumer Staples, USD	-32,1	-41,1	-18,0
World, MSCI, Energy, Index , USD	-29,7	-56,9	-57,7
World, MSCI, Health Care, USD	-39,9	-41,0	-21,5
World, MSCI, Industrials, USD	-47,9	-63,6	-35,8
World, MSCI, Information Technology, USD	-83,0	-56,2	-28,3
World, MSCI, Materials, Index , USD	-38,2	-67,3	-34,4
World, MSCI, Utilities, Index , USD	-45,5	-49,9	-26,9
World, MSCI, USD	-51,4	-59,1	-30,4
Denmark, Nasdaq, OMXC25 DKK	-52,3	-58,8	-26,2
Europe, MSCI, Local Currency	-58,4	-56,6	-31,7
Euro Area, MSCI, Local Currency	-65,8	-61,0	-36,5
United States, MSCI, Local Currency	-51,3	-56,4	-29,3
Japan, MSCI, Local Currency	-55,8	-62,5	-26,6
AC Asia ex Japan, MSCI, Local Currency	-54,5	-61,5	-27,2
EM Asia, MSCI, Local Currency	-56,5	-61,3	-27,1
Emerging Markets, MSCI, Local Currency	-45,6	-58,9	-28,9
AC World, MSCI, Local Currency	-51,1	-55,8	-29,2

2000						2008					
	Bottom reached at	+1M	+3M	+6M	+12M		Bottom reached at	+1M	+3M	+6M	+12M
World MSCI, Financials, USD	09-10-2002	19,5	23,1	12,0	38,3	World MSCI, Financials, USD	09-03-2009	44,6	90,9	120,3	116,4
World, MSCI, Consumer Discretionary, USD	12-03-2003	10,5	26,4	39,8	57,2	World, MSCI, Consumer Discretionary, USD	09-03-2009	25,7	45,6	57,7	72,1
World, MSCI, Consumer Staples, USD	10-03-2000	13,4	21,6	19,9	33,7	World, MSCI, Consumer Staples, USD	09-03-2009	12,2	25,5	33,9	49,0
World, MSCI, Energy, Index , USD	27-01-2003	6,0	8,2	14,4	34,2	World, MSCI, Energy, Index , USD	03-03-2009	15,1	38,2	40,1	48,3
World, MSCI, Health Care, USD	23-07-2002	21,5	21,4	18,3	27,8	World, MSCI, Health Care, USD	09-03-2009	9,2	18,7	31,2	43,5
World, MSCI, Industrials, USD	09-10-2002	15,8	18,1	10,3	34,5	World, MSCI, Industrials, USD	09-03-2009	23,6	50,3	61,0	78,0
World, MSCI, Information Technology, USD	09-10-2002	32,3	37,0	30,2	67,3	World, MSCI, Information Technology, USD	09-03-2009	24,3	43,8	57,5	73,3
World, MSCI, Materials, Index , USD	09-10-2002	13,2	20,4	8,5	34,6	World, MSCI, Materials, Index , USD	20-11-2008	28,8	20,5	49,5	98,2
World, MSCI, Utilities, Index , USD	09-10-2002	10,5	18,0	10,7	25,3	World, MSCI, Utilities, Index , USD	09-03-2009	10,2	20,6	28,7	27,6
World, MSCI, USD	09-10-2002	14,7	17,9	9,6	29,6	World, MSCI, USD	09-03-2009	20,9	43,2	54,9	64,6
Denmark, Nasdaq, OMXC25 DKK	12-03-2003	16,4	26,4	50,6	63,2	Denmark, Nasdaq, OMXC25 DKK	06-03-2009	14,3	37,3	57,2	67,7
Europe, MSCI, Local Currency	12-03-2003	16,4	26,7	37,2	48,7	Europe, MSCI, Local Currency	09-03-2009	15,4	30,7	44,0	52,3
Euro Area, MSCI, Local Currency	12-03-2003	17,9	27,7	41,1	53,3	Euro Area, MSCI, Local Currency	09-03-2009	19,1	36,0	49,1	51,3
United States, MSCI, Local Currency	09-10-2002	16,7	20,0	13,3	28,9	United States, MSCI, Local Currency	09-03-2009	20,3	38,9	47,0	63,1
Japan, MSCI, Local Currency	28-04-2003	5,6	23,7	42,8	58,1	Japan, MSCI, Local Currency	12-03-2009	22,5	32,4	34,6	30,7
AC Asia ex Japan, MSCI, Local Currency	21-09-2001	8,6	31,1	48,9	24,8	AC Asia ex Japan, MSCI, Local Currency	27-10-2008	7,1	12,7	38,6	90,3
EM Asia, MSCI, Local Currency	25-09-2001	11,0	29,5	57,0	32,8	EM Asia, MSCI, Local Currency	27-10-2008	6,7	12,3	40,5	92,2
Emerging Markets, MSCI, Local Currency	21-09-2001	8,4	26,9	45,3	22,9	Emerging Markets, MSCI, Local Currency	27-10-2008	10,0	13,1	35,5	86,8
AC World, MSCI, Local Currency	12-03-2003	9,3	21,0	30,4	44,0	AC World, MSCI, Local Currency	09-03-2009	18,6	36,0	45,8	55,8

Pharma og biotek - revolutionen er i gang

Et sandsynligt opsving i 2021 er ikke ensbetydende med, at man skal sælge medicalsektoren fra i porteføljen. Der er så mange spændende ting i gang, og teknologierne og innovationsevnerne i industrien er så avancerede og accelererende, at der er store gennembrud på vej i dette årti.

Det 20. århundrede bød på utrolige teknologiske fremskridt på mange fronter - også i medicinalindustrien. Medicinalbranchen kæmper stadig med de virkelig store udfordringer - fra de sjældne sygdomme til dem, der rammer mange mennesker som kræft og demens. Og det forekommer umiddelbart som om, at hvor det forrige århundrede bød på fremskridt, der var en hel etage ad gangen, så er det trappetrin i dag. Men der sker meget i disse år. Inden for de seneste 15-20 år har vi fået en kolossal indsigt i den biologiske verden og hvert nyt trappetrin, der bestiges, åbner nye muligheder og kan føre til at man kravler et trappetrin op på andre trapper eller skaber en hel ny trappe - og der er mange flere trapper i gang end i det 20. århundrede.

Det er ikke blot de dygtige forskere, der skaber fremskridtet - det er den samtidige eksponentielle eksplosion i computerkraft, digitalisering, kunstig intelligens, maskinlæring og Big Data kombineret med et væld af unikke teknologiske platforme og værktøjer i den videnskabelige verden, som gør, at dette århundrede vil byde på en biologisk revolution. McKinsey estimerer i en stor rapport fra maj 2020, at mindst 45 pct. af den globale sygdomsbyrde kan adresseres med brug af videnskab, som er tænkelig i dag.

Men de naturvidenskabelige perspektiver rækker langt ud over sygdomsbehandling af mennesker. Mange af de bioteknologiske opdagelser vil kunne bruges i landbrug, fødevarer, brændstoffer og sågar computere. McKinsey estimerer, at op mod 60 pct. af de fysiske input i den globale økonomi vil kunne produceres biologisk og transformere samfundet og vores levevis radikalt.

Vi befinder os i starten af en biologisk revolution.

mRNA godkendt til vacciner

Der er sket store fremskridt de seneste 20 år, og 2020 var ingen undtagelse. Udviklingen af vacciner, der sørger for, at vi ikke udvikler sygdommen Covid-19, når vi bliver inficeret med den nye coronavirus SARS-Cov-2, er i historisk perspektiv ekstremt hurtig. Oftest tager det adskillige år at udvikle en vaccine, men denne gang blev flere vacciner udviklet på 10-11 måneder fra den genetiske sekvens af virussen var kendt i januar 2020. Sekventeringen fandt i øvrigt sted på få uger, hvor det tog flere måneder med SARS-Cov-1 i 2003, hvilket fortæller noget om de teknologiske fremskridt.

To af vaccinerne - fra Pfizer-BioNTech og Moderna - har påkaldt sig særlig opmærksomhed. Begge anvender mRNA, der kort sagt handler om at programmere kroppen til at vaccinere sig selv.

Princippet i de to vacciner er, at messenger-RNA (mRNA) fra SARS-Cov-2 injiceres i personen. Denne 'budbringer' leverer en genetisk kode til kroppens celler - en opskrift på hvilke proteiner, cellerne skal fremstille. mRNA-vaccinerne har i sig opskriften på et eller flere af coronavirussens såkaldte spikeproteiner, som er en slags pigge på virussens overflade, der bruges til at trænge ind i kroppens celler og dermed gør os syge. Når mRNA fra vaccinen injiceres i kroppen, så begynder cellerne at producere disse spikeproteiner, som udskilles i blodet og optages af celler i immunsystemet, som derefter begynder at producere antistoffer, der kan angribe SARS-Cov-2, hvis personen bliver inficeret med virussen.

De to vacciner kan betyde, at mRNA vil bane vejen for andre vacciner baseret på samme teknologi, og tanken er slet ikke ny. mRNA-vacciner er blevet testet siden 1990'erne mod forskellige sygdomme, bl.a. har kliniske forsøg vist lovende resultater rettet mod kræft samt influenza, rabies, Zika og andre infektionssygdomme.

mRNA-vacciner har dog også deres svagheder. Det er ustabile størrelser, som kræver opbevaring ved meget lave temperaturer. Pfizer-BioNTech vaccinen kræver f.eks. -70 grader C og Modernas -20 grader C, hvilket giver store begrænsninger i udbredelsen, særligt i udviklingslande.

Endnu et skridt på vejen i forståelsen af proteiner

Netop proteiner er i stor fokus inden for udviklingen af lægemidler. Det vakte derfor også opsigt i 2020, da DeepMind AlphaFold - et system baseret på kunstig intelligens ejet af Google - vandt den såkaldte CASP-konkurrence, der går ud på at forudsige proteinstrukturer.

Proteiner er essentielt for alt liv og understøtter praktisk talt alle funktioner. Proteiner er lavet af kæder af aminosyrer, og proteinets funktion afhænger i vidt omfang af dets form. Det er derfor vigtigt for forskerne at vide, hvordan et protein former sig - eller folder op, som det hedder i fagsproget. Indtil nu har forskere ved hjælp af computere kunnet forudsige foldningen af små proteiner med 60-70 pct. nøjagtighed. Men med brug af avancerede algoritmer formåede AlphaFold en præcision på over 90 pct.

'Det vil ændre alting', lød overskriften i en artikel om præstationen på det ansete naturvidenskabelige tidsskrift Nature's hjemmeside og lignende lovprisninger var kendetegnende for mediernes omtale i ind- og udland. Professor Gregers Rom Andersen på Aarhus Universitet betegner AlphaFold's resultater som et imponerende arbejde, men kan dog sagtens få armene ned.

"Forskerne bag AlphaFold har studeret det, vi kalder proteindomæner, som er mindre byggesten i større proteiner. Disse domæner er kombineret på forskellig vis i de proteiner, vi har i kroppen. Med AlphaFold har forskerne opnået stor succes med at forudsige strukturen af et antal af sådanne domæner. Der hvor kæden hopper lidt af er, når folk tror, at AlphaFold også kan løse problemet med at bestemme strukturen af større proteiner, for det gør det bestemt ikke. AlphaFold kan give os nogle bedre basisstrukturer for domænerne og gør det nemmere rent eksperimentelt at bestemme strukturen af større proteiner. Men hvis man skal forstå, hvordan proteinerne virkelig fungerer i en levende organisme, så er AlphaFold slet ikke nok," siger Gregers Rom Andersen, der har arbejdet med forskning i proteiner og immunforsvar i mange år.

Professoren anerkender dog, at det vil gøre det hurtigere at bestemme strukturen af proteiner.

"Men det er groft sagt kun et domæne ad gangen, som AlphaFold har haft succes med at bestemme strukturen af. Taler vi om udvikling af lægemidler, så vil et lægemiddel ofte sætte sig i kløften mellem 2 domæner eller endda 3 eller 4. Så der er faktisk rigtig langt fra at have en nogenlunde struktur af domænerne og så til at forudsige, hvor lægemidlet kan bindes i det intakte store protein. For selv når vi har de rigtige strukturer, som vi bruger måneder eller år på at bestemme eksperimentelt, er det slet ikke nemt at finde ud af, hvor lægemidlet skal sidde, og hvordan det skal se ud for at virke optimalt."

Blod-hjerne-barrieren er den hellige gral

Gregers Rom Andersen mener, at kortlægningen af det humane genom i 2003 var et langt større spring, for det gjorde det muligt med en vis sandsynlighed at forudsige hvilke proteiner, der overhovedet eksisterer i den menneskelige organisme. Og i relation til lægemiddeludvikling i dag fremhæver han en bestemt udfordring som særlig vigtig.

"Den helt store udfordring er, hvordan du kan få proteiner over blod-hjerne-barrieren. Den dag man kan det, så vil der ske noget inden for lægemiddeludviklingen. Det er den hellige gral inden for alt, der hedder neurodegenerative sygdomme som f.eks. Parkinson og Alzheimers - et kæmpe problem, som vokser voldsomt i disse år med de aldrende befolkninger. Man kan godt behandle sygdomme i hjernen ved hjælp af småmolekyler som du kan få ved at spise en pille, men hvis man kunne få proteiner over blod-hjerne-barrieren, så ville der åbne sig helt nye perspektiver. Der går nok op mod

10 år, før det lykkes, men det kommer - også fordi der er så stort pres for at få det udviklet,” siger professoren.

Proteiner er i det hele taget omdrejningspunkt i megen forskning i relation til lægemidler i dag. Sammenlignet med småmolekyler er de ofte meget specifikke, har færre bivirkninger og kan nemt dirigeres bestemte steder hen i kroppen. Så rigtig mange nye lægemidler er baseret på proteiner, og en stor gruppe af dem er baseret på antistoffer, påpeger Gregers Rom Andersen.

CRISPR-Cas9 - den revolutionerende gensaks

Et andet meget stort område, der er knyttet enorme forventninger til, er genterapi. Det kan udføres på forskellige måder, påpeger Jørgen Kjems, professor på Institut for Molekylærbiologi og Genetik - Genekspression og Genmedicin på Aarhus Universitet.

”Man kan ændre cellers måde at udtrykke sine gener på ved at tilføre små regulatorer - proteiner eller små RNA- molekyler, som kan ændre udtrykket af et gen. Men det er ikke egentlig genterapi. Ved genterapi går man ind og ændrer på arvemassen i cellerne. Det begyndte man på for mange år siden ved at indsætte nye gener tilfældigt i arvemassen, men det holdt man op med igen, fordi det medførte ret meget ravage og i nogle tilfælde har ført til kræft hos de behandlede patienter. Men så kom CRISPR-Cas9, som har åbnet op for helt andre perspektiver pga. metodens præcision,” siger Jørgen Kjems.

CRISPR's opfindere delte Nobelprisen i kemi 2020

To kvinder delte i 2020 Nobelprisen i kemi. Jennifer Doudna, professor i Institut for Kemi og Institut for Molekylær og Cellebiologi ved University of California. Og Emmanuelle Charpentier, direktør ved Max Planck-instituttet for infektionsbiologi i Berlin. Som det ofte er i forskning, hvor man bygger videre på andres arbejde, var de reelt ikke helt alene om det. Andre forskere har bidraget, men det var de to kvinder, der formåede at sætte brikkerne sammen for alvor i 2012. CRISPR-Cas teknologien var født, og det er det, de har fået Nobelprisen for. Siden er de gået hver til sit og er med i forskellige selskaber. Doudna i Caribou Biosciences, Mammoth Biosciences og Intellia Therapeutics og Charpentier i CRISPR Therapeutics og Casebia Therapeutics. Feng Zhang, der også bidrog med sit hold af forskere fra MIT og Harvard i 2013, er involveret i Editas Medicine (som Doudna oprindeligt var medstifter af).

CRISPR-Cas blev opdaget af forskere i 2012, som bemærkede, at visse bakterier anvendte geneditering som en forsvarsmekanisme. Forskerne fandt ud af, at man kan lave en lignende proces til at editere i menneskers DNA. Hvis man vil reparere et muteret gen, der er sygdomsfremkaldende, eller ikke virker som det skal, så starter man med at designe et RNA-molekyle, der matcher og genkender den muterede DNA-sekvens. RNA-molekylet kombineres med et Cas9 enzym og fører det hen til den muterede DNA-sekvens. Enzymet binder sig til sekvensen og skærer det i stykker der, hvor mutationen sidder. Den endelige reparation kan derefter udføres ved samtidig at tilføre et stykke DNA med den rigtige sekvens, som cellen kan bruge som opskrift. Resultatet er et normalt gen.

”Med CRISPR-Cas kan man meget nemmere gå ind og reparere på gener. Hvis man f.eks. har et muteret gen i leveren, så kan man med AAV-virus inficere cellerne og få dem til at producere de ting, der skal reparere dem. Man har forskellige varianter af AAV - nogen går ind i neuroner i hjernen og andre i blodceller, så man kan styre, hvor de går hen. Det er også etisk nemmere at have med at gøre, for man ændrer kun på de celler, der dør ud - man ændrer ikke patientens arvemateriale permanent,” siger professoren.

Men det giver til gengæld en anden udfordring, for det kræver en løbende behandling af patienterne, fordi der hele tiden produceres nye celler med de forkerte gener. Der hvor man gerne vil hen er, at man ikke skal gøre det hele tiden, og her kan man bruge stamcellerne, der sidder rundt omkring, og som i sig har opskriften til at forny cellerne i kroppen.

"I knoglemarven har du f.eks. stamceller, som danner nye blodceller hele tiden. Så hvis man tager stamcellerne ud og reparerer dem med CRISPR-Cas, så kan man sætte dem ind igen, så de reparerer det gen, der giver sygdommen. Man kan også gøre det på kønsceller, og så får du et menneske, hvor alle cellerne er repareret. Det vil give store etiske udfordringer, men det bliver formentlig tilladt i tilfælde med alvorlige genetiske sygdomme. CRISPR-Cas kan også anvendes mod kræft i form af CAR-T celleterapi, som går ud på, at man anvender genmodificerede versioner af patientens hvide blodlegemer og tilføjer dem en virus, der gør dem i stand til bedre at finde og angribe kræftcellerne, der har det med at sløre sig."

CAR-T celleterapi fra Novartis og Kite blev i 2017 godkendt af FDA, men CRISPR-Cas kan gøre metoden mere præcis og meget billigere.

Ulempen ved CRISPR-Cas teknologien er, at de terapeutiske stoffer består af RNA og protein som pga. deres størrelser er svære at føre frem til de syge celler. Det betyder, at anvendelsen af genterapi formodentlig vil være begrænset til bestemte typer væv i de kommende år.

"Det vil blive rettet mod blodsygdomme, leversygdomme, og lungesygdomme som f.eks. cystisk fibrose, fordi det er relativt nemt at komme til. Jeg tror, det er de tre hovedområder, der først bliver tilgængelige for folk," siger Jørgen Kjems.

Hvad skal man investere i?

Traditionelt anses medicinalbranchen for at være en defensiv del af porteføljen - uanset om det går op eller ned i økonomierne, så har vi brug for medicin. Men det er ikke ensbetydende med, at branchens aktiekurser er upåvirket af konjunkturerne, da de tildeles forskellig vægt i investorernes porteføljer alt efter hvor i konjunkturcyklen, vi befinder os, og cykliske aktier går stærkt i et opsving. Erfaringen viser, at sundhedsaktier klarer sig dårligst i forhold til det generelle marked, når vi er i starten af et opsving og gør det bedst, når vi er i den sene fase eller i en recession.

I den forbindelse er det værd at nævne en global spørgeundersøgelse blandt 500 institutionelle investorer foretaget af den franske bank Naxis SA, som viser hvilken tiltro, investorerne har til sektorerne i 2021. På førstepladsen er informationsteknologi, som 66 pct. tror vil slå markedet i 2021, men på andenpladsen mener 65 pct., at det vil sundhedssektoren også. Undersøgelsen viser, at 73 pct. ikke tror på det stærke opsving i 2021, som ellers synes at være den fremherskende opfattelse. Men uanset hvad 2021 byder på, er medicinalbranchen en langsigtet investering, og det tiltaler især pensionskasserne blandt de institutionelle investorer.

Pas på risikoen

En anden investeringsmulighed er biotekselskaberne. Her er risikoen langt større end ved et stort medicinalsselskab med en bred pipeline. Det giver til gengæld også mulighed for større gevinster. Ikke blot som selvstændige potentielle kursraketter, men også som opkøbsmuligheder for de store, kapitalstærke medicinalsselskaber. Der er generelt heftig opkøbsaktivitet af biotekselskaber, der gør store fremskridt inden for sjældne sygdomme, kræft og genterapi eller har udviklet unikke teknologiplatforme. Men skal man ramme de rigtige biotekselskaber kræver det, at man bruger tid på at sætte sig ind i tingene og følger med.

”Det er svært at investere i bioteknologi. Når man taler med selskaberne, så har de altid den bedste teknologi, og da de samtidig ofte er i gang med forskning og udvikling på nye områder, er det svært at gennemskue potentialet og den aktuelle værdi. For private investorer er det en særlig stor udfordring at investere i biotek, fordi de som regel ikke har tilstrækkelige informationskilder og bagvedliggende analyser og heller ikke har det faglige fundament for at kunne forstå og vurdere virksomhederne,” siger Frank Hørning Andersen, selvstændig investeringskonsulent med mange års analyseerfaring i biotek og farmaselskaber fra Jyske Bank.

Han mener dog, at det er et område i så kraftig vækst, at man ikke bør udelade det i en veldiversificeret portefølje. Han fremhæver Genmab og Orphazyme som meget interessante biotekselskaber i Norden.

”Med gode udsigter for flere af Genmabs pipeline projekter er der udsigt til en højere værdiansættelse på Genmab, da flere produkter udover Darzalex vil bidrage til indtjeningen. Genmab er specialiseret i antistoffer mod kræft og har gjort det godt med Darzalex mod knoglemarvskræft, og jeg forventer en fortsat høj vækst i Darzalex, hvilket også fremadrettet vil sikre et stærkt cashflow. Man bør også holde særligt øje med Epicoritamab - et præparat mod non-Hodgkin lymfekræft - som netop har vist lovende resultater fra et mindre studie i fase I/II. Hvis det bliver en succes, er der lagt op til en betydelig kursstigning,” vurderer Frank Hørning Andersen.

Han fremhæver Orphazyme som et selskab med en interessant pipeline, som er bygget op omkring særlige proteiner, der kan rettes mod sjældne degenerative sygdomme.

”Præparatet arimoclomol er rettet mod fire forskellige sygdomme, herunder ALS, og er i de sene faser og her kan der ligge en pæn upside for Orphazyme. Japanske Takeda har lavet en partnerskabsaftale med Evox på to af de indikationer, som Arimoclomol også undersøges for, til en potentiel værdi på 6 mia. kr. mod Orphazymes nuværende markedsværdi på 2,2 mia. kr.”

Derudover peger Frank Hørning Andersen også på nye biotek børsnoteringer som en mulighed for den risikovillige investor, bl.a. på First North. Hvis man kaster et blik på de seneste tre års børsnoteringer af biotekselskaber på det amerikanske marked, er det let at blive fristet. På Biopharmadive.com finder man en opgørelse, der medio dec. 2020 viser, at de otte selskaber, der har klaret sig bedst, er steget med 506-1271 pct. siden børsintroduktionen, heriblandt er Moderna og BioNTech, der begge har udviklet Covid-19 vacciner og er steget med hhv. 507 pct. og 627 pct. Men man skal også se i den anden ende af databasen. De otte bundskrabere er faldet med 71-93 pct.

Relevante aktier

CRISPR Therapeutics (Schweiz, UK, USA)

Selskabets medstifter er Emmanuelle Charpentier, der i 2020 modtog Nobelprisen i kemi sammen med Jennifer Doudna for deres opdagelse af den molekylære gensaks CRISPR-Cas i 2012. Selskabet fokuserer på udviklingen af transformerende genbaserede lægemidler til alvorlige sygdomme. Produkterne udvikles med (CRISPR)/Cas9, som giver mulighed for at editere i DNA. Virksomheden har en portefølje af terapeutiske programmer inden for en række sygdomsområder, herunder hæmoglobinopati, onkologi, regenerativ medicin og sjældne sygdomme. Hovedproduktkandidaten er CTX001, en genredigeret terapi til behandling af patienter, der lider af transfusionsafhængig beta-thalassæmi eller seglcelleanæmi.

Intellia Therapeutics (USA)

Medstifter er her Jennifer Doudna, der også modtog Nobelprisen i kemi 2020. Virksomheden udvikler med in-vivo (i kroppen) programmer med fokus på leversygdomme, herunder transthyretin amyloidose og arvelig angioødem, samt andre forskningsprogrammer, der omfatter primært hyperoxaluria Type 1, alfa-1 antitrypsinmangel og Hemophilia B. Selskabets ex-vivo (uden for kroppen) pipeline omfatter celleterapi til behandling af forskellige onkologiske og autoimmune sygdomme; partnerskabsprogrammer med fokus på kimære antigenreceptor-T-celler og hæmatopoietiske stamceller; og akut myeloid leukæmi.

Editas Medicine (USA)

Stifter Feng Zhang har også været en vigtig bidragsyder i udvikling af CRISPR-Cas. Dette selskab arbejder også med geneditering med brug af gensaksen. Flere produkter er under udvikling, men det der tiltrækker sig særlig opmærksomhed og store forventninger er EDIT-101. Det behandler Leber medfødt amaurose - en sjælden arvelig øjensygdom, som findes hos over 20 pct. af de børn, der går på skoler for blinde. Editas har et samarbejde om udvikling og marketing med Bristol Myers Squibb og teknologisk samarbejde med andre.

Nanoform (Finland)

Det finske selskab arbejder med nanoteknologi og har udviklet en særlig, patenteret teknologi, der bl.a. løser et problem med mange præparaters dårlige opløselighed. Teknologien forøger den aktive overflade af API-partikler (Active Pharmaceutical Ingredients) og giver signifikante forbedringer af opløsning og biotilgængelighed. Teknologien gør det også muligt at producere nanopartikler, der er små nok til at passere blod-hjerne-barrieren og dermed muliggøre behandlinger af sygdomme i centralnervesystemet (ALS, Parkinsons, Alzheimerz m.fl.).

Orphazyme (Danmark)

Orphazyme arbejder med Heat-Shock-proteiner (HSP) til behandling af lysosomale opbevaringssygdomme og neuromuskulære degenerative sygdomme. Heat-Shock-proteiner (HSP'er) er en gruppe af endogene stress-responsproteiner, der beskytter mod cellulær toksicitet forårsaget af forkert foldede proteiner, proteinaggregation og lysosomal dysfunktion. FDA i USA har accepteret selskabets nye lægemiddelansøgning (NDA) for arimoclomol til behandling af Niemann-Pick sygdom type C (NPC) og indsendt en ansøgning om markedsføringstilladelse til Det Europæiske Lægemiddelagentur (EMA) for NPC i november 2020.

Genmab (Danmark)

Genmab har specialiseret sig i udvikling af antistoffer til kræftbehandling. Selskabets bedst sælgende produkt er Darzalex, der er rettet mod knoglemarvskræft. Et andet produkt, som Genmab har store forventninger til, er gået ind i den kliniske fase 3. Studiet skal teste epcoritamab som behandling for diffust storcellet B-celle lymfom, den mest udbredte form for non-hodgkins lymfom. Præparatet er et element i en samarbejdsaftale med Abbvie. Epcoritamab skal konkurrere med et lovende middel fra Roche, og en hurtigere udvikling er derfor vigtig.

ARK Genomic Revolution (USA)

Globalt orienteret aktiv ETF med den genetiske revolution som omdrejningspunkt. ETF'en har mandat til at gå tværs af sektorer - dvs. udover sundhed også informationsteknologi, materialer, energi og forbrugsgoder. Aktuelt er dog over 96 pct. i sundhed og 80 pct. i USA. Udgangspunktet er, at mange bioteknologiske selskaber er overset, fordi de er for små og for mange til, at analytikerne i de store finanshuse følger dem. I et whitepaper skriver ARK, at blot en reduktion på 10% i

fejlprocenten på hvert trin i lægemidlers udviklingsproces vil fordoble afkastet af R&D. Hvis tilsluttede enheder kombineret med maskinindlæring er i stand til at flytte et lægemiddel 25% mere hurtigt gennem den kliniske forsøgsproces kan afkast tredobles.

Novo Nordisk (Danmark)

Den danske kronjuvel, som er verdens førende inden for insulin. Ifølge WHO har over 400 mio. mennesker diabetes, som er karakteriseret ved, at mange af de insulinproducerende betaceller, som regulerer blodsukkeret, er døde. Novo Nordisk arbejder også med stamcelleforskning, som vil kunne betyde, at man helt kan helbrede diabetes. CEO for Novo Nordisk, Lars Fruergaard Jørgensen, har i 2019 udtalt, at hans vision er at selskabet om 10 år vil have en bund af insulin, en vækstdriver i form af GLP-1 og på toppen revolutionerende videnskab i form af f.eks. stamcellebehandling.

Olie er nødvendig mange år endnu

Olieindustrien er hårdt ramt af Covid-19 pandemien. Verden har brug for olie mange år endnu men er i skarp konkurrence med vedvarende energi og grøn teknologi. Kan det betale sig at investere i selskaber relateret til olieindustrien, eller er risikoen for stor?

Covid-19 har været hård for olieindustrien. En global økonomi i lavt gear har ført til en drastisk nedgang i olieforbruget. Exxon Mobil, der engang var verdens største selskab målt på markedsværdi, måtte i august 2020 forlade indekset Dow Jones Industrial Average efter 92 år. Så sent som i juni 2008 udgjorde olie- og gasselskaber næsten 16 pct. af det amerikanske aktieindeks S&P 500 - i dag er det kun 2,3 pct. Tilsvarende udgjorde olie- og gas kun 4,2 pct. af det europæiske aktiemarked ved udgangen af juli 2020. Tech-giganterne Alphabet, Amazon, Apple, Facebook og Microsoft er ifølge Washington Post nu hver især mere værd end de 76 største energiselskaber tilsammen.

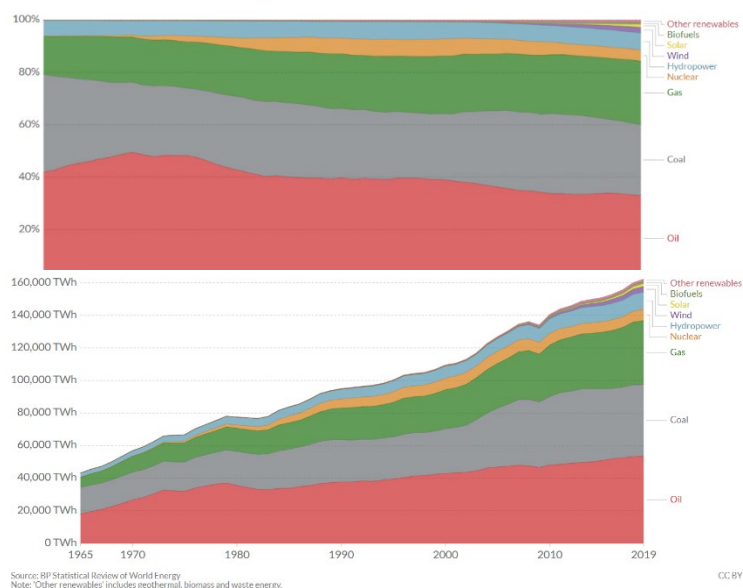
Flere forhold har presset olieindustrien i de senere år. Omkostningerne i forbindelse med produktion af vedvarende energi er styrtdykket. Fokus på global opvarmning har aldrig været større. Samtidig har produktionen af olie heller aldrig været større, hvilket ikke mindst skyldes, at USA med skiferolie kan levere lige så meget olie som Rusland og Saudi-Arabien - det kræver dog en oliepris på typisk omkring 50 dollars pr. tønde. Oveni det kom så Covid-19.

Vi kan ikke undvære olien endnu

Men man kommer ikke udenom, at olie som brændstof stadig har en meget stor betydning i samfundet. Olie har også stor betydning i produktionen af mange vigtige kemikalier og plastic. Mange af disse kemikalier kan man ikke producere i dag uden brug af olie.

Verdensøkonomiens følsomhed over for olieprisen er dog blevet mindre. Der er en større spredning i den geografiske produktion af olie, end det var tilfældet i 1970'erne, hvor to oliekriser var hårde for verdensøkonomien. Dertil kommer, at der i dag er en langt større energieffektivitet i de fleste samfund (især i OECD), og desuden er den primære anvendelse af olie som brændstof i dag i transportsektoren. I 1973 tegnede olie sig for 25 pct. af verdens elektricitetsproduktion, mens det i dag er mindre end 4 pct.

Verdens energiforbrug opgjort på energikilder



I absolutte mængder er olieforbruget steget støt gennem årene, og totalt set tegner olie sig i dag for 33 pct. af verdens primære energiforbrug, og det er især i transportsektoren, at olieforbruget finder sted. Ifølge Statista tegnede vejtransport sig for 50 pct. af olieforbruget i OECD i 2018, luftfart 7,75 pct. og skibstransport 3,4 pct. - mens kemikalier og anden industri tegnede sig for 26 pct.

Olie er med andre ord et vigtigt element i den globale økonomi, og det er ikke noget, vi kan erstatte på

kort sigt med bæredygtige energikilder. Der er ganske enkelt ikke tilstrækkelig kapacitet i sol, vind, vand, biomasse og atomkraft og udbygningen af infrastruktur til håndtering af disse energiformer er tidskrævende og dyr. Desuden er der problemet med lagring af energi, som er så nemt med olie. Faktum er, at olien på nuværende tidspunkt stadig er nødvendig for at holde verdensøkonomien kørende og holde forsyningskæderne i gang på mange fronter.

”Vi tror, at vi er tæt på toppen af den globale olieefterspørgsel, som formentlig vil ligge omkring 100-105 mio. tønder dagligt. Men vi tror også, at efterspørgslen vil blive på det niveau i nogen tid, før det begynder at falde. I den forbindelse skal man være opmærksom på, at oliefelterne bliver drænet med 4-5 pct. årligt. Det kræver store investeringer at fylde det gab ud, og hvis tendensen til underinvestering, som vi oplever nu, fortsætter i de kommende år, så kan vi opleve meget høje oliepriser. Så medmindre man tror, at olieefterspørgslen også vil falde 4-5 pct. årligt, så har olieindustrien brug for nye investeringer,” siger Christian Yggeseth, analytiker med speciale i den nordiske olieindustri i Danske Equities.

Og et sådant fald i efterspørgslen tvivler han på er muligt. Der er ikke noget, der tyder på, at vi i de nærmeste år vil se en grøn transformation af den globale bilpark, og flyindustrien ligger meget længere ude, vurderer han.

Store potentielle gevinster til aktionærerne

Men udsigterne for olie på kort sigt hænger naturligvis sammen med, hvordan situationen med Covid-19, vacciner og dermed økonomien udvikler sig.

”På kort sigt er vi ikke superoptimistiske og er forsigtige med det næste års tid. Men vi tror, at der er basis for mere optimisme henimod slutningen af 2021. Olieprisen vil gradvist komme tilbage op mod 60 dollars pr. tønde og formentlig gå endnu højere i 2022. Jeg tror, at olieselskabernes cash flow potentielt kan blive fantastisk på ryggen af højere oliepriser og lavere omkostninger. Det betyder ikke nødvendigvis, at aktionærerne vil opleve store kursstigninger, for mange investorer fravælger i dag olie i deres investeringsmandater. Men jeg tror alligevel, at aktionærerne vil opleve stærke afkast, idet gevinsten vil komme i form af store udbyttebetalinger,” siger Christian Yggeseth.

Man skal dog se sig godt for i investeringerne, da mange olierelaterede selskaber er så hårdt pressede i den aktuelle situation, at de kan ende med at søge konkursbeskyttelse under Chapter 11-reglerne, der betyder, at virksomheden går i betalingsstandsning og får en mulighed for at

restrukturere selskabet. Det kan indebære betydelig nedbringelse eller fuldstændig annullering af gæld, og eksisterende aktier bliver værdiløse.

”Jeg forventer, at vi vil se en del opkøb. Nogle selskaber vil gerne øge deres tilstedeværelse i Nordsøen, for relativt set produceres der meget ren olie her. Både i form af den udledning, der sker, når du brænder det, men også i selve produktionen. Dertil kommer, at regeringen i Norge også har støttet olieindustrien bl.a. i form af midlertidigt nedsat skat for olieselskaberne som følge af Covid-19. Så jeg tror, at mange selskaber ser Nordsøen og især den norske del som et meget attraktivt sted at investere. Og i relation til fokus på global opvarmning kan man vende det om og sige: Hvis alle olieproducenter stoppede med at producere olie, ville verdens energipriser stige så meget, at det ville skabe en økonomisk krise for alle. Så den vej kan man heller ikke gå. Det kan meget vel være, at det er mere uetisk at stoppe med at producere olie, end det er at fortsætte med at producere det i tilstrækkelige mængder,” siger Christian Yggeseeth.

The Drilling Company of 1972 er interessant

Steffen Evjen i Danske Bank dækker olieserviceselskaber i Norden, og han er skeptisk, hvad angår udsigterne for oliesektoren på kort sigt.

”At forudsige udviklingen i energimarkedet lige nu er vanskeligere end nogensinde. Olieefterspørgslen vil falde på længere sigt, men olie vil stadig spille en meget vigtig rolle i energimarkedet, og selskaber der udforsker potentielle oliefelter og producerer olie vil eksistere i mange år endnu. I og med at jeg dækker olieserviceselskaber, så er spørgsmålet for mig om faldet i efterspørgslen overstiger den gradvise udtømning af oliefelterne. I så fald er der ikke noget incitament til at udforske eller udvikle nye oliefelter, for oliepriserne vil være pressede pga. et overudbud,” siger Steffen Evjen.

Enhver nedtur er imidlertid også en mulighed, understreger han. Offshore boreselskaber står overfor den værste nedtur i nyere tid. Verdens største ejer af offshore borerigge, Valaris - en konkurrent til The Drilling Company of 1972 - søgte eksempelvis i august om betalingsstandsning under Chapter 11.

”Vi forventer, at flere er på vej på kort sigt, og det vil sandsynligvis kickstarte en konsolidering og M&A i de nærmeste år, idet selskaber vil opstå med begrænset eller ingen gæld. The Drilling Company of 1972 har behov for en strategiændring, og dette kunne repræsentere en mulighed for at gå ud af det tabsgivende dybhavssegment og muliggøre vækst i ”harsh environment”, som Nordsøen er. Vi tror, at The Drilling Company of 1972, Odfjell Drilling og Northern Ocean er nødt til at slå sig sammen for at forblive konkurrencedygtige. Desuden vil omkostningssynergierne overstige 10 pct. af kombineret EBITDA. Hvad angår valuering er EV/EBITDA langt under historiske niveauer, vi har set for aktier i offshore drilling,” siger Steffen Evjen.

Han påpeger, at salget af The Drilling Company of 1972's dybhavs flydende borerigge er nøgleforudsætningen for, at en ordentlig nordisk konsolidering kan finde sted. Og det vil ikke ske, før mindst et selskab har rejst sig fra Chapter 11 i 2021. Men inden da kan aktiekurserne i alle tre selskaber meget vel reagere på nyhedsartikler og markedsforventninger i relation hertil, så det er værd at holde øje med aktierne allerede nu, anbefaler han.

Adm. dir. i The Drilling Company of 1972, Jørn Madsen, har tidligere i år givet udtryk for et håb om, at oprydningen i kriseramte selskaber kan være med til at skabe en mere sund borerigsektor.

"Vi følger med i, hvad der sker og ser på, om det giver nogle muligheder. Om det bliver opkøb eller andet, det må vi se på, men vi følger det i hvert fald tæt," sagde Jørn Madsen til Ritzau Finans i august.

Ikke brug for nye oliefelter i Nordsøen

Men den grønne bølge er i fuld gang. Selv de store olie giganter har nu i stigende grad blikket rettet mod investeringer i vedvarende energi, fordi indtjeningsstrømmen fra olie har begrænset levetid. BP overraskede i september med tre scenarier for olieprisen i sin årlige rapport.

Hvis politikker, teknologier og samfundsmæssige præferencer udvikler sig i samme hastighed som de senere år vil olieefterspørgslen komme sig på den anden side af Covid-19 og nå niveauerne fra før pandemien (omkring 100 mio. tønder dagligt) og toppe i de nærmeste år. Men i de to andre scenarier når efterspørgslen ikke tidligere højder og olieforbruget kan blive halveret over de næste 30 år - en dramatisk ændring i forhold til BP's rapport i 2019, hvor prognosen lød på fortsat vækst i forbruget og "Peak Oil" først engang i 2030'erne.

Aktuelt er der debat i Norge og Danmark om hvorvidt, der skal investeres i nye oliefelter i Nordsøen. En rapport fra Klimarådet anbefalede i juni den danske regering at stoppe den såkaldte ottende udbudsrunde, som vil give olie- og gasselskaber tilladelse til at lede efter og udvinde ny olie og gas frem mod 2055. Men kan verden klare sig med de eksisterende felter og de planer, der allerede er vedtaget, selv om grøn teknologi og alternative energikilder ikke er der i tilstrækkeligt omfang endnu?

Det mener Thina Saltvedt, chefanalytiker i Nordea med ansvar for olie, energi og bæredygtighed.

"Det tager i Nordsøen omkring 10 år at udvikle et oliefelt til olien er på markedet. Så er vi i 2030, og hvis vi skal nå klimamålet, så skal vi reducere olieforbruget med mindst 60 pct. inden for de næste 20-30 år. Desuden er det i forvejen svært at konkurrere med Mellemøsten, fordi de har meget lavere produktionsomkostninger. Og hvis vi kommer til at mangle olie og prisen stiger, så er der de amerikanske producenter af skiferolie," siger den norske chefanalytiker.

Hun mener, at man ikke skal undervurdere den teknologiske udvikling og den politiske vilje.

"Vi bør ikke anlægge en lineær tilgang i vurderinger af fremtidens energi, som f.eks. det Internationale Energi Agentur (IEA) har for vane. Teknologisk udvikling er ofte eksponentiel, så når der er nye teknologier, der bryder igennem, så vil vi se en kraftig vækst. Der er vi ikke kommet til endnu, men vi har f.eks. allerede set et stort fald i produktionsomkostningerne på elbiler, sol- og vindenergi og stor fremgang i batteriteknologien. Det tager længere tid med fly og shipping, men jeg tror, at vi vil se en stærk vækst i mindre eldrevne køretøjer frem mod 2025. Det er også vigtigt at være opmærksom på, at Kina, Japan og Europa konkurrerer om at tage føringen i elbiler. Og Joe Biden har sagt, at han vil bringe bilindustrien tilbage til USA. Overordnet tror jeg, at olieindustrien ender op med "strandede aktiver"," siger Thina Saltvedt.

Relevante nordiske aktier

BW Energy - Integreret olie og gas

BW Energy er et vækstfokuseret olie- og gasselskab, der er involveret i opkøb, udvikling og produktion af dokumenterede olie- og naturgasfelter. Siden etableringen i 2016 har det med succes implementeret en unik, billig tilgang til udvikling af olie- og gasprojekter, som har skabt betydelig værdi. Virksomheden har en diversificeret portefølje af produktions- og udviklingsaktiver offshore i

Vestafrika og Brasilien og har i øjeblikket majoritetsinteresser i tre carbonhydridlicenser i Gabon, Brasilien og Namibia.

DNO - Produktion af råolie

DNO er en norsk olie- og gasoperatør med fokus på Mellemøsten og Nordafrika. Grundlagt i 1971 og noteret på Oslo Børs, har selskabet andele i onshore- og offshore-licenser på forskellige stadier af efterforskning, udvikling og produktion i Kurdistan-regionen i Irak, Yemen, Oman, De Forenede Arabiske Emirater, Tunesien og Somaliland.

Lundin Energy - Produktion af råolie

Lundin Energy AB (tidligere kendt som Lundin Petroleum AB) er en olie- og gasefterforsknings- og produktionsvirksomhed med aktiviteter fokuseret på Norge. Virksomhedens hovedaktivitet er udforskning, udvikling og produktion af olie og gas. Lundin Energy har et mål om produktion af 200.000 tønner olieækvivalenter pr. dag og en pipeline af fremtidige vækstmuligheder sammen med branchens førende effektivitet og lave kulstofemissioner pr. tønde.

Aker BP - Produktion af råolie

Aker BP ASA er et fuldt udbygget olieselskab med udforskning, udvikling og produktion af olieressourcerne på den norske kontinentalsokkel. Virksomheden har hovedkontor i Oslo med kontorer i Stavanger, Trondheim og Harstad. Projekterne omfatter Alvheim-feltet, Ivar Aasen, Skarv og Valhall. Alvheim-feltet, der er udviklet med en FPSO, bidrager mest med virksomheden. Felter i nærheden af Alvheim er bundet til Alvheims FPSO. Fra tilbagebetalingerne transporteres olie fra marken med shuttle-tankskibe, og tilhørende gas eksporteres til Skotland gennem et gasevakueringsystem.

Subsea 7 - Olieudstyr og -services

Subsea 7 er en oliefeltleverandør, og er en af de førende udbydere af subsea engineering og konstruktionstjenester. Virksomheden ejer og driver en af de nyeste globale flåder af offshore konstruktion, rørlægning og dykkerskibe og udfører engineering, indkøb, installation og idriftsættelse af offshore olie- og gasfelter. Selskabet opstod som et af de tre store efter fusion med Acergy i 2011.

The Drilling Company of 1972 - Olieudstyr og -services

The Drilling Company of 1972, udskilt fra Mærsk i 2019, er et boreselskab med fokus på den høje ende af markedet med et globalt fodaftryk, der spænder over både barske og godartede miljøer. Virksomhedens flåde af avancerede jack-ups har en markedsandel på 50 pct. på det norske marked. Virksomheden er også dybhavsboringer med fire af de bedste boreskibe i verden samt fire halvt nedsænkkelige rigge. The Drilling Company of 1972 har 46 års erfaring med operationer i de mest udfordrende miljøer. Selskabet genererer størstedelen af sin omsætning fra Nordsø-segmentet, men arbejder også andre steder i verden.

