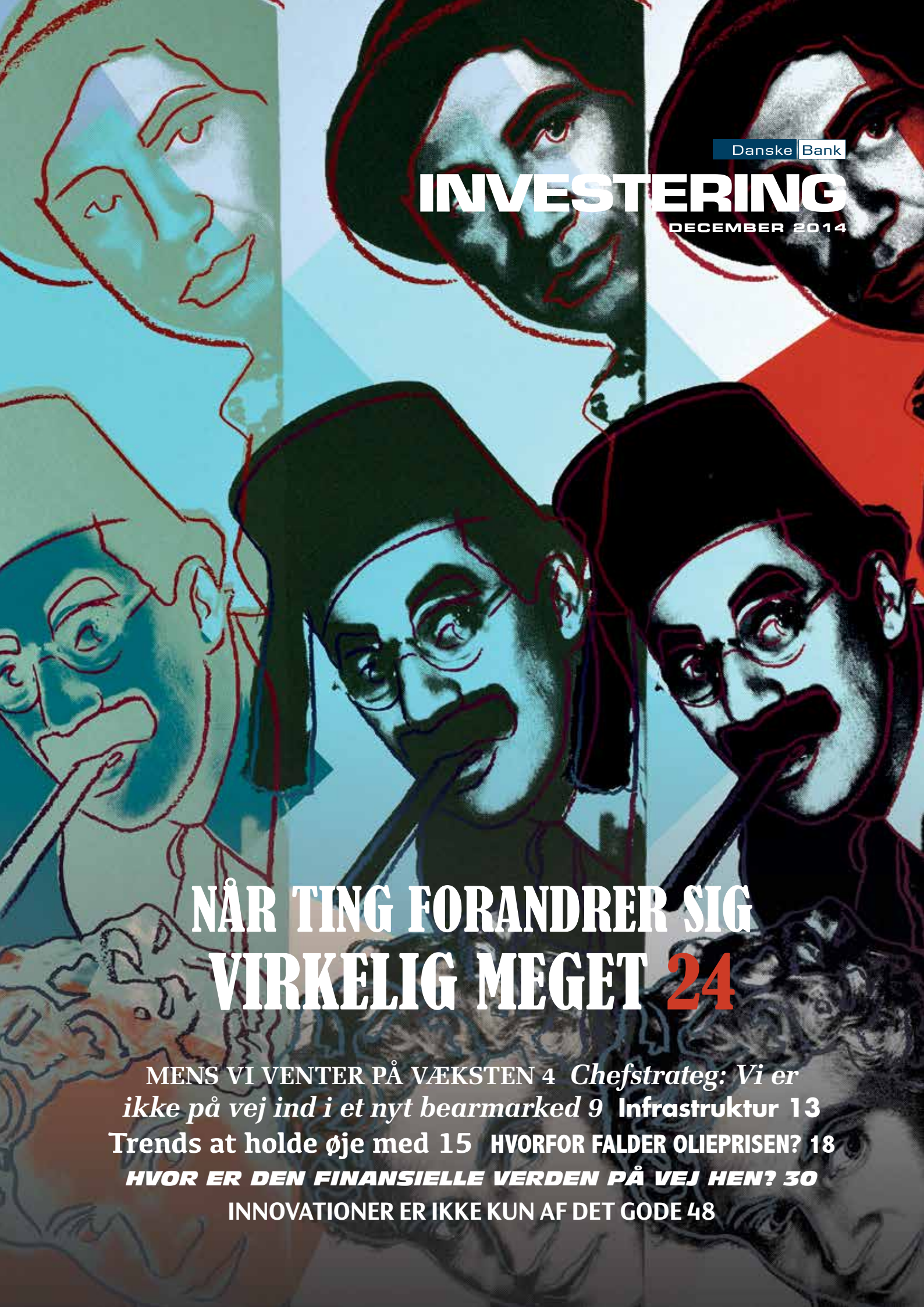


A collage of stylized faces with red outlines, some holding cigars, set against a background of geometric shapes and colors like teal, red, and black.

Danske Bank

INVESTERING

DECEMBER 2014

NÅR TING FORANDRER SIG VIRKELIG MEGET **24**

MENS VI VENTER PÅ VÆKSTEN 4 *Chefstrateg: Vi er ikke på vej ind i et nyt bearmarked* 9 **Infrastruktur** 13
Trends at holde øje med 15 **HVORFOR FALDER OLIEPRISEN?** 18
HVOR ER DEN FINANSIELLE VERDEN PÅ VEJ HEN? 30
INNOVATIONER ER IKKE KUN AF DET GODE 48

4	MENS VI VENTER PÅ VÆKSTEN
9	CHEFSTRATEG: VI ER IKKE PÅ VEJ IND I ET NYT BEARMARKED
13	INFRASTRUKTUR – DEN SIDSTE STRENG AT SPILLE PÅ
15	TRENDS AT HOLDE ØJE MED
18	HVORFOR FALDER OLIEPRISEN?
24	NÅR TING FORANDRER SIG VIRKELIG MEGET
30	KONFERENCE: HVOR ER DEN FINANSIELLE VERDEN PÅ VEJ HEN?
32	Forlæng ikke verden med brædder
34	Smart Beta bliver moderne
38	Japan på vej i den rigtige retning
42	Professor Siegel: Aktier stiger på langt sigt
46	AKTIEINVESTORER KAN MED SKATTEMÆSSIG FORDEL REALISERE KURSTAB
48	INNOVATIONER ER IKKE KUN AF DET GODE

INVESTERING udkommer 5 gange årligt

Som udgangspunkt skrives leder og alle artikler i magasinet af daglig chefredaktør Flemming Østergaard. Tanken bag den redaktionelle linje er at for at investere bedst muligt, skal man forstå, hvordan verden hænger sammen og udvikler sig. Hvordan økonomiske, politiske, erhvervsmæssige, videnskabelige, teknologiske, demografiske, miljømæssige og sociale trends påvirker verden. Magasinet kan downloades gratis til iPad. Foretrækker du iPad-versionen alene, er du velkommen til at kontakte banken og afmelde den trykte version. På www-2.danskebank.dk/investeringarkiv finder du alle tidligere numre af magasinet. Alle numre siden 2007 er desuden udgivet som e-pages, der også kan læses på iPad.