BW Offshore- Olieudstyr og -services

BW Offshore er en førende leverandør af flydende produktionstjenester til olie- og gasindustrien. Virksomheden deltager også i udviklingen af dokumenterede offshore kulbrintereservoirer. BW Offshore er repræsenteret i alle større olie- og gasregioner verden over med en flåde på 15 FPSO'er. Virksomheden har mere end 30 års produktion og har gennemført 40 FPSO- og FSO-projekter. BW Offshore er noteret på Oslo Børs.

Odfjell Drilling - Olieudstyr og -services

Odfjell Drilling er et offshore bore- og olieservicefirma med en historie, der går tilbage til begyndelsen af 1970'erne. Mens Nordsøen er dets kernerdriftsområde, har virksomheden udvidet sit fodaftryk til at nå en global skala i dag med en brancheførende driftsrekord med nogle af verdens største og mest berømte E & P-operatører. Selskabet opererer inden for segmenterne Mobile Offshore Drilling Units; Boring og Teknologi samt Brøndtjenester. Virksomheden genererer det meste af sine indtægter fra Mobile Offshore Drilling Units. Odfjell får størstedelen af sin geografiske omsætning fra Norge og blev noteret på Oslo Børs i september 2013.

Grønne forsyningsselskaber støttes af en stærk trend

Energiforsyningsselskaber er et klassisk defensivt valg i den sencykliske fase af den økonomiske cyklus. Den stærke trend i grøn energi gør, at selskaberne med en grøn tilgang står over for et vækstmæssigt boom i de næste mange år, siger Michael Friis Jørgensen, aktieanalysechef i Alm. Brand Bank.

Midt i al usikkerheden om handelskrige, præsidentvalg, Brexit og økonomisk afmatning er der et tema, der springer frem: Bæredygtighed.

I årene frem mod finanskrisen så man noget tilsvarende. Stigende fokus på global opvarmning, vedvarende energi og Clean Tech, men finanskrisen var et hårdt slag, der tog både luft og penge ud af trenden. Denne gang er det anderledes. Grønne investeringer og bæredygtighed er blevet et globalt fænomen, der ikke forsvinder igen, men tager til i styrke. Mange private investorer har fokus på det, og de professionelle investorer, herunder pensionskasserne, har i særdeleshed.

Også rent politisk er der nu point at score på den front, idet befolkningerne i mange lande, ikke blot Danmark, nu prioriterer miljø højere end nogensinde før. En opinionsundersøgelse fra ASR Ltd./Forschungsgruppe Wahlen har igennem mange år målt tyskernes holdning til aktuelle problemstillinger som Euro/finanskrise, ledighed, immigration og miljø. Den seneste fra november 2019 viser, at tyskerne nu ser miljøspørgsmål som det allervigtigste - vigtigere end immigration og vigtigere end euroen, selv da eurokrisen var på sit højeste. Og en anden meningsmåling viste i samme periode, at De Grønne nu er på en stærk andenplads blandt de politiske partier.

På EU-plan har Europa-Parlamentet en grønnere sammensætning end nogensinde før. Og den nye chef for EU-Kommissionen, Ursula von der Leyen, har erklæret at Europa skal være "verdens første klimaneutrale kontinent". Hun præsenterede i december 2019 en ambitiøs grøn plan for EU som Europas månelanding. En plan, der bl.a. indeholder et mål om at reduktionen af CO2-udledning i forhold til 1990-niveauet skal hæves fra de nuværende 40 pct. i 2030 til 50-55 pct.

USA har med Trump i spidsen ikke samme politiske fokus på vedvarende energi, men ikke desto mindre er trenden også til stede her. Vedvarende energi er dog endnu kun en lille spiller i det amerikanske energikøsystem - kun 10 pct. af al elektricitetssalg og 7 pct. af USA's energiforbrug (ekskl. vandkraft), oplyser Morningstar.

"Men vi tror, at vedvarende energi vil vokse hurtigere end konsensus prognoser. Vedvarende energi i USA - mest vind og sol - vil vokse 8 pct. årligt i det næste årti og dække 22 pct. af den totale elektricitetsproduktion i 2030. Forsyningsselskaber, der kan tøjle denne vækst i vedvarende energi vil vinde stort for investorerne," lyder vurderingen fra Travis Miller, Morningstars strateg i Energi og Forsyning i en omfattende analyse af sektoren fra oktober 2019, hvori EDF og Engie blev betegnet som de prismæssigt mest attraktive.

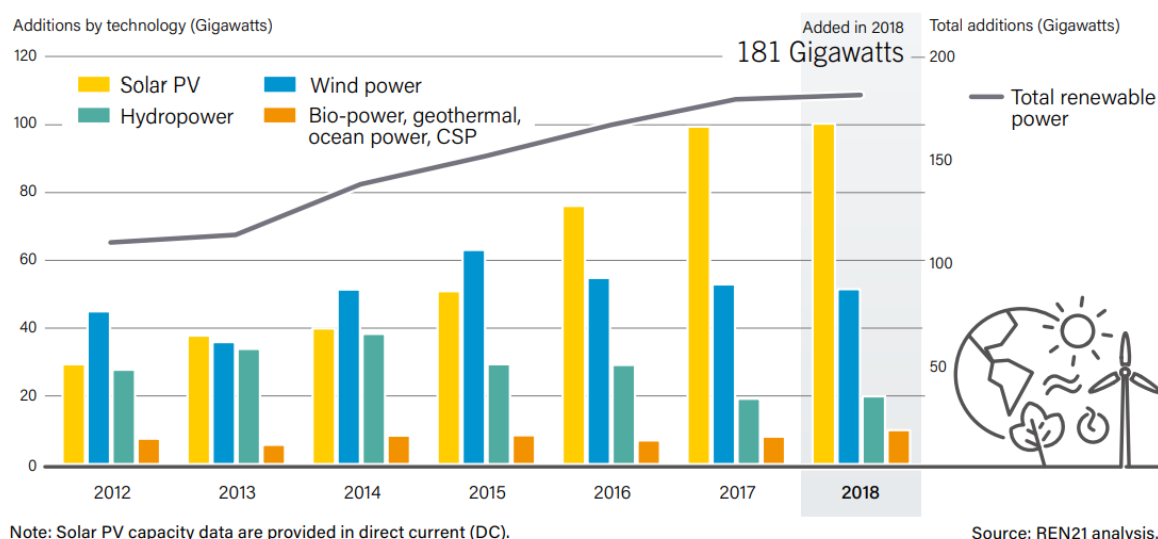
Tænk defensivt og grønt

Det er ikke normalt, at energiforsyningsselskaber har sådanne vækstudsigter. Normalt er forsyningsselskaber et klassisk defensivt element i porteføljen, når vi som nu befinder os i den sencykliske fase, og det er der flere årsager til.

”Energiforsyningsselskaber har visse kendetegn, der gør dem attraktive i en økonomisk afmatning. Mange forsyningsselskaber er reelt monopoler, der gør, at de er ret stabile indtjeningsmæssigt også i lavkonjunkturer - omsætningen falder kun en smule i en eventuel recession. De har som regel også høje udbytter, og den slags er mere værd i en periode med lav vækst,” siger Michael Friis Jørgensen, aktieanalysechef i Alm. Brand Bank.

Årlige udvidelser af energikapaciteten i vedvarende energi 2012-2018

ANNUAL ADDITIONS OF RENEWABLE POWER CAPACITY, BY TECHNOLOGY AND TOTAL, 2012-2018



Kilde: REN21

Men den grønne bølge, der skyller henover hele verden, gør pludselig energiforsyningsselskaberne særligt interessante.

”Det er en sektor, vi tror meget på. Megatrends som urbanisering og elektrificering af transportsektoren kombineret med stigende krav om grøn omstilling fra både befolkninger og politisk side gør, at det kan blive en sektor, der fra at følge BNP-væksten med en årlig vækst på 2-3 pct. nu kan gå til en vækst på 3-6 pct. Det betyder, at der kan ligge en kæmpe værdistigning i mange af selskaberne, som også prismæssigt vil komme til at ligge betydeligt højere, fordi det er grøn vækst,” siger Michael Friis Jørgensen.

Han påpeger, at de mest interessante selskaber findes i Europa, hvor den politiske støtte og ambitionerne er de højeste. Man bør holde sig fra de ”sorte” energiforsyningsselskaber og i stedet rette opmærksomheden mod dem, som har en blandet sammensætning af sort og grøn - og som har investeringsplaner, der primært er rettet mod vedvarende energi.

Det er ikke kun den stigende fokus på grønne investeringer, der gør emnet interessant. Det er også den teknologiske fremgang, som gør, at der i de senere år er opnået Grid Parity mange steder i verden. Grid Parity er, når en alternativ energikilde som solenergi og vindenergi kan producere

strøm til en pris, som er lig med eller under prisen på strøm leveret af det traditionelle elektricitetsnet.

Fokus på Enel

Michael Friis Jørgensen fremhæver Enel S.p.A. som særlig interessant. Det er et globalt energiforsyningsselskab med ca. 70 mio. kunder og er førende inden for opsætning og drift af grøn energi. Fordelingen mellem sort og grøn energi er aktuelt omkring 50/50, men de planlagte investeringer er stort set udelukkende rettet mod vedvarende energi. Selskabet har mange mindre aktiver spredt geografisk og frasalg af disse vil kunne bringe skjulte værdier frem. En anden vigtig faktor er også en høj eksponering mod sydeuropæisk økonomi, som ifølge Michael Friis Jørgensen har et strukturelt højere vækstpotentiale end resten af Europa over de næste mange år.

Set i forhold til f.eks. Ørsted, så er aktien relativt billig. Nu skal man være påpasselig med ikke at overfortolke betydningen af P/E, da ekstraordinære indtægter, selskabets gæld og andre fundamentale forhold har stor betydning, men ser man på konsensus P/E for 2020, så er det påfaldende, at P/E er 27,5 for Ørsted men kun 13,2 for Enel.

Det hænger sammen med, at Ørsted på kort tid er transformeret til et næsten 100 pct. grønt forsyningsselskab, og investorerne vil betale mere for grøn energi. Det "grønne" nyder en enorm fokus, og det er fremtidens energi i modsætning til fossile brændstoffer. Cash flows for "sort energi" er mere usikre og kortere.

"Afkastkravene til grøn energi er omkring det halve af afkastkravene til sort energi. Det interessante er derfor at se på den grønne transformation af Enel, som investeringsplanerne lægger op til."

Investorerne vil simpelthen betale mere for grønne aktier. Foreløbig.

"På et tidspunkt kan pendulet svinge tilbage til mere fordel for sort energi, men det er ikke noget, vi regner med, vil ske foreløbig," siger Michael Friis Jørgensen.

Den grønne energitransformation kræver politisk handling - og plads

Der er en umiskendelig tendens til, at både virksomheder, forbruger og samfundet som helhed tager klimaudfordringen alvorligt. Men det kræver også, at der skal ske noget meget konkret, hvis fossile brændstoffer inden for en overskuelig tidshorisont skal erstattes af grøn energi. Elektrificering er nøgleordet, og Lars Aagaard, direktør i Dansk Energi peger på tre store udfordringer i omstillingen - vigtige forhold for investorer i energiforsyningsselskaber at holde øje med.

"Priserne på grøn elektricitet er faldet dramatisk, de bliver ved med at falde og er godt i gang med at slå energipriserne fra de fossile alternativer. Vi er nået til et punkt, hvor det ikke så meget er et spørgsmål om priser og tilskud længere. Udfordringen er tre andre ting. For det første handler det om, hvor vi må bygge solcelleparker og vindmøller på fastlandet, og det handler i høj grad også om søterritoriet, for vi har kapacitet til at bygge rigtig meget i form af vindmøller i Nordsøen og Østersøen. Den anden store udfordring er infrastrukturen. Hvis klimaudfordringen skal følges op af handling, så vil elektricitetsforbruget stige voldsomt, og det kræver en massiv udbygning af elnettet i Danmark og EU. Det handler meget om kabler i jorden, men også højspændingsledninger som folk ikke er vilde med at bo i nærheden af. Og den tredje store udfordring handler om, at hvis vi skal bygge en elforsyning med vindenergi, solenergi og et udbygget elnet, som gør, at vi kan sige farvel til fossile brændstoffer, så har vi selvfølgelig behov for politik, der trykker de fossile brændsler ud af vores opvarmning, industrien og transportsektoren. Det kræver en rimeligt hård politisk ramme at få

det til at ske. Forbud, produktkrav, afgifter og måske lidt tilskud nogle steder, som er nødvendige for at få omstillingen til at ske,” siger Lars Aagaard.

Atomkraft i Europa

128 atomreaktorer opererer i 14 af EU's 28 medlemslande og leverer over en fjerdedel af EU's samlede elektricitetsproduktion, oplyser World Nuclear Association. Halvdelen produceres i blot et enkelt land - Frankrig - der har 58 reaktorer i drift og en under konstruktion.

Det er en kilde til evig debat om atomkraft skal regnes for en grøn energi. Et nyt EU-lovforslag om standarder for klassificering af finansielle produkter som grønne blev i december 2019 blokeret af UK (15 reaktorer) og Frankrig samt flere østlande. De nye regler udelukker ikke eksplicit atomkraft (og kulkraft), men det vil blive meget vanskeligt at få dem klassificeret som grønne og dermed få fremtidig funding.

Det helt store spørgsmål er, om vi kan undvære atomkraft, hvis den gennemsnitlige globale temperaturstigning skal holdes under 1,5 grader. Man kan jævnligt læse ambitiøse fremskrivninger, der skitserer, at sol og vind kan dække meget af behovet. BloombergNEF's prognose siger f.eks., at sol og vind vil dække halvdelen af klodens energibehov i 2050. Men foreløbig dækker de vedvarende energikilder kun en beskednen del af verdens energibehov, som ifølge IEA vil stige med 1 pct. årligt de næste 20 år, og det er et kapløb med tiden. Indtil videre er de globale udledninger af CO₂ på gal kurs - global CO₂-udledning steg i 2019 for tredje år i træk.

Udfordringen med atomkraftværker er - udover de sikkerhedsmæssige - omkostningerne, som er steget, mens sol og vind er blevet billigere. En forskergruppe på MIT præsenterede i 2018 en omfattende analyse, som sammenlignede omkostningerne ved atomkraft, sol og vind i adskillige regioner, og konklusionen var klar: Målt på omkostningen ved energiproduktion slår sol og vind altid atomkraft. For at gøre atomkraft konkurrencedygtig igen anbefaler forskerne massive ændringer i den måde, som atomkraft udvikles og styres på. Det skal være en standardiseret serieproduktion fremfor den individuelt tilpassede i dag. Og det haster, for forskerne har også en anden konklusion - nemlig, at vi ikke kan undvære atomkraft, hvis klimaudfordringen skal løses.

Af de nævnte otte aktier i denne artikel er følgende involveret i atomkraft: EDF, Engie, Nextera Energy og E.ON. Hvis man ønsker en stærk eksponering mod atomkraft, er det EDF, man skal vælge. Selskabet driver 73 atomkraftværker over hele verden, herunder de 58 i Frankrig. 85 pct. af aktierne i EDF er ejet af den franske stat.

Men EDF er også et godt eksempel på omkostningsproblematikken. I 2019 måtte EDF melde ud, at man nu estimerede at byggeriet af kraftværket Hinkley Point C i England vil koste mellem 21,5 og 22,5 mia. GBP. 1,9-2,9 mia. GBP mere end oprindeligt planlagt. EDF har i forvejen store budgetoverskridelser og forsinkelser på kraftværker i Frankrig og Finland.

Atomkraft fungerer 24/7. Det er ikke populært, men foreløbig ser det ud til, at vi ikke kan undvære det, hvis de ambitiøse klimamål skal nås. Det kan ikke afvises, at man fra politisk side, hvorfra de vigtige subsidier kommer, på et tidspunkt vurderer, at sammenlignet med omkostningerne ved en løbsk global opvarmning spiller det ikke nogen rolle, at sol og vind kan producere elektricitet billigere. Men foreløbig har atomkraft ikke medvind set fra et investorsynspunkt.

Enel S.p.A. er et italiensk energiforsyningsselskab med 70 mio. kunder, en global tilstedeværelse og førende inden for opsætning og drift af grøn energi. Omkring halvdelen af indtjeningen skabes i Italien og den iberiske region, men selskabet er også stærkt til stede i Nordamerika og især Sydamerika. Aktien er ifølge Alm. Brand Bank prismæssigt attraktiv i forhold til lignende selskaber. Dette skal sammenholdes med den grønne transformation, der er lagt op til i selskabet. I dag er

fordelingen mellem sort og grøn energi omkring 50/50 men i de fremtidige investeringsplaner er 98 pct. af investeringerne rettet mod grøn energi.

Ørsted er Danmarks største energiselskab. Selskabet er globalt førende i offshore vindenergi - den hurtigst voksende teknologi inden for vedvarende energi i Europa - og tegner sig for 26 pct. af den globale kapacitet. Selskabet leverer strøm til 12,5 mio. mennesker og målet er 30 mio. mennesker i 2025. Samme år er målet at have reduceret selskabets CO₂-udledninger med 98 pct. siden 2006. Kulforbruget er nedbragt med 73 pct. siden 2006 og udfases endeligt i 2023. Den grønne del af elektricitet og varmeproduktion er på 87 pct. Ørsted sigter imod at kunne forsyne mere end 50 mio. mennesker med grøn energi i 2030.

Electricite de France (EDF) - et fransk energiforsyningsselskab, som er Europas førende leverandør af elektricitet baseret på vedvarende energi. Atomkraft - hvis klassifikation som vedvarende energi er til evig debat - leverer 78 pct. af de årlige 584 TWh (2018), som tilgår 39,8 mio. kunder over hele verden. EDF driver 73 atomreaktorer i verden, heraf de 58 i Frankrig. Selskabet har også andre vedvarende energikilder, herunder vandkraft, vind og sol. EDF spreder sig over mange forskellige aktiviteter. Bl.a. støttes udvikling af elektriske køretøjer, bygninger m.v., at udvikle markedet for solenergi i Frankrig, at blive Europas førende inden for lagring af energi i 2035 og (næsten) at fordoble kapaciteten inden for vedvarende energi fra 28 GW i 2014 til 50 GW i 2030 og tredoble gruppens internationale aktiviteter i samme periode.

Engie er et andet fransk baseret energiforsyningsselskab, som arbejder med elektricitetsproduktion og distribution, naturgas, atomkraft, vedvarende energi og petroleum. Selskabet har aktiviteter i 70 lande. CEO Isabelle Koucher præsenterede i 2019 en strategisk plan for 2019-2022 som bl.a. indeholder en ambition om at blive verdens førende inden for omstilling til energiproduktion uden CO₂-udledning, hvilket bl.a. indebærer større investeringer i vedvarende energi med særlig fokus på solenergi. Fokus ligger i høj grad også på at udvikle teknologiske og digitale løsninger til kunderne, der skal medvirke til at reducere energiforbruget og øge energieffektiviteten.

Iberdrola er et spansk energiselskab, som har reduceret CO₂-udledning med 75 pct. siden 2000 og i dag har en CO₂-fri kapacitet på 68 pct. Selskabet har vigtige aktiviteter i mange lande udover Spanien, herunder USA, Mexico, Brasilien og mange europæiske lande. Selskabets primære forretningsområde er vindenergi, men det har også store indtægter fra naturgas og energilagring. I perioden januar-september 2019 var 87 pct. af investeringerne rettet mod selskabets netværk og Renewables Business Unit. Omkring halvdelen af den samlede investerede kapital blev investeret i kapacitet inden for vedvarende energi - de 2,22 mia. EUR var mere end 80 pct. højere end i samme periode i 2018.

Acciona er et spansk konglomerat, der arbejder med udvikling og styring af infrastruktur samt vedvarende energi. Energisektionen arbejder udelukkende med vedvarende energi og er til stede i 20 lande fordelt på fem kontinenter. Der arbejdes med fem teknologier - vindenergi, solenergi (solceller), vandkraft, biomasse og termisk solenergi. Selskabet producerer årligt 22 TWh af CO₂-fri elektricitet - svarende til et årligt forbrug i over seks mio. husstande. Acciona har stor erfaring med vindenergi og har udviklet sin egen vindturbine generator teknologi. Selskabet fusionerede med tyske Nordex i 2016 og etablerede sig dermed som en af de globalt førende i turbineproduktion.

NextEra Energy er et amerikansk selskab, der profilerer sig som verdens største forsyningsselskab målt på markedsværdi. Selskabet driver atomkraftværker i Iowa, Wisconsin og New Hampshire. Det producerer mere vind- og solenergi end noget andet selskab i verden. Solenergi-sektionen Florida Power & Light sigter mod at installere 30 mio. solpaneler frem mod 2030. Selskabet har også forsket

i batteriteknologier gennem mange år og tilbyder mere lagringskapacitet end noget andet selskab i USA. Det er et erklæret mål at reducere CO2-udledningen med knap 40 pct. i 2025 i forhold til 2005 trods en elektricitetsproduktion, der næsten er fordoblet i samme periode. CEO fremhæver, at hvis alle forsyningsselskaber i USA havde samme udvikling, ville den samlede CO2-udledning for hele elektricitetssektoren i USA være 75 pct. lavere i 2025 end i 2005.

E.ON. er et tysk energiselskab, der opererer i over 30 lande og har over 33 mio. kunder. Selskabet er også til stede i UK, hvor det i 2019 blev den første af de seks største britiske elektricitetselskaber, som kunne overføre alle sine kunder til elektricitet udelukkende produceret med vedvarende energi. E.ON. er en stor spiller inden for vindenergi i mange lande - bl.a. UK, Sverige, Tyskland, Polen og USA. Arbejdsområder spænder bredt over elektricitets- og gasnetværk, solenergi, vindkraft onshore og offshore, energirådgivning, energilagring, bio-metan anlæg m.v. Selskabet driver også via datterselskabet PreussenElektra GmbH to atomkraftværker i Tyskland.

Høreapparater er i en stærk trend

Voksende og aldrende befolkninger samt teknologiske landvindinger peger på en højere årlig vækst i branchen, som også har interessante defensive kvaliteter set fra investors synspunkt.

Verdens befolkning er aldrende. I 2018 var det første gang i historien, at antallet af folk over 65 år var større end antallet af børn under fem år globalt set. Men det er kun begyndelsen. Ifølge FN's World Population Prospects fra 2019 er 1 ud af 11 i dag over 65 år - svarende til 9 pct. I 2050 vil det være 1 ud af 6, og for Europa og Nordamerika kan tallet være 1 ud af 4. Antallet af folk over 80 år vil tredobles fra 143 mio. i 2019 til 426 mio. i 2050.

Denne udvikling vil betyde, at efterspørgslen efter medicin vil stige markant. I forvejen er størstedelen af sundhedsudgifterne i et land ikke overraskende rettet mod de ældre. Ifølge Tysklands nationale statistikbureau er de offentlige sundhedsudgifter til 65-85 årige i Tyskland således omkring fem gange større end for 15-30 årige.

Ikke blot medicinalprodukter men også andre hjælpemidler vil opleve en stigende efterspørgsel fra den ældre del af befolkningen i mange år frem. Det gælder også høreapparater. Omkring en tredjedel af folk over 65 år lyder af høretab.

Globalt fænomen

En omfattende rapport af WHO i 2019 dokumenterer, at 466 mio. mennesker på globalt plan lider af høretab - heraf er 34 mio. børn. WHO estimerer, at tallet vil vokse til 630 mio. i 2030 og 900 mio. i 2050.

En betydelig del er ældre mennesker. Fra vi er i midten af 30'erne begynder nerverne i vores indre øre ofte at blive mindre følsomme, og signalerne til hjernens hørecenter bliver mere utydelige og gør det sværere at opfange specifikke lyde. Det er dog ikke alle ældre mennesker, der bliver så hårdt ramt, at det høretab, der følger med alderen, er inden for WHO's definition af et egentligt handicap.

I udviklingslande er høretab ofte forbundet med infektioner. Komplikationer i forbindelse med graviditeter kan også føre til, at børn har en nedsat hørelse ved fødslen.

Øget eksponering over for støj er en anden og stigende årsag til høretab. Skru ned for musikken i ørerne. WHO advarer imod, at op mod 1 mia. unge mellem 12 og 35 år har risiko for høretab ved bl.a. at lytte til for høj musik eller andre fritidsaktiviteter med høje lyde.

Antal mennesker med høretab (i mio.)

		Latinamerika	Mellemøsten	Afrika				Central-/Østeuropa
	Højindkomstlande	& Caribien	& Nordafrika	(syd for Sahara)	Sydasien	& Centralasien	Østasien	Asien/Stillehavet
2018	46	40	16	49	131	34	100	47
2030	58	56	24	71	176	40	139	64
2050	72	87	44	133	267	46	189	95

Kilde: WHO, 2019

De fem store

Den globale høreapparatindustri er koncentreret på relativt få selskaber. William Demant, Sonova, GN Store Nord, WS Audiology (Widex/Sivantos fusion, privatejet) og Starkey (privatejet) sidder på omkring 90 pct. af markedet, oplyser Christian Sørup Ryom, aktieanalytiker i Nordea.

”Det betyder dog ikke, at der er fravær af konkurrence i branchen. Der kæmpes om markedsandelene. Eksempelvis er GN Store Nord stærke i USA men svagere i vores naboland Tyskland, hvor det er WS Audiology, er stærke, men de er til gengæld svagere i USA.”

Alle fem selskaber er kendetegnet af intens forskning og højtudviklet teknologi. Og man kan ikke definere det ene produkt som værende bedre end det andet - i modsætning til medicin, der behandler samme sygdom, men hvor der kan være betydelige forskelle på virkningsgrad og bivirkninger.

Udbredelsen af høreapparater i forhold til hvor mange mennesker, der faktisk har brug for dem, er relativt lav. Den største udbredelse ses i de udviklede lande, hvor velstandsniveauet er højt, for de avancerede høreapparater er relativt dyre. Alligevel er det kun 1 ud af 5 med høretab, der rent faktisk bruger apparaterne. Selv i Danmark, der med 2 ud af 5 har en af de højeste penetrationsgrader i verden, og hvor man via tilskud fra det offentlige kan få gratis høreapparater.

”Det er ofte svært at overtale folk til at bruge høreapparat, der ikke anskues på samme måde som briller til at overvinde et handicap. Det hænger sammen med, at høretab ikke kun er et rent fysisk tab men også et kognitivt tab. Høretab betyder at de signaler, som øret sender til hjernen, bliver mindre forståelige. Høreapparatet er et hjælpemiddel, men det handler ikke kun at skrue op for lydstyrken. Når man begynder at bruge et høreapparat, er der tale om en genoptræning af evnen til at forstå lydmæssige input,” siger Christian Sørup Ryom.

Dette kombineret med forfængelighed betyder, at det kræver en vis overvindelse at tage skridtet og bruge høreapparater på samme måde, som vi bruger briller. Men forskning i mange studier indikerer, at der er en betydelig risiko for at udvikle demens, hvis man undlader at bruge apparatet.

”Der er en stigende grad af evidens for, at høretab kan føre til social isolation, nedsat kognitiv funktion og dermed større risiko for demens,” siger Nordea-analytikeren.

Den største målgruppe for producenterne af høreapparater er netop de ældre, og i lyset af den globale aldring af befolkningerne er der et stort vækstpotentiale for industrien i de kommende årtier.

”Høreapparater sælges langt overvejende til den vestlige verden, men der er et kæmpe potentiale i Emerging Markets i takt med stigningen i velstandsniveauet,” siger Christian Sørup Ryom.

De fem store selskaber sidder tungt på markedet, men det er værd at holde øje med især det amerikanske marked, hvor ny lovgivning har banet vejen for vækst i det såkaldte Over The Counter (OTC) marked.

"I dag er det sådan, at høreapparater sælges via professionelle audiologer, som sørger for en løbende tilpasning og overvågning af den enkelte i brug af høreapparatet. OTC-markedet åbner mulighed for at sælge apparater uden dette mellemlid væsentlig billigere. De fem store har teknologien til at være med på det marked også, men forholder sig foreløbig afventende."

OTC-markedet betyder, at andre producenter uden samme erfaring vil kunne gå ind på markedet med mere standardiserede og mindre avancerede produkter.

Høje indgangsbarrierer

Demant og Sonova har de største markedsandele på det globale marked, men det er kendetegnende for de fem store, at de alle er udviklere og producenter på et meget højt niveau med mange års erfaring. Dertil kommer, at de har et meget tæt samspil med audiologer, hvis arbejde det er at diagnosticere folk med høretab præcist og finde frem til de bedste løsninger.

"Audiologerne er en væsentlig konkurrenceparameter i branchen. Det handler om lån til audiologerne, service, træning, support og andre ting udover selve produktet. Det er vigtigt for producenterne at have et godt forhold til audiologerne, da det er dem, der præsenterer produkterne for brugerne, som ikke har den brand awareness i forhold til høreapparater, som vi ellers kender fra mange andre forbrugsvarer," siger Søren Løntoft Hansen, aktieanalytiker i Sydbank.

Andre konkurrenceparametre er bl.a. processorkraft, muligheden for at forbinde til andre elektroniske enheder, batteriernes levetid og hvor hurtigt de kan genoplades.

"Alt i alt er det en branche, hvor det er svært at træde ind for nye aktører," siger aktieanalytikeren, der tvivler på, at OTC-markedet bliver en reel trussel for de store producenter.

"Det er en kendsgerning, at mange har svært ved at forlige sig med tanken om at bruge høreapparat. Det er en proces, som kræver en betydelig tilvænning og nuanceret tilpasning, hvis det skal lykkes, og der spiller audiologerne en meget vigtig rolle."

Fremtiden

Det kan dog ikke udelukkes, at teknologisk udvikling vil kunne skabe visse forstyrrelser i branchen. Søren Løntoft Hansen peger på, at fokus på sundhed er en stærk trend, og det gælder ikke mindst i forhold til de ældre. Måling og overvågning af folks sundhedstilstand med elektroniske enheder og data, som løbende sendes til egen læge, bliver en del af fremtiden. Forskere på Imperial College i London præsenterede f.eks. allerede i 2017 en sensor placeret i øret, der var i stand til at måle hjerte-, hjerne- og lungefunktion. Det er en udvikling, som høreapparatindustrien er opmærksom på, og derfor er nye funktioner også i flere produkter såsom pulsmålere.

"Der bliver tilføjet nye funktioner af forskellig art, som måler kropslige tilstande fra blodtryk til kropstemperatur, og nogle af disse data vil kunne aflæses af folks egen læge."

Starkey har eksempelvis udviklet Livio AI, det første høreapparat med kunstig intelligens, der blev tildelt 2019 CES Innovation Award og som kommunikerer med smartphones. Et høreapparat, som har integrerede sensorer, der overvåger sundhedstilstanden i hjerne og hjerte; opfanger hvis man falder og sender besked til kontaktpersoner; måler fysisk aktivitet, og endda har visse oversættelsesfunktioner i relation til sprog.

Den udvikling vil accelerere, og det kan bestemt ikke udelukkes, at de store producenter undervejs vil alliere sig med eller opkøbe mindre selskaber, der har særlig ekspertise inden for relevante områder.

Men der er også en anden udvikling i gang inden for stamceller og 3D print, der forekommer mere ovre i science fiction-genren. Og så alligevel ikke. For det lykkedes allerede i 2018 for kinesiske forskere i en kombination af 3D print og dyrkning af patientens egne bruskceller at printe ører til fem børn, der led af mikroti, en misdannelse af det ydre øre. Og i 2019 lykkedes det for professor Mashudu Tshifularo på Universitet i Pretoria at transplantere 3D printede mellemøre knogler ind i en patient, hvilket erstattede hammer, ambolt og stigmølle i mellemøret.

Det har dog lange udsigter, før 3D bioprint og kirurgiske indgreb bliver udbredt, og af omkostnings- og kapacitetsmæssige årsager bliver det næppe nogensinde en trussel mod den globale høreapparatusindustri, der har store vækstmuligheder.

Demant (Danmark)

William Demant fonden er hovedaktionær (57 pct.) i selskabet, der profilerer sig som det eneste selskab i verden, der dækker alle aspekter inden for området. Fra høreapparater og implantater til diagnoseinstrumenter og professionel audiologisk pleje. Udvikling, fremstilling og engrossalg af høreapparater er kerneaktiviteten i Demant og omfatter fire brands: Oticon, Bernafon, Sonic og Philips. Selskabet med 15.000 ansatte er til stede fysisk i mere end 30 lande og sælger produkter i mere end 130 lande. Et hackerangreb kostede dyrt i 2019, da det lammede dele af selskabets salgsled rundt om i verden.

Sonova (Schweiz)

Selskabet med hovedkvarter i Schweiz kæmper med Demant om den absolutte førerposition på det globale marked for høreapparater. Sonovas kerneenheder er Phonak, Unitron, Hansaton, Advanced Bionics og Audionova. Produkterne er høreapparater, cochlear implantater, trådløse kommunikationsprodukter, eSolutions og professionel audiologisk pleje. Selskabet, der er grundlagt i 1947, er til stede i over 100 lande og beskæftiger over 14.000 mennesker.

GN Store Nord (Danmark)

Selskabet producerer høreapparater i datterselskabet GN Hearing og headsets i GN Audio. GN Hearing lancerede verdens første høreapparat med 2,4 GHz-teknologi i 2010, og var også banebrydende i 2014 med verdens første høreapparat udviklet til trådløs forbindelse til iPhone. Selskabet indgik i 2018 en aftale med Google om at udvikle en teknologi, der forbinder høreapparater med Android-telefoner, og som i praksis bl.a. vil betyde, at brugerne vil kunne tale i telefon og høre musik gennem høreapparatet. I første omgang bliver den nye feature kun integreret i Resound Linx Quattro og Beltone Amaze, der er GN Hearings dyreste og mest avancerede høreapparater.

Cochlear (Australien)

Det australske selskab har specialiseret sig i cochlear implantater. I modsætning til høreapparater, som forstærker lyde, udfører Cochlear-implantater arbejdet for ødelagte dele i det indre øre (cochlea), så der kan sendes lydssignaler til hjernen. Cochlear implantater er rettet mod folk med svært høretab, som kun har begrænset effekt af normale høreapparater. FDA i USA estimerede i 2012, at der er 1 cochlear implantat for hver 16.000 normale høreapparater. Cochlear er verdens førende inden for det globale marked for cochlear implantater og har siden 1981 leveret over 550.000 implantater til folk i alle aldre i mere end 100 lande.

Cellink (USA)

Der findes i dag over 100 selskaber, der arbejder med 3D bioprint. Cellink er en af de meget få børsnoterede, og det skete kun 10 måneder efter selskabets grundlæggelse i starten af 2016 med en overtegning på over 1000 pct. Cellink laver bioink og bioprintere, der kan anvendes til udvikling af forskellige celletyper. Bioink er substanser lavet af levende celler, som kan anvendes til 3D print af komplekst væv og organer - det er allerede lykkedes med ører, hornhinder og bugspytkirtler. Cellink har haft meget stor succes, og leverer i dag produkterne til over 700 laboratorier i mere end 50 lande.

Organovo (USA)

Selskabet arbejder som Cellink også 3D bioprint af menneskeligt væv og har udviklet sin egen 3D bioprinter. Primært med henblik på at accelerere den præ-kliniske fase med test af medicinalprodukter. Herved reduceres omkostningerne og man undgår risici for levende testobjekter. Selskabet samarbejder med bioteknologiske virksomheder og universitetslaboratorier. I 2015 indgik selskabet en aftale med L'Oreal om at producere 3D printet menneskelig hud til test af kosmetiske produkter. Organovo er også aktivt gået ind i at udvikle bioprint af menneskelige organer til transplantationer.

Rion (Japan)

Rion udviklede verdens første vandtætte høreapparat helt tilbage i 1986. Selskabet fokuserer på det japanske marked og har tre forretningsområder. Det største er inden for audiologisk udstyr, som omfatter forskellige typer høreapparater og udstyr til medicinalindustrien. Et andet område er instrumenter til måling af lyd og vibration i forskellige industrier - byggeri, maskinindustri, trafik m.v. Det tredje område er avancerede instrumenter til måling f.eks. af luftbårne partikler i elektronikindustrien, pharma og fødevarerindustrien.

Amplifon (Italien)

Verdens største detailkæde for salg af høreapparater fra de store producenter. Amplifon er til stede med butikker og høretestcentre i 28 lande fordelt på fem kontinenter og har tilknyttet 9.000 audiologer. Forretningen er orienteret omkring salg og tilpasning af høreapparater til kunderne. I årenes løb har selskabet foretaget massive opkøb i mange lande og sidder i dag på 11 pct. af det globale marked. Aktiekursen er mere end tredoblet siden 2016.

Øl stabiliserer porteføljen

Øl indgår i sektoren stabilt forbrug, som historisk set har vist sig at være et stabiliserende element i porteføljen med begrænsede kursudsving og stabil indtjening. Det globale marked er domineret af især tre store bryggerier, og Carlsberg er et af dem.

Uden mad og drikke duer helten ikke. Et gammelt ordsprog, som fremhæver, hvorfor stabilt forbrug betegnes som en defensiv sektor. Vi har simpelthen brug for mad og drikke uanset om det går op eller ned i økonomien. Den franske revolution i 1789 er et godt eksempel på, at mangel på mad kan føre til et folkeligt oprør. Sommeren i 1788 var præget af tørke, som gav en dårlig høst. Den efterfølgende vinter var usædvanlig hård med store snefald og tilfrosne floder. Da foråret kom, blev mange marker oversvømmet. Madpriserne steg dramatisk. Hvor den gennemsnitlige arbejder før brugte halvdelen af sin løn på brød, var det nu 88 pct. ifølge *A Concise History of the French Revolution*. Det var dråben. Resten er blodig historie.

Øl har dog ikke samme betydning, men er en vigtig del af forbrugerkulturen i mange lande. Der findes et utal af ølbryggerier rundt om i verden, som støttes af lokalpatriotisme, smagspræferencer, voksende befolkninger og stigende købekraft. Men det er langt fra alle, der har formået at bevæge sig uden for hjemlandets grænser og har sikret sig betydelige markedsandele i kampen med fremmede landes lokale bryggerier.

ABI, Heineken, Carlsberg

Der er dog især tre bryggerier, der har været i stand til at sætte sig på det globale marked. Anheuser-Busch InBev (ABI), Heineken og Carlsberg, som i dag (2019) sidder på hhv. 29,3 pct.; 12,6 pct. og 5,9 pct. af verdensmarkedet.

Men hvordan kan bryggerier erobre markedsandele i andre lande, når netop lokale tilhørsforhold og smagspræferencer spiller en vigtig rolle?

”Ølsalg har rigtig meget at gøre med markedsføring, brand og prissætning. Med et stærkt brand og attraktive priser men alligevel ikke for billige, så folk tror, det er en discountvare, kan bryggeriet sikre sig god hyldeplads og salgsvolumen i supermarkederne. Og det kan også sikre sig en god position på barer og restauranter med især specialøl. Et stærkt brand er noget, som folk godt vil betale ekstra for i forhold til discountøl,” siger Per Fogh, aktieanalytiker i Sydbank.

Carlsberg begik dog en fejl sidste år i Rusland, hvor de som reaktion på højere råvarepriser hævede ølpriserne. Det gjorde konkurrenterne imidlertid ikke, og så mistede Carlsberg hyldeplads og omsætning.

Men i Asien vil kunderne gerne betale for mærkeøl. Ikke mindst i Kina, hvor stigende købekraft har øget interessen for udenlandsk mærkeøl, og det er en region, som Carlsberg har stor fokus på. Det samme gælder Rusland, hvor der historisk set er smag for vodka men ikke i det omfang som skrønen siger - at den russiske arbejder har en flaske vodka med på jobbet i stedet for madpakke.

1, 2, 3 eller ingenting

Carlsbergs markedsandel blegner i forhold til ABI og Heineken og selskabet har også en lidt anden strategi. De to store konkurrenter breder deres store brands ud, når de ekspanderer på et marked, mens Carlsberg hellere køber sig ind og holder på lokale mærker, mens de dog også prøver at udbrede egne mærker, påpeger Per Fogh. På et andet punkt adskiller Carlsbergs strategi sig også fra de to giganter. Det danske bryggeri sigter primært mod markeder, hvor man kan nå en markedsandel som nr. 1, 2 eller 3.

”Det er lidt groft sagt, men det har noget at gøre med, at det ellers bliver det for vanskeligt at skaffe tilstrækkelig volumen til, at det bliver en rentabel forretning. Undtagelserne er dog UK og Kina. I UK prøver man stadig at bide sig fast efter, at man for nogle år siden sænkede priserne for meget, så briterne ikke anså det for en premium øl, og samtidig ændrede man også lidt på smagen. Det prøver man at rette op på, fordi det britiske marked er så stort og vigtigt. Og i Kina er markedet så stort, at man ikke behøver at ligge i front for at få tilstrækkelig volumen på markedet.”

Covid-19 har også ramt bryggerierne. 2020 vil blive husket som året med lukkede barer, topprofessionel fodbold uden tilskuere og aflysning af EM i fodbold - og fodbold og øl har det med at hænge sammen.

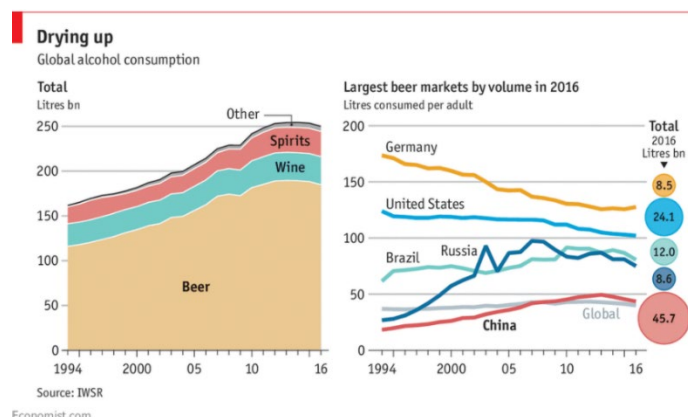
”Indtjeningen pr. 1000 liter øl er højere på barerne. Derfor har det ramt indtjeningen, at barer og restauranter er blevet så hårdt ramt af lukning eller kortere åbningstider og folks begrænsede lyst til eller mulighed for at gå ud mange steder. Aflysning af store sportsbegivenheder påvirker i høj grad

også markedsføringen, da sådanne begivenheder er vigtige for bryggeriernes profilering,” siger Per Fogh.

Carlsberg er dog mindre hårdt ramt af pandemien, da 75 pct. af indtjeningen kommer fra salg i supermarkeder.

Verden drikker mindre øl

Men der er andre udfordringer end den aktuelle pandemi. Selv om ølsektoren på ingen måde minder om f.eks. informationsteknologi, hvor kontinuerlig innovation hele tiden ændrer billedet og er en konstant udfordring for sektorens virksomheder, så kan ølbryggerierne ikke hvile på humlen. Det



globale ølforbrug voksede frem til 2015, men faldt 1,4 pct. i 2016 ifølge IWSR, et analysefirma, og den tendens er fortsat siden. Det globale alkoholforbrug steg dog 0,1 pct. fra 2018-2019 men i en analyse fra maj 2020 forventer IWSR, at samme niveau ikke nås igen før i 2024. Øl forventes at klare sig lidt bedre end vin og spiritus, men det vil først og fremmest være i alkoholfrie øl.

”Traditionelle øl har toppet på globalt niveau og udviser faldende salg, men alt hvad der hedder specialøl er i markant fremgang de senere år. Herunder også ”hard seltzer” - en frisk, breezerlignende drik med kulsyre og alkohol, der er ret ny, og som man tror repræsenterer en ny vækstlomme. Specialøl er i stigende grad blevet et alternativ til vin, og mange unge vil gerne have alkoholfrie øl. For mange vil det sikkert også være en overraskelse, at der hvor der ses den stærkeste efterspørgsel for Carlsberg efter alkoholfrie øl er i Rusland,” siger Henrik Hallengreen Laustsen, aktieanalytiker i Jyske Bank.

Analytikeren mener, at den stigende efterspørgsel efter alkoholfrie øl er et resultat af den globale sundhedsbølge. I en verden tynget af store miljøproblemer er vi også blevet meget mere

opmærksomme på, hvad vi indtager.

MSCI World sektorer	3 år Afkast (USD, %)	3 år Volatilitet (%)
Stabilt forbrug *)	5,71	11,79
Forsyning	6,05	13,09
Sundhed	10,63	14,46
Ejendomme **)	-2,83	16,15
Kommunikationsservices	7,45	16,93
Industri	3,6	19,8
Materialer	4,59	19,82
Teknologi	25,62	20,23
Finans	-4,79	20,84
Diskretionært forbrug	14,8	20,93
Energi	-18,51	28,35

Kilde: State Street Global Advisors, Sector Compass Q4 2020.

*) Bryggerier indgår i stabilt forbrug

**) Dow Jones Global Select Real Estate Securities Index

Ølaktier er stadig defensive

For investor er det interessant at vide om en bryggeriaktie stadig er en investering i stabilt forbrug, som ikke påvirkes synderligt af den økonomiske udvikling.

”I starten af marts i år i lyset af pandemiens indtog diskuterede vi internt, om den stigende efterspørgsel efter de dyrere specialøl kan have gjort de store bryggerier til aktier af mere cyklisk karakter, der i højere grad følger konjunkturudviklingen.

Men det vi har set er, at specialøl har gjort

det rigtig godt under pandemien. Der er stadig en vækst i specialøl på 12 pct. mens salget af alkoholfrie øl er steget med 30 pct. Omsætningen er faldet i perioden, især fordi salget på barer og

restauranter har været hård ramt, men ølsalget kan stadig betegnes som stabilt forbrug,” siger Henrik Hallengreen Laustsen.

Bryggerier indgår i sektoren stabilt forbrug, og som det fremgår af tabellen, så er det sektoren med den laveste risiko set over de seneste tre år, men ikke det laveste afkast. Hele fem af de 11 sektorer har givet et dårligere afkast i perioden.

En anden opgørelse af Novel Investor har set på det amerikanske marked (S&P 500) helt tilbage fra og med 2007 til og med første halvår 2020. Heraf fremgår det, at stabilt forbrug har haft det fjerdebedste afkast i perioden. Alle de andre sektorer har haft et ”bedste år”, der var bedre end stabilt forbrugs bedste. Til gengæld er det ”værste år” for stabilt forbrug det klart bedste blandt alle sektorer. Totalt set er det interessant, at stabilt forbrug i perioden leverer et årligt afkast, der er bedre S&P 500-indekset. Man kunne have nøjedes med stabilt forbrug og alligevel slået det amerikanske hovedindeks og sikret sig en bedre nattesøvn.

Sektorafkast i S&P 500

2007-2020 (H1)

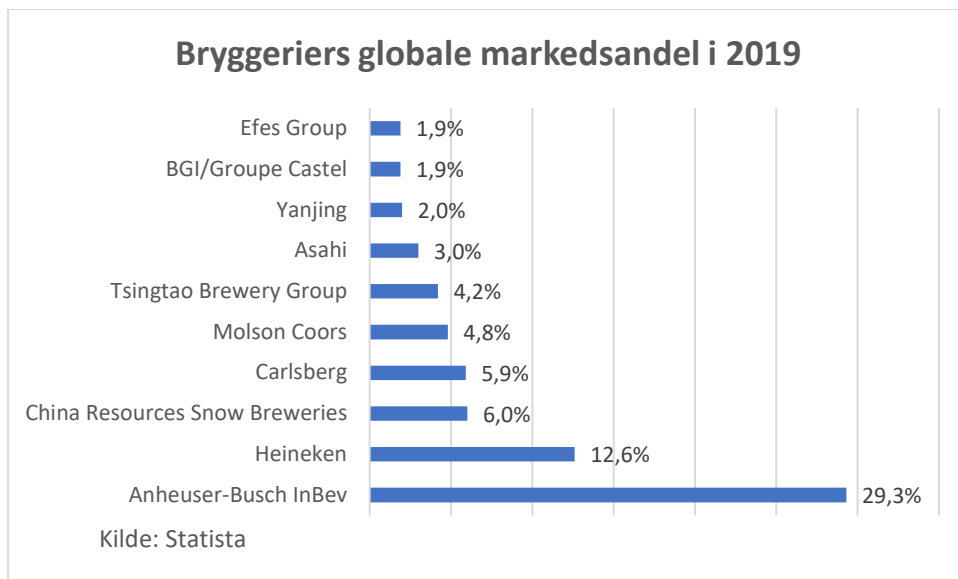
	Gns. årligt	Bedste	Værste
S&P 500 Consumer Staples Index	8,78%	27,60%	-15,40%
S&P 500 Health Care Index	9,95%	41,50%	-22,80%
S&P 500 Utilities Index	6,91%	29,00%	-29,00%
S&P 500 Communication Services Index	7,35%	32,70%	-30,50%
S&P 500 Consumer Discretionary Index	11,91%	43,10%	-33,50%
S&P 500 Energy Index	-4,48%	34,40%	-34,90%
S&P 500 Industrials Index	5,72%	40,70%	-39,90%
S&P 500 Real Estate Index	4,14%	32,30%	-42,30%
S&P 500 Information Technology Index	14,43%	61,70%	-43,10%
S&P 500 Materials Index	6,08%	48,60%	-45,70%
S&P 500 Financials Index	-1,06%	35,60%	-55,30%
S&P 500 Index	8,19%	32,40%	-37,00%

Kilde: Novel Investor

Verdens 10 mest solgte ølmærker i 2019

Total	21,60%
Snow	5,20%
Tsingtao	2,40%
Budweiser	2,30%
Bud Light	2,00%
Heineken	1,90%
Skol	1,70%
Corona	1,70%
Harbin	1,60%
Brahma	1,40%
Yanjing	1,30%

Kilde: Bloomberg



Relevante aktier

Ikke alle af verdens allerstørste bryggerier er børsnoterede. Her er et udpluk af de mest interessante bryggerier, du kan investere i.

Anheuser-Busch InBev (Belgien)

Anheuser-Busch InBev beskæftiger sig med produktion, distribution og salg af øl, alkoholholdige drikkevarer og læskedrikke over hele verden. Porteføljen omfatter omkring 500 ølmærker, som primært inkluderer Budweiser, Corona og Stella Artois; Beck's, Hoegaarden, Leffe og Michelob Ultra; og Aguila, Antarktis, Bud Light, Brahma, Cass, Castle, Castle Lite, Cristal, Harbin, Jupiler, Modelo Especial, Quilmes, Victoria, Sedrin og Skol. Virksomheden blev grundlagt i 1366 og har hovedkontor i Leuven, Belgien.

Heineken (Holland)

Heineken opererer i Europa, Amerika, Afrika, Mellemøsten og Østeuropa og Stillehavsområdet i Asien. Bryggeriet tilbyder øl, cider, læskedrikke og vand. Ølmærkerne er Heineken, Amstel, Desperados, Sol, Tiger, Birra Moretti, Affligem, Lagunitas og Mort Subite samt under forskellige andre regionale og lokale mærker. Cider sælges under Strongbow Apple Ciders, Orchard Thieves, Cidrerie Stassen, Bulmers, Old Mout og Blind Pig. Heineken blev grundlagt i 1864 og har hovedkontor i Amsterdam, Holland.

Carlsberg (Danmark)

Carlsberg blev grundlagt i 1847 af J. C. Jacobsen. Det er et globalt bryggeri, der drives af stærke lokale mærker. Bryggeriet har mere end 140 mærker i ølporteføljen, der spænder over centrale ølmærker, specialøl og alkoholfrie øl. Carlsbergs kerneøl inkluderer de internationale mærker Carlsberg og Tuborg og stærke lokale mærker som Ringnes i Norge, Lvivske i Ukraine og Wusu i Kina. Blandt de vigtigste specialmærker er den franske 1664 Blanc og den belgiske klosterøl Grimbergen. Den russiske Baltika 0 er Carlsbergs største alkoholfrie bryg.

Royal Unibrew (Danmark)

Royal Unibrew producerer, markedsfører, sælger og distribuerer øl, malt, læskedrikke, cider, frugtsaft, kildevand, energidrikke, cocktailprodukter m.m. Virksomhedens portefølje består af både

egne internationale mærker som Royal, Ceres, Faxe, Faxe Kondi og Egekilde og nationale mærker såsom Lomza i Polen, Lacplesa Alus i Letland og Kalnapilis og Taurus i Litauen. Derudover tilbyder virksomheden licensbaserede mærker, såsom Heineken og Pepsi-koncernens produkter, som aftappes og konserveres, og distribueres i Danmark på grundlag af licensaftaler.

Molson Coors (USA)

Molson Coors fremstiller, markedsfører og sælger øl og andre drikkevarer i bl.a. USA, Canada og Europa. Virksomhedens segmenter inkluderer MillerCoors LLC, der opererer i USA; Molson Coors Canada; Molson Coors Europe, der opererer i bl.a. Bulgarien, Kroatien, Tjekkiet, Ungarn, Montenegro, Irland, Rumænien, Serbien, UK samt Molson Coors International, der opererer i flere andre lande. Virksomheden brygger, markedsfører, sælger og distribuerer en række ølmærker. Virksomheden tilbyder en portefølje af ejede mærker og partnermærker, herunder Carling, Coors Light, Miller Lite, Molson Canadian og Staropramen samt specialøl som Blue Moon Brewing Company, Jacob Leinenkugel Brewing Company, Creemore Springs, Cobra og Doom Bar.

Asahi (Japan)

Asahi Group Holdings er primært engageret i produktion og salg af mad og drikkevarer i Japan og dele af udlandet. Selskabet har det største af de fire største bryggerier i Japan med en markedsandel på 37 pct. i 2019. Som respons på et modent indenlandsk japansk ølmarked udvidede Asahi sit geografiske fodaftryk og forretningsportefølje gennem erhvervelse af eftertragtede bryggerier i Vesteuropa og Centraløsteuropa. Dette har resulteret i, at Asahi har en stor markedsandel i mange europæiske lande, såsom en ølmarkedsandel på 44 pct. i Tjekkiet, 32 pct. i Polen, 36 pct. i Rumænien og 18 pct. i Italien. Selskabet producerer også læskedrikke; fremstiller og sælger mad og medicin; og har en enhed, der arbejder med logistik.

Constellation Brands (USA)

Constellation Brands producerer, importerer og markedsfører øl, vin og spiritus sammen med dets datterselskaber i USA, Canada, Mexico, New Zealand og Italien. Det leverer øl primært under mærkerne Corona Extra, Corona Premier, Corona Familiar, Corona Light, Corona Refresca, Corona Hard Seltzer, Modelo Especial, Modelo Negra, Modelo Chelada, Pacifico og Victoria. Corona-mærket er et af verdens mest solgte øl, produceret af Grupo Modelo i Mexico. Constellation Brands har retten til at importere og distribuere Modelos øl i USA.

Boston Beer (USA)

Virksomhedens mærker inkluderer Samuel Adams, Twisted Tea, Truly Hard Seltzer, Angry Orchard Hard Cider, Dogfish Head Craft Brewery, Wild Leaf Hard Tea og Tura Alcoholic Kombucha samt andre lokale ølmærker. Virksomheden producerer alkoholholdige drikkevarer, herunder maldrikke (øl), hard seltzer og cider. Virksomhedens bryggerier inkluderer Boston Brewery, Cincinnati Brewery, Milton Brewery, Cincinnati Brewery, Milton Brewery, Pennsylvania Brewery, Samuel Adams Boston Downtown Tap Room, Dogfish Head Brewing and Eats, Angel City Brewery, Concrete Beach Brewery og Coney Island Brewery. Virksomheden producerer også spiritus på Milton Brewery.

Interessante sektorer i 2020 - og dem, du skal holde dig fra

Et rundspørge blandt store danske finansielle aktører i november 2019 viste, at vi på det tidspunkt var i en usikker fase med en uklar retning. Det udmøntede sig i en overvejende tendens til at anbefale både en cyklisk og defensiv tilgang.

I november 2019 bad vi fem forskellige banker om et bud på de bedste og dårligste sektorer at eksponere aktieporteføljen imod i 2020 i forskellige regioner. Vi spurgte også om, hvorvidt lave renter er "den nye normal" i et omfang, så aktiemarkedet generelt stiger til/forbliver på niveauer, som tidligere ville være anset for dyre. Og vi spurgte, hvilke alternative investeringer, der forventes at få stor opmærksomhed.

Det har præget svarene, at økonomien og aktiemarkedene er i en omstillingsfase efter mange gode år, og der var mange uafklarede forhold i november 2019. Særligt ét væsentligt punkt var en vigtig men ukendt joker: Handelskrigen mellem USA og Kina og hvorvidt der var en opblødning på vej. Det var der tegn på i starten af efteråret, men det blev bremsset og måske skubbet ind i 2020, da de to kamre i den amerikanske Kongres d. 19.-20. november vedtog en resolution, senere underskrevet af Trump, der skal sikre Hong Kongs suverænitet. Det var kineserne ikke vilde med. Aktiemarkedene reagerede med fald.

Hvor vigtig er handelskrigen i det store billede?

John Authers på Bloomberg har stillet spørgsmålstegn ved det. Siden valget af Trump har de 100 selskaber i MSCI Verdensindekset med størst eksponering til Kina eksempelvis klaret sig lige så godt som indekset i sin helhed. Arthur Kroeber hos Gavekal Dranomics har pointeret, at det er sværere at nå frem til en aftale som følge af de rammer, som begge parter sat op på forhånd. Trump vil kunne erklære en sejr og søger en undskyldning for ikke at hæve tariffen. Hans oprindelige åbning var bl.a., at kineserne skulle købe amerikanske landbrugsvarer for 50 mia. USD årligt - et urealistisk højt krav i forhold til det aktuelle niveau på 10 mia. USD. Kina vil på sin side have alle tariffen rullet tilbage - også urealistisk, da USA så vil stå som taber. Kroeber argumenterer derfor, at kun et større skred på aktiemarkedet vil tvinge de to parter til en aftale.

Et vigtigt element er også handelskrigens effekter i en globaliseret verden. USA havde minimale økonomiske bånd til Sovjetunionen under den kolde krig. Spændingerne i handelen i forhold til Kina minder meget mere om dem, som USA havde med Japan i 1980'erne. Japan har i dag ikke samme rolle i verdensøkonomien, men er stadig en vigtig teknologisk spiller i det globale billede. En tilsvarende nedtur for Kina er usandsynlig. Den kinesiske kæmpe er simpelthen for stor at afkoble og Kinas rolle i den globale økonomi vil stadig vokse - kineserne er gode til at sprede sig. Kinas investeringer i USA er bremsset skarpt op under handelskrigen, men USA's investeringer i Kina er næsten uændrede.

John Authers pointerer, at konflikten mellem USA og Kina er vanskeligere at løse på både kort og langt sigt end mange forestiller sig. Og selv om det er en vigtig problemstilling, så er det måske ikke lige så vigtigt, som mange tror.

2020 vil blive også præget af den amerikanske præsidentkampagne, og sandsynligheden taler for, at Trump vil gøre hvad han kan for, at den amerikanske økonomi vil tage sig bedst muligt ud, så en vis positiv afklaring af handelskrigen er sandsynlig.

De forskellige vurderinger vi har indhentet fra de forskellige bankøkonomer skal tages som udtryk for et snapshot af de bedste vurderinger af det globale og regionale konjunkturbillede på det tidspunkt og de tilhørende implikationer for aktiemarkedene.

På vej ind i økonomisk afmatning

Den globale økonomi blev som helhed sendt i recession af finanskrisen, og den slags hører heldigvis til sjældenhederne - det er kun sket den ene gang de seneste 50 år. Der var forskel på, hvornår og hvor hurtigt økonomierne kom op igen. I USA var man ikke bleg for både at bruge finanspolitik og kreativ pengepolitik for at få økonomien i gang igen hurtigst muligt. Deflationsskrækken og depressionens lærdom sidder dybt i amerikanerne. Mens hyperinflationen fra 20'erne, drevet af løbsk pengepolitik, fylder meget hos tyskerne, og derfor var både finanspolitikken og ECB's kreative pengepolitik væsentlig langsommere til at komme i spil, hvorfor Europas opsving kom bagud i forhold til amerikanerne.

Væksten er gået lidt ned i år, og IMF har nedjusteret forventningerne til global vækst til det laveste niveau siden 2008-09. Både USA og Europa kører i lavere gear, og Tyskland var med en kvartalsvækst i 3. kvartal på 0,1 pct. kun et mulehår fra recession, der defineres som to kvartaler i træk med negativ vækst.

Man skal dog være sortseer for at tro på en global recession - så mange faresignaler er der heller ikke. En afmatning er dog i gang. Men er det kun en mindre vækstpause, som kan overkommes med en positiv aftale mellem USA og Kina?

Markederne er i tvivl, og det har de været flere gange inden for det seneste par år. En bekymring begyndte at brede sig i 2018, og det er fortsat i 2019. Det har ført til en vis rotation over i defensive aktier væk fra de cykliske. Men ny optimisme i forhold til handelskrigen har ført til en noget lavere sandsynlighed for en større nedtur, og cykliske aktier har fået ny fokus, som også ser mere interessante ud fordi de defensive aktier er blevet relativt dyre. Valueaktier oplever stigende tilgang, og her er det værd at bemærke, at valueaktier generelt dækker over aktier, der er relativt billige - det er ikke ensbetydende med defensive aktier.

Sektorrotationer - ud og ind

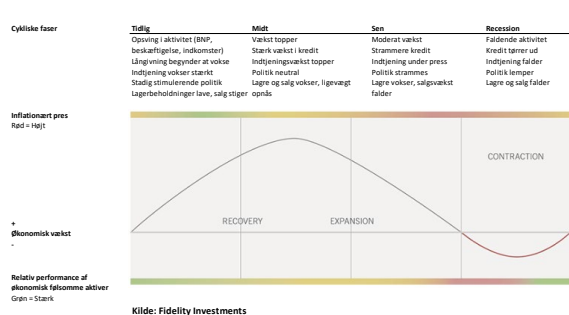
Cykliske aktier er dem, som er følsomme over for udsving i økonomien. Cykliske sektorer omfatter finans, ejendomme, industri, varige forbrugsgoder og informationsteknologi. Defensive aktier er kendetegnet ved at være mindre påvirkede af økonomiske konjunkturer. Indtjeningen er relativt stabil, uanset om økonomien dykker eller er på vej op, og kursudsvingene er derfor mindre end i de cykliske aktier. Defensive sektorer er bl.a. sundhed, forsyning, kommunikationsservice og stabilt forbrug.

Aktiemarkedet har det med at være på forkant med den økonomiske cyklus. Investorerne venter ikke med at købe defensive aktier til recessionen er indtrådt eller investere i cykliske aktier, når et opsving er i gang. Men bl.a. Brexit og handelskrigen er med til at gøre det svært at gætte på dybden af den økonomiske afmatning.

Et andet forhold, der gør det vanskeligt denne gang at finde ud af, hvad der er op og ned, er de ekstremt lave renter, og inflationen, der glimrer ved sit fravær. Det plejer at være sådan, at et økonomisk boom bremses med strammere pengepolitik og finanspolitik, fordi økonomien er ved at blive overophedet med lønpres og faretruende inflation. Men sådan er det ikke denne gang. I eurozonen, hvor de sydeuropæiske økonomier ikke har det specielt godt og bl.a. slås med høj ungdomsledighed er en nedtur ikke ligefrem noget man har brug for - og det vil øge spændingerne i forhold til de lande, der er langt stærkere økonomisk, bl.a. Tyskland. Derfor er ECB igen i gang med QE - opkøb af obligationer i eurozonen for 20 mia. EUR om måneden.

Men der er ikke den store tiltro til, at QE og den lave rente er det, der for alvor kan sende Europa op i et højere gear. Finanspolitikken må i sving, og øgede underskud på statsfinanserne i Europa kan føre til en acceleration i de enkelte landes udstedelser af statsobligationer, som vil sende obligationsrenterne op - dog næppe ret meget. For finanspolitikken bliver ikke taget i brug i stor stil, før der er en egentlig økonomisk krise.

Alt sammen forhold, som de finansielle aktører skal prøve at tage højde for, når de gætter på fremtiden. Desuden er der også et andet vigtigt forhold - nemlig den relative prisfastsættelse af aktierne. Det er f.eks. fornuftigt at gå defensivt i nedgangstider, men hvis mange har gjort det og samtidig solgt ud af de cykliske sektorer, så kan det være, man skulle have et ben i begge lejre, hvis nedturen måske alligevel ikke bliver så slem.



Bedste sektorer i konjunkturcyklens faser

Sektor	Tidlig	Midt	Sen	Recession
Finans	+			
Fast ejendom	++			--
Diskretionært forbrug	++		--	
Informationsteknologi	++	+	--	--
Industri	++	+	--	--
Materialer		--	++	
Stabilt forbrug	-		+	++
Sundhed	-		++	++
Energi	--		++	
Kommunikationsservice	--			++
Forsyning	--	-	+	++

Kilde: Fidelity Investments

De tomme felter markerer, at der ikke er noget klart mønster af over- eller underperformance mod det brede marked. Dobbelte +/- tegn indikerer hhv. over- og underperformance. Et enkelt +/- tegn indikerer et blandet eller mindre konsistent signal.

Bedste sektorer i 2020

Danske Banks seniorstrateg, Lars Skovgaard Andersen, tror umiddelbart, at de bedste sektorer i USA vil være Forsyning og Varige Forbrugsgoder (også kaldet cyklisk forbrug). Mens man bør nedtone eksponeringen i Industri og Stabilt Forbrug. På den ene side altså en overvejende eksponering mod en defensiv og en cyklisk sektor og samtidig tilbageholdenhed i en cyklisk og en defensiv sektor.

Det kan lyde modstridende, men det handler om balance i den aktuelle situation.

"I skrivende stund er der visse tegn blandet med forhåbninger om, at den økonomiske afmatning vil bøje af og en egentlig recession er dermed udskudt. Vi står her i november 2019 over for en del ubekendte - hvem vinder det britiske valg 12. december, får vi en fase 1 aftale mellem Kina og USA og vil de økonomiske data virkelig stabilisere sig. Får vi en fase 1 og data stabiliserer sig, så vil vi ændre mod en mere cyklisk tilgang i sektorerne i forhold til vores nuværende, som er balanceret," siger Lars Skovgaard Andersen, som understreger at meget også vil afhænge af værdiansættelsen i sektorerne.

Han har samme sektortilgang til i USA, Europa, Emerging Markets og Japan - og en regional overvægt af USA, undervægt af Japan og neutral vægtning af de to øvrige.

Andreas Østerheden, chefstrateg i Nordea, fremhæver to sektorer som interessante.

"Vi har kun anbefaling på to sektorer lige nu, hvor vi overvægter Energi og Medicinal, mens vi undervægter Industri og IT. Finans kan blive interessant i 2020, mens Forsyning kan gå hen og klare sig relativt dårligt," siger chefstrategen.

Chefanalytiker Michael Friis Jørgensen i Alm. Brand Bank har en større tiltro til Industri i første omgang.

"I første halvår 2020 bliver det i USA Industri, mens Forsyning vil være mere interessant i andet halvår. Cyklisk/value rotationen kan fortsætte et par måneder ind i 2020, men i slutningen af 2020 kommer vi næppe udenom at diskutere sencyklus. I Europa vil en interessant sektor i det første halvår være Finans, der får den største effekt af cyklisk rotation. Forsyning vil være bedst i andet halvår. I Emerging Markets er Informationsteknologi det bedste sted at spille på øget forbrugsvækst," siger Michael Friis Jørgensen, der mener, at Informationsteknologi generelt kan blive en sektorjoker.

"Vi kan hurtigt komme tilbage til lav vækst og søgning efter strukturel højere vækst, men det er dog ikke det vindende tema lige nu."

Chefanalytikeren ser overordnet Industri, Forsyning og Informationsteknologi som de tre mest interessante sektorer i 2020, og de tre værste som Varigt Forbrug, Sundhed og Energi.

I Jyske Bank fremhæver chefstrateg Ib Fredslund Madsen blandingen af en defensiv og cyklisk tilgang.

”Forbrugssektoren er stadig en robust sektor med lav arbejdsløshed, stigende beskæftigelse og lønstigninger. Vi bruger investeringstemaet både cyklisk med Cyklisk Forbrug (Varige Forbrugsgoder) og mere defensivt med Stabilt Forbrug. Vi kan også godt lide mikset af defensiv og cyklisk i Kommunikationsservice, hvor Telekom er den defensive, som har catch-up potentiale til det generelle marked og Underholdning/Streaming den mere vækstorienterede.”

Konjunkturbevægelserne skaber ikke i sig selv åbenlyse valg - Ib Fredslund Madsen fremhæver kvalitet, momentum og attraktiv prisfastsættelse som afgørende kriterier.

Kvalitet er aktier, der er karakteriseret ved høj profitabilitet, vækst, sikkerhed og indtjeningskvalitet. Momentum er aktier, der er kendetegnet ved positivt analytiker sentiment og typisk positiv kursudvikling. Mens attraktiv prisfastsættelse defineres som aktier, der både absolut (i forhold til historikken i selskabet) og relativt (i forhold til resten af industrigruppen) er billige.

I USA ser chefstrategen den bedste sektor som informationsteknologi, der er attraktiv på kvalitet, men desværre også dyr. Værst er Energi med lavt momentum, usikkerhed om olieprisen men til gengæld relativt billig.

I Europa er den bedste sektor Varige Forbrugsgoder, som er attraktiv på kvalitet, højt momentum men også lidt dyr. Værste sektor er materialer - en billig sektor, men med dårlige scores på kvalitet og momentum.

Kommunikationsservice er bedst i Emerging Markets og scorer godt på kvalitet og momentum og er gennemsnitligt prissat. Værst er industri - dyr og med gennemsnitlig kvalitet og momentum.

Kommunikationsservice fremhæves også som den bedste i Japan og betegnes som meget attraktiv på prisfastsættelse og med god score på kvalitet og momentum. Værst er også her Industri - gennemsnitlig prisfastsættelse men lav kvalitet og ingen momentum.

Ib Fredslund Madsens estimater er baseret på en antagelse om en mild recession i USA engang i 2020, hvilket han bemærker ikke er et konsensuskald i markedet.

”Hvis vi ikke får ret i det hovedscenarie, så kan de to vækstrelaterede aktiesektorer råvarer og energi få et godt 2020, hvor indtjeningen laver et stort rebound. Begge sektorer er tilmed relativt billige. En anden joker er om informationsteknologi kan outperforme markedet for sjette år i træk trods en høj prisfastsættelse.”

Aktieanalysechef Jacob Pedersen i Sydbank har et lidt mere positivt syn på væksten i USA.

”Medicinalsektoren er en interessant sektor, som er prismæssigt attraktiv og samtidig har en vigtig defensiv kvalitet. Som udgangspunkt tror vi ikke, at USA falder helt af hesten på den økonomiske vækst, og derfor ser vi også både industrisektoren og basismaterialer som interessante. Industrisektoren er prismæssigt attraktiv og leverer en fornuftig indtjening, og hvis der kommer en positiv delaftale i handelskrigen mellem USA og Kina, hvilket der er tegn på, så vil det understøtte industriaktierne.”

I Europa ser Jacob Pedersen Forsyning, Medicinal og Varige Forbrugsgoder (cyklisk forbrug) som mest interessant.

”Forsyning og medicinalsektoren har de defensive kvaliteter, og det kan måske virke modstridende, at vi også ser cyklisk forbrug som interessant på et tidspunkt, hvor den økonomiske cyklus ikke

umiddelbart tilsiger det. Men sektoren ser fornuftig ud prismæssigt, og Europa har måske nået bunden allerede nu - forudsat, at USA ikke ender i recession.”

Medicinalsektoren fremhæves også som interessant i Emerging Markets.

”Under antagelse af at vi ikke ender med en global recession er det her Medicinalsektoren, Teknologi og Oliesektoren, der er interessante. Medicinalsektoren er interessant med defensivt islæt og en attraktiv prisfastsættelse. Teknologi har haft det svært og er prismæssigt relativt attraktiv. Hvad angår olie, tror vi, at de olierelaterede selskaber er et sted i den økonomiske cyklus, hvor de kan tjene penge,” siger Jacob Pedersen.

Han nævner Industri som en potentiel sektorjoker, som har det svært for tiden, men en løsning på handelskrigen vil gøre sektoren interessant.

De lave renters betydning for aktier

Er lave renter ”den nye normal” i et omfang, så aktiemarkedet generelt stiger til/forbliver på niveauer, som tidligere ville være anset for dyre? Det spørgsmål stillede vi også, og Michael Friis Jørgensen har et klart svar.

”Lave renter er kommet for at blive. Stand-alone betyder det, at aktier i sig selv kan være 30-35 pct. dyrere end historiske niveauer, og derfor skal man passe meget på med at lytte til folk, der bruger historiske gennemsnit og kalder aktier dyre. Nu er alt jo ikke stand-alone, og lave renter skyldes jo forventninger om lavere strukturel vækst, der på en måde også skal prises ind i aktier, men på kort sigt har vi historisk høje risikopræmier til aktier både målt på dividende forventninger og Earnings Yield (FED-modellen).”

Ib Fredslund Madsen tvivler dog på, at aktier kan være dyre i længere tid og mener, at historikken stadig har betydning.

”Selvom den relative prisfastsættelse på aktier ikke er så høj, når vi sammenligner med de lave renter, så må man også se på aktiernes absolutte prisfastsættelse. Når man justerer P/E med det aktuelle niveau for profitmargin (indtjening i forhold til salg, som er høj mange steder), så har historikken vist, at en høj prisfastsættelse som regel fører til et lavere efterfølgende aktieafkast.”

Aktierne er ikke billige, men de er heller ikke for dyre endnu, påpeger Jacob Pedersen. Men det mest bekymrende er, hvis der kommer en recession i USA, eller renteniveauet skifter.

”Aktierne er jo på en form for lavrente- og likviditetslykkepiller og forsøg på at rulle det tilbage og starte en afmedicinering koksede jo fuldstændig ved udgangen af 2018, hvor aktierne faldt som en sten, da man gik fra at pumpe penge ind i markedet til faktisk at trække penge ud. Det omslag i strategi fra centralbankerne, vi har set fra starten af 2019, er jo også et klart vidnesbyrd om, at de har luret, at de finansielle markeder ikke kan stå selv. Der bliver larm, den dag musikken stopper, men jeg har også svært ved at se, hvad der skal gøre, at musikken stopper og hvornår.”

I Danske Bank ændrede man i november renteforventningerne en anelse. Den 10-årige tyske statsrente ventes 0,30 procentpoint højere på 3 og 6 mdr. sigt, mens den 10-årige danske statsrente vil ligge omkring 0 pct. på 12 mdr. sigt.

”Svage forbedringer i lavrentemiljøet, men renterne vil forblive lave i en lang periode fremover grundet demografi og deflationære tendenser. Lave diskonteringsrenter understøtter aktier ligesom ”cost of debt” vs ”cost of equity” fortsat vil tilskynde selskaber til at optage gæld for at udlodde eller tilbagekøbe aktier. Risikoen ved de lave renter er, at vi er sårbare, hvis de hopper til en ny højere

normal. Hvis det sker, uden at selskaberne oplever en øget indtjening, vil der kunne opstå stress. Selskaber vil i så fald ændre fokus til nu at nedbringe gælden, og stoppe med aktietilbagekøb. Her får vi så en dobbelt whammy med lavere indtjening og færre købte aktier - hvilket betyder, at aktierne pludselig ser dyre ud,” siger Lars Skovgaard Andersen.

Alternativer og temaer i 2020

Halvdyre aktier, økonomisk afmatning og obligationer, der ikke giver meget i afkast, gør det relevant at lede efter alternativer, og det er noget, som de store institutionelle investorer gør i stadig større grad. Men for private investorer er det svært at finde alternativer.

”Der findes en del typer alternative investeringer, men ikke så mange som er tilgængelige for private investorer til en omkostning, der er til at betale. Der findes dog ETF’er indenfor ejendomssektoren og råvarer, herunder ædelmetaller. Andre typer hedgefund-lignende investeringer, som fx long/short strategier eller volatilitets-investeringer er typisk ikke noget private investorer kan få adgang til på en prisbillig måde,” siger Ib Fredslund Madsen.

Michael Friis Jørgensen påpeger også, at det fortsat er begrænset med likvide og meget gennemsigtige alternativer til private investorer. Han forventer, at grønne investeringer overordnet set vil få størst opmærksomhed i 2020. Et synspunkt, som Lars Skovgaard Andersen er enig i.

”Det er helt vildt, hvor meget miljø/grøn energi/bæredygtighed fylder. Det gør det også hos dem, som skal investere vores pensionspenge. Grøn er det nye sort. Det får du forhåbentlig glæde af i dine pensionsdepoter, men som private investorer skal vi forsat kigge langt efter mulighederne for at være med i disse langsigtede projekter. Der vil være fristelser at finde rundt omkring og ofte med ”lovede” afkast væsentlig over hvad du kunne få på en tilsvarende obligation, hvilket selvsagt bør få en alarmklokke til at ringe hos dig, hvis der er tale om alt for store forskelle. Som privat investor må du derfor bide i det sure æble og købe statsobligationer eller realkreditobligationer som ballast til dine aktier,” mener Lars Skovgaard Andersen.

Sådan investerer du i megatrends med pensionen

Et væld af globale udfordringer kræver løsninger, men det er vanskeligt at gætte vinderne - også fordi nye løsninger kan komme fra en helt uventet kant. Med ETF’er kan man opnå en god spredning og være med på de mest lovende trends og sektorer.

Om kort tid ligger Covid-19 pandemien bag os, og så skal vi for alvor have arbejdstøjet på, for der ligger et hav af udfordringer og venter på løsninger. WEF’s Global Risks Report udpeger hvert år de største trusler på baggrund af input fra flere hundrede eksperter over hele kloden. I dette års rapport anses de største trusler på kort sigt (0-2 år) for bl.a. at være ekstreme vejrbegebenheder, miljødestruktion og sammenbrud i cybersikkerhed. På mellemlangt sigt (2-5 år) omfatter Top 10-listen bl.a. sammenbrud i IT-infrastruktur, råvarechok og geopolitisering af ressourcer. Og på langt sigt (5-10 år) under overskriften eksistentielle trusler peges der bl.a. på tab af biodiversitet, bivirkninger af teknologiske fremskridt, industrikollaps, naturressourcekriser og manglende handling på global opvarmning.

Der har længe været og er stadig stigende opmærksomhed på problemerne, og det er kommet til udtryk i FN’s 17 Verdensmål og de 15 globale udfordringer udpeget i The Millennium Project.

Udviklingen er ikke kun drevet af trusler men også mange andre tendenser, der understøttes af ny teknologi og smarte idéer. Verden er i rivende udvikling, mulighederne for at skabe nye innovationer har aldrig været større, og de bliver kun større i takt med at de teknologiske og videnskabelige

landvindinger åbner nye døre - også fordi tværvideenskabeligt samarbejde i stigende omfang medvirker til at give helt nye indsigter.

Den nemmeste tilgang til investering i trends er, at man investerer i ETF'er, der følger specifikke indeks eller sektorer inden for et bestemt område og sikrer god spredning. Du kan lede efter relevante ETF'er på portaler som etfdb.com, justetf.com og ucits-etfs.com.

Klimaforandringer og ressourceknaphed

Den globale opvarmning er en realitet, og vi er for længe forbi det punkt, hvor man blandt verdensledere diskuterer videnskabens validitet. Der er utrolig megen forskning i gang på mange områder, et hav af virksomheder arbejder med løsninger i forskellig form, mens man på landeplan iværksætter forskellige nationale initiativer. Det er et komplekst område med mange udfordringer og tilgangsmuligheder for det handler i vidt omfang om, at vi skal omstille måden, som vores samfund fungerer på. Vi skal ikke langt tilbage i historien, før energi var noget, der primært kom fra menneskelig arbejdskraft, heste og okser. De fossile brændstoffer har skabt grundlaget for det vækstsamfund, vi befinder os i og banet vejen for en voldsom økonomisk vækst på talrige fronter og en dramatisk stigning i menneskelig sundhed og levestandard.

Nu skal vi finde alternativer til de famøse brændstoffer, der har den uheldige sideeffekt, at forbrændingen øger indholdet af CO₂ i atmosfæren og dermed forstærker den naturlige drivhuseffekt, der gør, at vi har en global gennemsnitstemperatur på omkring 15 grader og ikke minus 18 grader, viser videnskabelige beregninger.

Vindmøller, solenergi, tidevandsenergi, bølgeenergi, biomasse, vandkraft, brint, atomkraft og mange andre ting er i spil, og det samme gælder energibesparende foranstaltninger.

Under dette tema finder man også elbilerne og batteriproducenter. Elbiler er et skridt på vejen, men undersøgelser peger på, at det er udråbt til en løsning, som er overdrevet. Det er særligt batterierne, der her er udfordringen. En gruppe britiske videnskabsfolk påpegede allerede i 2019 i et brev til den britiske Committee on Climate Change, at ambitionerne støder mod et ressourceproblem. I brevet forklarede videnskabsfolkene, at "for at nå de britiske elbilmål for 2050 er vi nødt til at producere knap to gange den nuværende samlede årlige verdensproduktion af kobolt, næsten hele verdensproduktionen af neodym, tre fjerdedele af verdens lithiumproduktion og mindst halvdelen af verdens kobberproduktion."

Hvis elbiler skal nå den globale udbredelse, der er lagt op til, kræver det med andre ord, at der findes alternative teknologier i fremtidens batteriteknologi. Og det illustrerer det vanskelige med sådanne trends. Der opstår udfordringer undervejs, der kræver nye spor, der er meget vanskelige at forudsige.

Brint, der er det mest forekommende element i det synlige univers, udnævnes af andre til at have langt større potentiale. I princippet er det meget nemmere - spalter man vand, får man ilt og brint, og denne elektrolyse kræver energi. Bruger man udelukkende vedvarende energi, har man skabt brint og frigjort ilt, og ved afbrænding er spildproduktet lidt vand og nitrogenoxider. Noget tyder på, at Jules Verne havde fat i den lange ende, da han i 1870 i *Den hemmelighedsfulde ø* lod en videnskabsmand sige: Vand er fremtidens kul.

Apropos vand, så er ferskvand i stigende grad en knap ressource, der vil få meget opmærksomhed, herunder vandkraftværker, spildevandsrensning, afsaltning af havvand m.v. Men der er mange andre ressourceproblemer. Siden 1970 har verden som helhed været i økologisk underskud. Siden

dengang er verdens befolkning fordoblet, BNP er 10-doblet, og landbrug og industriproduktion er eskaleret voldsomt. Vi bruger i dag naturressourcer i et omfang, der overstiger Jordens evne til at regenerere på 75 pct. og i 2030 vil det være 100 pct. ifølge Europa-Kommissionen. Vores behov for råvarer er 10-doblet siden starten af det 20. århundrede og forventes i perioden 2010-2030 at være fordoblet igen.

Der er udsigt til stigende konkurrence om råvarer. Alene USA, Kina og Europa er stærkt afhængige af at kunne importere de samme råvarer som f.eks. niobium, krommalm, platin, palladium, rhodium, tantal m.v. I 2035 kan efterspørgslen efter fosfor overstige udbuddet, hvilket giver globale problemer medmindre der findes en erstatning.

Mad er i sig selv en udfordring, da landbruget i forvejen er en heftig bidrager af CO₂ og nedslidning af Jordens økosystemer. I 2050 anslås det, at forbruget af kød og mejeriprodukter vil være steget hhv. 76 pct. og 65 pct. mens efterspørgslen efter korn vil være 40 pct. højere ifølge FAO - på en planet, hvor der kun reelt er op mod 5 pct. mere opdyrkeligt land at ekspandere på.

Det handler med ord om, at vi skal finde måder at spare ressourcer på samtidig med, at den globale befolkning stiger. Vertikale landbrug, plantebaseret kød, mindre kødspisning, genbrug og i det hele taget innovativ nytænkning bliver en del af løsningen.

Økonomisk magtskifte

I 1820 tegnede Kina og Indien sig for hhv. 2/6 og 1/6 af verdens BNP. Så kom industrialiseringen buldrende i den vestlige verden, hvis frie markedsøkonomier fik et massivt forspring i forhold til de asiatiske kæmper. Det har som bekendt ændret sig. Kinas overgang til markedsøkonomi med statskapitalisme i ryggen kombineret med outsourcing og globalisering har gjort særligt Kina til en supermagt. Planerne om den nye silkevej, Made in China 2025 der er Kinas mål om at sætte i førersædet inden for 10 teknologiske områder samt kinesiske opkøb over hele verden har skabt stor bekymring hos de to andre regionale supermagter, EU og USA.

Kina vil i fremtiden være en supermagt, som EU og USA er nødt til at forholde sig til. For investorerne giver det oplagte muligheder for at investere i landet med det kommunistiske styre og den sociale overvågning, som buldrer frem med teknologiske og videnskabelige fremskridt. Men de vil også blive forsøgt bremsede med handelsrestriktioner og blokering af nye opkøb i Europa og USA.

Andre Emerging Markets er også på vej frem. Bl.a. højere lønninger i Kina får et stigende antal virksomheder til at se i andre retninger som f.eks. Vietnam og Bangladesh. Men der er i særdeleshed knyttet store forventninger til Indien, som med forskellige reformer er ved at være godt rustet til at blive en større spiller - både i tiltrækning af udenlandske investeringer men også som en voksende forbrugerøkonomi. Det er også værd at bemærke, at Indiens demografi ser anderledes ud end Kina og Vestens. Ifølge FN vil befolkningen i den arbejdsdygtige alder vokse med 14 pct. frem mod 2030, mens Kinas vil skrumpes med 3 pct.

Bank of America har i en rapport fra 2019 forudsagt, at globaliseringen vil blive vendt til en vis deglobalisering i dette årti. I stedet vil vi i højere grad opleve lokale og regionale alliancer.

Demografi og sociale ændringer

Overordnet set vil verden være præget af en aldrende befolkning i de kommende årtier. De store efterkrigs-generationer går på pension, levetiden bliver stadig længere, og der fødes færre børn i de udviklede lande. Det er især de udviklede lande, der er præget af aldrende befolkninger. Men også Kinas befolkning er i denne kategori efter de mange år med fødselsbegrænsning. Totalt set vil

Jordens befolkning vokse ifølge FN's prognoser. Vi er i dag tæt på 7,9 mia.; i 2030 vil vi være 8,6 mia.; i 2050 9,7 mia. Derefter lyder hovedscenariet, at det globale befolkningstal vil stabilisere sig nogenlunde og kun vokse med omkring 1 mia. mennesker frem mod 2100.

Europa rammes i høj grad af aldrende befolkninger. I spidsen er Italien og Tyskland med medianalder på 47,9 og 46,6 år - kun overgået af Japan med 48,2 år. I Vesteuropa er 1 ud af 5 ældre end 65 år, og det vil ændre sig til 1 ud af 4 alene i 2020'erne, ifølge FN. Det giver udfordringer, at en relativt mindre arbejdsstyrke skal forsørge flere ældre. Men så er der robotterne. Kunstig intelligens, robotteknologi, automatiseret produktion og service vil kunne modvirke tendensen. Det er stadig et åbent spørgsmål, hvorvidt "robotisering" samlet set vil føre til en stigning i strukturel ledighed.

Vigtigt for det enkelte land er det at bevæge sig højere op i værdikæden med bedre og mere uddannelse af arbejdsstyrken. I UK havde f.eks. under 20 pct. af befolkningen i 1990 en universitetsuddannelse, viser tal fra en britisk komité for højere uddannelse. I 2017 var tallet 42 pct.

Japan, der længe har haft verdens ældste befolkning, er en af de største investorer i robotteknologi og ifølge World Robotics Report 2020 beskæftiger landet 364 robotter pr. 10.000 menneskelige arbejdere mod 228 i USA, 346 i Tyskland, 243 i Danmark og 114 for Europa i gennemsnit. Suverænt i spidsen er Singapore og Korea med hhv. 918 og 855. Tallet for Kina er på 187 men til gengæld investerer landet meget heftigt i robotteknologi.

De aldrende befolkninger rammer sundhedssektoren. Virksomheder, der arbejder med aldersrelaterede sygdomme vil være interessante og det samme gælder innovative selskaber, der leverer teknologier og løsninger, der leverer bedre pleje til lavere omkostninger, pointerer Blackrock.

Udsigten til flere ældre i de kommende årtier betyder, at vi vil se ændringer i forbrugsmønstrene. F.eks. viser Japans statistik, at folk over 60 år tegner sig for halvdelen af husholdningsforbruget i Japan mod 13 pct. for folk under 40 år. Det giver et fingerpeg til vestlige virksomheder om, at de ældres efterspørgsel skal adresseres.

På den anden side vokser de unge generationer op med andre prioriteter i forbrug, der er væsentlig anderledes end deres forældre og bedsteforældres. F.eks. mere sund og frisk mad, streaming og gaming, deletjenester og lavprisrejser - og de vil investere med højere fokus på bæredygtighed, påpeger Blackrock.

Hastig urbanisering

I 1950 levede 30 pct. af Jordens befolkning i byområder. I dag er det 55 pct., og i 2050 vil det være omkring 68 pct., vurderer FN. McKinsey beregnede i 2018, at verdens 50 største byer tegner sig for 8 pct. af Jordens befolkning, 21 pct. af verdens BNP, 37 pct. af urbane højindkomst husholdninger og 45 pct. af virksomheder med årlig omsætning på mere end 1 mia. dollar. I 1990 var der kun 10 byer i verden med over 10 mio. indbyggere - i dag er tallet 28, og FN estimerer 43 i 2030.

Tendensen vil fortsætte. De unge vil søge mod de større byer, hvor mulighederne er større, og man er tættere på alting - ikke mindst jobs, uddannelse og klynger af viden. Urbaniseringstrenden vil kræve bedre infrastruktur - lufthavne, broer, offentlig transport, selvkørende biler - og flere boliger, som også er fleksible med flytbare vægge. Hospitaler med mere teknologi, der kan imødegå det øgede pres.

Der er højere kriminalitet i byer, og mere overvågning bliver en del af fremtiden. Understøttet af bedre netforbindelser - 5G og med tiden 6G - bliver sammen med Tingenes Internet en vigtig del af Smart Cities. Effektivitet kommer i højsædet, deletjenester vil fylde mere, online bestilling og

levering af mad bliver udbredt. Smarte byer, der forbinder hinanden vigtig infrastruktur ved hjælp af højhastighedsforbindelse kan meget vel blive normen i mange økonomier, påpeger Blackrock.

Teknologiske gennembrud

Kernen i det hele. Udover en større forståelse for og åbenhed overfor den uholdbare belastning af planeten samt viljen til at omlægge livsstilen, så er det afgørende, at de teknologiske løsninger dukker op. Om det bliver tilstrækkeligt til at løse alle problemerne er til gengæld langt fra sikkert. Mens alle taler om global opvarmning, så er der langt mindre fokus på overfiskeri, massedød af insekter, plastic i oceanerne - og tabet af biodiversitet, der er et mindst lige så stort problem som global opvarmning. Ligesom der fortsat lukkes kemikalier ud i miljøet i et kolossalt omfang. Alene i USA over 1000 nye kemikalier hvert eneste år, viser en specialrapport fra Verdensbanken.

Så bolden er også spillet over til politikerne, men dermed også til befolkningerne, der skal kunne bifalde de nødvendige ændringer, der kan koste penge og bekvemmelighed, men til gengæld bliver en gevinst for de fremtidige generationer.

Der vil komme teknologiske løsninger, vi i dag ikke har fantasi til at forestille os, men som allerede er ved at være mulige eller snart bliver det, hvis man bruger de teknologier, der allerede er her. Tag f.eks. finske Solar Foods. I 60'erne var en af NASA's mange idéer i forbindelse med Apollo-programmet, at det i teorien var muligt at lave protein ud af CO₂. Idéen har ligget i dvale i årtier, men i 2017 blev Solar Foods stiftet netop på den idé. Finnerne, der siden har fået konkurrence af amerikanske Air Protein fra 2019, er nået ganske langt, og kan i dag producere et proteinpulver ud fra CO₂, mikrober fra naturen og elektricitet baseret på vedvarende energi. Solar Foods forventer, at metoden i 2025 vil være den billigste måde at producere protein på - dvs. billigere end sojaprotein produceret i Sydamerika. Der vil dukke andre nyskabelser op, som vi ikke har fantasi til at forestille os i dag.