Udgiver Danske Bank, Holmens Kanal 2-12, 1092 København K, Telefon +45 33 44 00 00, SWIFT: DABADKK, www.danskebank.dk/kontakt

Chefredaktør Flemming Østergaard **Visuelt koncept og tilrettelægning** Jesper Simonsen **Idé** Danske Capital, Group Investment Services

Kommentarer, spørgsmål, ris og ros bedes sendt til flste@danskebank.dk **Redaktionspanel** Chefredaktør Flemming Østergaard · Jesper Simonsen ·

Lars Skovgaard Andersen · Henrik Hansen · Jesper Heeager **Redaktion afsluttet** 1. december 2014 **Forsidefoto** Marx Brothers **Disclaimer** Danske

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

PÅ VEJ MOD EN NY VERDEN

Finanskrisen demonstrerede, at frie markeder og for lidt regulerede finanssektorer, der var vokset til uforholdsmæssigt store dele af økonomierne, kan føre til voldsomme ubalancer. Den erfaring har kostet statskasser og samfund dyrt i den vestlige verden, og man har eksperimenteret med pengepolitik som aldrig før for at afbøde konsekvenserne. Men verdens fortrædeligheder handler ikke kun om at lære af fejlene frem mod finanskrisen. Der er globale ubalancer i en helt anden skala at slå med fremover.

De lavthængende frugter af industrialiseringen i form af en lang række innovationer, der ændrede samfundet radikalt og forbedrede menneskers levevilkår dramatisk, er for længst plukket. Og den stærke demografiske medvind i midten af det 20. århundrede, bliver nu til modvind. Vi vil se lavere økonomiske vækstrater.

Uligheden er enorm. Den fattigste halvdel af Jordens befolkning ejer i dag mindre end 1 pct. af den totale velstand, og de rigeste 10 pct. ejer 87 pct. 37 ud af verdens 100 største økonomiske enheder er ikke lande men virksomheder, som har meget stor politisk indflydelse. Vi støder også på de grænser for vækst, som Rom-klubben advarede om i 70'erne. Opdagelsen af de fossile brændstoffer og den industrialisering, der bragte os hertil, begynder vi nu at betale prisen for. Ressourceforbruget, forureningen og nedslidningen af naturen er enorm, vand bliver en mangelvare, den globale opvarmning bliver stadig mere påtrængende, og vi bliver stadig flere sultne mennesker. 12 mia. mennesker i år 2100 siger nye prognoser, og kun hvis vi fra i dag indførte en global et-barns politik ville tallet kunne være de nuværende 7,3 mia. om 85 år.

Teknologiske innovationer giver os allerede i dag rig mulighed for at imødegå mange udfordringer. Og udviklingen i fremtiden vil kunne give os løsninger, som vi i dag ikke kender – ligesom verden ikke ville have kendt Marx Brothers (forsiden), hvis ikke filmen var blevet opfundet.

Men teknologien bliver politisk ikke prioriteret tilstrækkelig målrettet til at få taget alvorligt hånd om mange af problemerne. Det overordnede mål er profit og jobs i et evindeligt kapløb med andre lande. Men de ubalancer vi står overfor kræver en anderledes tankegang i Apollo-stil - og andre pejlemærker for den samfundsmæssige udvikling end det utilstrækkelige bruttonationalprodukt. Som Einstein har udtrykt det:

”We cannot solve our problems
with the same thinking we used
when we created them.”

Heldigvis tænker de unge generationer netop anderledes. Takket være internettet har der aldrig været så stor fokus på globale ubalancer, og nettet og sociale netværk gør, at ”online” generationerne oplever en verden uden grænser. Det har blandt andet den effekt, at de unge generationer i dag er væsentlig mere socialt og miljømæssigt ansvarlige end de ældre generationer – også i deres investeringer, viser undersøgelser.

Vi skal lære af historien, men vi skal se fremad – ikke bagud. Verden kan ikke forlænges med brædder, og det gælder både når man skal vurdere aktiemarkedernes retning og nye bæredygtige versioner af kapitalismen. Så vidt fremtiden. Med dette nummer er **INVESTERING** fortid. Nye kræfter og et nyt magasin vil tage over i det nye år. Tak for denne gang. ■