Genteknologi er et af de områder, der vil eksplodere i de kommende 10-20 år, og meget tyder på, at man får has på kræft og de virkelig vanskelige nerve- og hjernesygdomme. Allerede i dag er man desuden langt med at kunne redigere bestemte sygdomme væk. Kvantecomputere er ikke lige om hjørnet, men når vi har styr på det, er der skabt en ny revolution i computerkraft. Og så er der alle de andre ting fra cyber sikkerhed, blockchain, fusionsenergi og robotter til kunstig intelligens, højhastighedstog og 3D printede organer.

På anden halvdel af skakbrættet

I bogen *The Second Machine Age*, peger MIT-økonomerne Erik Brynjolfsson og Andrew McAfee på, at vi er i en eksponentiel teknologisk udvikling, hvor det ikke ser ud af så meget i starten. I bogen fra 2014 illustrerer de, hvad det betyder med anekdoten om manden, der opfandt skak i Indien i det sjette århundrede. Han præsenterede kejseren for sin opfindelse, som begejstret spurgte manden, hvad han ønskede sig i belønning.

"Placer et enkelt riskorn på den første firkant af brættet, to på det andet, fire på det tredje osv.", foreslog opfinderen, "så hver firkant modtager dobbelt så mange korn som den forrige." Kejseren beordrede, at det skulle ske - imponeret over opfinderens tilsyneladende beskedenhed.

I nogle versioner af historien hugger kejseren hovedet af opfinderen, da han finder ud af, hvor meget ris, det ender med. Alene på felt nr. 64 vil der være 9.223.372.036.854.775.808 riskorn – mere end to milliarder gange så meget som på den første halvdel af skakbrættet. Og i alt et risbjerg større end Mount Everest – mere ris end der er produceret i historien, skriver de to forskere.

Med udgangspunkt i 1958 - året, hvor verdens første integrerede kredsløb blev opfundet - bruger de anekdoten til at vise, hvor langt vi er på skakbrættet i dag. En fordobling af computerkraften hver 18. måned

(Moore's Lov) betyder, at vi havde udfyldt første halvdel af skakbrættet i 2006. Nu begynder det at gå stærkt. Og teknologien vil selvfølgelig med tiden vokse ud over skakbrættet. Det kræver dog nogle nye gennembrud, da Moore's Lov er ved at have nået en fysisk grænse. Vi venter på kvantecomputeren, som indtil videre er i familie med Godot. Men i mellemtiden er der masser af andre ting, vi kan lave med digitalisering, flere processorer i samme computer, algoritmer osv.

Hvad er en ETF?

Exchange Traded Fund (ETF) er en fond, der som aktier handles på børsen. Den specifikke ETF ligger tæt opad en referenceportefølje, dvs. et indeks. Der kan handles ETF'er på bl.a. obligationer, aktier og råvarer - vi ser her udelukkende på aktier.

Der skelnes mellem to typer - passive og aktive. Der findes aktive ETF'er - dvs. hvor en porteføljeforvalter løbende forsøger at sammensætte porteføljen med de aktier, der vurderes at have det største potentiale. Men de fleste er passive - dvs. de følger det specifikke indeks ret tæt. De passive er af samme årsag forbundet med de laveste omkostninger.

Man skelner også mellem UCITS og non-UCITS. UCITS står for Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities og refererer til en række EU-krav i forhold til risikostyring, spredning og risikoeksponering. Disse krav skal en non-UCITS ikke leve op til. Hvis du investerer i en UCITS ETF, der er baseret på fysiske aktier og ligger tæt op ad referenceindekset, så kan risikoen sammenlignes med en typisk dansk investeringsforening, skriver Jyske Bank.

Vær opmærksom på specielle forhold. Det er udbredt blandt ETF'er, at de låner værdipapirer ud, når de ikke har brug for dem i en periode. Det får de en rente for, men det indebærer også, at en risiko for, at modparten ikke leverer papirerne tilbage. Den risiko er der ikke i investeringsforeninger.

Vær også opmærksom på, om du investerer i en non-UCITS ETF, hvor porteføljen ikke består af fysiske aktier men er syntetisk, f.eks. ved hjælp af swaps. Går modparten konkurs, kan du miste hele investeringen.

Kilde: Finanstilsynet, Jyske Bank.

ETF: Skat og omkostninger

Omkostningerne - Expense Ratio - er relativt lave på ETF'er. Det er som udgangspunkt billigere at investere i en bred passiv ETF end i en tilsvarende indeksforening. Aktive danske investeringsforeninger og aktive ETF'er er noget dyrere, og tror man ikke de kan levere et bedre afkast end indekset, peger pilen på en passiv ETF.

Skatten af evt. pensionsafkast er 15,3 pct. Det kaldes PAL-skat, og den er lagerbeskattet. Dvs. du betaler skat efter dit samlede afkast på en given pensionsordning, hvis du har et positivt afkast det pågældende år. Ved negative afkast modregnes PAL-skat fra et givent år i fremtidige års positive afkast.

Kilde: Finanstilsynet.

Risikoen ved ETF

En passiv ETF afspejler som regel ikke 100 pct. indekset, og derfor kan slutresultatet for et givent år være højere eller lavere. Afvigelsen mellem udviklingen på ETF'en og indekset kaldes "tracking error".

Der kan også være forskel på børskursen i forhold til indre værdi, og det er vigtigt at bemærke. Dvs. du kan opleve, at du betaler en præmie eller får en rabat i forhold til den reelle værdi. Det hænger sammen med, at ETF'er er selvstændige finansielle instrumenter og bagved ligger puljen af selvstændige fysiske aktier. ETF'ens

administrator har indgået aftaler med såkaldte Authorized Participants (AP), som typisk er investeringsbanker, og de skal sørge for at opretholde balancen, men kan ikke altid følge med. Risikoen for en betydelig forskel på ETF'ens børsværdi og den reelle værdi af de bagvedliggende aktier er mest udtalt ved markedsuro eller i forbindelse med ekstraordinært stort salgs- eller købspres i den pågældende ETF (særligt i mere illikvide aktieporteføljer). Denne risiko vil dog være mindre for investorer i UCITS ETF'er, da de er underlagt en række krav til bl.a. likviditetsstyring, påpeger Finanstilsynet.

Men det er en risiko, man skal være opmærksom på. En analyse af Baird viser for 2020, hvor der var stor uro især i marts, at der for ETF'er med markedsværdier over 100 mio. dollar, var der mange, der i perioder blev handlet til priser 5-10 pct. under indre værdi og enkelte over 20 pct.

Problemet forstærkes af, at passive ETF'er fylder så meget i dag - passivt forvaltede fonde udgør i dag halvdelen af forvaltet kapital i USA. Stærke temaer driver stadig mere likviditet til dele af aktiemarkedet, der ikke er store nok til at håndtere det. Antallet af f.eks. vedvarende energi eller bæredygtighedsfokuserede ETF'er er eksploderet og har tiltrukket masser af likviditet, hvilket har drevet aktiekurserne op på det relativt beskedne antal selskaber, der er berettiget til at blive inkluderet i ETF'erne, påpeger Morten Springborg. Det giver en momentumeffekt, idet ETF'erne er nødt til at købe aktierne i indekset, de følger uden at have en holdning til prisen i modsætning til aktive fonde.

Nordea ser ESG som den dominerende trend i 20'erne

Andreas Østerheden, strateg hos Nordea, er ikke i tvivl om, at bæredygtighed vil være et dominerende tema i dette årti.

"Generelt er vi meget positive på ESG som en investeringstrend af flere årsager. Hvis man skal sige det kort, så handler det bl.a. om, at flere kapitalforvaltere løbende vil integrere ESG i deres analyser. Det er en naturlig følge af, at flere og flere vil efterspørge ESG samt har ønsker om at gøre deres opsparing mere bæredygtig. Den vil skabe en upside for virksomheder med ESG-fokus i de kommende år. ESG er for os selvfølgelig langt bredere end blot klima, selvom det er en vigtig del. Men der er faktisk industrier indenfor fx kul, som vi vælger helt fra allerede," siger Andreas Østerheden.

ESG handler om miljø, sociale forhold og ansvarlig ledelse - et udspring af en anden global megatrend, der er i fuld gang og som reelt handler om at kapitalismen og de samfundsmæssige værdinormer genfødtes i mere moralske versioner.

Andreas Østerheden medgiver at fremtiden kan se skummel ud, bl.a. som følge af gældsætningen under pandemien. Men han tror ikke, at politikere tør tære yderligere på vælernes tålmodighed ved at indføre hestekure på den anden side af Covid-19.

"Det langsigtede billede kan godt virke en smule dystert, men helt skidt er det ikke. Den stigende grad af populisme, ulighed og polarisering gør, at vi nok skal forvente, at politik kommer til at betyde minimum lige så meget i de kommende fem år, som det har betydet i de sidste fem år. Det betyder formentlig også, at der efter coronakrisen mange steder i verden ikke vil være politisk kapital til at føre hestekure efter coronakrisen i stil med kartoffelkuren, som vi oplevede i Danmark i 1980'erne. Krisen har også været med til at sætte yderligere skub i flere af de langsigtede tendenser, herunder den grønne omstilling. EU's genopretningsfond har øremærket omtrent 30 pct. af pengene til grønne initiativer. Og dertil kommer Joe Bidens grønne agenda. Det er en tendens, der er kommet for at blive i de kommende 10 år," siger Nordea-strategen, der samtidig tilføjer, at den store statsgældsopbygning coronakrisen kan få store konsekvenser.

"Medmindre man får kanaliseret penge over i produktive investeringer og får løftet det langsigtede vækstniveau, så tyder det formentlig på lavere produktivitet, renter og vækst fremadrettet."

Alt skal omstilles til bæredygtighed

Morten Springborg, temaspecialist i C WorldWide Asset Management, ser også bæredygtighed som den helt store trend i de kommende år - ikke mindst i relation til klima.

”Der er mange trends i spil, men henover det hele ligger der bæredygtighed. Det er en megatrend, som alle skal rette ind efter, for det kommer til at påvirke kapitalomkostningerne. Det har vi jo allerede set med kulindustrien, der stort set er væk fra de offentlige kapitalmarkeder. Det kommer også i stigende grad til at ske for de andre fossilindustrier, og det ved de jo godt. Derfor investerer de, som de gør i øjeblikket. Bæredygtighedstrenden betyder også, at man kommer til at sondre mellem forskellige virksomheder inden for fødevareindustrien, som man måske vil sige var identiske, men hvis de har forskellige tilgange til bæredygtighed, så vil det også afspejle sig i de forskellige vurderinger, som aktie- og obligationsmarkederne vil give dem,” siger Morten Springborg.

Han peger på Nestlé, verdens største producent af mad- og drikkevarer målt på omsætning, der i december offentliggjorde planer om at investere 3,2 mia. schweizerfranc (3,6 mia. dollars) over de næste fem år for at bekæmpe klimaforandringer. Planerne går på at plante 200 mio. træer over de næste 10 år og hjælpe landmænd og leverandører med at skifte over mod regenerativt landbrug. I forvejen bruger Nestlé to mia. schweizerfranc på at promovere genbrugsplastic i indpakning af mad- og drikkevarer. Virksomheden sigter i den nye plan mod at være CO₂-neutrale i 2050 - og halvvejs i 2030.

”Det betyder noget, at et så stort selskab sætter en ny standard - det har en masse afledte effekter. Det er en kæmpe investering, der på kort sigt vil reducere deres profitmargin men på længere sigt betyder, at de kommer til at stå meget stærkere i konkurrencen om kapital i forhold til andre selskaber, der vil halte efter det, man kan kalde best practice. Selskaber vil i fremtiden blive vurderet ud fra bæredygtighedsanalyser på en måde, som man ikke gør i dag. Alle selskaber bliver nødt til at gøre det, ellers bliver de udkonkurreret, og investorerne trækker deres kapital. Så det er ikke bare et spørgsmål at primære industrier som kul og minedrift skal til at opføre sig ordentligt, men det skal forbrugerne af energi også. Alt skal omstilles.”

Morten Springborg mener ikke, at et skridt som Nestlés - efterfulgt af andre - nødvendigvis fører til højere madpriser.

”Jeg er ret overbevist om, at den direkte energipris ikke kommer til at stige i de kommende år. Allerede i dag er vedvarende energi som sol og vind jo blandt verdens billigste energiformer. Men det kommer til at tage tid, for der er jo mange andre industriprocesser, som i dag er svære at dekarbonisere og det er dyrt. Men jeg tror, at ligesom vi har set med sol og vind, skal man have skala. I takt med at flere og flere gør det, kommer du til at få en omkostningsreduktion også inden for andre industriprocesser - f.eks. også opvarmning og afkøling i industrien, som i dag i høj grad er fossilt baseret. Brint kommer til at spille en stor rolle. I starten til en betydelig merpris, men jeg tror der er grund til at tro, at vi på den anden side af 2030 vil se, at brint begynder at blive konkurrencedygtig.”

I produktion af brint skelner man imellem grøn brint og blå brint. Den grønne produceres ved, at man anvender elektricitet produceret af vedvarende energikilder til elektrolyseprocessen, hvor man spaltes vand i ilt og brint. Den blå brint laves ved, at man spaltes naturgas i CO₂ og brint, og CO₂ opfanges og lagres af et såkaldt CCUS-system. Den opfangede CO₂ anvendes til fremstilling af andre ting som f.eks. plastic, beton eller biobrændsel. Med tiden vil grøn brint blive udbredt, men i første omgang vurderer Morten Springborg, at blå brint bliver løsningen.

”Det er der forskellige holdninger til, men hvis vi skal være i stand til at nå et rundt nul i 2050, så har vi ikke den luksus at vi kan sige nej til denne løsning med brug af CCUS. Det tror jeg bliver megastort og absolut afgørende for, at vi bliver i stand til at nå i mål. Vedvarende energi er ikke nok - vi er nødt til fortsat at anvende fossile brændstoffer. Vi skal bare anvende de bedste og mindst forurenende og håndtere den CO₂, der kommer ud af det med systemer, som sikrer opfangning og lagring. Der er nogle enorme projekter i gang i Norge og UK, men vi mangler i den grad Danmark kommer på banen.”

Morten Springborg understreger, at hele den grønne omstilling kommer til at tage årtier. Derfor mener han heller ikke, at man skal ekskludere industrier som olie og gas, når man har CCS-teknologierne. Også for at undgå at omstillingen bliver for dyr for borgerne og øger uligheden i samfundet.

En anden megatrend, som han fremhæver er halvledere.

”I dag siger man, at data er den nye olie i den mere digitale og mindre materialiserede verden og fremtiden er kunstig intelligens, der trænes på data. Vi har set, at forbrugerøkonomien er blevet digitaliseret og det har virksomheder som Google og Facebook tjent penge på. Det der kommer til at ske i 20’ernes fjerde industrielle revolution er, at virksomhederne kommer til at automatisere og sammenkoble deres forsyningssystemer digitalt, så man tager det menneskelige element ud af ligningen og får maskine-til-maskine kommunikation. Det kommer til at kræve virkelig mange halvledere. Du får de førerløse biler på et tidspunkt, droner og alverdens former for autonom transport. Sundhedssystemet bliver digitaliseret på en måde, vi ikke kan forestille os i dag. Alle niveauer i samfundet vil gennemgå en digitalisering og i bunden af det hele ligger regnekraften, og det er halvlederne. I gamle dage var det stort set kun PC’er, der drev efterspørgslen efter halvledere, senere blev det mobiltelefoner. I fremtiden bliver det stort set alt, der vil indeholde en form for regnekraft.”

Og med halvledere kommer man uvægerligt ind på den teknologiske krig mellem Kina og USA. Amerikanerne sidder solidt på patenterne, der ligger til grund for de mest avancerede halvledere. Taiwan er utrolig vigtig i den sammenhæng, da det er hjemsted for meget kritiske virksomheder i værdikæden, f.eks. TSMC.

”Kineserne ser jo Taiwan som en udbryderrepublik og vil lave en genforening inden 2049. Mens amerikanerne giver landet en sikkerhedspolitisk og militær paraply. Taiwan er det geopolitisk vigtigste i verden de næste mange år frem på baggrund af adgangen til de ledende halvledere, der i høj grad kommer fra Taiwan.”

Indien er et andet kapitel, som Morten Springborg også vil nævne i relation til megatrends. Han vurderer, at landet vil kunne påvirke verden i samme omfang, som Kina har gjort.

”Kina og Indien er måske udviklingsmæssigt forskudt 20 år. I vores analyse når vi frem til, at Indien nok er det vigtigste marked, som den langsigtede investor bør eksponere sig til. Indien har altid været den store lovning for fremtiden, men har aldrig kunnet levere. Men vi mener, at det der er sket de seneste 5-6 år i Indien er fundamentalt afgørende. Det er også her i høj grad et spørgsmål om digitalisering af samfundet på en måde, som måske ovenikøbet har sprunget digitaliseringsniveauer i Vesten over, men også skatteformer, arbejdsmarkedsreformer, infrastrukturudbygning osv. som på sigt vil gøre Indien langt mere konkurrencedygtig og skabe et fundament for betydelig vækst i mellemlandskomstgrupperne og dermed forbrugsøkonomien.”

Regeringen under ledelse af præsident Modi har desuden udtrykt stor interesse for udenlandske investeringer. Desuden har Indien også et stort behov for at udbygge deres egen produktion og samtidig har de et mål om at udbygge forbrugersamfundet.

”Derfor har de også et mål om, at det der skal forbruges i Indien, skal produceres i Indien. Man startede jo med smartphones for nogle år siden, og i dag er Indien nettoeksportør af smartphones, fordi Foxconn og andre har lagt produktionskapacitet i landet,” siger Morten Springborg.

Landbrug

iShares Agribusiness UCITS ETF
First Trust Indxx Global Agriculture ETF
iShares MSCI Global Agriculture Producers ETF
VanEck Vectors Agribusiness ETF

Blockchain

Amplify Transformational Data Sharing ETF
Siren Nasdaq NexGen Economy ETF
Capital Link NextGen Protocol ETF
First Trust Indxx Innovative Transaction & Process ETF

Forbruger

Franklin Disruptive Commerce ETF
iShares Virtual Work and Life Multisector ETF
Direxion Connected Consumer ETF
Global X Education ETF
Global X Millennials Thematic ETF

EM - forbruger

iShares MSCI EM Consumer Growth UCITS ETF
KraneShares CICC China Consumer Leaders Index ETF
Columbia India Consumer ETF

Cybersikkerhed

iShares Digital Security UCITS ETF
Global X Cybersecurity ETF
iShares Cybersecurity and Tech ETF
ETFMG Prime Cyber Security ETF
First Trust NASDAQ Cybersecurity ETF
Simplify Volt Cloud and Cybersecurity Disruption ETF

Miljø

Global X CleanTech ETF
Invesco Cleantech ETF
VanEck Vectors Environmental Services ETF

Mobilitet

iShares Electric Vehicles and Driving Technology UCITS ETF
SPDR S&P Kensho Smart Mobility ETF
Global X Autonomous & Electric Vehicles ETF
KraneShares Electric Vehicles and Future Mobility Index ETF
Capital Link NextGen Vehicles & Technology ETF
SmartETFs Smart Transportation & Technology ETF

Naturlige ressourcer

First Trust Indxx Global Natural Resources Income ETF
VanEck Vectors Natural Resources ETF
SPDR S&P Global Natural Resources ETF
iShares North American Natural Resources ETF
SPDR S&P North American Natural Resources ETF
IQ Global Resources ETF

Atomkraft

North Shore Global Uranium Mining ETF
Global X Uranium ETF
VanEck Vectors Uranium+Nuclear Energy ETF

Teknologi

iShares Digitalisation UCITS ETF
ARK The 3D Printing ETF
ARK Innovation ETF
ARK Next Gen. Internet ETF
ARK Fintech Innovation
iShares S&P 500 Information Technology Sector UCITS ETF
iShares STOXX Europe 600 Technology UCITS ETF (DE)

Robotteknologi og AI

iShares Automation & Robotics UCITS ETF
ARK Autonomous Technology & Robotics ETF
iShares Robotics and Artificial Intelligence Multisector ETF
First Trust Nasdaq Artificial Intelligence and Robotics ETF
ROBO Global Robotics and Automation Index ETF
ROBO Global Artificial Intelligence ETF
TrueShares Technology, AI & Deep Learning ETF
Global X Artificial Intelligence & Technology ETF
Global X Robotics & Artificial Intelligence ETF

Infrastruktur

iShares Global Infrastructure UCITS ETF
KraneShares MSCI One Belt One Road Index ETF
SPDR S&P Kensho Intelligent Structures ETF
First Trust NASDAQ Clean Edge Smart Grid Infrastructure Inde...
Global X U.S. Infrastructure Development ETF
iShares U.S. Infrastructure ETF
FlexShares STOXX Global Broad Infrastructure Index Fund
AGFIQ Global Infrastructure ETF
Legg Mason Global Infrastructure ETF
ProShares DJ Brookfield Global Infrastructure ETF

Vedvarende energi

iShares Global Clean Energy UCITS ETF
Invesco Global Clean Energy ETF
VanEck Vectors Low Carbon Energy ETF
First Trust Global Wind Energy ETF
Global X Renewable Energy Producers ETF
SmartETFs Sustainable Energy II ETF
Blue Horizon BNE ETF
First Trust NASDAQ Clean Edge Green Energy Index Fund
Invesco Solar ETF
First Trust NASDAQ Clean Edge Smart Grid Infrastructure Index Fund

Vand

iShares Global Water UCITS ETF
First Trust Water ETF
Invesco Water Resources ETF
Invesco S&P Global Water Index ETF
Ecofin Global Water ESG Fund
Invesco Global Water ETF

ESG, SRI

iShares MSCI USA ESG Screened UCITS ETF
iShares MSCI Japan ESG Screened UCITS ETF
iShares MSCI World ESG Enhanced UCITS ETF
iShares MSCI USA ESG Enhanced UCITS ETF
iShares MSCI Europe SRI UCITS ETF
iShares MSCI World SRI UCITS ETF
iShares MSCI Europe ESG Screened UCITS ETF
iShares MSCI EMU ESG Screened UCITS ETF
iShares MSCI Europe ESG Enhanced UCITS ETF
iShares MSCI EMU ESG Enhanced UCITS ETF
iShares Refinitiv Inclusion and Diversity UCITS ETF
Think Sustainable World UCITS ETF
KraneShares MSCI China ESG Leaders UCITS ETF

Sundhed

iShares Healthcare Innovation UCITS ETF
iShares Nasdaq US Biotechnology UCITS ETF
ARK Genomics ETF
iShares S&P 500 Health Care Sector UCITS ETF
iShares STOXX Europe 600 Health Care UCITS ETF (DE)
Invesco Nasdaq Biotech UCITS ETF
KraneShares MSCI All China Health Care Index UCITS ETF
iShares Ageing Population UCITS ETF | AGED - BlackRock

Klimaforandringer

Deka MSCI Europe Climate Change ESG UCITS ETF
JPMorgan Carbon Transition Global Equity UCITS ETF USD (acc)
Strategy of Amundi Index MSCI Global Climate Change UCITS ETF DR EUR (C)
Lyxor S&P Global Developed Paris-Aligned Climate (EU PAB) (DR) UCITS ETF - Acc
Strategy of HANetf iClima Global Decarbonisation Enablers UCITS ETF

Metaller giver mere spredning i porteføljen

Metaller har forskellige korrelationer med aktier og obligationer, som gør dem til interessante alternativer, men man skal se sig godt for.

Vi er i en fase med økonomisk afmatning. I det ekstremt lave rentemiljø giver obligationer som helhed ikke interessante afkast. Også High Yield-obligationer, klassen af obligationer med den laveste kreditrating men derfor også højere renter, har nået niveauer, som man kan brænde fingrene på i en økonomisk nedtur. Som Warren Buffett engang har sagt: Når tidevandet går ud, ser man hvem, der svømmer nøgne.

Vi ved ikke, hvor slem nedturen bliver, men aktiemarkedet er som helhed ikke billigt, og bullmarkedet er efter al sandsynlighed slut for denne gang. Det burde det være. Normalt ville aktiemarkedet i en situation som denne med tydelige tegn på afmatning og meget politisk usikkerhed ikke sætte rekorder men begynde at sive. At det ikke er sket endnu, hænger sammen med det ekstreme rentemiljø. Hvis ikke aktier, hvad skal man så sætte penge i?

Men man kommer ikke udenom, at der altid er en risiko for uforudsete begivenheder og dominoeffekter - f.eks. udløst af et brandudsalg i High Yield-obligationer. Derfor er det tilrådeligt at være mere selektiv i investeringerne, finde alternativer og prøve at anlægge en mere defensiv stil. Her kan metaller være et interessant element.

Ædelmetaller og industrimetaller

Overordnet set afhænger den fysiske efterspørgsel efter metallerne af den økonomiske vækst, men dertil kommer interessen fra investorerne, som traditionelt afhænger af renteutvikling, valutaudvikling (især USD) og inflationsniveauet. Guld, sølv, platin og palladium er de vigtigste ædelmetaller, som alle kan anvendes til smykker men også teknisk brug. Fælles for ædelmetallerne er, at de findes i begrænsede mængder.

Guld adskiller sig fra de øvrige ædelmetaller, idet det i århundreder har været anvendt som betalingsmiddel, kapitalbevarelse og til smykker. Guld anvendes også i visse industrielle sammenhænge men i meget mindre grad end de øvrige ædelmetaller.

Sølv har også i vidt omfang været anvendt som betalingsmiddel og smykker. Smykker spiller stadig en stor rolle, men sølv har også en lang række tekniske anvendelser.

Palladium, ifølge Forbes 30 gange mere sjældent end guld og med egenskaber som platin og mange tekniske anvendelser. Langt de største reserver findes i Sydafrika, men også Rusland, Ontario og Montana har en del. Metallet produceres generelt som et biprodukt i udvinding af kobber og nikkel men findes også i forbindelse med bl.a. platin. Ifølge New York Times anvendes over 80 pct. af palladium i bilers katalysatorer til at konvertere 90 pct. af kulbrinte, CO og nitrogendioxid til mindre skadeligt kvælstof, CO₂ og vanddamp. Palladium strækker langt - kun 2 gram anvendes i en Toyota Prius.

Platin er i familie med palladium - et metal med en exceptionel modstand mod korrosion og er ifølge APMEX 16 gange mere sjældent end guld. Metallet har talrige tekniske anvendelser og anvendes som palladium også til at konvertere kulbrinte, CO og nitrogendioxid. Sydafrika estimeres at have 80 pct. af verdens kendte reserver.

Aluminium, kobber, nikkel, zink, bly, jernmalm og tin er de mest kendte industrielle metaller, også kaldet basemetaller. Deres primære anvendelse er i cykliske industrier, såsom bilindustrien,

flyindustrien og byggesektoren. Det er altså metaller, der er tæt korrelerede med den økonomiske udvikling. Kina er den største forbruger af industrimetaller, så den økonomiske udvikling i landet mod øst spiller en væsentlig rolle for prisudviklingen.

Hvorfor investere i metaller?

Det er altid vigtigt at sprede risikoen i porteføljen, og her kan ædelmetallerne give en interessant spredning, idet de har forskellige korrelationer med aktier og obligationer.

Tabel 1: Udvalgte metaller korrelation med aktier og obligationer

	Guld	Sølv	Platin	Palladium	Kobber	US obligationer	High Yield obligationer	EM obligationer	S&P 500	DAX	MSCI World
Guld		0,93	0,76	0,34	-0,69	0,9	0,05	0,6	-0,06	-0,3	-0,25
Sølv	0,93		0,91	0,42	-0,62	0,84	0,17	0,58	0,06	-0,15	-0,13
Platin	0,76	0,91		0,5	-0,4	0,62	0,38	0,54	0,33	0,12	0,17
Palladium	0,34	0,42	0,5		-0,04	0,19	0,43	0,03	0,56	0,66	0,52
Kobber	-0,69	-0,62	-0,4	-0,04		-0,85	0,34	-0,23	0,51	0,58	0,65
US obligationer	0,9	0,84	0,62	0,19	-0,85		-0,14	0,46	-0,36	-0,49	-0,53
High Yield obligationer	0,05	0,17	0,38	0,43	0,34	-0,14		0,36	0,73	0,67	0,72
EM obligationer	0,6	0,58	0,54	0,03	-0,23	0,46	0,36		0,24	-0,12	0,09
S&P 500	-0,06	0,06	0,33	0,56	0,51	-0,36	0,73	0,24		0,82	0,97
DAX	-0,3	-0,15	0,12	0,66	0,58	-0,49	0,67	-0,12	0,82		0,9
MSCI World	-0,25	-0,13	0,17	0,52	0,65	-0,53	0,72	0,09	0,97	0,9	

Kilde: Saxo Bank, 25. oktober 2019.

Sådan læser du tabellen:

Tabellen viser korrelationer mellem forskellige aktivklasser. Korrelation er en statistisk beregning, der svinger mellem -1 og 1. Hvis korrelationen fx er -1, fortæller det, at aktivklasserne bevæger sig helt modsat hinanden. Er tallet 0, er de uafhængige størrelser. Og er tallet 1, så følges de ad i takt. Hvis du f.eks. er interesseret i at investere i et metal, der bevæger sig mindst muligt som aktiemarkedet, så er det guld, der springer mest i øjnene. Gulds korrelation med hhv. S&P 500 (USA), DAX (Tyskland) og MSCI World (Verdensindekset for aktier), er hhv. -0,06; -0,3; -0,25. Guld er altså interessant at beskytte aktieporteføljen med. Bemærk også, at guld har en høj positiv korrelation med amerikanske obligationer. Når kursen stiger på amerikanske obligationer, så betyder det, at renten falder, og det indikerer faldende økonomisk aktivitet. Det er godt for guldprisen - aktierne lider, når økonomien falder, og det øger efterspørgslen på guld. Bemærk også, at sølv har lav korrelation med aktier. Platin er også interessant, hvilket fortæller, at det er så vigtigt et metal i industrielle sammenhænge, at efterspørgslen er relativt upåvirket af den økonomiske udvikling. Palladium er mere følsom over for konjunkturcyklen - nogenlunde på niveau med industrimetallet kobber ifølge disse tal, men det kan ændre sig. Bilindustriens fokus på miljøvenlige biler gør palladium uundværligt.

”Generelt viser guld ikke overraskende en rimelig korrelation til amerikanske statsobligationer, mens det har en tendens til at gøre det modsatte af aktierne. Netop dens modsatte korrelation til aktier er en af grundene til, at porteføljeforvaltere ser på guld som en risikospreder,” siger Ole S. Hansen, chef for råvarer i Saxo Bank.

Guld har den vigtigste defensive kvalitet blandt ædelmetallerne, og det hænger sammen med, hvor stor en del af efterspørgslen, som er konjunkturafhængig. Af tabel 2 fremgår det, at guld har den mindste efterspørgsel fra industrien.

Tabel 2: Procent af efterspørgslen i industriel fabrikation

Guld	10 pct.
Sølv	57 pct.
Platin	62 pct.
Palladium	94 pct.

Kilde: Saxo Bank, WisdomTree, Refinitiv. Johnson Matthey, gennemsnit 2009-2018.

Bemærk risikoen

Før man begiver sig ud i at investere i metaller, skal man være klar over risikoen. Som tabel 3 viser, er der historisk set større udsving i metaller end i aktier i udviklede markeder. Risikoen skal sættes i forhold til det forventede afkast og den spredningsmæssige fordel for porteføljen. Husk også, at direkte investering i metaller ikke giver hverken en rente (som obligationer) eller et udbytte (som aktier).

Tabel 3: Metaller er risikable

	Årlig Standardafvigelse	Årligt Afkast (2020-2029)
Stats- og realkreditobligationer	3,10%	0,30%
Investment grade obligationer	4,20%	1,60%
High-yield obligationer	6,50%	3,30%
Emerging markets statsobligationer	8,40%	4,40%
Globale aktier (developed markets)	11,00%	5,50%
Emerging markets aktier	28,40%	9,50%
Private equity	23,90%	8,70%
Infrastruktur	10,60%	5,40%
Ejendomme	11,20%	5,60%
Hedgefonde	8,90%	4,60%

		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2030
Aluminium	11,96%	-1,68%	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%	11,80%
Kobber	15,15%	2,33%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%	6,69%
Jernmalm	34,52%	-11,82%	-1,49%	-1,49%	-1,49%	-1,49%	-1,49%	-7,21%
Bly	15,02%	-1,02%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	3,77%
Nikkel	23,93%	4,53%	1,99%	1,99%	1,99%	1,99%	1,99%	10,36%
Tin	14,42%	0,37%	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%	10,46%
Zink	19,33%	-4,67%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	1,02%
Guld	10,71%	5,76%	-1,22%	-1,22%	-1,22%	-1,22%	-1,22%	-5,96%
Sølv	16,53%	4,94%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Platin	15,86%	3,49%	3,86%	3,86%	3,86%	3,86%	3,86%	20,86%

Note: Standardafvigelse for seneste 5 år beregnet på baggrund af data fra Verdensbanken. Prognoser er fra *Commodity Markets Outlook*, oktober 2019, Verdensbanken. Det skal bemærkes, at disse standardafvigelser kan svinge meget fra år til år. Tallene for de øvrige aktivklasser er samfundsforudsætningerne for pensionsbranchen i 2020-2029, beregnet af professor Jesper Rangvid m.fl. i Rådet for Pensionsprognoser.

Hvordan investerer private investorer i metaller?

”For en privat investor er den bedste og nemmeste tilgang til investering i metaller via ETF'er rettet mod ædelmetaller. Industrimetallerne handles primært som futures, som kræver en anden tilgang til risikostyring, da det er gearede produkter. Ud fra et spredningssynspunkt giver det mening at fokusere på ædelmetaller, da industrimetaller følger den økonomiske udvikling, og derfor har tendens til at følge aktier, som burde stige og falde med den økonomiske udvikling,” siger Ole Hansen.

Der findes ganske vist også nogle få ETF'er på visse industrimetaller, men likviditeten er meget lav, og derfor er det ikke tilrådeligt at gå den vej. Til gengæld kan man overveje at købe ETF'er på et metalindeks.

En anden mulighed er at købe aktier i selskaber, som arbejder med udvinding af metaller. Her kan det være en god idé at anvende ETF'er, mener Ole Hansen, idet man så får en kurv af selskaber og spreder risikoen. Som eksempel nævner han VanEck Vectors Gold Miners ETF (GDX), der giver spredning på en række forskellige selskaber, der er involveret i guldmineindustrien.

Hvis man vil forsøge sig på andet end ædelmetaller og ikke har mod på futures, kan man forsøge sig med selskaber, der er mere indirekte eksponeret mod industrielle metaller. FLSchmidt er et eksempel på et sådant selskab. Selskabet er en af verdens førende cementkoncerner og leverer maskineri, knowhow og service til cementindustrien og leverer samtidig også udstyr og service til mineindustrien.

”Verden har et massivt behov for infrastruktur og byggeri i mange lande - ikke mindst i udviklingsøkonomier. Nye bygninger kræver elektricitet og det betyder efterspørgsel efter kobber.

En anden faktor, der på længere sigt er med til at øge efterspørgslen efter kobber, er den stigende fokus på elbiler, som verdens store bilfabrikanter er i fuld gang med at indrette produktionen efter,” siger Mikkel Emil Jensen, aktieanalytiker i Sydbank.

I en normal bil er der gennemsnitligt 23 kg kobber, men ifølge International Copper Association (ICA) er der i en elbil 40-83 kg kobber. Dertil kommer, at der efter ICA's estimater bliver brug for over 40 millioner flere ladestationer frem mod 2027. Mikkel Emil Jensen peger også på, at mineselskaber er i en god position til at imødekomme stigende efterspørgsel.

”Før krisen var der i kobbermineindustrien forventninger om vækst, der fortsatte op i himlen. Det brændte de fingre på, og de har brugt de mellemliggende år til at afvikle gæld og skabe frirum til nye investeringer,” siger aktieanalytikeren, som tror, at der også i den økonomiske afmatning vil være stigende efterspørgsel efter kobber, drevet af de stærke trends i byggeri, infrastruktur og elbiler.

Forventninger

I *Commodity Markets Outlook* udsendt d. 29. oktober 2019 forventer Verdensbanken ikke de store udsving i metalpriserne (se tabel 3). Kobber, nikkel og tin ventes lidt højere i 2020; zink, bly og aluminium ligger lidt lavere, mens jernmalm spås et fald på næsten 12 pct. I rapporten argumenteres, at industrimetaller som helhed vil falde 1,4 pct. i 2020 som følge af en afmatning i den industrielle efterspørgsel, og dette estimat er ”tilted to the downside”, herunder muligheden for en global nedtur, der bliver værre end ventet.

Umiddelbart mere interessant er det at se på prognoserne for ædelmetallerne. Frem mod 2030 ventes den største prisstigning i platin. Både guld og sølv ventes at ligge højere i 2020 end i år, men derefter ventes stilstand i sølv og en jævnt faldende tendens i guld. Hvad kan man bruge sådan en prognose til?

Næppe særlig meget. Hvad sølv og især guld angår, er der formentlig politiske hensyn inde i billedet. Investorerne søger over i guld, når det går ned i økonomien, og der er generel usikkerhed om mange ting - som f.eks. Brexit, handelskrig, euroens fremtid, præsidentvalg i USA osv. Hvis Verdensbanken prognosticerede, at guld i løbet af få år ville nærme sig den tidligere top på godt 1900 USD per ounce, ville det blive tolket som et signal om, at Verdensbanken forudså en dyb økonomisk krise. Det signal ønsker organisationen naturligvis ikke at sende på et tidspunkt, hvor det traditionelle pengepolitiske krudt er brugt på forhånd mange steder, og der reelt kun er finanspolitikken tilbage, hvis afmatningen begynder at blive slem. I stedet har Verdensbanken valgt en sivende tendens efter en mindre stigning i 2020. Det skal nok gå alt sammen, siger den kloge institution.

Bemærk en anden tendens i prognoserne. Man har åbenbart ikke anvendt kunstig intelligens, kvantecomputere eller raketvidenskab til at beregne prognoserne. Umiddelbart lægger man ikke mærke til det, da tallene er opgivet som nominelle dollarpriser. Men når man regner det om til procent, bliver det tydeligt.

Man har brugt en lineal. Metalpriserne vil åbenbart være så venlige at falde eller stige med stabile procentsatser gennem årene. Og det i en globaliseret verdensøkonomi, der er så kompleks og fyldt med uigennemskuelige interaktioner, feedback loops og kaskadeeffekter, at de traditionelle økonomiske modeller ikke virker længere.

Med andre ord: Verdensbanken har reelt ikke nogen anelse om, hvor råvarepriserne er på vej hen. Og det er der ikke mange, der har. Der er ikke mange banker, der forsøger sig med prognoser på

råvaremarkederne, slet ikke i Danmark. I Saxo Bank, der ellers har en betydelig råvarehandel, laver man heller ikke langsigtede prognoser.

”Det er der en grund til. Råvaremarkedet er uhyre komplekst, der er mange løse dele, der bevæger sig. Man kan ikke lave fremtidige beregninger af et cash flow, som man kan i prisfastsættelse af en børsnoteret virksomhed. På efterspørgsels- og udbudssiden er det økonomisk bestemt, men der er mange andre forhold såsom produktionsbegrænsninger, klima, geopolitik, spekulative interesser, teknologisk udvikling osv. Vi fokuserer derfor primært på de metaller, som kunderne udtrykker interesse for, og det er først og fremmest guld,” siger Ole Hansen, der forventer, at sølv, guld og platin bliver interessante i det kommende år.

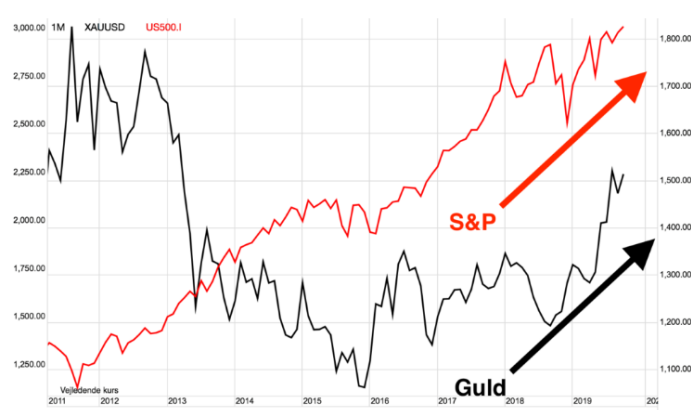
Han har stor forventning til guld i de nærmeste år og tror, at guld på et tidspunkt vil gå over 2000 USD per ounce. Ole Hansen mener, at guld - mindre volatil end sølv - formentlig er det mest interessante for private investorer.

”Hvis du er opsparer med en blandet portefølje, så kan guld være med til at sikre din portefølje den dag, det ikke længere går godt på aktiemarkedet. Guld er med til at reducere volatiliteten i din portefølje.”

Peter Ahrendt, stifter og råvareanalytiker i minAGRO, påpeger, at der også er noget bemærkelsesværdigt ved guldprisens opførsel de senere år, især i 2019.

”Historisk set plejer guld at gå modsat af aktierne. Når aktiemarkedet går op, falder guldprisen og omvendt - når aktiemarkedet går ned, eller der er uro på aktiemarkedet og forventning om en afmatning, så stiger guldprisen. Nu er vi i en situation, hvor det står klart, at der er en global økonomisk afmatning i gang, men alligevel så sætter det amerikanske aktiemarked rekord samtidig med, at guldprisen er steget markant. For mig at se er det et klart advarselssignal, og jeg vil mane til forsigtighed med fortsatte investeringer i aktier. Investorerne er nervøse for fremtiden,” siger Peter Ahrendt.

Månedsgraf Guld vs. S&P500



Kilde: minAGRO, oktober 2019.

Guld, centralbanker og monetær reform

Afløseren for guldstandarden, der blev opgivet i 30'erne, var Bretton Woods-aftalen i 1944 - ikke med et link til guld direkte men til dollaren, som refererede til guld. Aftalen holdt indtil 1971. Dollaren er siden fastholdt som verdens reservevaluta men uden guld som referencepunkt, hvilket reelt har betydet, at centralbankerne kan trykke penge, som de vil (størstedelen af pengemængden skabes dog i realiteten af bankerne digitalt i *deposit*

money creation), og det er en væsentlig forklaring på den løbske vækst i kreditgivning, som er set siden dengang.

I kølvandet på finanskrisen blev muligheden for en global monetær reform debatteret. I 2010 luftede Robert Zoellick, daværende præsident for Verdensbanken, tanken om, at man burde overveje et nyt system baseret på dollar, euro, yen, pund og yuan – og med guld som et referencepunkt. Daværende præsident i Frankrig, Sarkozy, og folk som Mervyn King, dengang chef i Bank of England, Zhou Xiaochuan, chef for Peoples Bank of China og organisationer som IMF talte også åbent om muligheden for en monetær reform baseret på noget lignende, evt. baseret på IMF's Special Drawing Rights (SDR). Den daværende tyske finansminister, Wolfgang Schäuble, var på samme tidspunkt stærk kritiker af Federal Reserves QE.

Debatten er siden dukket op engang imellem, men det er uvist, om det fører til nogen ændringer. Hvis man indførte noget igen, der minder om guldstandarden, vil det være slut med QE, deflationære tendenser kan blive forstærket og pengepolitikken bliver hæmmet - hvilket betyder, at vækst og arbejdsmarked vil blive hårdere ramt af økonomiske nedture.

Ikke desto skal det bemærkes, at centralbanker i 2018 købte guld i et omfang ikke set større i noget enkeltår siden 1967. Største køber var Rusland, men også Tyrkiet, Kazakstan, Indien, Ungarn og Polen var på banen. Lignende store opkøb sås i 2011 og 2012, dengang med Kina blandt de største købere.

Muligvis har det ikke nogen betydning, men iagttagere påpeger, at det kan indikere en stigende mistillid til USA og et ønske i en række centralbanker om at mindske eksponeringen til amerikanske statsobligationer. Det er også den officielle holdning i Rusland, der har solgt størstedelen af sin beholdning af amerikanske statsobligationer.

Investeringer i godt vejr

Insurance Linked Securities (ILS), der er ukorreleret med andre aktivklasser, giver historisk set et bedre afkast end Investment Grade obligationer til en lavere risiko. Ulempen er, når orkaner, naturbrande, oversvømmelser m.v. giver så store skader, at det overstiger forsikringspræmierne. Det imødegår efterfølgende af højere forsikringspræmier, så tålmodighed er som altid en dyd.

Alle taler om vejret, men ingen gør noget ved det, sagde Storm P. Det havde han ret i dengang. Siden har det vist sig, at alle rent faktisk bidrager til at gøre noget ved vejret - men på den ufede måde i form af global opvarmning.

Et hav af videnskabelige undersøgelser har efterhånden slået fast, at den globale gennemsnitstemperatur er stigende, og det skyldes for størstedelens vedkommende menneskets udledning af drivhusgasser. En højere global temperatur påvirker vejret og skaber bl.a. flere ekstreme vejr situationer.

En stor undersøgelse af European Academies' Science Advisory Council påviste i 2018, at ekstreme vejr situationer er blevet langt mere hyppige siden 1980. Antallet af oversvømmelser og andre hydrologiske hændelser er firdoblet. Mens situationer med ekstreme temperaturer, tørker, naturbrande og storme er fordoblet. Om det kan direkte relateres til global opvarmning, er ikke muligt at bevise, men udviklingen er i overensstemmelse med den generelt accepterede videnskabelige forståelse og modellering af global opvarmnings forventede effekter. Men til trods for de senere års store politiske og offentlige fokus på emnet, så går det for langsomt med at imødegå problemet, og derfor har vi med stor sandsynlighed mere ekstremt vejr i vente. Selv hvis al global CO2-udledning stoppede i dag, ville opvarmningen fortsætte mange år endnu.

Forsikring mod naturkatastrofer

Mere ekstremt eller ej - man kan investere i vejret. Det handler om Insurance Linked Securities (ILS), som går ud på, at investorerne modtager forsikringspræmier fra forsikringstagere, der har sikret sig mod ekstreme vejsituationer som orkaner, oversvømmelser, tørke og naturbrande. Også jordskælv indgår i aktivklassen.

For forsikringsselskaberne er det en alternativ løsning til genforsikring, hvilket Warren Buffett i øvrigt har tjent mange penge på. Genforsikring er de tilfælde, hvor forsikringsselskaber ikke kan påtage sig mere risiko, men må sende den videre til et andet forsikringsselskab. Det gør man også med ILS - her er det så blot investorerne, der påtager sig risikoen for, at de modtagne forsikringspræmier, i praksis kuponrenter, en gang imellem ikke er tilstrækkeligt store til at dække erstatningerne i tilfælde af ekstreme begivenheder med store skader til følge. Hvilket kan afstedkomme tab af hele eller dele af hovedstolen.

Udfordringerne med at udstede forsikringer er, at man estimerer risikoen og størrelsen af forsikringspræmierne korrekt. Med f.eks. husforsikringer og bilforsikringer har man masser af historiske data og derfor gode muligheder for at lave et ret præcist forhold mellem de to størrelser. Med naturkatastrofer er det en langt vanskeligere opgave, da de ikke kommer i et forudsigeligt mønster. Sandsynligheden for begivenhederne er lav, men når de opstår, kan skaderne og dermed forsikringsudbetalingerne til gengæld blive meget store.

ILS er en relativt ny aktivklasse, der opstod i 1990'erne i kølvandet på begivenheder som orkanen Andrew i 1992 og Northridge jordskælv i Los Angeles-regionen i 1994. Siden har aktivklassen taget ekstra fart - ikke mindst efter orkanen Katrina i 2005, der førte til skader på over 80 mia. dollars.

Det totale marked for ILS estimeres at være omkring 100 mia. dollars. Heraf udgør Catastrophe Bonds (CAT bonds) en tredjedel. CAT bonds kan handles på sekundære markeder og repræsenterer derfor den likvide del af ILS. Den anden del består af mere illikvide instrumenter i form af direkte genforsikringskontrakter mellem en ILS manager og et forsikringsselskab.

Hvad er en CAT bond?

CAT bonds er i kategorien erhvervsobligationer, og udstederen af en CAT obligation er typisk et forsikringsselskab. Et eksempel på en CAT bond investering kan være en investor, der betaler 1 mio. dollars for til gengæld at få en årlig kuponrente på f.eks. 5 procentpoint over den risikofrie statsrente (i praksis en risiko-/forsikringspræmie og en pengemarkedsrente) over en periode på typisk 1-4 år. Hvis der forekommer skadesudbetalinger undervejs, så tages pengene - alt efter hvordan CAT obligationen rent teknisk er skruet sammen - fra kuponrenterne og/eller hovedstolen til at betale forsikringstagerne. Kilde: Schroders.

For 10 år siden var ILS markedet langt mindre, 20-25 mia. dollars, og CAT bonds udgjorde en forholdsmeæssigt større andel end i dag. Siden dengang har både investorer og potentielle udstedere af ILS instrumenter vænnet sig mere til aktivklassen. Verdensbanken tilbyder f.eks. i dag et CAT bond program som en del af støtten til regeringer i udviklingsøkonomier med henblik på at styre risiko fra naturkatastrofer. I lavrentemiljøet har ILS også fået større opmærksomhed fra institutionelle investorer, der leder efter interessante alternativer.

Marie, Marie, Marolle...

Enhver investering er forbundet med en risiko. Uforudsete begivenheder, nye innovationer, nye konkurrenter, ændrede forbrugsmønstre osv. er eksempler på eksterne trusler, der kan ændre billedet markant for en investerings afkast. I de fleste tilfælde har man dog mulighed for at have et

rimeligt opdateret risikobillede baseret på historiske data, konkurrentinformationer, trends, teknologisk udvikling osv.

Men med ILS har man bogstaveligt talt et risikobillede, der kan ændre sig som lyn fra en klar himmel. Udfordringerne med klimarelaterede fænomener er bl.a. historiske data, der kun rækker 150 år tilbage - suppleret med iskerner og geologiske studier, der fortæller noget, der rækker millioner af år tilbage, men er mindre gennemskuelige end meteorologiske målinger. Men global opvarmning er kun en del af problematikken med at estimere risici på naturkatastrofer. Jordens vejr- og klimasystemer er uhyre komplekse - et dynamisk samspil af naturlige fænomener og svært gennemskuelige feedback loops og interaktioner. Alt i alt et område, som kræver ekspertviden, hvis man skal forsøge at give et realistisk bud på forsikringspræmierne.

Hos LGT Capital Partners, der arbejder med forvaltning af formuen for fyrstefamilien i Liechtenstein og institutionelle investorer, er ILS en del af produktudvalget, som tilbydes til kunderne. Men hvordan estimerer man risikoen på noget, som man kun har begrænset historik på?

"Katastrofe risikomodeller baserer sig ikke kun på historiske data alene - dvs. faktiske begivenheder i fortiden - men på et langt større datasæt af hypotetiske (stokastiske) begivenheder, der simuleres ved at ændre forskellige parametre inden for fysisk sandsynlige grænser. Dette kombineres med informationer på de forsikrede værdier af bygningers placering, finansielle værdier osv. Leverandører af naturkatastrofe modeller som AIR og RMS tager også højde for kortsigtede miljømæssige ændringer såsom overfladetemperaturen i havet eller antallet af storme," siger Siti Dawson, der er produktspecialist hos LGT, som har en afdeling, der udelukkende beskæftiger sig med naturkatastrofer og risikovurderinger heraf.

Jordskælv er et kapitel for sig selv. Visse geografiske områder ligger, hvor store tektoniske plader i undergrunden grænser op til hinanden og spændingerne herimellem skaber jordskælv fra tid til anden. Californien og den nordvestlige del af USA ud mod Stillehavet er sådanne områder med potentiale til at udløse skader for milliarder af dollars, påpeger Siti Dawson. Når der skal tegnes et risikobillede af jordskælv i disse områder, skeler man til to store tidligere jordskælv.

"Man har i ILS industrien to standard stress tests - San Francisco jordskælv i 1906 og Cascadia jordskælv i 1700. Hvis disse jordskælv fandt sted igen i dag, ville de forsikrede skader være mere end hhv. 90 mia. dollars og 69 mia. dollars, og en betydelig del af disse beløb ville blive båret af genforsikringsmarkedet og ILS markedet," siger Siti Dawson.

Tabel 1

Nøglemarkeder for forsikring mod naturkatastrofer

Canada	USA	Europa	Japan	Australien/New Zealand
Windstorms	Hurricanes	Vinterstorme	Jordskælv	Cykloner
Jordskælv	Jordskælv	Oversvømmelser	Tyfoner	Jordskælv
Naturbrande	Naturbrande Tornadoer	Jordskælv	Oversvømmelser	Naturbrande

Kilde: LGT Capital Partners 2019

Forsikring mod naturkatastrofer tegnes over hele kloden, men det største marked er det amerikanske, der ofte rammes af ødelæggende orkaner især i den sydøstlige del omkring Florida, mens der i Californien og Midtvesten er en stor risiko for jordskælv. Japan og Europa er også interessante områder og på længere sigt vil også Kina blive et stort marked for ILS, vurderer Siti Dawson. Hun forventer, at ILS-markedet som helhed vil vokse i takt med flere ekstreme

vejsituationer og institutionelle investorers jagt på alternativer til erstatning for traditionelle obligationer.

Risiko og likviditet

Lavrentemiljøet er udfordrende for pensionskasserne. Alternative investeringer fylder derfor væsentlig mere i porteføljerne i dag, og for nogle pensionskasser er ILS en relevant aktivklasse. Dog i begrænset omfang i Danmark for tiden.

PKA har brændt fingrene på ILS, da de lod sig friste af et højt afkast (og risiko) hos forvalteren CATCo, men kom derved også til at bøde mest, da det gik galt. Danske pensionskasser holder sig i dag fra aktivklassen, og PFA (Europas 10. største) og Industriens Pension oplyser eksempelvis, at man ingen planer har om at investere i ILS.

Men det er institutionelle investorer, som ILS egner sig bedst til. De har en meget langsigtet tidshorisont, og det er nødvendigt, hvis man giver sig i kast med aktivklassen, da der kan være perioder, hvor naturkatastrofer pludselig kommer i langt større omfang end normalt. 2017 var et eksempel.

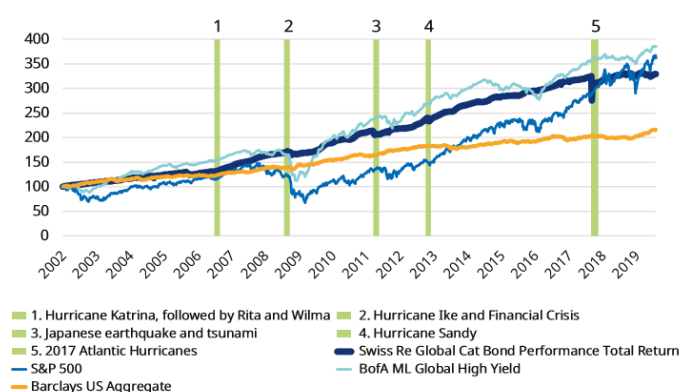
”Det største slag mod CAT bond markedet til dato var ”HIM” hurricane serien (Harvey, Irma, Maria) i tredje kvartal af 2017. Usikkerheden omkring omfanget af skaderne, især fra Irma, fik Swiss Re Cat Bond Index til at falde med mere end 6 pct. på blot en måned. Indekset kom sig dog relativt hurtigt, da det stod klart, hvilke CAT bonds, der blev ramt, og sluttede faktisk året med et lille plus. Men det er vigtigt med CAT bonds og andre ILS instrumenter at se på modellerede stress test scenarier snarere end historisk performance for at nå den sande tabsrisiko for en specifik ILS portefølje,” siger Siti Dawson.

2017 var dog ikke det eneste år i det forgangne årti med store naturkatastrofer. Aon, et britisk forsikringsselskab, udgav i januar 2020 en rapport, der så tilbage på årtiet som det dyreste hidtil. Økonomiske skader forårsaget af naturkatastrofer beløb sig til 2.980 mia. dollars - 1.190 mia. dollars mere end 2000-2009. Steve Bowen, direktør og meteorolog på Aon's Impact Forecasting team kommenterede, at den måske største lære fra årtiet var, at tidligere ”sekundære” katastrofer som naturbrande, oversvømmelser og tørke er blevet dyrere og mere omfangsrige.

Ingen korrelation med andre aktivklasser

Fra investors side er det naturlige spørgsmål selvfølgelig, om det kan betale sig at investere i en aktivklasse som ILS, der adskiller sig væsentligt fra de traditionelle aktivklasser. Umiddelbart synes svaret at være ja. CAT bonds, udtrykt ved Swiss Re Global Cat Bond TR index, har ifølge Schroders siden 2002 leveret et årligt afkast lidt lavere end High Yield (HY) obligationer og S&P 500, men højere end hedgefonde, råvarer og Investment Grade (IG) obligationer - ovenikøbet til en risiko omkring det halve af IG obligationer.

Figure 5: Asset class total returns since 2002



Source: Bloomberg, Swiss Re, chart updated monthly: Swiss Re Global Cat Bond TR index, S&P 500, BofA Merrill Lynch Global High Yield Index and Barclays US Aggregate, as of July 31, 2019. Past performance is no guarantee of future results. Investors cannot invest directly in any index.

”Selv om korrelationen med andre aktivklasser er lav, så vil der i perioder med stress i de finansielle markeder kunne komme et pres på aktivklassen. Hvis andre aktivklasser kommer under pres, kan det af likviditetsmæssige hensyn m.v. føre til, at investorer er tvunget til at sælge fra i ILS-positioner. Vi så det især i forbindelse med finanskrisen, hvor CAT bonds i fjerde kvartal af 2008 - i lighed med andre aktivklasser - blev solgt fra for at kunne imødekomme likviditetskrav,” siger Siti Dawson.

Man skal altså ikke fristes til at tro, at CAT bonds altid er en sikker havn i en global portefølje af mange aktivklasser. Men som en analyse fra 2019 af tre forskere på universiteter i Hamburg og Merleburg viser, så giver det dog en god spredningsgevinst også i en periode med nedtur på markederne. Finanskrisens effekt på CAT bonds afkast var relativt lille sammenlignet med aktier og obligationer var relativt lille, skriver de tre forskere.

Ingen kender dog fremtiden. Hvis det f.eks. viser sig, at mere ekstremt vejr forekommer hyppigere, vil det påvirke afkastmulighederne for ILS. Man kan risikere, at investorerne bliver skræmte og flygter fra aktivklassen, hvis flere år i træk forekommer med store naturkatastrofer, hvilket vil påvirke værdien af obligationerne. Men det interessante er her, at aktivklassen er selvregulerende. Flere naturkatastrofer betyder, at forsikringspræmierne stiger, og på længere sigt er det med til at sikre det relativt høje afkast.

”Man kan sammenligne det med floating rate obligationer, som f.eks. de obligationer, der ligger bag rentetilpasningslån. Hvis renteniveauet stiger, så er det de lange obligationer, der bliver ramt mest på kursen - ikke dem, hvor renten kun er fastsat for en kort periode ad gangen,” siger Poul Ahlmann, Senior Client Director hos Schroders.

Tabel 2

Historiske afkast og risikomål for aktivklasser 2002-2019

	Cat bonds	Aktier	IG obligationer	Hedgefonde	Råvarer	HY obligationer
Årlige afkast (USD)	7,1%	7,7%	5,5%	1,6%	5,8%	8,0%
Årlig volatilitet	3,0%	14,0%	5,9%	4,5%	22,3%	9,7%
Positive måneder	91,0%	67,0%	69,0%	64,0%	59,0%	69,0%
Værste måned	-6,3%	-16,8%	-14,9%	-9,9%	-27,8%	-17,3%
Tidspunkt for værste måned	Sep. 2017	Okt. 2008	Okt. 2008	Okt. 2008	Okt. 2008	Okt. 2008

Kilde: Schroders, Bloomberg, Swiss Re. Data fra jan. 2002-juli 2019. Cat Bonds: Swiss Re Global Cat Bond Performance Total Return Index. Aktier: S&P 500 (USA). IG obligationer: JP Morgan IG Corporate Total Return Index. Råvarer: S&P Goldman Sachs Commodity Index. Hedgefonde: HFRX Equally Weighted Index. HY obligationer: BoA Merrill Lynch Global HY Index. Volatilitet beregnet som standardafvigelse.

Men det mest interessante ved aktivklassen er stabiliteten, den lave risiko og den manglende korrelation til andre aktivklasser.

Forekomsten af naturkatastrofer har intet at gøre med den økonomiske cyklus eller udviklingen i andre aktivklasser, så indføjelser af ILS i porteføljen er et stabiliserende element, der mindsker den samlede risiko.

Det betyder dog ikke, at ILS er helt upåvirket af økonomisk og finansiell udvikling.

Det er værd at bemærke til tabel 2, at den værste måned for ILS, var den værste nogensinde, men alligevel blev tabet kun på godt 6 pct. Også på de øvrige parametre tager ILS sig godt ud og tegner billedet af en stabil aktivklasse med lav risiko.

Tabel 3

Korrelationer med andre aktivklasser

	Cat bonds	Glob. aktier	US obl.	Global HY	Råvarer	EMD
Cat bonds	1					
Globale aktier (udviklede lande)	0,18	1				
US obligationer	0,18	0,27	1			
Globale HY obligationer	0,24	0,78	0,27	1		
Råvarer	0,14	0,57	0,02	0,5	1	
Emerging Markets obligationer (EMD)	0,2	0,64	0,6	0,82	0,42	1

Kilde: Schrodgers, Bloomberg, Datastream, 30. juni 2019.

Hvordan investerer man i ILS?

Man kan ikke investere direkte i Swiss Re's CAT bond indeks. Institutionelle investorer har de bedste muligheder for at tilgå ILS, da de har store beløb at investere, og dermed kan opnå de laveste omkostninger. For det er ikke gratis at investere i aktivklassen, da det er komplekse, ressourcekrævende risikoberegninger og løbende evalueringer, der ligger bag.

Men det er ikke en aktivklasse, som kun er egnet for professionelle, mener Allan Lorentzen hos Jentzen & Partners, der rådgiver institutionelle investorer.

"Lav volatilitet, manglende korrelation til andre aktivklasser, og den værste måned nogensinde, der kun giver et fald i indekset på godt 6 pct. - prøv at sammenligne det med aktiemarkedet. Nogle få CAT bonds kan blive hårdt ramt i ekstreme tilfælde, men hvis man investerer i en bred portefølje af CAT bonds via fonde, der opfylder UCITS-direktivet, så er du sikret en lige så god spredning af aktiverne som i danske investeringsforeninger og har udsigt til et stabilt afkast efter omkostninger på 3-4 pct. årligt. Med til at gøre regnestykket interessant hører selvfølgelig også, at forsikringspræmierne løbende justeres i de underliggende kontrakter, der typisk løber 1-2 år," siger Allan Lorentzen.

Hvis man som privat investor har mod på aktivklassen, så skal man altså gå efter CAT bonds-fonde, der er underlagt UCITS-direktivet. Du finder dem nok ikke i din netbank, men må selv lave lidt foderarbejde, påpeger Allan Lorentzen. Find nogle interessante fonde og deres ISIN-koder, ring til din investeringsrådgiver og sig du gerne vil handle den. Alle de større banker handler med udenlandske investeringsforeninger. Men de opretter ikke hvad som helst, da der er en omkostning ved at have et værdipapir registreret.

GAM, LGT og Schrodgers er eksempler på finanshuse, der tilbyder UCITS-fonde. Kapitalforvalteren GAM tilbyder eksempelvis GAM Star Cat Bond - EUR for en investering på minimum 10.000 EUR.

Kend risikoen på dine investeringer

Hverken træer eller aktier vokser ind i himlen. Og aktier har det med også at vokse nedad. Det er vigtigt, at du kender til de forskellige risikomål, når du investerer i aktier.

Kender du den estimerede risiko på din aktieportefølje? Sandsynligvis ikke. Der er en påfaldende mangel på risikomål i kurslisterne, diverse investorsites og bankernes hjemmesider. Du kan i

kurslisterne få en indikation af, om en aktie har det med at svinge meget eller lidt, da der ofte er angivet den højeste eller laveste kurs inden for det seneste år, eller hvad afkast har været på op til 5 års sigt. Du kan på de fleste større aktier, også de danske i C25, finde kursgrafer på investorsites eller i din netbank og dermed få et bedre indtryk. Men egentlige risikomål er som regel ikke at finde.

Det mest udbredte risikomål er den såkaldte standardafvigelse. Hvis man har kursdata for en aktie i en given periode, kan man i Excel let beregne, hvad aktien i gennemsnit har givet i afkast i perioden. Man kan lige så let beregne standardafvigelsen, der udtrykker, hvor meget aktiens afkast er afvejet fra gennemsnittet. Desværre er det ikke nemt at skaffe sig kursdata for aktier - det kan lade sig gøre, men man skal betale for det.

Afkast og risiko har det med at hænge sammen. Et højt afkast er typisk også forbundet med en høj risiko - altså en høj standardafvigelse. IT-aktier har f.eks. historisk haft en høj standardafvigelse, mens forsyningsaktier har en væsentlig lavere. Ved at påtage sig den højere risiko i IT-aktierne har man til gengæld også muligheden for et højt afkast, mens man ikke skal regne med det vilde i forsyningsaktierne.

Kan man stole på standardafvigelsen?

Den amerikanske økonom Harry Markowitz satte en milepæl i den finansielle forskning i 1952, hvor han publicerede en artikel, der beskrev principperne for risikospredning og med grundlag i, at investorer (lidt simpelt) bekymrer sig om standardafvigelse og forventet afkast. Med historiske afkast og standardafvigelser for de enkelte aktier og kovarians mellem aktierne viste han, hvordan man kan sammensætte en portefølje, så man får den laveste risiko for et givet afkast. Et vigtigt støtteværktøj var opfundet.

Problemet var dog, at modellen byggede på en antagelse, der var lidt vakkelvorn. Nemlig, at både de historiske afkast, standardafvigelserne og samvariationen mellem aktierne er stabile størrelser og dermed gode gæt på fremtiden. Det er de ikke, og derfor kan ukritisk brug af sådanne modeller give en falsk tryghed.

Men sådan er det med at gætte på fremtiden - det er usikkert. Du kan få et indtryk af, hvordan afkast og standardafvigelser de seneste fem år har været på de aktier, der aktuelt (december 2019) indgår i C25-indekset. Som det fremgår, er der store forskelle på selskabernes afkast og standardafvigelser. Men tabellen viser også, at standardafvigelsen blot er et element af mange, man skal tage med i overvejelserne omkring en aktie. Der er ikke noget klart mønster. Simcorp har en relativt høj standardafvigelse, men har leveret imponerende afkast. Novo Nordisk - den tunge gigant i C25, der tilhører den defensive sundhedssektor - har en lavere standardafvigelse, men har stort set ikke givet noget afkast i den vanskelige periode for selskabet, som de 3,5 år i datasættet spænder over.

Tabel 1: Afkast og standardafvigelser for de aktuelle selskaber i C25.

	Årligt afkast i %	Årlig standardafvigelse i %		
Carlsberg	13,31	16,90		
Tryg	13,54	16,96		
Coloplast	14,44	20,76		
Ørsted	27,70	21,49		
Royal Unibrew	22,05	21,99		
DSV	29,67	22,00		
Jyske Bank	-4,10	23,00		
Novozymes	1,72	23,03		
Chr, Hansen	6,88	23,86		
ISS	-12,89	24,34		
Novo Nordisk	0,68	24,60		
Danske Bank	-17,40	24,90		
Demant	12,48	27,21		
Drilling Company of 1972 *)	-32,37	27,63		
GN Store Nord	26,46	27,96		
Simcorp	23,62	28,88		
Rockwool	5,82	29,18		
FLSchmidt	1,41	31,04		
Mærsk B	8,25	31,69		
Vestas	10,61	31,82		
Lundbeck	0,50	33,00		
Genmab	7,75	34,25		
Pandora	-30,10	42,83		
Ambu B	24,16	49,61		

Kilde: Refinitiv. Beregningerne er foretaget på data for 9. juni 2016 (Ørsted/Dongs første børsdag) til og med 6. dec. 2019.

*) De annualiserede beregninger er foretaget over perioden siden første børsdag for selskabet, der var 4. april 2019.

Hvad kan du så bruge det til? Brug det som et understøttende værktøj til at supplere den fundamentale analyse af aktierne, når du skal sammensætte din portefølje. Hvis der er noget, som Markowitz' model viste os, så er det betydningen af at sprede sine aktier i et omfang, der tager hensyn til både aktiernes risici, men også hvordan de udvikler sig i forhold til hinanden.

"Markowitz' tilgang giver os et rigtigt vigtigt fundament i forståelse af vigtigheden af risikospredning. Anerkendte akademiske studier har imidlertid beskrevet at antagelsen om, at investorer kun bekymrer sig om forventet afkast og standardafvigelse er en for grov simplificering af virkeligheden. F.eks. ved vi, at investorer evaluerer tab og gevinster forskelligt. Man kan sige, at man får en rabat på risikoen, når aktiver ikke varierer perfekt med hinanden, og det er det tætteste, du kommer på en "free lunch" i de finansielle markeder. Nogle gange er det simple det bedste, og simple metoder som f.eks. at ligevægte aktier i porteføljen er ofte en udmærket strategi. Det vigtigste er at sikre risikospredningen," siger Andreas Østerheden, chefstrateg i Nordea.

Men hvordan gør man i praksis? Den helt korrekte måde at gøre det på er besværlig, hvis du ville bruge Markowitz' model. Du skulle starte med at udvælge et bredt univers af aktier, som du synes er fundamentalt interessante. Så skal du anskaffe historiske kursdata for aktierne for en given periode, beregne gennemsnitlige afkast og standardafvigelser for aktierne og en kovariansmatrix for alle aktierne og til slut sætte maksimumvægte på aktierne. Så kan du i Excel beregne den sammensætning af aktier, der giver den mindste samlede risiko for et givent afkastkrav til hele porteføljen. Der er videoer på YouTube, der viser, hvordan du gør. Man skal i beregningerne være opmærksom på, at det kan være en god ide at sætte begrænsninger op og teste sensitiviteten, da beregningerne er meget sensitive over for bare små ændringer i estimerne. Og ikke mindst så er det vigtigt at huske, at fortiden ikke er en garanti for fremtiden. Ofte kan sådanne analyser faktisk lide under, at hvis man har haft en periode med kursstigninger og lave udsving, hvor f.eks. aktier er blevet dyrere, så vil det ofte være efterfulgt af en periode med lavere afkast. Mens de aktivklasser der derfor ser attraktive ud i analysen i virkeligheden ikke er så attraktive fremadrettet.

Men lad os se det i øjnene - det er der næppe nogen private investorer, der har tid til at rode med sådanne besværlige Excel-beregninger i praksis, og man også stille spørgsmålstejn ved værdien. Man er nok i virkeligheden ikke meget bedre stillet end ved blot at konstruere en portefølje, hvor man ligevægter sine aktiver ($1/N$, hvor N er antal aktier), pointerer Andreas Østerheden.

Den normale fremgangsmåde for de fleste er, at de vælger en portefølje af aktier, som de synes, er de mest attraktive. Men hvad er risikoen på porteføljen? Igen venter der besværlige beregninger forude på et datasæt af historiske kursdata for aktierne. Det er ikke nok, at du beregner standardafvigelse for alle aktierne. For at kunne beregne forventet porteføljerisiko og -afkast, skal du igen beregne en kovariansmatrix for alle aktierne. Det er der næppe heller nogen, der orker, for beregningerne skal hele tiden laves på ny, hver gang du skifter ud i porteføljen.

Men der er en tredje løsning, som er mere realistisk og nemmere at håndtere. Du skal ganske enkelt sørge for at have en god spredning af aktier fra både defensive, cykliske og halvcykliske sektorer.

Og spredning får man ikke nok af, hvis man kun holder sig til de danske aktier i C25. Mange af selskaberne er i absolut verdensklasse og har dermed en stor international spredning, men det er ikke nok. Det halter med sektorspredningen - Sundhed udgør næsten halvdelen af indekset.

”Du får i C25 meget medicinal, cyklisk industri og næsten ingen IT. De store selskaber vejer tungt, og det betyder, at du får en stor selskabsrisiko - i nogle tilfælde en meget produktspecifik risiko, fordi selskabets produkter er meget få. Og en enkelt produktgodkendelse kan betyde meget for dit afkast. Så hvis du fokuserer udelukkende på C25, får du ikke den optimale risikospredning i porteføljen.” siger chefstrategen.

Han erkender samtidig, at de store danske aktier er populære blandt investorerne. Der er en udpræget *home bias* - et fænomen, man også ser i andre lande. Investorerne foretrækker naturligt nok de nationale selskaber, som de jævnligt læser om og ser i medierne, hvilket giver dem et bedre kendskab til dem.

”Det er noget, vi tager højde for i vores globale porteføljer, hvor danske aktier udgør 15 pct. Hvis de skulle vægte som i Verdensindekset, ville det være under 1 pct. Vi mener dog på samme tid, at vi som store kapitalforvaltere på f.eks. danske aktier kan have en hjemmebanefordel,” siger Andreas Østerheden.

Spredning på sektorer

Spredning af aktier i forskellige sektorer er vigtigt, og som tabel 2 viser, er der stor forskel på, hvordan de klarer sig i forskellige perioder.

Tabel 2: Sektorer i MSCI World All Countries

Konjunktur- følsomhed	Start Sektor	Januar 2001		Sektor	Juli 2007		Sektor	Marts 2009	
		Årligt afkast %	Årlig standardafv. %		Årligt afkast %	Årlig standardafv. %		Årligt afkast %	Årlig standardafv. %
Defensiv	FORBRUGSVARER (D)	7,07	12,50	IT (S)	12,58	19,47	IT (S)	20,86	17,10
Cyklisk	MATERIALER (C)	6,25	18,76	SUNDHED (D)	10,88	14,90	VARIGE FORBRUGSGODER (C)	18,63	14,21
Cyklisk	VARIGE FORBRUGSGODER (C)	6,09	17,08	FORBRUGSVARER (D)	9,82	12,58	SUNDHED (D)	16,43	13,42
Defensiv	SUNDHED (D)	5,81	15,26	VARIGE FORBRUGSGODER (C)	9,32	16,55	INDUSTRI (S)	16,42	14,28
Sensitiv	INDUSTRI (S)	5,51	16,81	INDUSTRI (S)	7,07	16,51	FINANS (C)	15,16	17,21
Sensitiv	IT (S)	5,12	22,96	KOMMUNIKATIONSSERVICE (S)	6,30	14,82	FORBRUGSVARER (D)	14,24	11,01
Defensiv	FORSYNING (D)	4,94	13,74	FORSYNING (D)	5,35	13,75	KOMMUNIKATIONSSERVICE (S)	11,57	12,52
Sensitiv	ENERGI (S)	4,17	21,71	MATERIALER (C)	3,46	19,90	MATERIALER (C)	11,34	16,38
Sensitiv	KOMMUNIKATIONSSERVICE (S)	2,59	16,71	FINANS (C)	2,47	21,22	FORSYNING (D)	10,03	11,69
Cyklisk	FINANS (C)	2,38	20,03	ENERGI (S)	1,63	22,64	ENERGI (S)	6,66	18,94

Kilde: Refinitiv. Afkastet er opgjort i DKK. Ejendomme er ikke medtaget pga. sektorændringer og manglende data.

Forklaring: Standardafvigelsen udtrykker, hvor meget afkastet svinger omkring sin middelværdi i pct. årligt. D, C og S står for Defensiv, Cyklisk og Sensitiv - Morningstars angivelser for sektorkarakteristika. D er sektorer, der er ret upåvirkede af den økonomiske cyklus. C omfatter sektorer, der er meget påvirkede, og S er de moderat påvirkede.

Hvis man investerede fra starten af januar 2001, ramte man ind i den periode, hvor IT-boblen var ved at punktere, og økonomien var i en nedgangsfase. Forbrugsvarer (dagligvarer) har totalt set klaret sig bedst siden dengang og til den laveste risiko, mens IT har et langt lavere afkast og en risiko, der er næsten dobbelt så høj. I de to andre delperioder er det IT, der indtager førstepladsen.

Den ene periode starter i sommeren 2007. IT-aktier kommer alligevel ud som vinder trods finanskrisen. IT-sektoren har siden bullmarkedet startede i foråret 2009 leveret meget store afkast. Men læg mærke til, at defensive sektorer som forbrugsvarer og sundhed har klaret sig ganske godt i alle tre perioder og er et vigtigt supplement til de mere cykliske aktier.

Spredning på regioner

Men det er også vigtigt at sprede sig på regioner. Trods en globaliseret verden kører de forskellige regioner ikke i samme hastigheder og har deres forskellige styrker og svagheder i økonomi og erhvervsliv.

Tabel 3: Risiko og afkast på regioner og lande

Start			Juli 2007			Marts 2009		
Region/Land	Årligt afkast i %	Årlig standardafv.	Region/Land	Årligt afkast i %	Årlig standardafv.	Region/Land	Årligt afkast i %	Årlig standardafv.
MSCI Denmark	9,29	19,34	MSCI USA	9,76	19,68	MSCI USA	18,01	16,38
MSCI EM	7,95	18,44	MSCI Denmark	8,53	20,15	MSCI Denmark	16,67	17,92
MSCI USA	5,82	20,07	MSCI World AC	6,71	15,09	MSCI World AC	14,72	13,06
MSCI World AC	4,99	15,59	MSCI EM	4,11	18,63	MSCI Europa	11,83	16,36
MSCI Europa	3,60	18,80	MSCI Japan	3,96	21,02	MSCI EM	11,49	15,80
MSCI Japan	2,43	21,46	MSCI Europa	3,41	18,58	MSCI Japan	10,18	19,11

Kilde: Refinitiv. Afkast opgjort i DKK.

Danmark har ikke været noget dårligt sted at investere. Højeste afkast over hele perioden og to andenpladser efter USA i de andre perioder samt standardafvigelser, der ligger hhv. 3, 2 og 2. Men alt har en ende.

”Danmark har tabt tempo siden 2016, og det skyldes bl.a. at nogle af de selskaber der har klaret sig godt i en årrække, har tabt tempo, f.eks. Novo Nordisk siden 2016, og ikke mindst blev det danske aktieindeks i 2018 presset af sagen om hvidvask,” siger Andreas Østerheden.

Siden 2016 har Danmark givet det dårligste afkast i forhold til de øvrige med et årligt afkast på 4,66 pct., mens USA stadig har førertrøjen med 12,56 pct., og Verdensindekset har givet godt 10 pct.

Emerging Markets er interessant historie i sig selv. EM har en særlig tiltrækning i form af højere økonomisk vækst og voksende befolkninger med stigende købekraft - en væsentlig forskel i forhold til de udviklede lande, der også typisk er kendetegnet af aldrende befolkninger. Umiddelbart kunne tabel 3 friste til at tro, at risikoen ovenikøbet også er lavere - i alle tre perioder har EM f.eks. en lavere standardafvigelse end Danmark og USA. Der ligger imidlertid en anden historie bag, som historisk standardafvigelse ikke fortæller.

”Vi taler om et helt andet sæt risikofaktorer, når det gælder EM. Det handler om politik, valutarisiko, likviditetsrisiko og andre risici, der ikke er til stede i samme omfang i de udviklede lande,” påpeger Andreas Østerheden.

Men det betyder på ingen måde, at man skal udelukke vækstøkonomierne. Og Andreas Østerheden påpeger, at det er værd at holde øje med Kina, som kommer til at fylde meget mere i det globale aktieunivers i de kommende år.

Verdens største indeksudbyder, MSCI, vil således indføre flere af Kina's indenlandske selskaber fremover - dvs. selskaber, der kun er noteret på kinesiske børser, og det vil give langt større interesse fra udenlandske investorer. Endnu en grund til at danske investorer ser uden for nationale grænser, men det kan til gengæld være en tung opgave at løfte på egen hånd, hvis man kaster blikket på Kina, der bl.a. i den teknologiske sektor har mange spændende selskaber at byde på.

”Selvom vi er en stor bank, så kan vi heller ikke være eksperter på alle områder. Derfor allierer vi os med lokale rådgivere, der er til stede i regionen og har en langt dybere indsigt.”

Den indsigt kan private investorer nyde godt af ved at investere i investeringsforeninger, som chefstrategen anbefaler.

”Overordnet set vil jeg anbefale private investorer at investere i investeringsforeninger for at sikre sig en tilstrækkelig god spredning - evt. suppleret med investeringer i enkeltaktier, som man finder særligt interessante. Det giver den bedste risikospredning og de bedste muligheder for stabile afkast i et langsigtet perspektiv,” siger Andreas Østerheden.

TimeInvest: Vigtigt at belyse risikobilledet på mange parametre

I TimeInvest Fondsmæglerselskab A/S lægger man stor vægt på altid at have et godt overblik over risikoen på porteføljen, og det kræver, at man ser på mange forskellige parametre, der løbende holdes opdateret.

”Vi lægger stor vægt på, at vi har et komplet overblik over vores risiko. Hvad vi er eksponeret imod, og hvordan vores investeringer og porteføljer klarer sig i forskellige scenarier. Vi har en række værktøjer, vi bruger og en række beregninger, som vi laver både ved at se på historikken men også ved at se fremad,” siger investeringschef Philip Kehlet i TimeInvest Fondsmæglerselskab A/S.

Selskabet investerer både i enkeltaktier og fonde. Investeringsstrategien bygger på en ”Core-Satellite” strategi, hvor kernen baserer sig på en faktor- og tematisk investeringsfilosofi, hvor strategisk allokering og systematisk udvalgte fonde udvælges til det formål. Ved komplet risikoanalyse kan porteføljens faktoregenskaber afdækkes og dermed styres efter. Mange akademiske analyser viser netop, at visse aktiekaraktistika har forklaret langt størstedelen af porteføljers merafkast ift. markedet, hvorfor det er altafgørende at have tildelt sin portefølje mod disse, fortæller Philip Kehlet.

”Vi laver altid en fuld risikogennemlysning af porteføljen, hvor vi ser på de enkelte aktier, og hvordan porteføljen er allokeret. Typisk handler det om lande- og sektorrisiko men mere vigtigt er det at se på de forskellige faktorer - altså hvilke karakteristika en aktie og porteføljen har. Er vi eksponeret mod typisk meget billige aktier, aktier af meget høj kvalitet, små aktier eller andre kendetegn. Det kan man vurdere på absolutte mål, men lige så vigtigt kan det måles relativt til benchmark ved at se på sammensætningen af den aktive risiko, kaldet tracking error,” siger investeringschefen.

Standardafvigelse anvendes både ex post og ex-ante - dvs. både historisk og en fremadrettet estimering af risikoen ved brug af avancerede modeller og forskellige scenarier. Derudover bør man

være bevidst omkring, hvad man kan forvente af en aktie og portefølje i forskellige scenarier, eksempelvis følsomheden over for fald i olieprisen på 25 pct., effekterne af en global recession i morgen osv.

”Vores kunder lægger vægt på kapitalbevarelse, og derfor er vores investeringsfilosofi typisk, at vi har en lidt mere defensiv tilgang, som gør, at vores porteføljer klarer sig bedre end markedet i negative perioder, primært pga. den rigtige faktoreksponering, der som nævnt giver et overnormalt afkast, men også med vores fokus på strukturel vækst, som typisk ikke lader sig påvirke lige så kraftigt af evt. kortvarige tendenser i økonomien og dermed markedet”, påpeger Philip Kehlet.

Et af de risikomål, som anvendes, er derfor også Down-Market Capture Ratio, der defineres som porteføljens afkast i forhold til benchmarkets afkast ganget med 100. En ratio på 80 betyder, at porteføljen har klarer sig bedre end markedet og kun har fanget 80 pct. af et negativt defineret marked. Holder denne ratio sig gældende vil det sige, at hvis markedet falder 10 pct., så vil porteføljen ”kun” falde med 8 pct.

Når TimeInvest udvælger fonde, ses porteføljen grundigt efter i sømmene.

”Hvis vi f.eks. ser på en fond med et flot afkast, er det vigtigt at se, hvor afkastet kommer fra, men ligeså relevant at se hvor risikoen er taget henne. Det kan være, at afkastet kommer fra mange biotekaktier, men hvis risikoen måske har ligget et andet sted, end porteføljemanageren giver udtryk for, så har han måske blot været heldig. Der skal være overensstemmelse mellem det, man siger, man er god til, og der hvor man tager sin risiko, og selvfølgelig det man leverer. Man skal selvfølgelig sørge for at have sin overvejende risiko på det, man tror på og ikke blive fanget i risici på helt andre punkter. Jeg tror, der er mange, der falder i der. De tror, de har en bestemt eksponering, men måske ligger den overvejende risiko på noget, de slet ikke er klar over,” siger Philip Kehlet.

Andre risikomål

Historiske risikomål og afkast er ikke stabile over tid - det er vigtigt at huske. Det gælder også kovarians og korrelation, hvor korrelation er kovariansen mellem to aktier divideret med produktet af aktiernes standardafvigelse. I 2016 var der f.eks. globalt set en usædvanlig høj korrelation på tværs af aktivklasser, hvilket gjorde at porteføljerisici var større. Året efter faldt korrelationerne kraftigt - ifølge Morgan Stanley på det tidspunkt et udtryk for, at den økonomiske cyklus var på vej ind i den sene fase. Læren er blot at holde øje med korrelationerne - høje korrelationer i vidt omfang giver en højere porteføljerisiko.

Standardafvigelser og kovarianser er ikke de eneste interessante risikomål. Her skal blot nævnes nogle af de mest gængse.

Beta er et mål for den historiske volatilitet på en akties afkast i forhold til et benchmarks (markedets) volatilitet. Beregnes som kovariansen mellem aktiens og benchmarkets afkast divideret med variansen på benchmarkets afkast. En betaværdi på 1 fortæller, at aktien er lige så volatil som markedet. En værdi under 1 fortæller om en aktie, der er mindre volatil end markedet, mens en værdi over 1 viser, at aktien er mere volatil.

Følgende mål er udbredte for investeringsfonde:

Value at Risk (VaR). Går på at beregne - med baggrund i normalfordelingen - hvor galt det kan gå. Kan f.eks. udtrykke med 95 pct. sandsynlighed, at et tab på X kroner vil være det maksimale inden for en given periode.

Expected Shortfall (ES). En variant af VaR. Udtrykker det forventede tab under forudsætning af, at 95 pct. grænsen overskrides. Det forventede afkast i de værste tilfælde.

Maximum Drawdown er et andet ofte benyttet risikomål. Udtrykt i pct. ved at tage forskellen på top og bund i en given periode. Hvis toppen f.eks. er 100 og bunden er 20, så er Max Drawdown $80/100 = 80$ pct.

Information Ratio (IR) er forskellen på en fonds afkast i forhold til benchmark divideret med standardafvigelsen af forskellen mellem afkast på fonden og benchmark. IR fortæller, hvor meget merafkast, der skabes ved at påtage sig ekstra risiko i forhold til benchmark. Er IR højere end 0, har fonden givet et risikojusteret merafkast i forhold til benchmark.

Sharpe Ratio er fondens afkast fratrukket den risikofrie rente (statsobl.) divideret med standardafvigelsen på fondens afkast. Normalt anses en Sharpe Ratio over 1 for at være god - jo højere, desto bedre.

Up- og Down-Market Capture Ratio. Beregnes begge som porteføljens afkast divideret med benchmarkets afkast ganget med 100 i hhv. stigende og faldende markeder. En Down-Market Capture Ratio på 80 udtrykker, at hvis markedet falder 10 pct. falder porteføljen kun 8 pct. Hvis Up-Market Capture Ratio f.eks. samtidig er 95, så er forholdet mellem de to $95/80 = 1,1875$, hvilket udtrykker, at porteføljen samlet set klarer sig bedre end markedet

Kilde: Investopedia m.fl.

Normalfordelingen fortæller ikke sandheden

Det antages i risikoberegningerne, at aktiekurser og afkast følger en normalfordeling. Det gør det så dejligt nemt at regne på, og normalfordelingen betyder, at man kan regne på sandsynligheder for alle mulige udfald. Det holder bare ikke i praksis. Der er således flere små og flere store daglige afkast, især negative, end normalfordelingen tilsiger. Det sidste er særlig problematisk - den sandsynlighed for ekstreme kursfald, som normalfordelingen fortæller om, er meget lille, er i virkeligheden meget større.

Det blev tydeligt under finanskrisen. I august 2007 havde Goldman Sachs' GEO hedgefond tabt 27 pct. af sin værdi fra starten af året. CFO David Viniar i Goldman Sachs udtalte til Financial Times: "We were seeing things that were 25-standard deviation moves, several days in a row."

Forskere fra bl.a. Nottingham University Business School belyste i et papir i marts 2008, hvad sandsynligheden er for noget så ekstremt. Sandsynligheden for et tab 2 standardafvigelser fra gennemsnittet er 2,275 pct. Du kan selv beregne det i Excel ved at indsætte 2 i funktionen for standardnormalfordelingen og trække tallet fra 1. Idet vi her regner på daglige kursændringer betyder det, at sådan et tab vil forekomme 1 dag ud af 44. Tilsvarende kan vi regne ud (med antagelse af 252 børsdage på et år), hvor stor sandsynligheden er for mere end 2 standardafvigelser.

Sandsynligheden for ekstreme tab

Standardafvigelser fra gns.	Hyppighed
2	44 dage
3	2,9 år
4	125 år
5	13.844 år
6	4 millioner år
7	3,1 milliarder år

Kilde: [How unlucky is 25-Sigma?](#) Nottingham University Business School m.fl.

Excel kan ikke gå videre end 7. Det kunne forskerne gøre i MatLab. De beregner, at antallet af år, der vil gå mellem hver hændelse på 20 standardafvigelser, er 10 gange større end det estimerede antal af partikler i universet. Og 25 standardafvigelser? Flyt decimalkommaet 52 gange til venstre, skriver forskerne.

Tid til at gøre porteføljen klar til en (måske) mere normal verden

Et skiftende landskab af mundbind, hurtige lokale tiltag og nedlukninger bliver en del af hverdagen, indtil effektive vacciner kan distribueres i stor skala. Det gør økonomier og erhvervsliv i

stand til at opnå en lidt mere normal hverdag og dermed et opsving, som favoriserer mere cykliske aktier. Men den perfekte portefølje findes ikke i en verden med så mange usikkerhedsfaktorer.

Makrotallene for andet kvartal var chokerende. Dansk BNP faldt med 7,4 pct., EU 11,9 pct. mens Spanien var værst ramt i EU med 18,5 pct. I Europa kun overgået af UK's 20,4 pct., der var dobbelt så stort som Tysklands og USA's nedtur.

Men hvis man ser på aktiemarkedernes udvikling, så er der tilsyneladende ikke bekymring for fremtiden. Selv om FTSE 100 er hårdere ramt end andre med et fald på knap 18 pct. - måske også forstærket af EU-exit - så er C25 højere end ved årets start, Eurostoxx 50 har kun tabt 10 pct. i år, og det amerikanske S&P 500 har sat ny rekord.

Massive redningspakker og ekstrem pengepolitik - som er blevet moderne i krisetider - har holdt katastrofen fra døren. Og regnskaberne har i det store og hele også været bedre end ventet. Men alligevel lurker betænkeligheden i baghovedet. Kan markederne virkelig holde skansen?

Medierne har tendens til at fokusere mest på de børsnoterede virksomheder og først og fremmest de allerstørste, der har den nemmeste adgang til kapital. Faktum er imidlertid, at langt de fleste virksomheder globalt set ikke er børsnoterede, og langt de fleste er SMV'er (Små og Mellemstore Virksomheder). Over 95 pct. af virksomhederne i OECD er SMV'er, der tegner sig for 60-70 pct. af beskæftigelsen i de fleste lande. F.eks. er 30 pct. af den franske arbejdsstyrke beskæftiget i små virksomheder med under 20 ansatte.

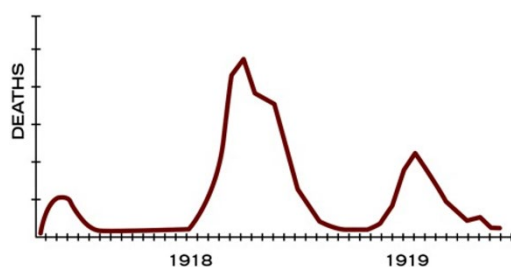
Og her kan der lure et isbjerg under overfladen. En del er bukket under, nogle er midlertidigt lukket og mange har med nød og næppe lige klaret den med redningspakker og gældsætning, men fremtiden vil afhænge af pandemiens udvikling. Undersøgelser verden over viser, at SMV'er har oplevet kraftige fald i omsætning og ofte lever på lånt tid med meget små reserver af kontanter.