Godt nytår

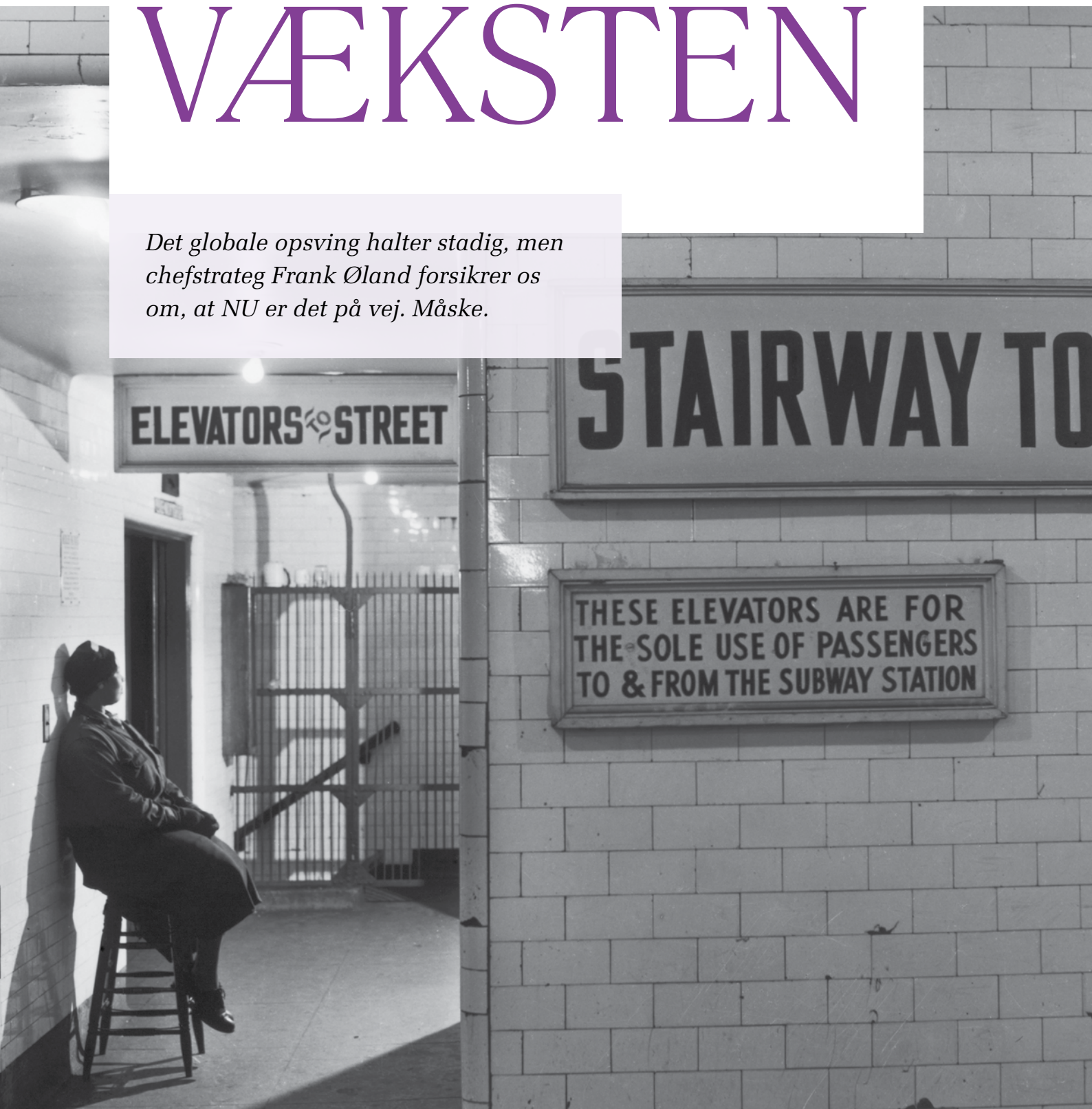


FLEMMING ØSTERGAARD
Chefredaktør,
Danske Bank

MENS VI VENTER PÅ

VÆKSTEN

Det globale opsving halter stadig, men chefstrateg Frank Øland forsikrer os om, at NU er det på vej. Måske.



I teaterstykket "Mens vi venter på Godot" dukker Godot aldrig op. Det er måske en lige grov nok analogi at bruge, når snakken falder på det globale økonomiske opsving, for der er trods alt noget vækst rundt omkring. Men der er alligevel noget Godot over økonomernes vedholdende forsikringer om, at opsvinget er på vej og lige straks får mere fart. Det har de nu sagt i flere år, og kigger man på den faktiske økonomiske vækstrate i de senere år og plotter økonomernes generelle forventninger ind, så får man noget, der minder om en ishockeystav. "Det kører i lavt gear lige nu, men det vender lige straks", lyder det beroligende fra alverdens økonomer.

Nu har vi igen haft en hel del svage nøgletal rundt omkring, og IMF har nedjusteret forventningerne til den globale økonomi for tredje gang i år. Og det sker selv om vi stadig har rekordlave renter og flere centralbanker i årevis har eksperimenteret med massive obligationsopkøb. Hvad er det, man har fejlvurderet i de økonomiske analyser?

"Først skal det lige siges, at selv om vi har haft en hel del svage nøgletal, så får vi også løbende en del stærke nøgletal. I USA fortæller de ugentlige opgørelser af antallet af nye ledige, at det tal nu er på det laveste niveau siden 2000, og for nylig viste University of Michigans opgørelse, at den amerikanske forbrugertillid nu er på det højeste niveau siden 2007. Dertil kommer, at den amerikanske ledighed nu er helt nede på 5,8 pct. Der hvor mange økono-

mer har taget fejl har været omkring den europæiske økonomi. Der var en udbredt forventning om, at når gældskrisen var kommet under kontrol, så ville væksten komme tilbage. Det har den også været i et par omgange, men den er aldrig kommet op i et selvkørende gear. Så man kan spørge, hvad det er, vi har undervurderet," siger Frank Øland Hansen, chefstrateg i Danske Bank.

"Det ene er nok, at man har undervurderet den samlede gældssituation i Sydeuropa – at det ikke kun er statens gæld, der har været tyngende men også den private kombineret med mangelen på vigtige reformer. Vi har nok også undervurderet problemerne i Frankrig, Europas næststørste økonomi, som er i en noget ringere forfatning, end de fleste har regnet med som udgangspunkt. Og det halter med at gøre det bedre – der er en stor uvilje mod reformer, selv om behovet er tydeligt.

En anden vigtig ting, når vi skal forsøge at forklare den svage vækst i Europa, er at der som respons på finanskrisen og den kreditpolitik, der blev ført op til, er kommet en betydelig regulering af finanssektoren i Europa og gentagne stresstest af bankerne, som har gjort, at bankerne har fokuseret meget på at komme til at se sundere ud. Det har betydet, at udlån i Europa har været faldende i tre år, især i eurozonen. Det vil altså sige, at vi har kørt med håndbremsen trukket. Så der hvor vi hele tiden har set tegn på, at nu begynder det at lysne, så næste år bliver bedre, så er det bare ikke sket, blandt andet fordi bankerne er fortsat med at nedbringe deres udlån."



Nu fik vi resultaterne af stresstesten, som ikke var så slemme, som man kunne have frygtet. Betyder det så, at vi kan forvente, at bankerne bliver lidt mere villige til at låne penge ud?

”Umiddelbart kunne det lyde bekymrende, at 25 banker ud af 130 dumpede testen, heraf var de ni italienske, men ser man nærmere på detaljerne, så var de overvejende positive. 12 af de 25 banker har allerede rejst kapital, så de ikke ville dumpe i dag - udgangspunktet for testen var balancer ultimo 2013. De resterende 13 banker fik 14 dage til at fremlægge en plan for, hvordan de vil rejse ekstra kapital, hvilket de har ni måneder til at gøre. En del af disse banker havde allerede meldt planer ud, så det var reelt 4-5 banker, der manglede planer – og skulle rejse omkring EUR 4 mia. i alt, hvilket er ret beskedent beløb. Nu svinger det ”regulatoriske pendul” for bankerne langsomt til den anden side, og dette kombineret med at de fleste banker er ganske godt polstrede med kapital, gør, at der bliver mere plads til, at bankerne kan øge deres udlån. Det bakkes også op af ECB med centralbankens målrettede lån til bankerne og påbegyndelsen af obligationsopkøb i det europæiske marked. Samtidig kan vi se, at der er en stigende låneefterspørgsel fra både husholdninger og virksomheder. Så nu tror vi altså, at væksten kommer.”

Tør vi tro på det?

“...BETYDER DET SÅ, AT VI KAN FORVENTE, AT BANKERNE BLIVER LIDT MERE VILLIGE TIL AT LÅNE PENGE UD?”

”Det er jo ikke prangende vækst, vi har talt om. 1,5 pct. havde vi regnet med i år, og nu ser det ud til blive lige under 1 pct. Så væksten er der allerede, men den er meget svag. Når vi kigger fremad, så vil det stå og falde med, om vi får styr på deflationsrisikoen i Europa. Hvis vi får deflation og den bider sig fast, så har vi en anden situation.”

Nu nævnte du selv, at økonomer nok havde undervurderet krisen i de sydeuropæiske økonomier. For et par år siden var det Grækenland, der trak de store overskrifter i Europa. Det gør de ikke længere, men kendsgerningen er vel, at deres gæld stadig vokser, og de reelt ikke har mulighed for at kunne betale den tilbage?

”Jeg tror ikke, de nogensinde betaler hele gælden tilbage. På et eller andet tidspunkt skal EU og IMF nok melde ud, at de eftergiver noget af gælden, og det bliver svært for dem. Det vil sandsynligvis blive modtaget positivt af de finansielle markeder, for så har vi en bekymring mindre. Grækenland har allerede restruktureret gælden én gang, så deres gæld til private er meget mindre end før, og derfor forventer jeg ikke, at de private investorer vil blive bedt om at tage yderligere tab. Hvis det kun er EU og IMF, der kommer til at nedskrive deres tilgodehavender, forventer jeg ikke, at

det udløser en ny gældskrise. Grækenland trækker dog stadig de andre sydeuropæiske lande med op, når der er uro og deres renter stiger, men det er på et noget lavere niveau end før. Forleden nåede Portugals rente på landets 10-årige statsobligation op på 3,5 pct., men for et år siden var niveauet 6 pct.”

Vi har oplevet et kraftigt fald i olieprisen i år, lige nu er prisen for en tønde Brent 85 USD, 25 pct. under prisen i juni (olieprisen var ved redaktionens slutning faldet til 70 USD). Som udgangspunkt er det en positiv effekt for økonomien, men denne gang taler man om, at det også er negativt, fordi det netop medvirker til at dæmpe prisudviklingen og dermed øge bekymringerne om deflation. Så hvordan skal vi vægte olieprisens fald?

”Det er rigtigt, at den faldende oliepris puster til deflationsfrygten i Europa, og kan medvirke til, at vi kortvarigt får deflation – og det kan så igen få en negativ effekt på stemningen hos forbrugere, erhvervsliv og de finansielle markeder. Ellers vil jeg sige, at normalt er en faldende oliepris positivt, fordi det giver noget ekstra råderum til forbrugeren.

Effekten af fald i olieprisen er større i USA end i Europa, og det skyldes forskellen i afgifter – afgifterne i Europa er relativt høje, så et pris-

fald på olie og benzin slår ikke nær så hårdt igennem på forbrugerprisen her. USA er også en mere energiintensiv økonomi end Europa, hvor vi generelt er mere fokuserede på miljø og energibesparende tiltag. Faldet i olieprisen på 25 pct. estimeres til at bidrage til BNP i USA med mindst en halv pct., mens det i Europa kun er omkring en kvart pct. For Europas vedkommende er det dog relativt meget, hvis væksten i BNP kun er 1 pct., men jokeren er altså her deflationsfaktoren – hvor forventningsdannelsen er afgørende. Hvis der kommer udbredte forventninger om, at Europa står foran en længere periode med deflation, vil det få en negativ og selvforstærkende effekt på økonomien.”

Derudover er prisfaldet på olie vel også i sig selv et negativt signal om, at efterspørgselen ikke er så stor.

”Ja, det er bekymrende i det omfang, det er udtryk for en lavere efterspørgsel i verdensøkonomien – et signal om, at den globale vækst er gået ned. Men når olieprisen falder så meget, så skyldes det også en ny udbudssituation, hvor ikke mindst USA's store produktion af skiferolie spiller en rolle – og et udbudsskud er positivt for økonomien. Så det er en kombination af flere ting. Svag efterspørgsel, øget udbud og et ændret styrkeforhold for OPEC i forhold til

“...I KINA ER VÆKSTEN LIGE SÅ STILLE PÅ VEJ NED...”

resten af verden. Med flere udbydere på banen på globalt plan har OPEC ikke så stor magt som før i tiden, og derfor kan de ikke længere styre det globale udbud og i samme grad som tidligere sende priserne op ved at begrænse produktionen.”