Investorer har ikke været så optimistiske siden pandemiens start

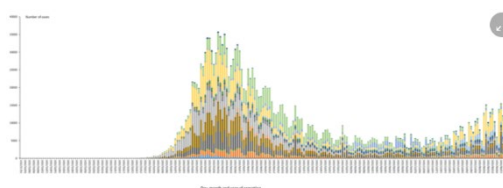
Bank of America foretager hver måned en spørgeundersøgelse blandt over 200 professionelle investorer rundt om i verden, og august vidnede om, at investorerne ikke har været så positive på aktier siden pandemiens start. Et flertal, 46 pct., tror nu, at der er tale om et bullmarked, mens 35 pct. mener, det er et bear market-rally. I juli var vurderingen hhv. 40 pct. og 47 pct. Et flertal mener stadig, vi er i en recession, men væsentlig flere end i juli tror nu, at vi er i en tidlig fase af et opsving. Det er dog også værd at bemærke, at hvor flest i juli troede på et U-opsving, så hælder flertallet nu til et W-opsving. Vækstforventningerne er de højeste siden undersøgelsen i dec. 2009. Aktivallokering er stadig tungt orienteret mod amerikanske vækstaktier, men der er tegn på rotation mod Europa og Emerging Markets med fokus på materialer, industri, banker, small caps og valueaktier.

Vi er blevet hurtige til at reagere

Men der er trods alt visse lyspunkter. Efter træghed i starten tager landene som helhed (om end ikke alle borgere) nu Covid-19 alvorligt, og der reageres oftest hurtigt med lokale "tænd og sluk"-strategier. Derfor er der en udbredt tro på, at det lykkes at undgå en værre 2. bølge af pandemien,



Distribution of COVID-19 deaths, worldwide, as of 15 August 2020



som det er set i andre tilfælde, eksempelvis Den Spanske Syge.

<https://www.ecdc.europa.eu/en/geographical-distribution-2019-ncov-cases> 15. august.

Det giver en forventning om, at verdens økonomier er ved at komme op i en mere normaliseret hastighed, mens vi venter på vaccinerne. Der arbejdes på højtryk rundt om i verden med vacciner, der skal stimulere immunsystemet til at producere effektive antistoffer mod SARS-Cov-2. I august 2020 er der 165 vacciner under udvikling, 29 er i den kliniske fase, heraf seks i fase 3. CanSino Biologics i Kina, som stadig er i fase 3 men også er godkendt til brug i militæret. Og i Rusland har Gamaleya Research Institute under sundhedsministeriet udviklet en vaccine, som de russiske myndigheder imidlertid godkendte til brug før fase 3 var påbegyndt.

Men vaccinerne vil med stor sandsynlighed ikke løse alt endnu - de foreløbige erfaringer tyder på, at en 100 pct. vaccine næppe er mulig. Og FDA, de amerikanske myndigheder, der godkender nye medicinalprodukter, har tidligere i år erklæret at vacciner, der formår at reducere en smittet persons risiko for at få Covid-19 med mindst 50 pct., vil blive godkendt.

Med til at gøre situationen vanskelig er også, at det går foruroligende hurtigt med at udvikle vaccinerne i forhold til hvad det plejer at tage, og denne potentielle sikkerhedsbrist er formentlig en af hovedårsagerne til, at meningsmålinger rundt om vidner om en betydelig modstand mod at tage vaccinerne, når de er klar.

Men der er også endnu en faktor i spil, der tegner dystert for fremtiden. Forskere på Kings College i London offentliggjorde i juli resultater baseret på 65 patienter, der afslørede, at antistofferne og dermed immuniteten forsvandt efter få måneder. Det er normalt, at niveauer af antistoffer forsvinder over tid, men det går normalt meget langsommere. Antistofresponsen på virus som forårsager mæslinger eller skoldkopper varer f.eks. mere end 50 år. Men i virkeligheden er det ikke så overraskende med coronavirus. De fire normale stammer af coronavirus, der giver forkølelser, giver heller ikke en lang respons - hos de fleste kun 6-12 mdr. Generelt er vores immunsystem altså ikke særlig god til at genkende coronavirus.

I praksis betyder alle disse forhold muligvis, at Covid-19 vil være hos os i årevis og løbende skabe lokale nedlukninger og forstyrrelser i erhvervslivet.

Vacciner vil ikke på kort sigt normalisere verden

Vaccineudviklingen går så hurtigt, at man ikke har meget tid til at studere resultaterne undervejs, og det øger risikoen for, at vaccinerne slår fejl. I forvejen er det f.eks. under 10 pct. af de præparater, der går ind i de kliniske faser, som ender med at blive godkendt af FDA i USA. Resten slår fejl, fordi de ikke er effektive nok, ikke klarer sig bedre end eksisterende produkter eller har for mange bivirkninger.

At man hurtigt får vacciner på markedet er heller ikke ensbetydende med, at folk vil tage dem. Meningsmålinger har vist, at 1/3 af canadierne vil se tiden an og være sikre på, at der ikke er sideeffekter. En anden undersøgelse viser, at hvis amerikanerne lige nu var tilgængelig gratis, så ville kun 2 ud af 3 tage den. Sjovt nok ville 81 pct. af Demokrater tage imod og kun 19 pct. afvise. Mens 47 pct. af Republikanske vælgere ville tage og 53 pct. afvise. Tidligere i år har 20 pct. af schweizerne og 18 pct. af franskmændene afvist at tage vaccinerne.

Modvilje mod vaccination er ikke et nyt fænomen. WHO udnævnte i 2019 "vaccine tøven" som en af de 10 største globale sundhedstrusler.

Men modstand mod vacciner er ikke det eneste problem. Det er lige så meget kvaliteten af vaccinerne, advarer mange sundhedseksperter. Michael S. Kinch, professor på Washington Universitet, udtaler til Washington Post, at den første generation af vacciner vi får, næppe vil være særligt gode. I hans optik er det

mest realistiske scenario, at vi får en meget mere langstrakt proces som i tilfældet med HIV/AIDS, og dermed vil Covid-19 kunne være en hæmmende økonomisk faktor i årevis.

Pengepolitik og statskapitalisme

Det er ikke forventninger om en snarlig vaccine, der har sørget for, at aktiemarkedet ikke er gået i hullet. Det er politik. Og det skaber et underligt marked, mener Morten Kongshaug, partner og investeringsrådgiver i Copenhagen Allocation Partner. Et marked, der er ekstremt afhængigt af politik, især pengepolitik, og ordet statskapitalisme ligger lige på tungen.

"I det sekund der ændres på pengepolitikken, vil markedet reagere. Men de fastholder pengepolitikken, indtil arbejdsmarkedet er i klar fremgang. Vi står over for nogle rædselsfulde kvartaler på den front, hvor løndannelsen vil være noget rigtig skidt. Det såkaldte output gap - forskellen mellem det som økonomien kan levere og det, den aktuelt leverer - er så stort nu, at man er nødt til at holde fast i den ekstreme pengepolitik. Politikken har reddet aktiemarkedet i 1. halvår 2020, men effekten vil sandsynligvis nu aftage. Det bedste eksempel er den japanske centralbank, der er gået så langt som til at købe aktie ETF'er. Det virkede godt i starten, men ikke længere", siger Morten Kongshaug.

Bank of Japans skridt var også et symptom på, at værktøjskassen simpelthen er ved at være tom hos centralbanken, der har fastholdt renter på nul eller lavere i omkring et årti. Om Federal Reserve (Fed) og ECB tager skridtet med aktier på et tidspunkt, må fremtiden vise. Men man må ikke tro, at pengepolitik kan redde alt.

"Pengepolitik kan ikke erstatte en ødelagt forretningsmodel. Virksomheder, der ikke tjener penge og er på randen af konkurs, skal opleve aktiekursfald, ellers er vi på vej mod statskapitalistisk model i stedet for den markedsøkonomiske model, vi har lært at kende siden 2. verdenskrig. Myndighederne blandede sig også i markedsmekanismerne i 2008, hvor de reddede finanssektoren. Men det er så blevet et alibi for ikke at gøre det kun for finanssektoren men for hele økonomien," siger Morten Kongshaug.

Konsekvensen af pengepolitik, der betyder, at diskonteringsrenten i beregningen af en akties værdi er tæt på nul, betyder at cash flow kan få lang varighed, men det afhænger af, hvilken branche der er tale om. Banker er f.eks. meget afhængige af, hvad der sker i år og næste år. De er dybt ramt af denne krise, da mange af deres erhvervskunder, de små virksomheder, er hårdt pressede. Men dem, der har klarer sig godt er dem, som aktiemarkedet p.t. vurderer, at være fremtidens vindervirksomheder. Disse selskaber bliver modsat bankerne værdiansat i.f.t. deres langsigtede forventede indtjeningssevne. Og det er disse virksomheder, som især nyder godt af en lavere diskonteringsrente.

"Det kan f.eks. være teknologiske vækstaktier eller biotekaktier. Normalt vil man være mere tilbageholdende som investor i sådanne aktier, men man regner jo med, at der er en kæmpe "ishockeystav" ude i fremtiden, og det er det, investorerne satser på. Og her er det, at den ekstreme pengepolitik jo har gjort aktiemarkedet til en spillebule, hvor det ikke koster noget at spille - og så spiller folk. Gæld er indtil videre ikke et problem," siger rådgiveren.

Spørgsmålet er så, hvornår det stopper. Der er mange tilløb til, at vi driver i retning af cykliske aktier og valueaktier, for defensive aktier, pharma, teknologi, biotek og cykliske forbrugsaktier er generelt dyre. Der hvor der er mange value-aktier er i finans, olie og industri, mener Morten Kongshaug, som dog ikke er overbevist om, at vi er på vej ind i en fase, hvor investorer vil rotere deres porteføljer over mod valueaktier.

”Meget tyder på, at det bliver en hård og sej kamp for verdensøkonomien at genvinde det tabte. Det, der er på vej, er en markant stigning i konkurser, og måske også at bankerne ikke vil låne penge ud mere til virksomhederne, fordi de simpelthen ikke få det til at hænge sammen længere og regne cash flow hjem for normale tidshorisonter. Men foreløbig er det svært at sige, hvornår det sker. Du skal være med i aktiemarkedet, men sørg for at have kontanter i reserve. Og sæt penge i interessante sekulære trends som f.eks. cybersikkerhed, rent vand, ny energi og andre temaer, der fortsat vil være stor fokus på i de kommende år”.

Hvad nu hvis det går fremad?

Men hvis vi antager, at det gradvist går fremad i økonomierne, hvilke aktier og sektorer skal man så ligge i? Mere fokus på cykliske aktier vil kunne føre til en såkaldt sektorrotation i markedet, og det vil bl.a. gå ud over FANGMAN. Det er ikke endnu en superhelt i Marvel universet. Det er Facebook, Apple, Nvidia, Google, Microsoft, Amazon, Netflix. Tilsammen har de syv aktier tilsyneladende superkræfter. I hvert fald udgør de i august 2020 omkring 27 pct. af S&P 500 og er forklaringen på, at det amerikanske indeks mod al logik har sat ny rekord i en coronaplaget økonomi.

Men det giver et skævt billede. Hvis man opgør S&P 500 med lige vægt til alle aktier og sammenligner med MSCI Verdensindeks ekskl. USA opgjort på samme måde, så halter de amerikanske aktier efter. Formentlig en afspejling af, at USA var langsomme til at reagere på corona.

Markedsværdi i % af S&P 500		Men tech-aktierne har altså reddet æren for S&P 500. FAAMG alene har siden 2014 ganske vist <i>fordoblet sin indtjening</i> , påpeger det London-baserede finanshus Gavekal, men <i>aktiekursen er femdoblet</i> i samme periode.
Facebook	2,62	
Apple	6,96	
Netflix	0,82	
Google	3,71	
Microsoft	5,96	
Amazon	5,93	
Nvidia	1,03	Men ligesom Superman kan svækkes af kryptonit, så er FANG, FAAMG, FANGMAN og hvad man ellers kalder de største amerikanske tech-giganter heller ikke uovervindelige. På et tidspunkt kommer der coronavacciner på markedet, som vil kunne styrke et opsving i økonomierne, og så vil investorerne formentlig tage profit i tech-aktierne og andre vækstaktier og søge over mod de mere cykliske aktier.
FANGMAN i alt	27,03	
Kilde: Bloomberg, 6. august 2020.		

Ikke som IT-boblen

Udviklingen i amerikanske teknologiaktier har fået nogen til at sammenligne med IT-boblen, der begyndte at punktere i 2000. Men det mener Frederik Engholm, strateg i Nykredit, dog er en forkert sammenligning.

”Dengang var det meget forventningsdrevet uden hold i virkeligheden. Men denne gang er der tale om virksomheder, der tjener mange penge. Det er virksomheder med stærke forretningsmodeller, og der ligger store værdier ude i fremtiden, som vægter tungt i prissætningen, når renten man tilbagediskonterer med er så lav. Især de største af dem har jo også vist sig meget coronasikre, og nogle har øget indtjeningen mere end forventet. Det kan dog godt være, at noget forbrug har forskubbet sig, f.eks. i form af at nogle virksomheder har været tvunget til at investere i Microsoft licenser til Teams for at kunne holde virtuelle møder. Men den største risiko for nogle af disse giganter er udover en cyklisk rotation nok regulering og skat,” siger Frederik Engholm.

Jo mere de store selskaber dominerer markedet, desto mere sætter de konkurrencen ud af spil, og historisk har konkurrencemyndighederne ofte grebet ind i sådanne tilfælde og f.eks. splittet et

selskab op. De store selskaber er også kendt for ikke at betale meget i skat, og det sidste ord er ikke sagt i den sag i lyset af de pressede statskasser rundt omkring i verden.

Frederik Engholm har aktuelt en overvægt af aktier i anbefalingen til de institutionelle kunder, men inde i aktieuniverset er de mere forsigtige.

”Vi foretrækker overordnet Europa frem for USA, og lige nu ser væksten i Europa også bedre ud end i USA - men vi har ikke specifikke regionale sektor anbefalinger. Sektorer vurderer vi i globalt perspektiv. Vi har overvægt på sundhed, stabilt forbrug og cyklisk forbrug. Markedet har generelt en forventning om vacciner næste år - faldt alle fase 3-studier til jorden, ville markedet reagere kraftigt. Men hvis vacciner kommer hurtigere, kan det give en anden kraftig reaktion. Det vil ændre forventninger til pengepolitikken og trække lange renter op. Selskaber, der har haft medvind af lave renter, mister den, og finansaktier vil få medvind, mens der også vil komme mere fokus på value og cykliske aktier.”

En ny bølge af corona gav ny luft til vækstaktier i august, men Engholm vurderer, at vi stadig kan få en cyklisk rotation, hvis det lykkes at bremse op med små, lokale tiltag og fastholde tendensen til en økonomisk bedring.

”Industrien har f.eks. været ramt af manglende investeringer, men det bliver der løst op for løbende, hvis vi opnår en gradvis fremgang i økonomien,” siger Frederik Engholm, der mener, at vi står over for en fase, der ikke kan beskrives af et bogstav, men snarere et ”swoosh”.

”Økonomierne styrtdykkede med fald på 1,5-2 mdr. Men at komme tilbage til den økonomiske aktivitet vi så inden krisen vil tage meget længere tid - snarere 20 mdr.”

Udsigt til cyklisk acceleration

Philip Jagd, aktiechef i Sampension, mener, at vi er på vej ind i en tidlig fase i den kommende konjunkturcyklus, og hvis man vil opnå rimelige afkast i et marked, der generelt er højt prissat, så skal man løbe en risiko på sektorer.

”Sektorer, der nyder godt af et skifte fra frygt til håb om opsving og industriel acceleration, eller selskaber der har været i udfordringer og er i færd med at genopfinde sig selv på den ene eller anden måde. En portefølje der balancerer solide (dyre) selskaber, der har gode strukturelle vækstudsigter sammen med mere risikable/billige kandidater ligner en fornuftig strategi – og de billige skal så nok fylde lidt mere nu end i de sidste par kvartaler, hvor vi var i en sencyklisk fase.”

Han påpeger, at markedet for mange elementers vedkommende indpriser et V-formet opsving, men virkeligheden bliver ”swoosh”. Det betyder, at det generelle aktiemarked måske kører sidelæns, mens der vil forekomme større skift med regioner og sektorer, ikke mindst fordi investorer vil gå på hugst i selskaber, der ikke er så ekstremt dyrt prissat, som dem der har ageret ”sikker havn”. I den fase kan det danske marked blive ramt, da stabile vækstaktier bliver mindre attraktive ift. mere cykliske vækstaktier.

Som udgangspunkt i en tilpasning af porteføljen til en gradvis normalisering af økonomierne mener aktiechefen, at man som investor skal gå modsat af dem, der tabte, da corona pandemien startede.

Small caps vil have mere i sig end large cap. Og på regionsbasis mener Philip Jagd, at Europa er interessant.

”Hårdere lock-down og større EPS-fald gør, at ”normaliseringsmulighederne” formentlig er bedst i Europa. Og hvis normaliseringen fører til højere renter, så vil det gavne bankerne i EU, og

tilbageførsel af store hensættelser vil også kunne komme på tale - og det er interessant med banker, der handles til Kurs/indre værdi under 0,5," siger Philip Jagd.

Hvis vi får et langstrakt "swoosh" opsving

Danmark kan blive ramt negativt, da stabile vækstaktier, som præger C25, bliver mindre attraktive end mere cykliske vækstaktier. Formentligt særligt følsomme over for et positivt behandlings/vaccinations scenario, som også er det, der taler mest ind i rotation over mod value. Omvendt, jo mere langstrakt og langsomt et opsving (og dermed langsommere skift i renter og risikoappetit), desto mindre problematisk er det for danske aktier. En blanding af danske selskaber og value balancerer begge scenarier. Da mange danskere traditionelt har (for) mange penge i hjemlige aktier, taler det for at åbne sig lidt op imod value-segmentet.

Stil-rotation mod Value

Hvis det gradvist lykkes at få pandemien under kontrol med stadig mindre risiko for Covid-19 genopblussen, så vil realrenterne trække op. I så fald skal man gå modsat af dem, der tabte, da pandemien startede. Regionalt er Europa interessant i det scenario. Blandt sektorer er EU-banker interessante, da tilbageførsel af store hensættelser kan komme på tale, hvilket er særlig interessant med K/I-værdier under 0,5.

Hvis Covid-19 vacciner kommer

Overvej selskaber inden for rejser og fritid, f.eks. flyselskaber, hotelkæder m.v. Selskaber inden for mad- og drikkevarer, der har stort salg i restauranter, events m.v. (Nestlé, Barry Callebaut, Coca Cola)

Aktuelle temaer: Deglobalisering og automatisering

Nedtoning af sundhed og forsyning. Mere fokus på software rettet mod virks. frem for forbrugere (SAP, Microsoft). Industri - industriel automatisering (Siemens, DSV, Dassault). Energi, herunder kemikalier (Royal Dutch Shell, Lundin Energy, Vopak). Cyklisk forbrug. F.eks. biler, der er godt med på elbiler og har skala (Volkswagen, BMW).

Kilde: Sampension, Philip Jagd. De nævnte selskaber er ikke anbefalinger, men blot selskaber, der er relevante i sammenhængen.

Europæiske small cap aktier er attraktive

Mindre aktier er sjældent interessante for analytikere og institutionelle investorer, men har historisk set leveret et højere risikojusteret afkast end de større aktier.

Man deler overordnet set aktier ind i grupper ud fra deres markedsværdi - small, mid og large caps. Nedenstående lidt mere opdelt opgørelse viser en vigtig pointe - nemlig, at de små aktier ikke får synderlig dækning af analytikere, og at interessen fra institutionelle investorer også er begrænset. Mens det modsatte ikke overraskende er tilfældet for de store aktier.

Gennemsnitlige analytiker EPS-estimer og institutionelle ejere pr. markedsværdiselement

	Markedsværdi	Analytiker EPS-estimer	Institutionelle ejere
Mega cap aktier	Over 50 mia. Euro	31	1567
Large cap aktier	10 mia. - 50 mia. Euro	24	731
Mid cap aktier	3 mia. - 10 mia. Euro	17	340
Small cap aktier	200 mio. - 3 mia. Euro	6	141
Micro cap aktier	50 mio. - 200 mio. Euro	2	40

Kilde: Bloomberg, MSCI, Bankinvest.

Der findes flere danske investeringsforeninger, der specialiserer sig i small caps, men virkeligheden er dog, at i henhold til ovennævnte definition, så er en del af investeringerne dog også i mid cap. Institutionelle investorer fokuserer mest på de likvide større aktier, hvor de kan bevæge sig rundt uden, at det påvirker prissætningen voldsomt. Analytikere dækker aktier med institutionelle kunder for øje, og derfor dækker de også mest de større aktier.

Så hvis man er interesseret i small cap aktier er man mere på egen hånd uden så mange pejlemærker fra de professionelle, og mediedækningen er også begrænset. Men det betyder på ingen måde, at small cap aktier er uinteressante, tværtimod. Selv professor Eugene Fama, Chicago University, der anses for at være faderen til teorien om effektive markeder, måtte i omfattende studier i 1992-1993 sammen med kollegaen Kenneth French erkende, at de mindre aktier tilsyneladende var i stand til at give et bedre afkast end de store.



Figuren viser akkumuleret afkast for de respektive indeks i perioden jan. 1999-sep. 2020.

Kilde: Bankinvest Europa Small Cap Aktier.

Denne tendens er stadig gældende. Hvis man ser på udviklingen i small cap aktier i forhold til de store aktier (se figuren), så har de europæiske small cap aktier formået at slå de store aktier i både USA og Europa siden 1999 og har også leveret et bedre afkast end de amerikanske small cap aktier.

Small caps i Europa har i gennemsnit i perioden formået at slå de store europæiske aktier med 4,0 procentpoint årligt, mens de amerikanske small cap aktier har slået de store amerikanske aktier 0,8 procentpoint årligt. Målt over 3- og 5-årige rullende perioder har small caps som helhed formået at give bedre afkast end large caps i hhv. 87 pct. og 94 pct. af tiden siden 1999.

Et andet interessant forhold er naturligvis risikoen i forhold til afkastet. Small cap aktier har typisk en større volatilitet end large caps, og hvis man skal lave en fair sammenligning, skal man se på, om man får en tilstrækkelig belønning for den højere risiko. En udbredt målemetode er Sharpe Ratio. I dette tilfælde beregnes det ved at trække den risikofrie rente (her sat til 0) fra indeksets afkast og sætte det i forhold til risikoen (standardafvigelsen) på indekset. For MSCI Europe Small Caps er Sharpe Ratio 0,69 mens det er 0,30 for de store aktier i STOXX Europe 600. Investorerne i europæiske small caps bliver altså belønnet med et højere risikojusteret afkast.

En interessant observation springer i øvrigt frem i beregningerne af risiko. Som nævnt er small cap aktier typisk forbundet med højere risiko end i store aktier, og det ses også i standardafvigelsen for

de amerikanske small cap aktier udtrykt ved Russell 2000 i forhold til S&P 500, idet risikoen er hhv. 26,9 pct. og 21,9 pct. Men risikoen for de europæiske small cap aktier er med 18,8 pct. faktisk lavere end de store europæiske aktiers 20,0 pct.

I en analyse fra 2019 fremhæver JP Morgan også, at der er en betydeligt højere risikopræmie i de europæiske small cap aktier end i de amerikanske (risikopræmien defineres som invers P/E minus 10-årig statsrente). Man får altså mere for pengene ved at sætte pengene i europæiske small cap aktier.

JP Morgan peger også på, at de europæiske small cap aktier, som oftest er hjemligt orienterede, har en relativt lav korrelation (under 0,5) til amerikanske large caps, hvilket betyder, at den globalt orienterede investor kan opnå en betydelig spredningsgevinst med aktivklassen.

Small cap aktier er en større høstak

Men det store spørgsmål er, hvordan man finder de attraktive aktier i aktieunivers, der er betydeligt større end det, hvor de store aktier befinder sig. Hvordan finder man nålene i en meget større høstak?

"Vores tilgang inspireret af valuetankegangen, men vi har også et vigtigt kvalitetskrav, der skal opfyldes. Så i den første screening er de første 75 pct. af aktierne ude. Kvaliteten er vores gatekeeper - men det er prisen, der afgør hvornår, vi går ind i en aktie," siger Alexander Kokfelt, chefporteføljemanager i Bankinvest Europa Small Cap Aktier, hvor han tiltrådte i 2018 sammen med managerkollegaerne Jonas Linding Fredberg og Christopher Kjær Hansen.

Han forsøger løbende at identificere lovende selskaber med stærke forretningskoncepter i en tidlig fase af selskabets livscyklus, men med en allerede dokumenteret evne til at skabe aktionærværdi gennem en selvfinansieret indtjeningsvækst på mindst 7-8 pct. årligt. Det kvalificerer aktien som en "compounder" aktie. En aktie, der med en så solid indtjening slår igennem med rentes rente-effekten.

Anvendelsen af value principper kan få nogle investorer til at rynke på næsen. Valuetankegangen som defineret af Benjamin Graham har det sværere i moderne tider med ekstremt lave renter, der favoriserer vækstaktier med god indtjening, da varigheden af disse cash flows bliver betydeligt længere end i "normale" renteperioder.

Valueprincippet er der ikke noget i vejen med - det er stadig en god idé at købe en aktie, der kursmæssigt ligger langt under, hvad den burde i forhold til virksomhedens indre værdi. Men man taler om risikoen for en value trap - en situation, hvor aktien bliver ved med at se billig ud, fordi der ikke sker afgørende ændringer i virksomhedens evne til at skabe vækst i indtjeningen.

"Vi er meget opmærksomme på at undgå at havne i sådanne aktier, og det gør vi ved at bruge kvalitetsprincippet. Hvis en aktie med lav gæld leverer tilstrækkelig god vækst i indtjeningen over længere perioder, så vil den også belønne investorerne med kursstigninger i sidste ende," siger Alexander Kokfelt.

Han påpeger, at i og med at der ofte er større volatilitet i small cap aktier end i de store aktier, så er fokus på kvalitet og pris en afgørende faktor, som også gør, at man helst ikke går ind i de dyre aktier, der har langt at falde, hvis man rammer forkert.

Hold øje med stærke nichespillere

Tilgangen med value og kvalitet betyder reelt også, at Bankinvests Small Cap fond er på udkig efter potentielle vækstaktier - fremtidige vindere, der formår at bide sig fast i en niche med potentiale til at ekspandere internationalt. Og netop disse nicher er vigtige. Selv om man f.eks. kan få det indtryk, at teknologiaktier er noget, som amerikanerne har sat sig på, så er det på ingen måde tilfældet.

”Der vil altid være lommer i et marked, hvor selskaber med gode forretningsmodeller, innovation og god ledelse kan vokse. Og her der faktisk mange interessante aktier inden for teknologi i Europa,” siger chefen for porteføljen, der aktuelt har omkring en fjerdedel af midlerne investeret i 17 europæiske teknologiaktier fordelt på software, hardware og IT-service.

Når man ser på den aktuelle portefølje i fonden, finder man det tyske selskab Teamviewer, der arbejder med fjernsupport og fjernadgang til computere. Selskabet havde en vækst på 75 pct. i første kvartal og 45 pct. i andet kvartal - og er efterhånden mere en mid cap aktie.

Qt Group i Finland er et andet eksempel fra Bankinvests portefølje. Det er en nichespiller, der har formået at opnå global rækkevidde med tilstedeværelse i over 70 forskellige industrier. Selskabet er et af mange selskaber i den underskov af finske teknologiske leverandører, der opstod i Nokias storhedstid, som siden har udviklet sig i vidt forskellige retninger. Selskabet leverer en unik software, der anvendes af en million udviklere og bruges i mange forskellige typer grafiske displays smartphones, biler, industriel automatisering og Tingenes Internet.

En anden sektor, der vægter tungt i Bankinvests portefølje, er industri, der også tegner sig for en fjerdedel. Der er få virkelig store industrigiganter i Europa som f.eks. Siemens, men der er rigtig mange interessante europæiske industriselskaber i small og mid cap segmentet.

”Det gælder om at finde dem, der differentierer sig ved at specialisere sig i nicher og meget vigtige komponenter til industrien,” siger Alexander Kokfelt.

Et kig på Bankinvests portefølje tyder på, at XP Power er et af disse selskaber, da det er fondens største position i industrisegmentet. Selskabet leverer en lang række meget vigtige produkter til mange industrielle grene inden for elektricitetsstyring og har et erklæret mål om at blive ledende inden for branchen i relation til miljømæssige forhold med stærk fokus på energieffektivitet.

Sundhed er den tredje store sektor i porteføljen.

”Europa er stærk inden for sundhed, og der findes masser af selskaber. Men det kan ofte også være dyre aktier med P/E over 60-70. Derfor screener vi ned til de allermindste for at fange dem tidligt,” siger Alexander Kokfelt som tydeligvis også finder værdi i mere modne selskaber som f.eks. Recordati Industria Chimica E Farm, der er et af de største selskaber i Bankinvests portefølje. Et italiensk selskab, der har en global rækkevidde med udvikling og fremstilling af en række farmaceutiske produkter og behandlinger mod sjældne sygdomme.

Alexander Kokfelt råder investorer med interesse for small caps til ikke at lade sig styre for meget af overordnede makroøkonomiske forventninger.

”Find de selskaber, der har deres egne drivere indbygget i en stærk forretningsmodel, og som aktuelt er lidt oversete og relativt billige. Hvis forretningsmodellen og produkterne er tilstrækkelig gode, så vil de kunne modstå forskellige makroscenarier.”

To interessante danske aktier

Det kan Jesper Lund hos Dansk Finansservice nikke genkendende til, da sådanne selskaber spiller en vigtig rolle i hans strategi, hvor han helst undgår cykliske aktier, medmindre medvinden er tydelig.

Som eksempel på en interessant mindre aktie, som dog reelt er mid cap, fremhæver han danske Invisio, der udvikler kommunikationssystemer og udstyr. Selskabet har hovedsæde i Hvidovre, men er børsnoteret i Stockholm under Invisio AB.

”Intet er naturligvis stensikkert, men jeg vurderer, at Invisio stort set er immun overfor Corona og konjunkturerne – og fremtiden ser lys ud for selskabet,” siger Jesper Lund.

Han fremhæver et positivt nyhedsflow i selskabet, hvor væksten hidtil har været drevet af efterspørgsel fra militæret. Men nu er Invisio ved at fordoble deres potentielle marked ved at forsyne ordensmagten og samtidig udvide deres produktsortiment til soldater.

”8. september meddelte selskabet, at de har udvidet deres produkt sortiment betydeligt ved at indgå en global salgs- og distributionsaftale med det danske firma N-ear. Alt i alt gør Invisio alt det rigtige. Og de har masser at tage fat på med et globalt set kolossalt marked. Jeg kan nemt forestille mig, at Invisio går ind og adresserer den civile luftfart eller andre områder, hvor sikker kommunikation trods støj er ultravigtigt. Aktien er ikke billig med en PE tæt på 70. Men det er det, man betaler for lønsom vækst. Egenkapitalforrentningen ligger på ca. 30 procent, og selskabets soliditet er meget høj (76 pct.). Så vi har at gøre med et selskab, der formår at vokse uden at gældsætte sig. Det er et meget sundt udgangspunkt for en investering i et vækstelskab og gør en høj PE fordøjelig,” siger Jesper Lund.

Han nævner et andet eksempel på et interessant selskab med den danske tech-virksomhed Realfiction, der med en markedsværdi på under 800 mio. svenske kroner er en egentlig small cap aktie. Selskabet producerer udstyr til 3D-præsentationer i bl.a. detailbranchen og eventindustrien, hvor hologrammer kan fange forbrugernes opmærksomhed og indgå i en såkaldt mixed reality, der er en blanding af virkeligheden og virtual reality.

”Der er tale om produkter med en høj bruttomargin, der er i markedet. Selskabet meddelte i september, at man er i gang med et strategisk gennemsyn af disse aktiviteter, der kan indebære nye store aftaler såvel som et frasalgs – eller ingenting, som de selv skriver. Man skal dog ikke købe aktien, fordi man tror, selskabet kan være på vej til at blive købt af en større spiller, der vil ind på markedet. En af de væsentligste grunde til, at jeg beholder mine aktier i selskabet er deres så kaldte ”Project Echo”, som de kalder den hellige gral inden for 3D-oplevelser, nemlig frit flydende hologrammer, der ikke kræver briller, linser eller andet mellem brugeren og hologrammet (det man ser). Som noget helt specielt kan 3D objekterne ses og interageres med fra forskellige vinkler,” siger Jesper Lund, der tror på, at aktien har meget mere i sig, men han understreger også, at det er en aktie med en meget stor risiko.

Hvis man ser på den hidtidige kursudvikling er det netop ikke en aktie for folk med sarte nerver. Efter en børsnotering i juli 2017 til SEK 7,6 nåede aktien en top omkring 27 i november samme år men faldt ned igen året efter til 7 - op til 16 i 2019 og ned igen til 7 i år - og nu er aktiekursen tæt på 50. Småt kan blive til stort afkast, men det kan risikoen også.

Sektorrotationer i aktiemarkedet kan du tjene - og tabe på

Der kan være meget stor forskel på, hvordan de forskellige sektorer klarer sig i økonomiske faser. Men det er ikke altid let at udpege vinderne på forhånd, for hver op- og nedtur er aldrig helt ens. Verden forandrer sig på mange måder, og det gør sektorerne også.

Det går op og ned i showbizz, sagde Franz Beckerlee, da han dukkede op på bistandskontoret få måneder efter Gasolins opløsning. Sådan er det også i økonomien. Op og ned. De seneste 20 år og især efter finanskrisen er det hele dog blevet mindre lærebogsagtigt med globalisering, teknologisk

acceleration, megatrends og centralbankerne, der blander sig meget mere end i gamle dage og minder om et bistandskontor.

Man taler om konjunkturcyklus i økonomierne. I det forrige århundrede før globaliseringen for alvor accelererede og skabte en ny konkurrencesituation med globale arbejdsstyrker og pressede priser var der et klassisk mønster. Der kom lige lovlig meget gang i økonomierne, flaskehalse tonede frem, lønstigninger begyndte også at føre til for meget inflation, og centralbankerne satte foden på bremsen ved at hæve renten og tvang dermed bankerne til at gøre det samme, mens også regeringer strammede finanspolitikken. Økonomierne gik ind i en nedtur, der blev fyret folk, efterspørgslen faldt, økonomien blev afkølet.

Centralbankerne kunne sænke renten på et tidspunkt, finanspolitiske lempelser blev sat i værk, og der begyndte så småt at komme gang i økonomien igen. Et opsving var i gang - og på et tidspunkt kom der igen for meget fut i fejemoget, så der måtte strammes op igen.

Virksomhederne klarer sig forskelligt i sådanne faser alt efter hvilken sektor, de befinder sig i. Som udgangspunkt skelner man imellem cykliske og ikke-cykliske, også kaldet defensive, sektorer. De ikke-cykliske sektorer er dem, hvor virksomhederne leverer varer og ydelser, som vi køber i nogenlunde uændret omfang uanset, hvordan det går. Det er Stabilt Forbrug (dagligvarer, TOILETPAPIR), Sundhed (medicin m.v.) og Forsyning (vand, el, energi). De cykliske er de andre sektorer, som i større eller mindre omfang er følsomme overfor, hvordan samfundsøkonomien arter sig.

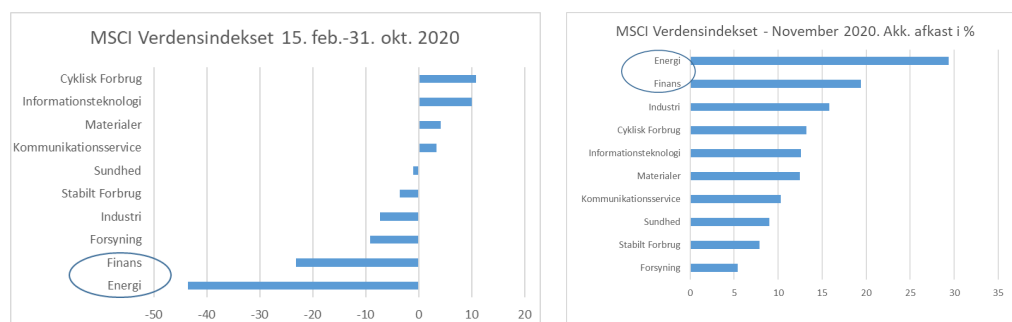
Chokket i foråret 2020

Pandemien var et chok for verdensøkonomien. Og reaktionen på aktiemarkedet var meget voldsom. Markederne styrteddykkede med 30 pct. på få uger, da økonomierne begyndte at lukke ned for at begrænse smittens udbredelse. Men både regeringer og centralbanker var godt klar over, at der skulle reageres hurtigt, så der blev hurtigt lovet hjælpepakker og centralbankerne var også klare i mælet om at ville give en hjælpende hånd.

Det fik markedet som helhed til ret hurtigt begynde at rejse sig igen. Men der var forskel på, hvor hårdt sektorerne tog det. Værst gik det ud over Energi og Finans. Energi havde det forvejen svært i en verden, hvor der bruges mange kræfter på at finde energialternativer og udfase fossile brændstoffer. Og bankerne havde det allerede svært i lavrenteverdenen og udfordringer med skrappe regler på mange fronter. Nu blev nedturen for begge sektorer forstærket af økonomier, der blev lukket ned.

Men figur 1 vinker med en vognstang om betydningen af at være i den rigtige sektor på det rigtige tidspunkt.

Figur 1: De største tabere blev de største vindere



Kilde: Sydbank.

I perioden 15. feb. til 30. okt. 2020 faldt Energi i Verdensindekset (for udviklede lande) næsten 44 pct., viser opgørelsen fra Sydbank, mens Finans faldt 23 pct. Bedst i denne periode klarede Informationsteknologi og Cyklisk Forbrug sig med stigninger på 10-11 pct.

Men i november ændrede billedet sig.

"Siden november 2020 har tendensen i aktiemarkedet været at de selskaber, der havde haft det sværest indtil da, nu klarer sig godt. Forklaringen er, at Pfizer/BioNTech i starten af november præsenterede en vaccine, der viste en vej ud og dermed en tilbagevenden til en genåbnet global økonomi indenfor en overskuelig tidshorisont," siger Jacob Pedersen, aktieanalysechef i Sydbank.

Det havde ellers henover sommeren ikke skortet på virologer og vaccineeksperter, der mente, at vacciner tidligst kunne være klar engang i 2021, måske endda først sidst på året, og selv det ville være optimistisk i lyset af, at vacciner normalt tager 5-10 år eller mere at udvikle. Men Pfizer/BioNTech's mRNA vaccine mod Covid-19 var testet på 43.500 mennesker i seks lande uden alvorlige bivirkninger og en beskyttelse over 90 pct. - og det sendte optimisme tilbage i markedet og ændrede forventningsdannelsen i markedet fuldstændig. Alene i november 2020 steg Energi næsten 30 pct. og Finans knap 20 pct. i verdensindekset over udviklede lande.

"Alle sektorer har vist positivt afkast, men det er især de cykliske sektorer, der har klaret sig godt. Stabilt Forbrug, Sundhed og Forsyning ligger i bunden," siger Jacob Pedersen.

Aktiemarkedet har det med at være forud og inddiskontere forventningerne i aktiekurserne et godt stykke ud i fremtiden, så et åbenlyst spørgsmål er selvfølgelig, om løbet er kørt, og sektorerne generelt er ved at have toppet og er ved at være dyre.

Figur 2 giver et indtryk. Her er vist forward P/E for sektorerne i forskellige regioner. Forward P/E er beregnet med udgangspunkt i den aktuelle kurs (P) sat i forhold til konsensusforventninger til indtjeningen (E) i de næste 12 mdr. Umiddelbart ser f.eks. Europa interessant ud i forhold til USA i flere sektorer, og det samme gør dele af EM.

Figur 2: Forward Price/Earning (P/E) for regioner

Forward P/E	USA	Europa	EM	Fjernøsten	Latinamerika	Danmark	Verden
Materialer	19,4	13,6	10,2	13,2	7,2	39,3	15,6
Cyklisk Forbrug	35,8	19,9	25,1	25,7	38,9	17,1	27,1
Stabilt Forbrug	20,6	19,5	24,1	22,0	21,0	21,1	20,3
Energi	19,7	9,8	9,3	10,7	8,5		15,6
Finans	14,6	11,2	8,9	8,8	11,1	12,2	13,3
Sundhed	16,7	17,2	34,8	38,6	32,5	26,3	17,4
Industri	24,3	23,0	14,5	13,2	30,9	21,6	23,2
Informationsteknologi	28,0	31,4	18,4	17,9	53,7		28,2
Kommunikationsservice	25,1	15,9	26,0	28,8	11,6		23,1
Forsyning	18,7	16,5	10,8	13,4	9,9	44,8	17,9
Ejendomme	49,8	19,7		8,8	11,0		29,1
Forward P/E - marked	22,7	17,0	14,9	15,8	11,2	24,0	21,9
Sektorjusteret forward P/E*	24,3	20,1	19,5	20,2	23,4	23,0	21,9

Forklaring: Rød indikerer, at sektoren er dyr i forhold til prisfastsættelsen af samme sektor i andre regioner. Grøn indikerer, at den er relativt billig. Sektorjusteret forward P/E*: Alle sektorer i den enkelte region er her vægtet med MSCI's globale sektorvægte (MSCI World, All Countries) - dvs. der er her ens sektorvægte i alle

regioner, hvilket øger sammenligneligheden mellem regionerne i forhold til den "rene" forward P/E. Tallene for Danmark skal i øvrigt tages med et gran salt. Selskaberne rykker ind og ud af sektorer i vores lille land, og få selskaber kan påvirke kraftigt, som f.eks. Ørsted gør i Forsyning. Kilde: Sydbank, Refinitiv Datastream.

"Overordnet set er der stadig meget at gå efter i Finans, og det samme gælder cykliske aktier generelt og til dels også vækstaktierne, der havde det svært indtil november 2020. Det hænger i høj grad også sammen med de mange stimuli, markedet og økonomierne har fået i form af finanspolitik, lave renter og likviditet. Det er sikre penge, og det kan aktiemarkedet godt lide. Der er udsigt til en god nyhedsstrøm og stigende indtjening i virksomhederne, når økonomierne åbner op, så jeg ser en fornuftig udvikling i de kommende kvartaler. Det værste tænkelige er mutationer af virussen og vacciner, der ikke virker, men selv det kan imødegås relativt hurtigt med nye vacciner, siger vaccineproducenterne," påpeger Jacob Pedersen.

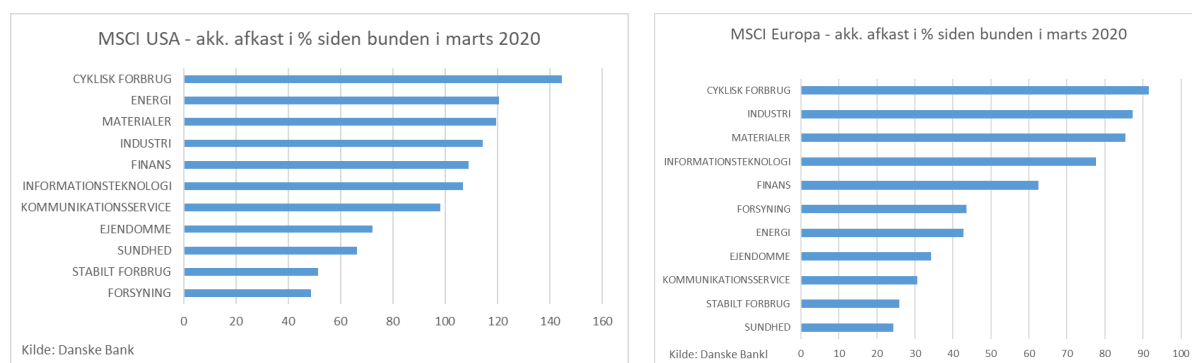
Men der er slanger i paradiset, for det er et marked på steroider. Næste år er der ingen hjælpepakker, og renterne vil formentlig stige og det i en verden, der er endnu mere forgældet end før pandemien.

"Inflationen tager et hop, og det vil vi se allerede i år. Som udgangspunkt er det ikke nødvendigvis dårligt for aktier, for virksomheders overskud stiger tilsvarende, og aktier er på den måde inflationssikrede. Men selve overgangsfasen til en periode med højere inflation og højere renter vil påvirke markedet negativt. Ikke mindst vækstaktierne, hvor meget lave renter har understøttet prisfastsættelsen 5-10-15 år ud i fremtiden. Så de dyreste aktier vil få det svært, og det har vi set allerede," siger aktieanalysechefen i Sydbank.

Cyklisk Forbrug har klaret sig bedst siden bunden

Cyklisk Forbrug har klaret sig bedst i både USA og Europa. Umiddelbart kan det virke overraskende, men det har med Covid-19 at gøre. Restriktioner har tvunget os til at droppe f.eks. restaurantbesøg og andre rekreative fornøjelser og i stedet sendt os hjem. Mange har benyttet lejligheden til at investere i forskellige ting til hjemmekontoret, fitnessudstyr og projekter i boligen m.v. Og vi har generelt måttet droppe de fysiske besøg i butikkerne og i stedet handlet online som aldrig før, hvilket har gavnet især store børsnoterede selskaber med stærke online platforme.