Lad os lige kaste et blik på USA. Nu nævnte du, at den amerikanske ledighed er kommet under seks pct., men som vi har talt om før, så er en del af de nye jobs jo kun deltidsjobs. Desuden er arbejdsstyrken på det laveste niveau i næsten 40 år. Så en ledighed på 5,8 pct. i dag er ikke det samme som en ledighed på 5,8 pct. i 2006. Derfor undrer det mig, at markedet har en tendens til at falde i svime over ledighedstallet.

”Det er selvfølgelig noget, som den amerikanske centralbank er opmærksom på. Selv om ledigheden er ved at være på det, man kalder ligevægtsniveauet – 5,4 pct. – så er det ikke stramt på samme måde som før pga. de mange deltidsjobs. Men vi er på vej mod et strammere arbejdsmarked, som kan give lønpres, og det er Federal Reserve opmærksom på. Fed har lavet deres eget mål for arbejdsmarkedets stramhed, som bygger på 19 forskellige indikatorer. Det sender stort set samme signal som ledigheden. Arbejdsmarkedet er i klar bedring”.



Men i og med, at den amerikanske ledighed er lidt misvisende, så må købekraften blandt forbrugerne jo også være noget mindre end ved en tilsvarende ledighed før krisen?

”Ja, når der er flere deltidsjobs og arbejdsstyrken er faldet, så betyder det alt andet lige et lavere forbrug for et givet ledighedsniveau. Samtidig får de rigeste en lidt større del af kagen, og de har normalt en lavere forbrugskvote, så det holder også privatforbruget lidt tilbage. Men uanset disse forbehold er privatforbruget på rette vej. Og det er især retningen, man som investor bør forholde sig til.”

Og så er der Kina og Japan, verdens anden- og tredje-største landeøkonomier efter USA.

”I Kina er væksten lige så stille på vej ned og huspriserne falder omkring 1 pct. om måneden. I øjeblikket ser vi det som en kontrolleret og rimelig blød landing, så vi regner med, at væksten kommer lidt ned, fra godt 7 pct. i år til 6-7 pct. næste år. Men det er også ærligt at sige, at et fortsat fald på det kinesiske boligmarked er en af de risici, vi ser. Hvis huspriserne fortsætter med at falde, så vil byggeriet gå ned i gear, der vil blive investeret mindre i infrastruktur, og privatforbruget vil blive ramt. Kommer der nogle måneder med kraftige prisfald på boligmarkedet, kan det give bekymring, og selv om myndighederne vil stimulere på et tidspunkt, så kunne det godt medføre en betydelig nervøsitet på de finansielle markeder. Kina spiller en stor rolle, ikke mindst i forhold til resten af Emerging Markets.

I Japan har centralbanken skruet yderligere op for obligationsopkøbene, så de nu køber obligationer for ca. 60 mia. dollars om måneden. Det er et meget stort beløb set i forhold til økonomiens størrelse og langt mere aggressivt end de opkøb, den europæiske centralbank er begyndt på. Det har sendt aktiekurserne opad og ført til yderligere svækkelse af yennen. Samtidig øger de japanske pensionskasser andelen af japanske aktier i deres portefølje fra 12 pct. til 25 pct. Som investor i Japan er der altså grund til optimisme. De økonomiske udsigter er dog usikre. Det er lykkedes at skabe lidt vækst og inflation, men økonomien har stadig ikke megen modstandskraft, og derfor tales der nu om at udskyde en planlagt momsforhøjelse fra 2015 til 2017.”

CHEFSTRATEG:

VI ER IKKE PÅ VEJ IND I ET NYT BEARMARKED

*Markedet
udviser mere
turbulens, end
vi har været
vant til i flere
år, men det er
næppe et varsel
om, at vi er
på vej ind i et
nedadgående
marked af
længere
varighed.*

”Europa er kommet med en række dårlige nøgletal, og væksten er svag. Men man skal passe på med heller ikke at gøre det værre, end det er. Markederne har reageret negativt på, at det går skidt i Europas traditionelle lokomotiv, Tyskland, hvor industriproduktionen faldt i august med 3,4 pct. Men det mener jeg var en overreaktion, for vi ved, at der var en sen industriferie – tyske bilfabrikker var f.eks. lukket stort set hele august. Og allerede i september steg bilsalget igen, en tendens vi forventer vil fortsætte i de kommende måneder,” siger Frank Øland, chefstrateg i Danske Bank.

Men markedet ved jo også godt det med industriferien i Tyskland, så hvorfor er reaktionen sådan? Trods alt er vækstudsigterne stadig rimeligt intakte ifølge de fleste økonomers vurdering, så er det de amerikanske regnskaber, der har skabt ballade?

”Nej, de amerikanske regnskaber har været ganske fornuftige, så det kan se ud som om, det er de tyske nøgletal, der er blevet handlet på. Men sandheden er nok den, at det blot var strået, der knækkede kamelens ryg – at markedet var blevet nervøst og handlede på frygt for en større korrektion, fordi den

økonomiske vækst trods alt har skuffet lidt i år. Vi sagde hele vejen igennem korrektionen, at vi så det som en købsmulighed snarere end en anledning til at sælge. Aktiemarkedet har siden rettet sig og de amerikanske aktieindeks har sat nye rekorder, mens Europa er lidt mere fodslæbende. Det skyldes, at bekymringen om deflationen i Europa er taget til, væksten er lav og usikkerheden er vokset.”

Så hvad vil du råde folk til at gøre i denne situation?

”Det er et valg imellem at købe ind i en stærk amerikansk væksthistorie, hvor aktierne handler til en pris over det historiske gennemsnit eller købe billigere europæiske aktier i forventning om, at økonomien kommer op i gear. Det første giver formentlig det mest stabile afkast uden de store overraskelser, mens de europæiske aktier kan give noget større udsving, men måske også et større afkast på sigt.

Vi forventer ikke de store kursstigninger på kort sigt, og der er en reel risiko for, at investorerne mister tålmodigheden med det europæiske opsving, der er blevet udskudt igen og igen. Så det kan være en god idé at have plads til at øge aktieandelen lidt, hvis der opstår nye muligheder.”

PUTOPTIONER OG PROCAPTURE

Hvis man er usikker på aktiemarkedets retning og ikke ønsker at sælge ud af porteføljen men samtidig gerne vil beskytte den mod yderligere kursfald, kan man overveje at købe en put-option på et eller flere aktieindeks, så man får en bred beskyttelse. Hvis aktiemarkedet fortsætter ned, så får man en gevinst på put-optionen, som nogenlunde modsvarer tabet på porteføljen af aktier. Hvis aktiemarkedet stiger herfra, så vil put-optionen miste sin værdi, men til gengæld tjener man penge på aktierne. Man skal dog være opmærksom på, at som følge af den relativt høje volatilitet i markedet p.t. er prisen for put-optioner relativt høj.

En anden mulighed er ProCapture certifikater udviklet af Danske Bank. De findes i to versioner, Bull og Bear og relaterer sig til OMXC20. Tror man eksempelvis, at aktiemarkedet fortsætter ned, kan man overveje Bear certifikatet. Omvendt skal man vælge Bull certifikatet, hvis man tror på et stigende aktiemarked. Der er tale om produkter rettet mod den kortsigtede og risikovillige investor, da produkterne indeholder en gearing på 2. Har man f.eks. købt et Bear certifikat og indekset falder 5 pct., så tjener man 10 pct. Til gengæld kan man ikke tabe mere end præmien for certifikatet, hvis kursudviklingen går den modsatte vej.

Putoptioner er kategoriseret som RØD og certifikater som GUL i hht. bekendtgørelse om risikomærkning af investeringsprodukter. Tal evt. med din rådgiver om produkterne i relation til din investeringsprofil. Læs evt. mere om ProCapture på www.procapture.dk



Da væksten primært er i USA er det så der, man finder de fleste interessante aktier?

"Amerikanske aktier ser attraktive ud, fordi der er stærkere vækst og udsigt til en fortsat stærkere USD, drevet af de store forskelle i pengepolitik. Her anbefaler vi blandt andet aktier med stor fokus på hjemmemarkedet. Men der er også muligheder i det europæiske aktiemarked. Og det er jo heldigvis ikke enten-eller.

I Europa anbefaler vi en lidt mere selektiv tilgang, hvor det blandt andet kan være en god idé at købe udbytteaktier – dvs. selskaber som har tradition for at udbetale pæne udbytter. De rigtige udbytteaktier er et godt alternativ til virksomhedsobligationer, giver et rimelig stabilt afkast og er fornuftigt prissat.

Desuden betyder den lempelige pengepolitik, at europæiske eksportvirksomheder får en forbedret konkurrencesituation pga. en svækket euro. Og vi kan også godt lide bankaktier. Især Sydeuropa ser interessant ud på den front. Det er ikke fordi, at sydeuropæiske banker

ligefrem er de stærkeste, men der er priset meget dårligt ind i kurserne på de sydeuropæiske banker – især i Portugal og Spanien, hvor jeg ser en væksthistorie, der bliver stadig stærkere."

Til slut – er Ebola en reel risiko?

"Det er især i USA, at Ebola giver anledning til bekymring – en bekymring for, at man ikke helt har situationen under kontrol. Det er vores vurdering, at det er lidt overdrevet. For nylig kunne Nigeria eksempelvis erklære sig fri for Ebola efter otte dødsfald, og det er et godt tegn på, at man kan få styr på situationen ved en fokuseret indsats. Men vi kan ikke ignorere, at historier og frygt for Ebola kan give udsving på de finansielle markeder. Vi kunne godt komme til at se flere videomøder og mere forsigtighed med at rejse og flyselskaber, hoteller og restauranter kan blive ramt. Ebola giver grobund for skrækhistorier."



HVAD ER DEFLATION?

Deflation nævnes som en af de største risici i Europa lige nu, men hvad er det egentlig? Deflation er, når priserne falder. Ikke blot en måned eller to men i en længere periode, og så begynder det at blive farligt. Umiddelbart kunne man mene, at det var dejligt med faldende priser – alle vil jo gerne spare nogle penge her og der. Faktisk har vi jo vænnet os til at forbruger-elektronik fra laptops til TV falder hele tiden – man kan roligt regne med, at man kan få et bedre produkt til samme pris, hvis man venter et halvt eller et helt år.

Men det farlige består i, at det bliver noget permanent på et bredt spektrum af varer og tjenesteydelser. For så begynder vi at udskyde vores køb – det bliver jo hele tiden billigere, ved vi. Hvis det bliver udbredt, så falder forbruget. Det rammer virksomhederne, som må begynde at fyre folk, fordi de ikke tjener nok. Flere arbejdsløse gør, at samfundets forbrugere som helhed bruger endnu færre penge, virksomhederne må fyre flere, de holder op med at investere, lønningerne falder, forbrugernes købekraft svækkes yderligere, nogle virksomheder må dreje nøglen om osv. Alt begynder at falde i pris – varer, tjenester, huse, aktier, arbejdskraft. Alt imens er folks gæld den samme – nu bliver det bare endnu sværere at betale den tilbage.

En ond cirkel er i gang. Og den er svær at bryde – det kan Japan tale med om. I 20 år har de nu været tynget af deflationstendenser, hvilket var en af årsagerne til, at de igangsatte den meget ekspansive pengepolitik for et par år siden, som blev udvidet yderligere for nylig.

Der er også noget, som økonomerne kalder likviditetsfælden. Når centralbanken har sat renten

ned til nul eller tæt på – som ECB og Federal Reserve – så er effekten af det lave renteniveau mindre, end man skulle regne med. Derfor begyndte Fed for efterhånden længe siden med QE – det månedlige opkøb af stats- og realkreditobligationer – mens ECB først for nylig er gået i gang med noget lignende.