Figur 3: Forskelligartet billede i USA og Europa



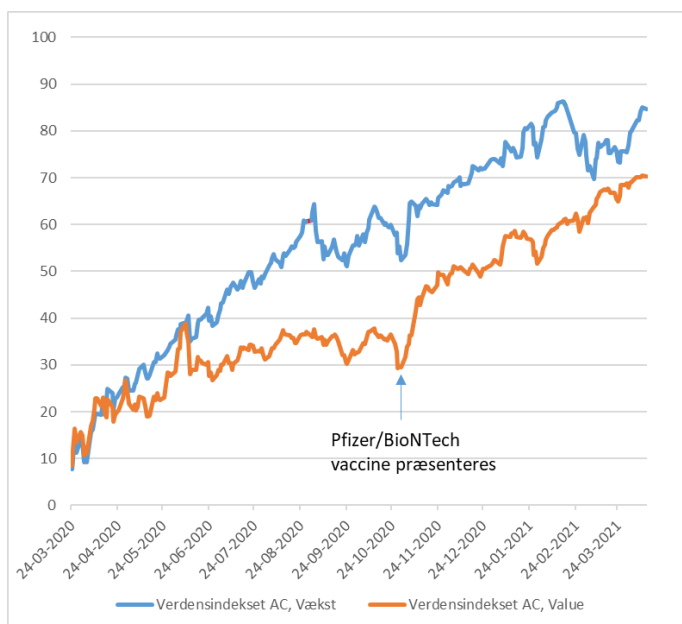
"Nu er vi på vej mod mere genåbning, og overordnet vil cyklisk forbrug ikke klare sig bedre end markedet. Men bag det ligger historien om, at stay-at-home cyklisk forbrug har fået et for stort boost, så nu vil vi se en rotation ud af det og mere over mod out-of-home. Vi vil købe mere fysisk, spise ude igen, købe rejser og fritidsaktiviteter. Europas sektorer er ikke billige, men jeg tror vi vil se en god optur i Europa, der er mere cyklisk end det amerikanske marked. Det er også interessant at holde øje med de "grønne" temaer - ESG, SDG, grøn energi m.v. Det er emner, vi er mere optagede

af i Europa end USA, og vi har flere store selskaber inden for segmenterne,” siger Lars Skovgaard Andersen, strateg i Danske Bank.

Valueaktier har slået vækstaktier

Vækstaktierne har i årevis nydt særlig godt af det ekstremt lave renteniveau og har sat de såkaldte valueaktier til vægs. Valueaktier er aktier, der uretmæssigt er faldet i unåde hos investorerne, og handles til kurser, der er betydeligt under den reelle værdi. De kan i princippet findes i alle sektorer, men er mest at finde i de sektorer, der ikke myldrer med innovative selskaber, der kan give meget høje forventninger. Oftest findes de derfor i sektorer som industri, energi, materialer, forsyning, sundhed og finans.

Figur 4: Value har slået vækstaktier siden november



Men også for valueaktier blev nyheden om vaccinen i november 2020 et vendepunkt, viser figur 4 fra Danske Bank. Udsigten til en vej ud gavnede også disse typisk cykliske aktier. I 2021 har truslen om højere renter trykket vækstaktierne, som dog er kommet op igen. Fra bunden i markedet 23. marts 2020 og frem til 1. november var det akkumulerede afkast i vækstaktier udtrykt ved MSCI World Growth 52,3 pct., mens value i MSCI World Value var steget 29,4 pct.

Medio april 2021 var den samlede stigning i vækstaktierne siden bunden i marts på 84,6 pct. (P/E omkring 43),

mens valueaktierne kunne notere 70,3 pct. (P/E knap 24). Valueaktierne havde langt om længe givet et bedre afkast end vækstaktierne i en længere periode, og har gode kort på hånden i forhold til vækstaktierne, der er mere følsomme over for rentestigninger.

Kilde: Danske Bank.

”Lige nu (medio april, red.) kører vækstaktierne fra value, men jeg tror, at valueaktierne kommer tilbage igen,” siger Lars Skovgaard Andersen.

Svært at time sektorrotation

Der er lavet talrige analyser af sektorrotation i aktiemarkedene. Men faktisk peger flere omfattende akademiske analyser (Newfound Research 2015, Massey University 2009 og 2018); på, at det ikke kan lade sig gøre at slå markedet ved at være aktiv i sektorvalget og forsøge at skruer porteføljen sammen, så den består af aktier, der vil nyde særlig godt af de forskellige faser i en konjunkturcyklus. Man kan lige så godt ligge bredt investeret i markedet og dermed slippe for at tage fejl med sektorvalg og timing.

Forklaringerne er bl.a., at sektorerne ændrer sig undervejs grundet teknologisk udvikling og andre ting. Teknologisektoren så f.eks. meget anderledes ud i 2000 med internet hardware selskaber, mens internet software selskaber fyldte meget i 2007 med meget højere profitmarginier med

”winner take all” perspektiverne for de succesfulde selskaber, skriver Newfound Research. I årene efter IT-boblens kollaps haltedte teknologisektoren efter markedet, men outperformede signifikant i kølvandet på finanskrisen i 2008. Et andet problem er at time valget af sektorer, f.eks. i det lange bullmarked frem til pandemien. Analyserne peger dog også på, at visse strategier er værd at forfølge i sektorvalget - f.eks. momentum, skriver Newfound Research.

Vi er i ukendt territorium

At det er fedt at være med i en momentumbølge peger også på netop vanskeligheden i at være i den rigtige sektor på det rigtige tidspunkt. For hvornår går luften ud af ballonen? Medvirkende til at vanskeliggøre timingen er i høj grad, at centralbankerne har overdænget markederne med likviditet og fastholdt ekstremt lave renter siden finanskrisen, men også globaliseringen og den teknologiske udviklings acceleration og endeløse disruptions og et mylder af nye trends, der kan være svære at gennemskue. De historiske erfaringer og lærebøgerne har ikke samme værdi som før i tiden. Men hvordan gør man så i den aktuelle situation, hvor det lange bullmarked kun blev bremset kortvarigt i 2020?

”Vi er i ukendt territorium. Vi gik ind i en recession, der ikke var der, og fandt vacciner hurtigere end vi havde regnet med og kastede samtidig en masse penge ind for at understøtte økonomierne. Vi har aldrig nogensinde været så stærke på den anden side af en recession. Derfor opstår der flaskehalse og inflationsforventninger. Federal Reserve mener, at inflationsproblemet forsvinder i takt med at virksomhederne kommer i gang med produktionen igen for alvor. Om de har ret vil vise sig. Men i mellemtiden er det bekymrende, at investorerne virker ret ligeglade med indtjening og værdiansættelser. Det vil ikke holde. På et tidspunkt kommer det i fokus igen, og så bliver det et meget mere nuanceret marked, der kræver stockpicking,” siger Lars Skovgaard Andersen.

Han mener, at det er oplagt at have en cyklisk fokus nu, men understreger samtidig, at det er lidt mere kompliceret.

”Som udgangspunkt mener jeg, at man skal ligge i alle sektorer. Nu skal vi rotere mere over mod de cykliske sektorer - industri, finans, energi, råvarer og IT - og undervægt af forsyning, sundhed og stabilt forbrug. Men her skal man som investor også tænke lidt mere nuanceret, for der er også aktier i andre sektorer og undersektorer, der er interessante. F.eks. i energi - hvor vi før har købt store olieselskaber og mineselskaber, fordi vi vidste, de havde pricing power, så kan vi se, at der nu er stor efterspørgsel efter deres produkter. Derfor begynder de at investere, så nu er det mere underleverandørerne, man skal gå efter. Generelt forventer vi mere investering herfra, og det vil også selskaber med robotter og automatiseringsteknologi nyde godt af.”

Og her sker der i forvejen noget. Der er i årevis blevet talt om, at hjemtagning af outsourcet produktion til hjemlandet eller tættere på er under opsejling i takt med de muligheder, som robotter og automatisering giver.

Verdens forsyningskæder under forandring

Outsourcing skete for at optimere og spare produktionsomkostninger, men pandemien har vist, at billig produktion ikke er meget værd, hvis man ikke kan få sine varer. Så der er nu en klar tendens til hjemtagning af produktion fra bl.a. Kina og mere national og regional kontrol over værdikæderne. En analyse fra Gartner viser, at amerikanske virksomheder er i fuld gang. Det gælder alle typer af produktion, men særlig ét område, skal man lægge mærke til.

Halvledere. USA tegner sig ifølge Semiconductor Industry Association 2020 for 47 pct. af verdens produktion. Sydkorea 19 pct., Japan 10 pct., Europa 10 pct. og Kina 5 pct. Kinas produktion blegner i

forhold til landets forbrug af halvledere, der er langt større end andre regioners, inklusiv Nordamerika. Kina slugte over 50 pct. af den globale produktion i 2019, ifølge en Deloitte rapport. Det er derfor Kinas militær rasler med sablen over for Taiwan, som Joe Biden har lovet støtte.

”Lige nu mangler verden computerchips, især Kina. Amerikanerne vil derfor udvide deres egen produktionskapacitet i de kommende år og dermed sikre sig til fremtiden. Men vi vil også se andre typer af produktion blive etableret i forskellige regioner. Pandemien har vist sårbarheden ved globale forsyningskæder.”

De teknologiske trends som halvledere understøtter er bl.a. 5G og robotrevolutionen, men der er også andre vigtige trends, man skal holde øje med. Vedvarende energi er en af dem, og her kan det være interessant at samle op efter den store korrektion tidligere på året.

Lars Skovgaard Andersen anbefaler også at gå efter kvalitet inden for visse vækstaktier for eksempelvis sociale medier og browsere (f.eks. Google) står til øgede reklameindtægter. Og i sundhed, som han aktuelt undervægtter, er der også selskaber, der nyder godt af genåbningen. F.eks. medtech-selskaber, der leverer vigtigt udstyr til hospitalerne, som ikke har noget med Covid-19 at gøre. De er blevet tilsidesat under pandemien, og det gælder også høreapparater. Målgruppen, som her primært er de ældre, har undladt at gå til audiologer, men er nu vaccinerede og bevæger sig mere ud igen.

Husk også at være defensiv i et aktiemarked drevet af momentum

Defensive aktier klarer sig ganske godt historisk set og bør altid være en del af porteføljen. Men tiderne har ændret sig - hvad er egentlig defensive aktier?

Både i 2018 og 2019 var man begyndt at tale om, at centralbankerne snart ville begynde at normalisere pengepolitikken og det lange bullmarked nærmede sig en afslutning. Men det skete ikke, og forventningerne var stadig høje, da vi gik ind i 2020. Flere aktieindeks nåede lige at sætte nye rekorder, før det stod klart, at en global pandemi forårsaget af en coronavirus i familie med den, der skabte stor bekymring blandt verdens virologer i 2002-2004, var under rivende udvikling. Aktiemarkedet foretog det vildeste dyk på kort tid, men hurtig respons af centralbanker og regeringer med lovning om hjælpepakker, genskabte overraskende hurtigt tilliden i markedet. Og så gik det opad.

Men aktiemarkedet steg mere, end det burde have gjort i 2020. Det er den overordnede konklusion, hvis man holder sig til de finansielle lærebøger og formler, der angiver, hvad en realistisk pris på en aktie bør være. Nu er advarslerne mod uholdbare niveauer igen kommet på banen, men der er delte meninger. Hvad er det, der sker?

Der er enighed om, at de ekstremt lave renter spiller en afgørende rolle. De kommende års indtjening i nutidskroner er mere værd, og det giver i sig selv en højere aktiekurs. Med den ekstreme pengepolitik i bl.a. USA og Europa har centralbankerne leveret gigantiske løftestænger til markedet. Uden de lave renter ville aktiemarkedet ikke ligge på de aktuelle niveauer, men betydeligt lavere. Så når centralbankerne begynder forsigtigt at antyde, at nu er det nok ved at være tid med en normaliseret pengepolitik, så vil aktiemarkedet reagere negativt. Der er vi ikke foreløbig - centralbankerne vil ikke gøre noget som helst, der kan gøre tilværelsen værre for erhvervslivet og samfundsøkonomien.

Aktier er ved at være dyre

Men de ekstreme lave renter giver nogle problemer. Hvordan man end vender og drejer det, så er aktiemarkeder ved at være dyre i historisk perspektiv. Det er dog især de store amerikanske teknologiaktier, der er kørt til himmels. Og så er der Tesla, der er kommet med i sektoren Forbrugsgoder i S&P 500, og vejer meget tungt med en aktiekurs, som ingen er i stand til at regne hjem. Alligevel går de professionelle også med på historien i stort omfang - ingen tør tilsyneladende ignorere momentumeffekter i den størrelsesorden. Også i mindre vækstaktier er interessen usædvanlig stor, og private investorer er mere aktive end nogensinde.

Men der er altså en risiko for, at korthuset falder sammen. Det kunne være en pludselig erkendelse af, at "Tesla ikke har noget tøj på", og et stort salgspres i aktien udløser en dominoeffekt. Men det kan også komme fra helt andre steder. Kendsgerningen er, at risikoen er til stede. Hverken træer eller aktier vokser ind i himmelen.

"Der er bobler i dele af markedet for vækstaktier. For de store amerikanske tech-giganter, der tjener masser af penge, er den største risiko formentlig regulering. For de små vækstaktiers vedkommende er det, at de i mange tilfælde er hypet op til uholdbare kursniveauer, som de langt fra alle vil kunne leve op til i indtjeningen. Men det generelle marked har ikke udviklet sig til en boble, hvis man sammenligner med tidligere bobler, og det skyldes en lang række faktorer, der understøtter markedet. Vores basis scenario er, at dette er et marked, hvor stockpicking i stigende grad er vigtigt, og hvor der vil komme stærkt gang i økonomierne, når vaccinerne er rullet ud, og restriktionerne lettes. Det kan ikke afvises, at vi får en generel korrektion på kort sigt, men det ville jeg benytte til at købe cykliske aktier. Man bør altid have defensive aktier i porteføljen, og netop her vil der være gode stockpicking muligheder, da der er en generel tendens til, at de virker uinteressante. Vi har aktuelt (ultimo januar 2021, red.) en undervægt på de defensive aktier, og vores eksponering mod disse er netop nu via stockpicking" siger Lars Skovgaard Andersen, investeringsstrateg i Danske Bank.

Han advarer samtidig investorerne mod at lade sig forføre af lovende teknologiske trends og købe vækstaktier, der allerede ser dyre ud.

"Hvis du vil investere i stærke teknologiske trends, så skal du købe bredt via en portefølje af aktier i temaet, en investeringsforening eller en ETF. Du ved aldrig på forhånd, hvem der vinder. Og selv om nogen ser ud til at sidde godt, så vil en stærk trend eller tendens altid trække nye aktører til og give dem hård konkurrence. Ingen får lov at have en tendens alene."

Hvad er defensive aktier?

Defensive aktier, defineres som dem, der ikke er så følsomme overfor, om det går op eller ned i økonomien. I den forbindelse taler man som udgangspunkt om tre forskellige sektorer:

Sundhed - Vi skal have vores medicin uanset om vi er i en recession eller et opsving.

Forsyning - Vores forbrug af vand, varme og elektricitet er også ret stabilt. Vi sparer ikke på brusebadet, varmen eller går rundt i mørke, selv om BNP falder med to pct.

Stabilt Forbrug - Dagligvarer ligger i denne sektor. Vi skal bruge en masse ting i dagligdagen fra hårshampoo til underbukser, og vi skal have noget at spise og drikke.

Det interessante er selvfølgelig, hvordan de tre sektorer i praksis har klaret sig i forhold til de andre sektorer. Kast et blik på Tabel 1, der viser årligt afkast og risiko i de seneste 20 år i de forskellige sektorer i MSCI Verdensindekset. Som det fremgår, er der ganske store forskelle over årene, og det kommer også meget an på, hvilken periode man betragter. Tager man de 20 år, så er både IT-boblens kollaps og finanskrisen samt de efterfølgende recessioner og opsving med.

Sådan har sektorerne klaret sig

Tabel 1

VERDEN		Årligt afkast					Årlig volatilitet					Afkast/risiko				
Sektorvægte	MSCI Verden sektorer	1 år	3 år	5 år	10 år	20 år	1 år	3 år	5 år	10 år	20 år	1 år	3 år	5 år	10 år	20 år
22,07%	IT	37,73%	22,22%	27,96%	18,94%	7,42%	36,66%	26,23%	21,80%	19,00%	22,45%	1,03	0,85	1,28	1,00	0,33
12,18%	Forbrugsgoder	35,51%	15,86%	17,99%	15,43%	8,09%	28,57%	19,79%	16,67%	15,37%	17,06%	1,24	0,80	1,08	1,00	0,47
12,95%	Sundhed	13,51%	10,57%	11,85%	14,57%	7,68%	24,94%	17,63%	15,21%	14,04%	14,56%	0,54	0,60	0,78	1,04	0,53
7,62%	Stabilt forbrug	3,04%	6,24%	7,81%	10,39%	8,24%	20,87%	14,23%	12,22%	11,21%	11,67%	0,15	0,44	0,64	0,93	0,71
10,50%	Industri	9,43%	7,79%	13,20%	10,31%	6,79%	29,69%	19,93%	16,75%	15,55%	17,21%	0,32	0,39	0,79	0,66	0,39
8,90%	Kommunikationsservices	16,71%	13,48%	10,30%	10,17%	3,69%	27,76%	19,08%	16,23%	14,08%	16,66%	0,60	0,71	0,63	0,72	0,22
3,14%	Forsyning	3,80%	8,98%	10,43%	8,11%	6,31%	30,20%	19,18%	16,15%	14,08%	14,46%	0,13	0,47	0,65	0,58	0,44
12,77%	Finans	-0,58%	3,33%	9,67%	8,01%	3,12%	36,40%	23,29%	20,00%	17,82%	20,52%	-0,02	0,14	0,48	0,45	0,15
4,52%	Materialer	23,33%	10,55%	17,03%	5,79%	7,92%	27,83%	19,20%	16,77%	16,40%	18,78%	0,84	0,55	1,02	0,35	0,42
2,65%	Fast ejendom	-9,00%	2,57%				31,59%	19,90%				-0,28	0,13			
2,71%	Energi	-24,40%	-10,71%	1,10%	-1,30%	3,53%	50,82%	32,30%	27,18%	23,26%	23,53%	-0,48	-0,33	0,04	-0,06	0,15
	MSCI Verden	14,45%	10,15%	14,17%	11,12%	6,22%	28,31%	18,80%	15,70%	14,39%	15,82%	0,51	0,54	0,90	0,77	0,39

Tabel 2

EUROPA		Årligt afkast					Årlig volatilitet					Afkast/risiko				
Sektorvægte	MSCI Europa sektorer	1 år	3 år	5 år	10 år	20 år	1 år	3 år	5 år	10 år	20 år	1 år	3 år	5 år	10 år	20 år
7,62%	IT	12,84%	13,61%	15,35%	13,05%	-0,19%	32,52%	24,37%	21,34%	20,50%	28,18%	0,39	0,56	0,72	0,64	-0,01
14,43%	Sundhed	-0,41%	8,89%	6,97%	11,08%	6,11%	22,76%	16,68%	15,72%	15,52%	16,95%	-0,02	0,53	0,44	0,71	0,36
11,54%	Forbrugsgoder	5,17%	6,08%	9,49%	9,83%	5,82%	33,04%	22,74%	20,00%	19,60%	21,95%	0,16	0,27	0,47	0,50	0,27
13,48%	Stabilt forbrug	-3,07%	3,20%	6,40%	9,00%	8,24%	20,36%	14,85%	13,79%	13,62%	14,84%	-0,15	0,22	0,46	0,66	0,56
14,48%	Industri	7,45%	7,54%	13,16%	8,96%	6,79%	32,59%	22,10%	19,52%	19,25%	21,48%	0,23	0,34	0,67	0,47	0,32
1,45%	Fast ejendom	-12,36%	-1,94%				29,69%	20,15%				-0,42	-0,10			
8,21%	Materialer	19,67%	6,78%	17,85%	5,47%	7,81%	29,53%	21,99%	20,22%	21,09%	24,61%	0,67	0,31	0,88	0,26	0,32
15,54%	Finans	-11,11%	-5,72%	3,04%	2,95%	-0,27%	37,73%	24,93%	23,45%	23,05%	26,24%	-0,29	-0,23	0,13	0,13	-0,01
3,92%	Kommunikationsservices	-10,01%	-4,90%	-3,02%	2,43%	0,41%	25,96%	18,34%	17,40%	16,99%	20,85%	-0,39	-0,27	-0,17	0,14	0,02
4,34%	Energi	-25,16%	-7,82%	6,80%	1,29%	3,44%	50,66%	32,46%	28,14%	24,34%	24,65%	-0,50	-0,24	0,24	0,05	0,14
4,99%	Forsyning	16,87%	16,62%	12,88%	7,78%	7,33%	28,42%	19,41%	17,82%	17,62%	18,61%	0,59	0,86	0,72	0,44	0,39
	MSCI Europa	-0,24%	3,32%	8,18%	6,88%	4,01%	26,82%	18,14%	16,40%	16,49%	18,90%	-0,01	0,18	0,50	0,42	0,21

Tabel 3

USA		Årligt afkast					Årlig volatilitet					Afkast/risiko				
Sektorvægte	MSCI USA IMI sektorer	1 år	3 år	5 år	10 år	18 år	1 år	3 år	5 år	10 år	18 år	1 år	3 år	5 år	10 år	18 år
27,36%	IT	41,39%	27,48%	29,56%	19,78%	14,68%	39,55%	28,37%	23,57%	21,53%	22,14%	1,05	0,97	1,25	0,92	0,66
12,57%	Forbrugsgoder	53,29%	22,96%	22,76%	18,69%	13,63%	35,27%	24,57%	20,33%	20,28%	20,98%	1,51	0,93	1,12	0,92	0,65
13,86%	Sundhed	21,08%	14,58%	15,20%	16,68%	11,58%	30,43%	21,72%	18,57%	17,28%	17,17%	0,69	0,67	0,82	0,97	0,67
9,02%	Industri	13,01%	7,11%	15,43%	12,16%	11,05%	39,23%	26,51%	21,91%	21,22%	21,49%	0,33	0,27	0,70	0,57	0,51
5,93%	Stabilt forbrug	9,38%	8,53%	9,40%	11,69%	10,20%	27,51%	18,79%	15,73%	14,21%	14,19%	0,34	0,45	0,60	0,82	0,72
2,65%	Forsyning	-0,97%	10,81%	11,27%	11,09%	10,72%	38,50%	24,60%	20,66%	18,27%	18,31%	-0,03	0,44	0,55	0,61	0,59
10,54%	Finans	3,87%	4,34%	14,12%	10,83%	6,10%	45,99%	29,88%	25,01%	26,87%	28,41%	0,08	0,15	0,56	0,40	0,21
9,95%	Kommunikationsservices	22,80%	15,49%	13,18%	10,45%	9,53%	32,35%	23,23%	20,17%	19,31%	20,17%	0,70	0,67	0,65	0,54	0,47
2,80%	Materialer	29,36%	7,32%	16,65%	9,35%	10,55%	38,71%	26,36%	22,33%	23,40%	24,21%	0,76	0,28	0,75	0,40	0,44
3,17%	Fast ejendom	-6,77%	6,54%				41,78%	26,66%				-0,16	0,25			
2,15%	Energi	-22,59%	-14,33%	-1,71%	-2,65%	6,47%	60,17%	38,94%	32,82%	29,43%	29,38%	-0,38	-0,37	-0,05	-0,09	0,22
	MSCI USA IMI	21,61%	13,88%	17,58%	13,77%	10,92%	34,34%	23,18%	19,07%	18,76%	19,18%	0,63	0,60	0,92	0,73	0,57

Kilde: MSCI-data er levereret af Danske Bank.

Forklaring: Sektorerne er rangeret efter bedste afkast over 10 år. Data for MSCI Verden er for Mid & Large Cap i 23 udviklede lande. MSCI Europa dækker Mid & Large Cap i 15 udviklede lande - herunder også UK, Norge og Schweiz, der ikke er med i EU. MSCI IMI USA dækker Small, Mid & Large Cap i USA. Der var ikke data tilbage for 20 år på USA, så de 18 år har ikke IT-boblens kollaps med. Der er generelt ikke adgang til data for fast ejendom i længere perioder, da sektoropgørelsen er ret ny. Afkast er generelt opgjort i lokal valuta. MSCI har defineret 11 hovedsektorer, 24 industrigrupper, 69 industrier, 158 underindustrier.

Sektorerne med den laveste årlige risiko, udtrykt ved volatilitet, er over de seneste 20 år i Verdensindekset:

Stabilt forbrug, Forsyning, Sundhed.

Så langt så godt - de defensive sektorer har haft den laveste risiko set over 20 år. Ser man på afkastet over de 20 år, så er der et overraskende resultat, idet Stabilt Forbrug har leveret det bedste afkast af alle. Sundhed er på en fjerdeplads og Forsyning på en syvendeplads. Sætter man sektorernes afkast i

forhold til risikoen, så er Stabilt Forbrug stadig bedst. Sundhed er på andenpladsen, og Forsyning er på fjerdepladsen. Det har altså været en ganske god forretning at investere i de tre defensive sektorer.

Globalisering, teknologi, lave renter, bæredygtighed ...

Men det har også været en speciel periode. Globaliseringen accelererede voldsomt især i årene frem mod 2008. Råvarepriserne tordnede op, og især Kina ekspanderede på mange fronter. Internet, digitalisering, bioteknologi osv. er modnet i denne periode, og det kostede dyre lærepenge undervejs.

Vi er i dag i en digital tidsalder med et hav af teknologier, der blomstrer op og gør umulige ting mulige. Ser man på udviklingen over de seneste 10 år, så er billedet noget anderledes end i 20-års perioden. Ikke blot som følge af den teknologiske udvikling men også den kreative pengepolitik i kølvandet på finanskrisen. I 2008 var den 30-årige realkreditrente eksempelvis mellem 5 og 6 pct. - mod 0,5 pct. i dag.

I denne 10-års periode har Sundhed leveret det tredjebedste afkast i Verdensindekset efter IT. Stabilt Forbrug er på fjerdepladsen - godt to procentpoint over Forsyning på sjettepladsen. Sætter man afkast i forhold til risiko er Sundhed bedst og Stabilt Forbrug på andenpladsen. Forsyning ligger noget længere nede som følge af lavere afkast og højere risiko. Men ser man på udviklingen over de seneste tre år i Europa, så har Forsyning leveret det bedste afkast i forhold til risikoen.

”Bæredygtighed har i stigende grad bidt sig fast, og det er gået ud over råvarer og energi, og det rammer også forsyning. Kul er på vej ud, og forsyningssektoren er i en vanskelig og krævende omstillingsfase mod grøn energi. Men Europas forsyningselskaber, herunder Ørsted, er godt på vej. Og det i en grad, så forsyningselskaber af den slags i virkeligheden mere er vækstaktier,” siger Lars Skovgaard Andersen.

Forsyningselskaber i en sådan omstilling mister altså fordums defensive kvaliteter. Men også Sundhed er en kategori, der er for bred til, at man kan kalde alle aktier i sektoren for defensive.

”I Sundhed indgår også bioteknologiske selskaber, og de er bestemt ikke defensive. Chr. Hansen er heller ikke defensiv. Novo Nordisk er måske nok defensiv i forhold til konjunkturudviklingen men ikke i performance - det er mere en vækstaktie. Man skal være påpasselig med ikke at lade sig vildlede af sektorbeskrivelser,” siger Morten Kongshaug, partner i Copenhagen Allocation Partner (CAP).

Han mener, at de 11 hovedsektorer som mange professionelle investorer anvender i porteføljestyling ikke er tilstrækkelig nuancerede til at beskrive egenskaberne hos mange af selskaberne. Man er nødt til at gå længere ned og se på de forskellige undersektorer. Men idet der under de 11 sektorer gemmer sig 24 industrigrupper, 69 industrier og 158 underindustrier vil det blive for vanskeligt for professionelle kapitalforvaltere at kommunikere investeringsstrategien på den traditionelle måde med forskellige vægte.

”Hvis man bruger en top-down tilgang og skruer porteføljen sammen med udgangspunkt i hovedsektorerne, får man i nogle tilfælde en utilsigtet allokering. Vi vil hellere indtage en bottom-up tilgang, hvor vi screener selskaberne og ser på deres værdi og potentiale. Og i stedet for at holde fast i de traditionelle opfattelser af defensive aktier og sektorer i forhold til cykliske, så anlægger vi en anden betragtning. Hvis man vil finde de defensive aktier, så er det i udgangspunktet aktier, der

falder og stiger mindre end markedet - de har altså en lavere volatilitet og lavere beta. Oveni det bør man så lægge et kvalitetsfilter.”

Mere kvalitet og lav volatilitet

Morten Kongshaug mener, at markedets dynamik her i starten af 2021 er under forandring. Det er derfor tid til at overveje, hvordan sektorer og regioner skal skrues sammen i porteføljen og opnå en bedre balance af værdi, vækstmæssige og defensive kvaliteter. CAP har udviklet en screeningmodel, hvor de enkelte aktier rangeres efter forskellige forhold (se boks). I det aktuelle miljø lægges der meget vægt på kvalitet - defineret som lav gæld, stabil indtjening, høj score på ESG (miljø-, sociale og ledelsesmæssige værdier) og et stærkt frit cash flow (FCF). Forhold, som reelt er defensive kvaliteter og samtidig tager højde for den stærke trend i bæredygtighed (ESG).

CAP's rangering

Momentum (højt kursmæssigt afkast målt på 12 mdr.-3 mdr.)	5%
Værdi (lav Kurs/Indre værdi, lav P/E forward 12 mdr.)	5%
Langsigtet vækst (høj årlig vækst over 5 år)	10%
Indkomst og afkast (høj EPS og ROE)	15%
Kvalitet (lav gæld, stabil indtjening, høj ESG, høj FCF)	45%
Lav volatilitet (volatilitet og beta)	15%

Kilde: CAP

Verdens digitale giganter - Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google, Microsoft, Alibaba og Tesla - tegnede sig i 2020 for 7,9 procentpoint af MSCI Verdensindeksets afkast. Konsensus ifølge IBES siger, at analytikerne forventer, at denne gruppe aktier kan få deres indtjening til at vokse med over 20 pct. årligt i de kommende fem år, som det er sket i de foregående fem. Det virker overdrevet, mener Morten Kongshaug, bl.a. fordi begrænsende reguleringer er en betydelig risiko. Derfor mener han, at det er bedre at bevæge sig ind i andre segmenter af markedet.

”Vi holder fast i en overvægt af langsigtede vækstaktier på ryggen af sekulære trends, der bl.a. handler om bæredygtighed, kvalitetsmad, online handel og aldrende befolkninger. I 2020 leverede aktier med lav volatilitet et afkast, der var over 10 procentpoint dårligere end Verdensindekset. Disse aktier overvægter vi også nu, da vi ser en betydelig risiko for, at indtjeningen i cykliske aktier vil skuffe. Og valueaktier hæver vi fra undervægt til neutral. Valueaktier klarede sig endnu dårligere, men det skyldtes mest, at vækstaktier steg mere i kurs - ikke at indtjeningen i valueaktier blev dårligere. Valueaktier ser mere interessante ud nu, hvis man lægger et kvalitetsfilter på også. Så længe realrenterne er så lave som nu, har investorerne stor tålmodighed med dyre vækstaktier, men vi forventer stigende risikofrie renter på den anden side af pandemien, og derfor er tiden inde til at bevæge sig mere selektivt ind i valueaktier,” siger Morten Kongshaug.

Stabilt Forbrug får højeste ranking

Blandt de 11 hovedsektorer er det aktuelt Stabilt Forbrug, der får den højeste CAP-ranking. Her er der således gode muligheder for at finde defensive aktier - defineret som lav volatilitet og stabil indtjening. Denne sektor er den foretrukne at finde aktier med lav volatilitet i, men også undersektorerne Telekommunikation, Børser og Luftfart & Logistik fremhæves. Blandt de interessante aktier fremhæver Morten Kongshaug ICA Gruppen AB, Beiersdorf AG og Deutsche Post AG.

Man kan også finde aktier med defensivt islæt i sektorer, hvor de i den traditionelle definition af defensive aktier ikke hører hjemme - Telekommunikation, Forbrugsgoder og Materialer. Her peger

han på valueaktier med høj kvalitet som bl.a. Telekom Austria AG, LG Electronics Inc. og Rio Tinto Ltd. Valueaktier kan også findes i Energi og Finans, men det gennemsnitlige selskab i disse sektorer har aktuelt meget lav kvalitetsscore (CAP ranking).

Morten Kongshaug påpeger også, at amerikanske aktier som helhed handles til en præmie, der er blevet for høj. Derfor anbefaler han også, at man leder mere efter interessante aktier i Emerging Markets, Japan og Europa.

Defensive investeringer

Sektorer og industrier med lav risiko

	Vol. rank	CAP rank
Stabilt Forbrug	73,3	60,5
Telekommunikation Services	69,6	50,3
Børser & Data	72,5	62,8
Luftfart & Logistik	63,5	62,7
Jernbaner	68,0	18,9
Fast Ejendom Admin. Service	64,0	29,7
Vandforsyning	76,7	21,5
MSCI Verden	46,8	43,7

Kilde: CAP.

Attraktive investeringer i Kina - verdensøkonomiens vækstmotor

Mens mange andre lande i Emerging Markets har det svært, er fortællingen om Kina en anden. Også selv om coronakrisen kan føre til, at de udviklede lande i stigende omfang vil hjemflage outsourcete produktioner. Kina er blevet en innovativ stormagt, hvis primære økonomiske vækst ikke længere er drevet af eksport men derimod indenlandsk efterspørgsel.

I marts udsendte finanshuset GMO en prognose for en række aktivklassers forventede reale afkast på syv års sigt. Amerikanske *large cap* aktier lå til det ringeste afkast med forventet -1,5 pct. årligt. Nu skal man ikke hænge sig for meget i prognosers absolutte tal. Det interessante i denne sammenhæng var den relative vurdering - Emerging Markets (EM) aktier forventes at give det højeste afkast i perioden. 4,9 pct. årligt i EM-aktier generelt og 11,8 pct. i EM value aktier.

GMO fremhævede i sin argumentation bl.a. at EM-aktier er de billigste målt på cyklisk justeret P/E men også, at historien viser, at efter store brandudsalg på de finansielle markeder, så er der en klar tendens til, at når markedet rejser sig igen, så er de billigste aktier i front med de største stigninger. Når optimismen vender tilbage, går investorerne efter de bedste røverkøb ud fra et ræsonnement om, at hvad end der gjorde dem så billige i første omgang, så vil det højst sandsynligt ikke kunne knockoute dem nu, hvor de overlevede krisen, og det nu igen går fremad i økonomien.

Men før man fylder porteføljen med EM-aktier, så skal man lige klappe hesten. EM har aldrig været en tilstrækkelig nuanceret fælles betegnelse for aktiemarkeder i Sydamerika, Sydafrika, Østeuropa og Asien. Forskellene er alt for store, og det er blevet endnu mere tydeligt. Særligt Latinamerika har fået store stryg - ikke blot af coronakrisen, men med bund i strukturelle problemer der gennem årene har hobet sig op. Det straffes ubønhørligt af aktiemarkedet. Hvis man sætter kursudviklingen i Latinamerika i forhold til Verdensindekset, så er alt det merafkast, som de mere risikable aktier i regionen genererede over de seneste 20 år, helt forsvundet. Kina er derimod en anden sag.

Kina har været verdens største økonomi

I 1820 tegnede Kina sig for en tredjedel af verdens BNP, mens Indien stod for en sjettedel. Fra da af ændrede verdensøkonomien sig markant og i 1952 var Kinas andel skrumpet til 1/20, viser data fra Angus Maddison i OECD. Maos tiltræden i 1949 gjorde kun situationen værre.

Maos død i 1976 banede vejen for Deng Xiaoping, der stod i spidsen for partidiktaturet fra 1978, og det var startskuddet til at vende Kinas nedtur. Han gennemførte vigtige økonomiske reformer og åbnede Kina mere op mod verdensøkonomien. Det lagde kimen til verdens største hybrid af markedsøkonomi og statsøkonomi. Kollektive landbrug blev afskaffet, og landmandsfamilierne fik lov selv at eje. Samtidig blev der i en række kystbyer oprettet "særlige økonomiske zoner", hvor der blev produceret tekstiler og beklædning m.v. til eksportmarkedet.

Det var en proces, der med årene også fik kinesernes øjne op for, hvor underudviklede de var i forhold til resten af verden. Særligt studenterne på landets universiteter blev i anden halvdel af 80'erne opmærksomme på, at Kina var bagud - også i forhold til andre lande i regionen som Sydkorea, Singapore, Taiwan og Hong Kong. Det førte til studenterdemonstrationer, der kulminerede i 1989 med militærets indgriben på den Himmelske Freds Plads. Det lykkedes imidlertid for partidiktaturet at afværge en revolution og et systemskifte det samme år, hvor Berlinmuren faldt - hvilket to år senere kulminerede med Sovjetunionens sammenbrud. Den udvikling skabte bekymring i partiet, men det lykkedes alligevel for Deng Xiaoping at fortsætte reformpolitikken, og dermed endte Kina med at nyde godt af Jerntæppets fald og den acceleration af globalisering og outsourcing, der blev sparket i gang.

Op gennem 00'erne voksede landet til at blive verdens foretrukne fabrikshal og står i dag for 35 pct. af output fra fremstillingsindustrien. Det er verdens største handelsnation, og allerede i 2014 var landet - efter 30 år med årlig vækst tæt på 10 pct. - verdens største økonomi opgjort på købekraftsparitet, og i 2018 verdens næststørste på BNP opgjort i nominelle termer med 16 pct. af verdens BNP. En voldsom acceleration i forhold til tiden under Mao, hvor BNP pr. indbygger var væsentligt under gennemsnittet for de afrikanske lande.

I 2019 brød netop BNP pr. indbygger den magiske grænse på 10.000 dollar, der markerer indgangen til det, der defineres som middelindkomst niveau. Historisk set har det givet andre lande i catch-up processer problemer. De er havnet i middelindkomstfælden - en strukturel vækstbremse, der betyder, at de bliver hængende på indkomstniveauer omkring 10-12.000 dollars. Det lykkes ikke for dem - især ikke de lande, der har en stærk råvareeksport - at bevæge sig op i værdikæderne med investeringer, højnelse af uddannelsesniveauer og mere innovation. De bliver hængende i den vækstmodel, der er afhængig af vareeksport og billig arbejdskraft, mens lønningerne samtidig stiger.

Kina kan undgå middelindkomstfælden

Ser man på udviklingen i Kina over de seneste 15 år, så er der tegn på, at Kina muligvis formår at undgå fælden. Kineserne har investeret massivt i industri, infrastruktur, forskning og uddannelse - og de er gode til at suge viden til sig og lære af andres fejl og erfaringer.

Over 900.000 kinesere studerer nu årligt på udenlandske universiteter, heraf over en tredjedel i USA, og antallet af kinesere på videregående uddannelser er steget fra 7,4 mio. i 2000 til 45 mio. i 2018. Kina uddanner årligt flere Ph.d.-studerende end USA, og antallet af videnskabelige, tekniske og medicinske forskningspapirer publiceret af kinesiske forskere oversteg i 2018 for første gang de amerikanske forskeres. Kina bruger nu flere penge på forskning og udvikling end alle EU-lande tilsammen og forventes snart at overgå USA på den front også. Kinas højere uddannelser sender årligt flere kandidater ud end USA og Indien tilsammen, oplyser WENR.

Et andet vigtigt forhold er, at Kina har formået at rebalancere økonomien mod indenlandsk forbrug, som er karakteristisk for de udviklede lande. Kina overgik i 2019 for første gang USA med antal selskaber på Global Fortune 500 med 129 mod USA's 121, men mere end 80 pct. af disse selskabers omsætning bliver skabt indenlands. Siden 2015 har hjemligt forbrug tegnet sig for mere end 60 pct. af BNP i de fleste kvartaler, skriver McKinsey i en omfattende rapport fra 2019, som fremhæver, at Kinas eksponering mod verden har været faldende siden 2006, mens verdens eksponering mod Kina er steget støt siden 2000. Multinationale selskaber har en højere penetration i det stærkt voksende kinesiske forbrugsmarked end i USA men møder nu stigende konkurrence af kinesiske selskaber. Inden for 30 forbrugskategorier har multinationale selskaber tabt markedsandele i 11.

Kineserne har dog deres udfordringer. Mange års et-barns politik vil give stigende udfordringer med voksende ældrebyrde og en mindre arbejdsstyrke. Miljøudfordringerne er enorme på mange fronter, og det er ikke uden grund, at Kina er verdens førende med 45 pct. af verdens årlige investeringer i vedvarende energi - landet udleder også 28 pct. af verdens CO2. Kina har også visse ressourceproblemer. 80 pct. af landets vandressourcer er således koncentreret i det sydlige Kina og et andet problem er, at 60 pct. af grundvandet er forurennet. En yderligere udfordring er madforsyning. Kun 10-15 pct. af Kinas jord er opdyrkelig (55 pct. dyrkes i Danmark). Dertil kommer, at ifølge Verdensbanken er 26,7 pct. (2019) af Kinas arbejdsstyrke beskæftiget i landbruget, som med mange meget små landbrug langt fra er effektivt. Her ligger der imidlertid en stor potentiel gevinst i form af yderligere effektivisering ligesom man også vil kunne imødegå det demografiske problem, hvis det - som i industrialiserede højtudviklede lande - lykkes at få flyttet størstedelen af de beskæftigede i landbruget over i industri-, service- og vidensektoren. Processen er i fuld gang - andelen af beskæftigede i landbruget var i 2003 50 pct. og er faldet støt siden.

Men den største forhindring for at nå partiets erklærede mål om at blive en "fuldt udviklet og avanceret nation" i 2049 er set i historisk perspektiv måske selve styreformen. Undertrykkelsen af systemkritikere, manglen på ytringsfrihed og demokratisk medbestemmelse og overvågningssystemet, hvor lave karakterer begrænser folks muligheder på mange områder, kan begrænse vækstperspektiverne. Erfaringen fra vores del af verden viser, at jo mere oplyste folk bliver via uddannelse og videndeling, desto mere kritiske vil de være over for uretfærdigheder. Læg dertil den voksende ulighed i landet - det er kystbyerne, der oplever den store vækst i Kina.

Martin Wolf på Financial Times mener, at den nuværende leder, Xi Jinping, muligvis vil blive husket som Kinas Leonid Brezhnev - den russiske leder, der kategorisk afviste alle tanker om økonomiske og politiske reformer i 1964-1982. Gorbatsjov kom til i 1985 med andre visioner, og også kineserne fostrer nytænkende personer, der forstår, hvornår tiden er inde til ændringer.

Vi vil ikke se demokrati i Kina

Men kinesisk kultur, historie og politiske udvikling er væsentlig anderledes end de vestlige landes, og de følgeslutninger, der synes logiske for en vesterlænding, er ikke nødvendigvis noget, der bliver til virkelighed i Kina. Morten Springborg, temaspecialist hos CWorldWide (CWW), tror ikke, at vi nogensinde vil se demokrati i Kina.

- I den kinesiske samfundsmodel har individet aldrig haft særlig stor betydning. Liberalt demokrati kendes ikke i kinesisk historie, og jeg tror aldrig, vi kommer til at se det i Kina, siger Morten Springborg, som påpeger, at den sociale overvågning har rodfastet det kommunistiske parti endnu mere.

Hvor kritisabel samfundsmodellen end kan virke set fra et vestligt synspunkt, så betyder det dog ikke, at partiet ikke har fokus på befolkningens velbefindende.

- Hvis partiet skal bevare magten, kræver det, at de er i stand til at fortsætte den gode økonomiske udvikling, der foreløbig har løftet 600 mio. mennesker ud af fattigdom. Hvis de ikke formår det - hvis der f.eks. opstår inflation og masseledighed - så vil der opstå uro og utilfredshed.

Men det er partiet meget opmærksom på med særlig fokus på uligheden i landet. Der er meget stor indkomstforskel på kystregionerne og landdistrikterne. Men også fordelingen af velfærdsydelser såsom uddannelses- og sundhedssystemet har været kilde til ulighed, fordi det såkaldte Houku-system har kontrolleret kinesernes sociale og geografiske placering ud fra forældres oprindelige bopæl. Reformen af systemet er imidlertid i gang, og den kinesiske ledelses målsætning på sigt er at skabe større social og geografisk mobilitet, hvor de fleste lidt populært sagt har mulighed for at forfølge den "kinesiske drøm", pointerer Morten Springborg.

Han mener også, at det særlige kinesiske system er en vigtig knap at skrue på til at imødegå den aldring af befolkningen, der ofte bliver fremhævet som en strukturel bremse for Kinas vækst.

- Houku-systemet betyder, at det ikke er muligt for kineserne bare sådan lige at flytte til vækstbyerne for at finde de bedre lønnede jobs. Det betyder, at der stadig er en meget stor ressource af arbejdskraft, som man med fortsatte reformer af systemet gradvist kan gøre mere tilgængelig efter behov.

Hvordan skal man investere i Kina?

Men hvordan investerer man i Kina - i hvilke sektorer skal man lede efter de attraktive aktier?

- Kina er allerede foran resten af verden i en række industrier, herunder videnstunge industrier. Vi har længe investeret i et strukturelt tema knyttet til online-handel i Kina, da Kina er gået fra at være et produktionsfokuseret land til at være et forbrugsdrevet land. Vores mest foretrukne sektor har de senere år været IT-sektoren. Eksempelvis ser vi et strukturelt tema knyttet til udbygningen af datacentre i lyset af, at behovet for datalagring vil vokse kraftigt i kølvandet på udbygningen af 5G, automatisering, smart-homes, nye samarbejdsformer og stigende online-aktivitet. Vi ser helt aktuelt også et godt potentiale i kinesiske cementproducenter, der vil nyde godt af flere infrastrukturinvesteringer, siger Bjarne Gier, porteføljeformidler i Sydinvest Fjernøsten, og tilføjer vigtigheden af at man som investor altid er omstillingsparat.

- COVID-19 har f.eks. gjort os mere nervøse mht. finanssektoren, hvor forbrugere og virksomheder vil have sværere ved at honorere deres gæld i en længere periode.

Kina er allerede i dag verdens førende inden for sol- og vindenergi, elbiler og højhastighedstog. Derudover er landet også med i front inden for kunstig intelligens, sociale medier, droner, e-handel og fintech. Men ambitionerne rækker højere. I 2015 præsenterede den kinesiske ledelse således *Made in China 2025*, der fremhæver 10 områder, hvor Kina ønsker at være førende i 2025. Planen er en del af Kinas samtidige projekt, *One Belt, One Road*, der er døbt den "nye Silkevej" og som i et vidt forgrenet netværk skal forbinde Kina med især Europa men også Mellemøsten og dele af Afrika og Latinamerika. Planerne gør både EU og USA nervøse, fordi den statskapitalistiske kinesiske model kan implementere projekter i et tempo og med en kraft, som andre lande ikke kan hamle op med.