USA er ude af deflationsrisikoen, og det hænger sammen med, at man her var indstillede på i kølvandet på finanskrisen at få sparket økonomien i gang med alle midler – og det skete både i form af ekspansiv finanspolitik, pengepolitik og QE. En væsentlig del af forklaringen på det, er USA's historiske erfaringer med deflation, som var med til at gøre depressionen i 30'erne så hård.

I Europa har indstillingen været nærmest den modsatte. I erkendelse af at den offentlige gæld allerede var høj og budgetunderskuddene store, strammede man finanspolitikken og håbede, at væksten kom i gang – styrket af det relativt lave renteniveau og den stigende aktivitet i resten af verden. Det var især Tyskland, der var fortalende for dette. Ligesom Tyskland også har været modstander af for lave renter og QE i amerikansk stil. Det hænger sammen med tyskernes historiske erfaringer, som var hyperinflationen i 20'erne – et resultat af en alt for lempelig pengepolitik i årevis.

Håbet er nu, at ECB ikke er for sent ude med sin version af QE. Og at mere optimisme kan indgydes hos erhvervsliv og forbrugere, når bankerne – de fleste i hvert fald – har fået ECB's blåstempling af, at de har råd til at låne flere penge ud.

INFRASTRUKTUR

– DEN SIDSTE STRENG AT SPILLE PÅ

Med stor gæld, budgetunderskud og en pengepolitik, der i forvejen er slækket på alle tangenter, er investeringer i infrastruktur den sidste trumf, som mange lande har tilbage. Og det behøver ikke nødvendigvis at være med penge fra statskassen.

Tiden er inde til store investeringer i infrastruktur i mange lande, pointerer IMF i den seneste World Economic Outlook. Låneomkostningerne er lave og efterspørgselen lav i mange udviklede lande, og der er infrastruktur flaskehalse i mange emerging markets og udviklingsøkonomier.

Offentlig infrastruktur er en essentiel faktor i produktion. Ved at øge investeringer i offentlig infrastruktur kan man hæve output på kort og langt sigt, især i perioder med økonomisk svaghed, og når investeringseffektiviteten er høj, lyder argumentet fra IMF.

Rapporten fremhæver, at lånefinansierede projekter kan have store effekter på output uden at øge gælden i forhold til BNP, hvis klart identificerede behov mødes af effektive investeringer. Med andre ord: Investeringer i offentlig infrastruktur kan betale for sig selv, hvis de udføres rigtigt. Meldingen fra IMF er ikke overraskende.

I forvejen har G20-landene infrastruktur højt på dagsordenen, og Verdensbanken har argumenteret for det samme – bl.a. med henvisning til især behovet i de fattige lande. Verdensbanken estimerer således, at under de nuværende trends er universel adgang til basale ting som vand, sanitet, elektricitet og veje til al slags vejr stadig 50 år væk i de fleste afrikanske lande.

OECD – de rige landes tænketank – har allerede i en rapport i 2012 peget på, at behovet for globale infra-

strukturinvesteringer i veje, jernbaner, telekommunikations udstyr, elektricitet og vand vil beløbe sig til 53.000 mia. USD fra 2010 til 2030.

Et lignende tal er konsulenthuset McKinsey nået frem til i en rapport i 2013. Igennem de 18 år fra 1994 til 2012 blev der investeret 36.000 mia. USD globalt i infrastruktur, men behovet er 57.000-67.000 mia. USD i de næste 18 år frem til 2030 – og i det tal er der ikke engang medregnet social infrastruktur såsom skoler og hospitaler.

Konsulenthuset argumenterer for, at hvis investeringerne gribes rigtigt an og man også formår at få mere ud af eksisterende infrastruktur, så kan der

opnås en 60 pct. forbedring i produktiviteten af infrastrukturen.

Man får altså meget mere ud af infrastrukturen end man plejer – og det svarer i forhold til historikken til, at man globalt set kan spare 1.000 mia. USD årligt.

Ikke mindst for Europa kunne øgede investeringer i infrastruktur

være instrument til at sparke gang i den meget svage vækst. Ikke mindst i Tyskland, der i de seneste år har været en lysende vækstundtagelse til Europas svaghed, men som nu ser ud til at have mistet pusten. Siden 2003 har offentlige investeringer ikke fulgt med ned-





slidningen af infrastrukturen, og det har Merkels regering fået stigende kritik for. Regeringen er imidlertid i en vanskelig situation, da man har lovet, at 2015 skal være det første år med balance på statsbudgettet siden 1969.

Men regeringen har samtidig fokus på problemet med infrastrukturen og luftede for kort tid siden mulighed for at sælge statens andel i Deutsche Telekom, der forventes at indbringe 24 mia. EUR. Og der er også hjælp fra anden side. Pensionsselskaber og forsikringsselskaber har i årevis lidt under, at der er meget begrænset afkast at hente på obligationsmarkederne med de historisk lave renter. Derfor leder de med lys og lygte efter alternative investeringer og i de senere år har adskillige netop kastet blikket på investeringer i offentlig infrastruktur.

Tyske forsikringsselskaber kom i august med et udspil til Merkels regering om, at de er villige til at bistå med investeringsvillig kapital. Men det kræver visse sikkerhedsgarantier, og at Merkel vil medvirke til at få ændret reglerne i Solvency II – det nye regelsæt for forsikringsbranchen, der træder i kraft i 2015, og som indebærer skrappe krav til kapitaldækning og risiko. Forsikringsbranchen agiterer for, at investeringer i infrastruktur skal reklassificeres som lavrisiko sammenlignet med andre aktiver og dermed reducere behovet for den nødvendige kapital til at bakke investeringerne op.