Her vil Kina være verdens førende i 2025

- Avanceret informationsteknologi.
- Robotteknologi.
- Fly- og rumfartsudstyr.
- Maritimt udstyr og højteknologiske skibe.

- Moderne togtransport.
- Ny energi og energibesparende køretøjer.
- Energiudstyr.
- Landbrugsmaskiner og udstyr.
- Nye materialer.
- Biomedicin og avanceret medicinsk udstyr.

Kilde: Made in China 2025, South China Morning Post, Financial Times.

Hos CWW holder Morten Springborg særligt øje med tre temaer - pharma, teknologi og privatforbrug.

- Som et vigtigt udgangspunkt skal man huske, at Kina vil fokusere 100 pct. på uafhængighed. Et marked med kæmpe potentiale grundet befolkningens størrelse og gradvise aldring er pharma. Et andet område er teknologi, hvor de aktuelt er meget afhængige af avanceret teknologi fra USA inden for semiconductors. Et tidligere konstruktivt samarbejde mellem de to lande er nu endt i strategisk rivalisering. Kina er formentlig 4-5 år bagud på nogle centrale områder, herunder semiconductors, så det vil få stor fokus. Kineserne vil i stigende grad se mod Taiwan, som de trods andre stridigheder har store økonomiske relationer til. Og Taiwan er verdens ledende inden for mange områder af chips, siger Morten Springborg.

Det tredje fokusområde for CWW er privatforbruget. Kina tegner sig for 10 pct. af verdens privatforbrug men var ifølge McKinsey kilde til en vækst i det globale husholdningsforbrug på 31 pct. i perioden 2010-2017. I mange kategorier - herunder biler, spiritus, luksusgoder og mobiltelefoner - er Kina det største marked i verden og står for 30 pct. af verdens forbrug.

- Middelklassen vokser hastigt i Kina, og i den forbindelse er det interessant at se på online handel, der er meget udbredt i den kinesiske befolkning. Den kinesiske økonomi er mere digitaliseret end resten af verden, kontanter er ved at forsvinde, og man er langt fremme med nye detailformer. Her skiller JD.com og Alibaba sig ud som interessante selskaber, der er lige så avancerede som deres pendanter i andre lande, men også er bredere. Alibaba adskiller sig desuden fra Amazon i og med, at selskabet faciliterer andre virksomheders digitalisering ved at stille infrastrukturen til rådighed, hvilket skaber en symbiotisk vækst - i modsætning til Amazon, der mere er en kraft, der kvæler sine konkurrenter, siger temaspecialisten.

Efter coronakrisen

Coronakrisen har udstillet sårbarheden ved globalisering, globale forsyningskæder og just-in-time princippet med beskedne lagerbeholdninger. Det forventes at give sig udslag i en stigende grad af hjemflaget produktion - om ikke i alle tilfælde til hjemlandet støttet af automatisering og robotteknologi så i det mindste til regioner tættere på end Kina.

- Fokus på forsyningssikkerhed og beskyttelse af innovation vil stå højt på dagsordenen fremover. Just-in-time er en lang strukturel trend, som i nogen grad er blevet udfordret i forbindelse med COVID-19, men de økonomiske fordele ved princippet vil veje tungt i virksomhedernes planlægning. Man vil formodentlig i nogle lande udvælge enkelte industrier som er strategisk vigtige, og dermed ikke kan efterleve just-in-time fuldt ud. Tendensen mod stigende automatisering vil fortsætte for fuld kraft. Dette kan også ramme de mindre lande i Asien, der halter langt efter Kina. En økonomisk model baseret på lavtlønsproduktion bliver mere sårbar, vurderer Bjarne Gier.

Morten Springborg mener, at tendensen til mere nationalisering startede allerede for over 10 år siden.

- Det moderne Kina blev født ud af globaliseringen og var med til at trække verden fremad, men siden finanskrisen har der, bl.a. på grund af stigende ulighed, været stigende tendens til, at globalisering er blevet afløst af nationalstaterne og regionalisering. Coronakrisen vil forstærke denne proces - forsyningskæderne er blevet for lange og komplekse. Vi er blevet for skrøbelige og vil i stigende grad gå fra just-in-time til *just-in-case*, dvs. vi vil se virksomheder og lande opbygge større lagre og mindre spredte forsyningskæder. Men Kina er nået så langt i den økonomiske omstilling, at det ikke vil slå landet ud af kurs. Vi tror, at det kinesiske marked vil outperforme, drevet af høj vækst i det hjemlige forbrug og den nationale fokus på 10 strategiske industrier, siger Morten Springborg og tilføjer, at Kina og Asien som helhed har gode kort på hånden til at kunne normalisere økonomierne hurtigere.

Det kinesiske aktiemarked

Der findes to slags kinesiske aktier. H-aktier - kinesiske selskaber, der er noterede i Hong Kong og i visse tilfælde også i USA (f.eks. Alibaba), London eller Frankfurt og kan handles af alle. A-aktier, der er noterede i Shanghai eller Shenzhen (i Yuan) er anderledes. For få år siden var det forbudt område for udenlandske investorer, men siden er det blevet lempet, så det i dag også er muligt for selv private udenlandske investorer i et vist omfang at være med. Saxo Bank tilbyder private at handle med en række kinesiske A-aktier på bankens platform.

Vover man sig ud i enkeltaktier, så skal man være opmærksom på, at A-aktierne er mere volatile end H-aktierne, og det hænger sammen med, at over 80 pct. af handlen udgøres af kortsigtede kinesiske privatinvestorer, der langt fra altid agerer rationelt. A-markedet er ifølge BNP Paribas mest drevet af small caps, mens H-markedet er mest drevet af large caps. Over 90 pct. af omsætningen i A-selskaber er drevet af indenlandsk vækst og de er dermed mindre følsomme over for globale makroøkonomiske trends. Andre investeringsmuligheder, der kan give en roligere nattesøvn, er ETF'er eller investeringsforeninger.

Vær desuden opmærksom på, at kinesiske aktier i forhold til aktiemarkedets størrelse fylder meget lidt i de MSCI indeks, hvor de indgår. Det hænger bl.a. sammen med, at udenlandske investorer har haft vanskelig adgang til A-aktierne. Men det er ved at ændre sig, og det skal man være opmærksom på, påpeger Bjarne Gier. Mange kapitalforvaltere skeler i deres allokeringer i høj grad til MSCI benchmarks, når de sammensætter porteføljerne. Men i takt med at kinesiske aktier får øget vægt, så vil købsinteressen fra udenlandske investorer stige.

Eksempler på interessante kinesiske selskaber

Selskab	Branche	Børs
China Merchants Bank	Bank	Hong Kong
Geely Automobile	Bilfabrikant	Hong Kong
Wuxi Biologics Cayman Inc	Biovidenskab	Hong Kong
Sany Heavy Industry Co Ltd	Bygge- & Landbrugsmaskiner & Lastvogne	Shanghai
Beijing Oriental Yuhong Waterproof Tech.	Byggematerialer	Shenzhen
Anhui Conch	Cementproducent	Hong Kong
Alibaba	E-handel	NYSE
JD.com	E-handel	Nasdaq USA
Country Garden	Ejendomme	Hong Kong
Sunny Optical	Elektronikkomponenter	Hong Kong
Techtronic	Elektrisk værktøj	Hong Kong
Sands China	Fericentre, storcentre, casinoer	Hong Kong
AIA Group	Forsikring og finansielle ydelser	Hong Kong
Ch.O. Land	Globalt ejendomsselskab	Hong Kong
Zhejiang Dingli Machinery	Industrielle elevatorer	Shanghai
Tencent	Interaktive medier og tjenester	Hong Kong
Sangfor Technologies	IT infrastruktur	Shenzhen
ASM Pacific Technology	Semiconductor back-end udstyr	Hong Kong
Hua Hong Semiconductor	Semiconductor producent	Hong Kong
Beijing Water	Spildevand	Hong Kong
Li Ning	Sportsudstyr	Hong Kong
Baidu	Søgemaskine	Nasdaq USA
China Mobile	Telekommunikation	Hong Kong
Hangzhou Hikvision Digital Technology	Videoovervågningsprodukter	Shenzhen

Kilde: CWW, Sydinvest Fjernøsten, Bloomberg.

Brug indeksinvestering i din porteføljestrategi

Samler dine pensionsmidler støv i dårligt performende og dyre investeringsforeninger og puljer? Overvej indeksinvesteringer som en del af porteføljen. Via ETF'er og indeksfonde er der mange spændende muligheder for både pensionsmidler og frie midler.

Det er uhyre vanskeligt at finde vinderaktierne - de aktier, der giver et større afkast end det brede marked. Man kan let blive fristet til at handle for ofte på spændende historier, løse rygter og utroværdige mavefornemmelser - og det i sig selv bliver dyrt blot i handelsomkostninger. Men det er et velkendt problem blandt private investorer - ligesom det også er et velkendt mantra, at man skal sprede sine investeringer for at mindske risikoen.

Danske investeringsforeningers indeksfonde er en mulighed for at få en bred eksponering i specifikke markeder, men hvis man flytter sine investeringspenge over i depoter hos platforme som Nordnet eller Saxo Bank er det noget billigere at investere i de såkaldte Exchange Traded Funds (ETF) - som også passivt skygger et indeks.

Spørgsmålet er så, hvilket indeks man skal følge. Der findes over tre millioner aktieindeks, hvilket er over 70 gange mere end antallet af børsnoterede aktier i verden. Vi vil af pladshensyn nøjes med at omtale nogle få...

Aktive investeringsforeninger

Men først lige et par ord om investeringsforeninger. Hvis man hører til dem, der ikke orker at bruge for meget tid på at investere i enkeltaktier, så er den nemme løsning de aktive fonde hos investeringsforeningerne. Professionelle folk gør deres bedste for at levere et afkast, der er højere end det indeks, de måler den enkelte afdeling op imod. Men det er mere undtagelsen end reglen, at det lykkes.

Særligt svært ser det ud til at være at slå det amerikanske marked, som er det mest gennemanalyserede af alle markeder. Selv Warren Buffett måtte tidligere i år erkende, at han ikke kunne gøre det. Men der kan stadig være merafkast at hente på aktive investeringsforeninger i andre markeder. Gode resultater kræver dog en lokal tilstedeværelse, og derfor er det i dag ganske udbredt for danske kapitalforvaltere også at anvende eksterne fonde eller rådgivere.

Vælger man i stedet ETF'er, er administrationsomkostningerne betydeligt lavere, men man skal dog også se sig godt for. Fx har Blackrock - den største udbyder - to versioner der sigter mod Emerging Markets. Den ene, iShares MSCI EM UCITS ETF USD (Acc), har en omkostningsgrad på 0,68 pct. Mens den anden, [iShares Core MSCI Emerging Markets](#), har en omkostningsgrad på 0,14 pct.

Man skal også være opmærksom på, om porteføljen bag ETF'en består af fysiske aktiver eller er syntetisk konstrueret ved brug af derivater.

"Er en ETF baseret på derivater i forhold til fysiske papirer, kan det i teorien give en højere risiko, da stress i markederne kan føre til problemer med afvikling af disse," siger Lars Skovgaard Andersen, seniorstrateg i Danske Bank.

Hvad betyder det at købe et indeks?

Før man kaster sig ud i direkte indeksinvesteringer, så er det værd at minde om, hvordan et indeks er konstrueret. Markedsindeks er skruet sammen, så de forskellige aktier, der indgår i indekset, har en vægt, der modsvarer deres markedsværdi. I en verden, hvor relativt få store selskaber sidder på meget store markedsandele, betyder det, at en stor del af indekset er koncentreret i relativt få aktier.

Eksempelvis - i S&P 500 udgør de 10 største (Microsoft, Apple, Amazon, Facebook, Berkshire Hathaway, Alphabet m.fl.) 21,8 pct. af indekset. Det betyder, at man ved at købe indekset får en meget stor eksponering på nogle få selskaber og til informationsteknologi som helhed. Man bliver derfor både følsom over for både enkeltelskaber men også over for et stemningsskifte i markedet. De såkaldte FAANG-aktier (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google) har været en væsentlig drivkraft i de amerikanske kursstigninger de senere år, men mistede pusten i andet kvartal 2019, da markedets tro på teknologiaktierne begyndte at falme af forskellige årsager. I starten af oktober viste en opgørelse, at NYSE FAANG-plus indekset, som også omfatter Alibaba, Nvidia, Tesla, Baidu og Twitter, halted næsten 10 procentpoint efter det brede marked set over det seneste år.

Et godt eksempel på at når man køber indeks, er det vigtigt at vide, hvordan indekset er skruet sammen, og hvilke sektorer og enkeltaktier, der fylder særlig meget.

Sektorer vægter forskelligt

Hvis man sammenligner de forskellige regioners indeks og sammensætningen af sektorer er der ting, der springer i øjnene. Påfaldende er det f.eks., at Sundhedsvæsen kun udgør 3,22 pct. af Emerging Markets (EM). I EM vejer Asien tungt, verdens mest befolkningsrige region, men førende selskaber i sundhedsbranchen er i langt højere grad til stede i Europa og USA. Sundhedsaktier har med andre ord et godt udgangspunkt ikke blot i forhold til den aldrende befolkning især i de udviklede lande, men også i EM, hvor medicin og sundhedsprodukter vil blive stadig mere efterspurgt.

Bemærkelsesværdigt er det også, at Japan har en industrisektor, der vægter med over 21 pct. - over dobbelt så meget som i USA. Hvad er forklaringen på det? Japan har verdens ældste befolkning og arbejdsstyrken er faldet med over 20 pct. siden 1989. Men nød lærer gammel befolkning at spinde - Japan har gennem mange årtier udviklet verdens mest avancerede fremstillingsindustri fra

bilproduktion til robotteknologi. Landet har for længst overtaget den førerposition inden for et bredt spektrum af avancerede industrier, som USA havde i årene lige efter 2. verdenskrig.

Men det er tilsyneladende ikke noget, der har den store bevågenhed selv blandt de professionelle investorer. Det gælder også det japanske aktiemarked generelt. P/E-værdien af det japanske marked ligger omkring 13, mens det amerikanske marked er tæt på 21, mens K/I er hhv. 1,21 og 3,26. Det japanske aktiemarked er af nogen blevet kaldt det mest misforståede og undervurderede aktiemarked i de udviklede lande. Det er en historie i sig selv, hvorfor det er sådan, men den ultrakorte version er, at mange aktier ikke har tilstrækkelig analysedækning og at investorerne ikke har tilstrækkelig information til rådighed. Om det ændrer sig, står hen i det uvisse, men kendsgerningen er, at institutionelle investorer i lavrente verden er pressede, og det er ikke utænkeligt, at blikket på et tidspunkt falder på de japanske aktier, som i dag udgør godt 8 pct. af Verdensindekset mod 45 pct. i 1989.

I USA springer informationsteknologi i øjnene. Sektoren udgør 22 pct. af S&P 500, men sektorens vægt i det europæiske indeks kun er på omkring 6 pct.

Til gengæld vejer Forbrugsvarer næsten dobbelt så meget i Europa som i USA - og udgøres bl.a. af Nestlé, Unilever og Danone, men også Heineken og Carlsberg indgår her. Selskaber, som har langsigtet medvind i form af den globale befolkningstilvækst og voksende middelklasser.

Finans vægter med over 17 pct. i Europa mod godt 12 pct. i USA. Den aktuelle situation med negative renter i Europa, selv hos ECB, gør, at de europæiske banker har det svært og vil have det sådan længe endnu. JP Morgan skrev eksempelvis for nylig i en analyse, at de forventer negative europæiske renter otte år endnu. Det kunne måske indikere, at man skulle holde sig fra europæiske indeks, når finans fylder så meget, men så enkelt er det ikke. JP Morgan har samtidig opjusteret Europa til overvægt på bekostning af USA. Baggrunden er, at europæiske aktier er relativt billige samt en forventning om, at finanspolitiske lempelser uundgåeligt er lige om hjørnet og vil være godt for Europa. Men så er der også alt det med handelskrig og Brexit.

”Selv hvis man vælger en indeksstrategi er man nødt til at have en holdning, hvis man vil gøre det mere specifikt. Vi har Europa på neutral på grund af den større andel finans og en større andel industri - begge dele lider af handelskrig og lave renter. Omvendt har USA en større vægt af forbrugercykliske aktier og digitalt forbrug, og begge dele har det bedre i det aktuelle miljø. USA klarer handelskrig balladen bedre end Europa, men skulle der udbryde ”fred” mellem USA, Kina og Brexit, så er Europa stedet at være,” siger Lars Skovgaard Andersen.

Ligevægtede indeks

Indeks baseret på aktiernes markedsværdi er ikke nødvendigvis den bedste måde at investere bredt i markedet på. Nogle ETF'er er baseret på en portefølje, der vægterne aktierne lige meget uanset om det er large, mid eller small cap. Der er lavet mange undersøgelser i forskellige markeder, der viser, at det i lange perioder kan give et bedre afkast end det tilsvarende indeks baseret på markedsværdi.

For eksempel blev Invesco S&P 500 Equal Weight ETF lanceret helt tilbage i 2003 og har i perioden siden leveret et årligt afkast på 11,5 pct. mod 9,74 pct. i det normale S&P 500. Men det er ikke gået så godt i de senere år. Det normale indeks har klaret sig bedre på både 1, 3 og 5 års sigt.

En porteføljestrategi baseret på indeks?

For den private investor med begrænset tid og ressourcer til rådighed kan det være fristende at lave en porteføljestrategi baseret på indeks. Men er det den rigtige vej at gå?

”Det er ekstremt svært at spå om morgendagens vindere i aktiemarkedet, og det gælder ikke blot for private investorer men også de professionelle. De kan ikke finde dem på forhånd. Det er derfor oplagt at investere i indeks via ETF'er eller indeksfonde, for her har du jo de aktier med, der har været vindere hidtil. Hovedvægten i indeks er koncentreret på relativt få aktier, men undersøgelser viser også, at det netop er relativt få aktier, der leverer det meste af afkastet på langt sigt,” siger Nikolaj Holdt Mikkelsen, selvstændig investeringsrådgiver med en fortid hos Morningstar.

”Det er også værd at fokusere på de meget lave omkostninger, der er forbundet med ETF'er. Vi lever i en lavrenteverden, og det gælder om ikke at betale mere end højst nødvendigt i omkostninger.”

Lars Skovgaard Andersen mener, at den bedste strategi for en privat investor kan være ret simpel, hvis man helst vil undgå at tage stilling til for mange ting.

”Investér i Verdensindekset og brug det som base. Du får ikke en bedre spredning på risiko og potentielle afkastmuligheder. Så kan du krydre det med mere specielle investeringer. Det kan være specielle emner, sektorer eller megatrends. Men lige så snart du begynder at blive mere specifik, så er det vigtigt, at du sætter dig grundigt ind i tingene og gør dig risikoen klart. Med indeks har du spredt din risiko på mange selskaber, men hvis du vælger sektorer og emner i større omfang og tager fejl af retningen, så kan det ende med, at din samlede portefølje giver et dårligere afkast end det brede marked.”

Blandt de mange muligheder med ETF'er er også de globale udfordringer og trends. Aktuelt anbefaler Danske Bank f.eks. to megatrends via ETF'er - fremtidens køretøjer og datasikkerhed. Men man skal være opmærksom på, at man også kan brænde fingrene på samvittighedsfulde investeringer, hvis tiden ikke er rigtig. S&P Global Clean Energy Index har over 10 år givet f.eks. et afkast på -44 pct.

Modsat har investering i en anden global udfordring, vand, været en god investering. iShares Global Water ETF har givet et afkast på 156,1 pct. over 10 år. Og iShares Exponential Technologies, som er ret ny, har på tre år givet et afkast på 52,56 pct., mens iShares Global Infrastructure har givet et afkast på 97,5 pct. over 10 år.

En anden mulighed er at investere i indeks baseret på en bestemt stilart. Lars Skovgaard Andersen påpeger, at en af årsagerne til at ETF'er har medvind er, at momentum som stil har medvind. Vækst har klaret sig meget bedre end value i årevis, og når den trend vender, så kan det være en god idé at ligge i en valuebaseret ETF. Men udfordringen er naturligvis at være med, når trenden vender som led i en større rotation.

Gode råd

Det kan ikke udelukkes, at netop du har en særlig indsigt og evne til at finde vinderaktier engang imellem. Men sandsynligheden taler for, at heller ikke du har fundet de vises sten. Derfor kan indeks være en god og billig investering for både pensionsmidler og frie midler.

Som i enhver anden investering skal du finde ud af, hvilken risiko du er villig til at løbe, din tidshorisont og din målsætning og om du har nogle særlige forventninger, du gerne vil følge op på. Den bredeste investering kan du få ved at vælge Verdensindekset, der findes i to versioner hos MSCI. Et med udelukkende udviklede lande og et hvor EM også er med.

Du kan også vælge en mere regional eller landebaseret tilgang, en sektorbaseret tilgang og evt. en særlig fokus på de globale megatrends.

Vær opmærksom på, at der kan være betydelige forskelle i omkostningerne på ETF'er.

Der er kolossalt mange ETF'er i spil, og du kan få et indtryk af de mange forskellige muligheder på fx <https://www.justetf.com/de-en/>.

Eksempler på indeks:

Geografiske indeks - Verdensindeks, Regionale indeks, Landeindeks m.v.

Sektorindeks - Energi, Sundhed, Industri, Teknologi m.v.

Råvareindeks - Landbrug, Metaller m.v.

Stilarter/strategier - vækst, value, small cap, dividende, volatilitet, ligevægtet indeks, momentum

Megatrends/globale udfordringer - Demografi, Vand, Ren energi, Eksponentiel teknologi, Fremtidens køretøjer, Klima, Ressourcer, Urbanisering, Automatisering og robotter, Digital sikkerhed m.v.

Skatteregler for ETF'er og indeksfonde

Skattereglerne for ETF'er i en pensionsopsparing er enkle for en privat investor. Der er tale om PAL-skat på 15,3 pct. og eventuelle tab modregnes i andre gevinster på pensionsordningen. Samme princip gælder for aktiebaserede investeringsforeninger og aktier.

Hvis der er tale om frie midler, er det mere kompliceret.

"ETF'er købt for frie midler beskattes med udgangspunkt i lagerprincippet. Dvs. man skal betale skat af gevinster på ETF'er, man endnu ikke har solgt. Desuden kategoriseres det ikke som aktieindkomst men som kapitalindkomst. Akkumulerende indeksfonde hos investeringsforeningerne beskattes på samme måde. Hvorimod udbyttebetalende aktieindeksfonde beskattes som aktieindkomst," siger Hans Peter Christensen, direktør hos Uvildige.

Fra 1. januar 2020 træder nye regler i kraft for aktiebaserede ETF'er, som betyder, at gevinster og tab kan registreres under aktieindkomst. Det forudsætter dog, at udbyderne (f.eks. iShares) senest 1. november 2019 meddelte Skattestyrelsen, at de ønsker status som aktiebaseret investeringsselskab.

Det betyder mange investorer vil opleve at ETF'er købt for frie midler, der følger de nye regler, får en lavere beskatning end hidtil. Påtænker man at bruge ETF'er i større stil i sin portefølje for frie midler, er det dog en god idé at vente til efter nytår, så man har et klart billede af, hvem der følger de nye regler. Ligesom der kan være situationer, hvor kapitalindkomst er at foretrække - f.eks. hvis du i forvejen har brugt bundfradraget i aktieindkomsten og samtidig har negativ egenkapital. I sådan et tilfælde kan det være en fordel at vælge en ETF, der ikke følger de nye regler. Husk også, at der stadig er lagerbeskatning på ETF'er, der følger de nye regler og dermed er registreret som aktieindkomst. Selve beskatningen foregår altså som aktieindkomst, men man kan stadig blive beskattet af gevinster på papirer, man ikke har solgt endnu.

Når det handler om frie midler anvendt på ETF'er og udbyttebetalende indeksfonde er der også et andet forhold, som en privat investor skal være opmærksom på.

"Hvis man beholder ETF'erne hos sin egen bank bliver man typisk pålagt et gebyr på dem, som gør, at det vil være billigere at købe de danske indeksfonde, som banken tilbyder. Kun hvis man flytter midlerne over til en anden platform, f.eks. Nordnet eller Saxo Bank, slipper man for gebyret," siger Hans Peter Christensen.

Den digitale fremtid øger efterspørgslen efter halvledere

Det lyder måske kedeligt og nørdet, men det er selve grundlaget for den digitale tidsalder.

Verdens første digitale computer var ENIAC, færdigbygget i 1945 og vejede 30 tons. Dengang havde man ikke halvledere, men den samme funktion blev udført af såkaldte radorør (også kaldet elektronrør, vakuumrør), som krævede meget plads og energi. Men så kom halvlederne.

Det er små chips, der sidder i din tablet, PC og mobiltelefon og bruger minimale mængder strøm. Uden halvledere ville der ikke være noget internet, ingen techgiganter, ingen sociale medier og ingen internationale rumstationer. Informationsalderen ville ikke være ankommet. Halvledere, der tegner sig for et årligt salg på over 500 mia. USD er simpelthen uundværlige i den digitale økonomi, Industri 4.0, Tingenes Internet, 5G, kunstig intelligens - og en hel masse andre ting.

Hvad ER halvledere?

Betegnelsen halvledere kan virke lidt forvirrende, for det er reelt et materiale, der henvises til, mens man egentlig mener de komponenter, der udnytter dette materiale. Halvleder betyder, at det er halvdårligt til at lede strøm. Det kræver lige en forklaring.

I forhold til elektrisk ledningsevne deler man materialer op i ledere, isolatorer og halvledere. Ledere har frie elektroner, der kan anvendes til at lede strømmen. Isolatorer har ingen frie elektroner og leder derfor strøm meget dårligt. Halvledere har (næsten) ingen, men nogle kan rykkes løs.

Det mest udbredte halvledermateriale er silicium. Atomerne har 4 valenselektroner i yderste skal og danner stabile krystalstrukturer ved, at hvert atom deler en af sine elektroner med hvert af sine fire naboatomer. Men denne binding betyder også, at kun få elektroner kan slippe fri. Selv om den energi, der skal til, ikke er så stor som for isolatorer, er der meget få frie elektroner. En ren krystal af silicium er derfor dårlig til at lede den elektriske strøm, fordi kun få elektroner flytter sig rundt.

Men ledningsevnen ændrer sig markant, hvis krystallen bliver forurenset på passende vis - i praksis i meget små mængder. Denne proces kaldes dotering, kaldet doping på engelsk. Man kan f.eks. bruge fosfor, der har 5 valenselektroner. Dette stof minder tilpas meget om silicium til, at det kan passe ind i krystalstrukturen, men det har altså en ekstra elektron med. Dermed bliver ledningsevnen bedre, fordi der nu er flere frie elektroner til at flytte strømmen rundt. Den doterede krystal er en væsentlig bedre leder og kaldes en n-halvleder (n står for negativt ladede elektroner).

Man doterer også med et andet stof - f.eks. bor, der kun har 3 valenselektroner. Det skaber et hul - et sted, hvor der skulle være en negativ elektron, men ikke er det. Men det øger stadig ledningsevnen. En elektron fra den yderste skal i et eller andet nærværende atom "hopper" nemlig hen og fylder hullet ud, og dermed bliver hullet flyttet til et andet sted. Idet hullet er mangel på en elektron, fungerer det faktisk som en positiv ladning. Derfor kaldes denne type halvleder p-halvleder.

N-halvledere og p-halvledere er ikke hhv. elektrisk negativt og positivt ladede, men er begge neutrale. N og p refererer blot til fortegnet på den ladning, der kan flytte sig inden for dem. Negative elektroner flytter sig i n-halvledere, og i p-halvledere er det et positivt hul, der flytter sig.

Og det er egentlig essensen i computerteknologi i en ultrakort version. At man med brug af halvledere kan styre blandt andet milliarder af transistorer, der leder strøm eller ikke og dermed skaber 1 og 0 i det binære talsystem, der er computerens sprog (transistorer kan også ændre

mængden af strøm, der bliver sendt). Apples A13 chip til iPhone 11 har f.eks. 8,5 milliarder transistorer.

”Halvledere/chips er hjernerne i moderne elektronik. Egenskaberne i materialet gør det muligt at styre den elektriske strøm og dermed styre elektroniske apparater,” siger Erik Ehrenpohl Sand, aktieanalytiker i Danske Banks afdeling i Oslo, og som bl.a. dækker virksomheden Nordic Semiconductors.

Halvleder-indeks steg over 60 pct. i 2019

Men selv om det er selve rygraden i det digitale, elektroniske samfund er det ikke ensbetydende med, at det altid er let at tjene penge på de børsnoterede selskaber, der arbejder med halvledere og producerer forskellige elektroniske komponenter, der udnytter halvledermaterialets elektriske egenskaber. Man skal være forberedt på en betydelig volatilitet i aktierne, som er følsomme over for konjunkturudviklingen.

2019 var et godt år. PHLX Semiconductor Sector Index steg mere end 60 pct. og sendte den gennemsnitlige P/E op på 19 - væsentligt over det historiske gennemsnit på 15. Som næsten alt andet tog indekset et coronadyk i marts 2020, men var i juni tilbage igen på et nyt historisk højdepunkt. Efter al sandsynlighed afspejler interessen, at vi er på kanten af en accelererende efterspørgsel efter halvledere i robotter, kunstig intelligens, sensorer, IoT, biler, 5G og nærmest alting. Den digitale evolution/revolution har dog været i gang i årevis, og alle ved, at fremtiden er meget digital. Så hvorfor den store interesse nu?

”Man skal huske, at indekset faldt fra sommeren 2018 og ind i 2019 med baggrund i USA-Kina handelskrigen, men over 60 pct. stigning er dog stadig imponerende. Forklaringen er formentlig, at halvledere er stærkt positionerede til at nyde godt af de strukturelle trends, du nævner, og COVID-19 krisen kan ifølge flere eksperter bidrage til en yderligere acceleration af digitaliseringen,” siger Erik Ehrenpohl Sand.

McKinsey forventer fald på 5-15 pct. i 2020

I april gav konsulenthuset McKinsey dog udtryk for en vis bekymring for resten af 2020. McKinsey har udarbejdet ni forskellige scenarier for den forventede udvikling af global BNP, og tager i vurderingen af halvledersektoren udgangspunkt i to scenarier, der begge antager, at spredningen af SARS-Cov-2 kommer under kontrol og katastrofal økonomisk skade undgås. I det første scenario vender global BNP i fjerde kvartal 2020, og i det andet scenario sker det ikke før sent i 2022. Baseret på disse to scenarier forventer McKinsey, at efterspørgslen i halvledersektoren vil falde 5-15 pct. i 2020 i forhold til 2019.

Men selv de højt betalte konsulenter i McKinsey kan tage fejl. De økonomiske prognoser blev udarbejdet i marts, hvor alting så kulsort ud, og aktiemarkedet dykkede i lyntempo. Siden rettede det sig, understøttet af store finanspolitiske og pengepolitiske indsprøjtninger i det meste af verden. Usikkerheden lurer dog, og der er dybe sår i den globale økonomi, som vil tage tid at hele og lægger en dæmper på tillidsindikatorer, forbrugs- og investeringslyst.

Men økonomisk afmatning kan ikke stoppe den teknologiske bølge. Det er blevet sagt, at halvledere alene er nøglen til teknologisk lederskab i den digitale tidsalder. Det er Kina opmærksom på, for den asiatiske kæmpe tegner sig for verdens største forbrug af det globale udbud af halvledere.

Men landet, der bl.a. stod for 68 pct. af verdens produktion af smartphones i 2019, producerer selv kun 5 pct. af verdens efterspørgsel af halvledere anvendt i forbrugerelektronik. Særligt i forhold til

USA, som Kina ikke er så gode venner med for tiden, er det problematisk, at kineserne ifølge Deloitte importerer IC chips (integrerede kredsløb på halvledermateriale) for over 200 mia. USD årligt fra USA - langt over importen af råolie på knap 150 mia. USD.

Sådan skal det ikke blive ved at være, har det kinesiske styre erklæret. Ifølge den ambitiøse plan *Made in China 2025*, sigtes der mod at Kina selv vil kunne dække 70 pct. af landets eget behov for halvledere i 2025 - langt fra situationen i dag, hvor Kinas import af halvledere udgør 70 pct. af al teknologiimport.

En umulig ambition vil nogen nok hævde, men man ved aldrig med statskapitalistiske Kina, der har udviklet sig til at være meget mere end en lavtlønsøkonomi. Landet har stadig lavtlønsproduktion men også højtudviklet teknologisk og videnskabelig ekspertise på mange områder. En analyse fra CFA Institute påpeger, at værdikæden i halvledere - R&D, design, fremstilling, samling, test og pakning, distribution - er et så komplekst system, at det er umuligt for et enkelt land at huse alle seks stadier på en enkelt lokation og excellere på hvert niveau.

Erik Ehrenpohl Sand mener, at umuligheden kan bestå i, at det kræver både lavt betalt arbejdskraft, højtuddannede mennesker og årelang erfaring i branchen.

"Efterspørgslen efter altid nyere, bedre, hurtigere chips and konkurrencen på lave omkostninger, trækker i to forskellige retninger. For at udnytte begge "træk" på effektiv vis, udnytter industrien det bedste, som økonomierne kan tilbyde."

Tiden vil vise, om Kina bliver det første land, der er i stand til at håndtere alle led i halvleder værdikæden på højt niveau.

Hvilke regioner er stærkest på halvledere?

Share of the global semiconductor industry by country in 2018

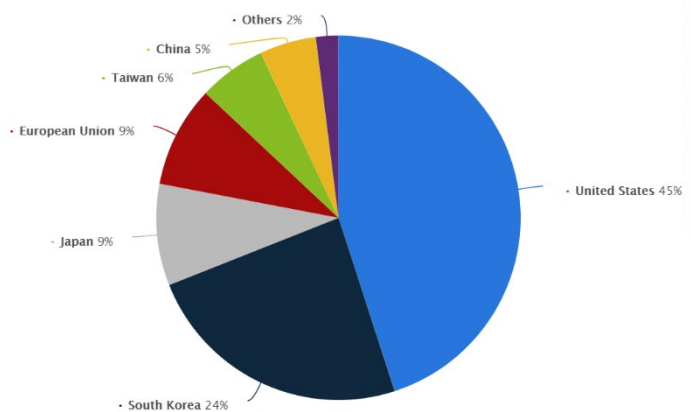
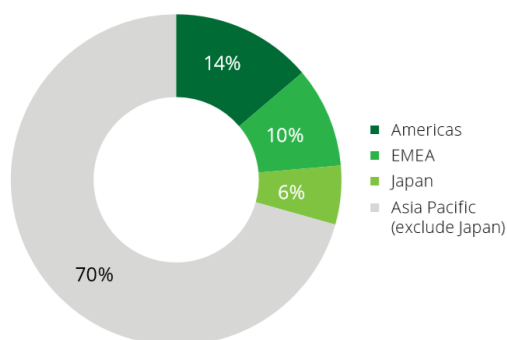


Figure: Semiconductor sales by region (2018)



Source: Gartner

Kilde: Statista 2018

Det er ikke uden grund, at den sydlige del af området ved San Francisco bugten kaldes Silicon Valley. USA var frontrunner på området for mange år siden og har opbygget en ekspertise og en tiltrækning af talent, der gør, at landet stadig tegner sig for 45 pct. af det globale marked for halvledere.

Det største salg er imidlertid i Asia Pacific samt Japan, der tegner sig for i alt 76 pct. af den globale efterspørgsel. Men flere af de asiatiske lande har ikke sovet i timen. Taiwan - et land med et areal lidt mindre end Danmark og en befolkning svarende til knap 1/14 af den amerikanske - står for 9 pct. af den globale halvlederproduktion. Japan står for 6 pct. og er særlig stærk i halvledermaterialer, high-end udstyr og specielle halvledere. Mens Sydkorea har sikret sig en global føring i HBM (High Bandwidth Memory) DRAM (Dynamic Random-Access Memory), pointerer Deloitte i en rapport. Japan og Sydkorea har forsøgt at styrke deres positioner ved opkøb, mens handelskrigen og skænderier om intellektuel ejendomsret har forhindret Kina i at gå ud på en global indkøbstur. Det kinesiske marked er i sig selv ekstremt interessant for verdens store halvlederselskaber, der for manges vedkommende henter over halvdelen af deres salgsindtægter i Kina.

Deloitte mener, at væksten i halvlederindustrien drevet af forbrugerelektronik vil flade ud, fordi markedet er ved at være mættet. Men der er andre segmenter i stærk vækst, og særligt store forventninger knyttes til bilindustrien, der allerede har oplevet eksplosiv vækst inden for sikkerhedsrelaterede elektroniske systemer. Der spås også vækst i forskellige andre halvlederkomponenter i biler, herunder mikrocontrollers (MCU), sensorer og hukommelseschips. Kunstig intelligens (AI) er et andet stort vækstområde, hvor cloud computing vurderes som det største marked.

PwC vurderer i en rapport i 2019, at hukommelsesprodukter inden for halvledere fortsat vil generere de største salgsindtægter. AI vil også vokse hurtigt - for en stor dels vedkommende drevet af bilindustrien og industrielle markeder, der er de hurtigst voksende områder.

Sundhedssektoren er et andet område med et meget stort potentiale. Big Data, analyse og kunstig intelligens bliver i stigende grad en del af sundhedssektoren ligesom integrationen af halvledere i praktiske og stadigt mere udbredte IoT-produkter allerede står bag en hastig vækst inden for sektoren. Markedet for medicoapplikationer vil også vokse i de kommende år, drevet af behovet for medicinsk billedbehandlings-og hospitalsudstyr.

En af de helt store tendenser vil også være i bærbart udstyr. I forvejen har den hastigt voksende andel af ældre i befolkningen tilskyndet til ambitioner om, at patienterne i højere grad hjælper med til at overvåge sig selv med udstyr på hjemmefronten, og den tendens vil blive forstærket af coronakrisen og de dyre redningspakker. Der kan spares mange penge ved, at borgerne hjælper med til at overvåge sig selv frem for at belaste hospitalers og lægehusers personale.

Relevante selskaber

Hvis du giver dig i kast med investeringer i denne sektor, går du ind i en branche, der er meget anderledes end den, som f.eks. Carlsberg eller Pandora befinder sig i. Det er højteknologiske produkter, luften er tyk af tekniske termer og flyvske fremtidsvisioner, og virksomhederne er involveret i mange forskellige ting. Der findes flere ETF'er, hvis man vil sprede den selskabsspecifikke risiko.

Nordic Semiconductor (Norge)

Nordic Semiconductor er markedsleder inden for Bluetooth Low Energy (LE)-forbindelse med en voksende portefølje af trådløse enheder, hvor LTE-M og NB-IoT er den seneste udvidelse. Selskabets SoC (system-on-a-chip)-produkter bruges af verdens førende mærker i en lang række applikationer, inklusive trådløse PC-perifere enheder, spil, sport og fitness, mobiltelefon tilbehør, forbrugerelektronik, legetøj, sundhedsvæsen og automatisering. Nichen, som Nordic Semiconductor opererer i, er meget godt positioneret til megatrenden med IoT, hvilket gør potentialet for selskabet meget stort, vurderer Erik Ehrenpohl Sand. Virksomheden har endnu ikke leveret gode marginer, men det kommer med skalering, vurderer analytikeren. Nordic Semiconductor modtog i 2019 Global Semiconductor Alliance Award og Norwegian Technology Award. Og i 2020 China IoT Innovation Award.

Intel (USA)

Intel Corporation er et amerikansk multinationalt selskab og teknologiselskab med hovedkontor i Santa Clara, Californien, i Silicon Valley. Det er verdens største halvlederchipproducent målt på årligt salg og er opfinder af x86-serien af mikroprocessorer - de processorer, der findes i de fleste PC'er. Intel leverer mikroprocessorer til producenter som Apple, Lenovo, HP og Dell. Intel fremstiller også bundkortchipsæt, netværksgrænsefladecontrollere og integrerede kredsløb, flashhukommelse, grafikchips, indlejrede processorer og andre enheder relateret til kommunikation og computing. Intel blev grundlagt den 18. juli 1968 af halvlederpionerer Robert Noyce og Gordon Moore - ja, ham med Moore's lov. Intel er et uhyre stærkt navn inden for computerindustrien og er involveret i mange ting, men konkurrencen er blevet hård på halvlederprodukter.

Nvidia (USA)

Nvidia blev grundlagt i 1993, men gik først på børsen i januar 1999 - kort efter, at det havde lanceret Graphic Processing Unit (GPU) til spiludviklere i den digitale verden. I dag er selskabets produkter en vigtig del af computerindustrien med avancerede grafikkort og GPU'er, der findes i computere i alle former og størrelser. Havde man købt aktien tilbage i 1999, skulle man dog have været tålmodig. Nvidia var ret usynlig frem mod 2016, men da bitcoin-manien startede for alvor i 2016, viste det sig, at selskabets GPU'er var særdeles effektive til mining af bitcoins. Det sendte aktiekursen kraftigt opad, men da bitcoin-feberen aftog i 2018, var lageret af GPU'er for stort, og kursen faldt 50 pct. på få måneder. Men det ændrer ikke ved, at Nvidia er en stærk spiller inden for halvledersektoren. Det har vist sig, at de grafiske computerchips er særdeles gode til at få AI og datacentre til at køre hurtigt og bearbejde den nødvendige information, og nye endnu hurtigere chips er på vej til brug inden for AI og selvkørende biler.

TSMC (USA/Taiwan)

Taiwan Semiconductors Manufacturing Company (TSMC) blev grundlagt i 1987 og er i dag Taiwans største selskab og verdens mest værdifulde halvlederselskab vurderet på markedsværdi. Virksomheden har kunder over hele verden og er bl.a. en stor leverandør til Apple og Qualcomm samt Huawei, hvor sidstnævnte er på Trumps sorte liste, hvilket rammer TSMC's indtjening. Selskabet kender imidlertid betydningen af at være på god fod med USA. I maj blev det offentliggjort, at selskabet vil bygge en fabrik i Arizona til 12 mia. USD - lille i forhold til Taiwans forretning, men vigtig for Trump-regeringens bestræbelser på at fravriste Kina vigtige dele af den globale forsyningskæde. TSMC implementerede 272 forskellige procesteknologier og producerede 10.761 produkter til 499 kunder i 2019. TSMC er den første producent, der leverer 5-nanometer produktionskapaciteter - den mest avancerede halvlederprocesteknologi, der findes i verden.

Qualcomm (USA)

Qualcomm er en amerikansk multinational chipproducent, der udvikler og leverer digitale trådløse kommunikationsprodukter. Selskabet sidder i en stærk position på markedet - ikke mindst på 5G chips. At Qualcomm er stærk kom til udtryk i 2019, hvor retssager mellem Apple og Qualcomm endte med at Apple bøjede sig og indgik forlig. Striden havde taget udgangspunkt i, at Apple lagde sag an mod Qualcomm med en påstand om, at selskabet udnyttede sin markedsposition som hovedleverandør til Apple til at opkræve for høje priser for chips og licenser. Men forliget betyder, at Apple betaler et engangsbeløb og fremover royalties til Qualcomm. Derudover skal Qualcomm i mindst seks år skulle levere chips til Apple. Forliget viser, at Apple har brug for Qualcomm - især når 5G er lige om hjørnet. For Apples eneste reelle alternativ til en uafhængig 5G chip leverandør er Intel, der imidlertid halter efter Qualcomm på det område.

Samsung (Sydkorea)

Samsung er et multinationalt konglomerat med hovedsæde i Sydkorea. En af verdens største producenter af elektroniske apparater og dækker både forbrugere og industri. Produktpaletten omfatter bl.a. tablets, TV, LCD-skærme, køleskabe, vaskemaskiner, mikrobølgeovne, Air Condition, kameraer osv. Verdens største producent af smartphones siden 2011. Verdens største producent af hukommelseschips. I juni bekendtgjorde selskabet at man også ønsker at være verdens største producent af "logiske chips" senest i 2030. Samsung erkendte blankt, at det er svært at nå toppen på egen hånd i denne sektor, hvor produktporteføljerne er meget spredte, og derfor er selskabet åbent over for store og små M&A's for at få de teknologier eller det talent, som Samsung ikke har. Selskabet præsenterede i april 2019 verdens første 5G smartphone og er generelt stærk i

netværksudstyr, herunder 5G udstyr. Et af selskabets store udgiftsposter er forskning og udvikling, som sikrer, at Samsung er med i globale, teknologiske førerfelt - også inden for kunstig intelligens.

Skyworks Solutions (USA)

Skyworks Solutions, Inc. beskæftiger sig med design, udvikling og fremstilling af halvlederprodukter. De innovative halvledere anvendes i applikationer inden for autobranschen, bredbånd, mobilinfrastruktur, industri, medicinsk, militær, smartphone, tablet og wearables. USA tegner sig for den største del af omsætningen, men selskabet har også et godt salg i Asien. Det mest interessante ved Skyworks er den store fokus på 5G. Selskabet laver mange forskellige slags chips og RF-produkter, som er nødvendige for 5G - også til smartphones. Skyworks henter halvdelen af sin omsætning som leverandør til Apple, men har aftaler med flere andre producenter af 5G produkter. En del af dem er dog kinesiske - OPPO, Vivo, Xiaomi og Huawei - og derfor er det vigtigt, at handelskrigen mellem USA og Kina ikke blusser op igen.

NXP Semiconductors NV (Holland)

NXP, baseret i Holland, laver specielle chips til bilbranchen, IoT, mobil og kommunikations infrastruktur. Det er en af de største producenter af chips til radarsystemer i bilen til justerbar cruise control, automatisk parkering og selvkørende køretøjer. Virksomheden har også været involveret i at udvikle de chips, der anvendes i betalingsløsninger mellem mobiler, og NXP vil også være med, når dit køleskab skal knyttes til internettet. Selskabets indtjening blev ramt af handelskrigen og er generelt følsom over for en global økonomisk afmatning. Men kan USA og Kina lade være med at ryge alt for meget i totterne på hinanden, og den globale økonomi langsomt begynder at komme op igen, så er NXP et af de selskaber inden for halvledere, som man skal holde øje med.