IMF-PAPIR ADVARER OM FOR HØJE FORVENTNINGER

En analyse af IMF-økonomen Andrew Warner peger på, at det mere hører til undtagelsen end reglen, at massive offentlige investeringer i infrastruktur accelererer den økonomiske vækstrate. Han har i sin analyse set på infrastrukturinvesteringer i lavindkomstlande. I gennemsnit er der kun en svag positiv sammenhæng mellem investeringerne og væksten og kun i det samme år. Der er ikke meget bevis for langsigtede positive effekter.

Erfaringerne viser, at der oftest kommer en nedgang i væksten frem for en optur efter offentlige investeringer i infrastruktur. Andrew Warner peger på, at det hænger sammen med at offentlige investeringer – udover typisk at være lånefinansierede – som regel er baseret på dårlige analyser på det tidspunkt, hvor investeringsprojekterne udvælges, og det hænger sammen med, at investeringsvalgene er påvirket af forskellige interessegrupper.

Warner mener på den baggrund, at hvis investeringsplaner skal have den ønskede stimulerende effekt på økonomisk vækst, så kræver det, at regeringer lægger vægt på den analytiske del og garderer beslutningsprocessen mod interesser, der kan forstyrre beslutningerne og offentlige investeringer. Alternativt vil de gældsproblemer, der er blevet opbygget i offentligt regi de senere år, kun blive værre.

TRENDS

AT HOLDE ØJE MED



SENIORANALYTIKER

LARS SKOVGAARD ANDERSEN

FREMHÆVER

VIGTIGE TRENDS

I DEN DIGITALE

VERDEN SAMT

TRANSPORTSEKTOREN.

VIGTIGE TRENDS I DEN DIGITALE VERDEN SAMT TRANSPORT- SEKTOREN.

Forbrugerne vælner sig i stigende grad til at handle alt muligt på nettet, og det har nogle virksomheder formået at udnytte med stor succes. Det gælder eksempelvis Amazon, der handler med meget mere end bøger i dag, og det gælder den britiske virksomhed ASOS, der over de senere år er vokset hastigt og tilbyder onlinesalg af over 60.000 produkter fra et hav af producenter med gratis fragt til mange lande. Men denne succes rammer dem nu som en boomerang.

”En virksomhed som ASOS har været med til at udbrede e-handel via etablering af en platform, hvorfra de har solgt en række forskellige brands. Paradokset er, at når de får vennen os til handelen, har de fået bygget en volumen op på disse brands som gør, at disse brands trækker sig ud af den overordnede platform og sælger selv. Det rammer bl.a. ASOS. Aktien er også ramt af et generelt øget udbud af nye e-handels aktører, som udhuler kapitalen i branchen. Mit bud på nogle af de mere sikre vindere på tendensen til mere e-handel er de store kreditkortudbydere som Visa og Mastercard, men også transportbranchen nyder godt af, at der sendes flere varer ud til forbrugernes privatadresser. Det gælder f.eks. virksomheder som DSV og UPS,” siger Lars Skovgaard Andersen, senioranalytiker i Group Investment Services i Danske Bank.

En anden trend, som senioranalytikeren ser vækst i, er de såkaldte *wearables*.

”Wearables omfatter forskellige elektroniske ”dimser”, som medvirker til at vi kan flashe vores liv endnu mere til andre. Sådanne ting kommer der stadig flere af. Apples iWatch er blevet hurtigt fulgt op af konkurrenterne. GoPro er en amerikansk virksomhed, der også udnytter denne udprægede tendens til at vi elsker at fortælle og vise andre, hvad vi laver. De laver videokameraer af høj kvalitet, som er beregnet til at brugeren har den monteret på sig til dokumentation af alt fra koncerter og bjergbestigning til basejumping eller en løbetur i skoven. Denne tendens til at vi så gerne vil dele vores liv

med andre ses jo i høj grad også på de sociale netværk. Og Facebook er eksempelvis blandt de selskaber, som er interessante at investere i.”

Aktiemarkedet har de senere måneder været præget af skuffende økonomiske nøgletal i vigtige dele af den globale økonomi, og det har fået en del investorer til at stille sig på sidelinjen og stille spørgsmålstejn ved, om vi er på vej ind i en periode med længerevarende stagnation eller måske endda et decideret bearmarked. Selv om man godt kan finde argumenter for det sidste, så mener Lars Skovgaard Andersen imidlertid, at der er et vigtigt signal fra aktiemarkedet selv, som kan pege på det modsatte.

”Det er det såkaldte Dow Jones Transportation Index, der fortæller en interessant historie. Hvor det brede aktiemarked gik ned i oktober, så gik transportindekset op. Så kort tids observation skal man selvfølgelig ikke lægge for meget i, men det vidner om, at der åbenbart er tillid til transportsektoren – og det fortæller noget om, at så er der også tillid til den økonomiske aktivitet i samfundet. Jo mere økonomisk aktivitet, der er i samfundet, desto flere varer m.v. skal der transporteres rundt. Så Dow Jones Transportation Index kan ses som en slags ledende indikator for økonomien og lige nu advarer det altså ikke om en forestående nedgang. Nu skal man selvfølgelig være påpasselig med ikke at lægge for meget vægt på et aktieindeks, som jo også kan være præget af irrationelle forventninger. Mere interessant er det derfor at kaste blikket på de faktiske data i transport i form af Transportation Services Index (TSI), som udarbejdes af Bureau of Transportation Statistics i US Department of Transportation. En analyse af data siden 1979 viser, at fragtkomponenten i indekset er en vigtig ledende indikator for økonomien – i den analyserede periode har denne komponent i TSI indikeret en afmatning i økonomien gennemsnitligt 4-5 mdr. i forvejen. Men der er ikke noget i trenden for denne komponent, som aktuelt peger på en afmatning.”



RELEVANTE AKTIER

Kontakt din investeringsrådgiver for at høre mere om de nævnte aktier mht. aktualitet og risiko.

**E-COMMERCE,
BETALING AF VARER**
Visa, Mastercard

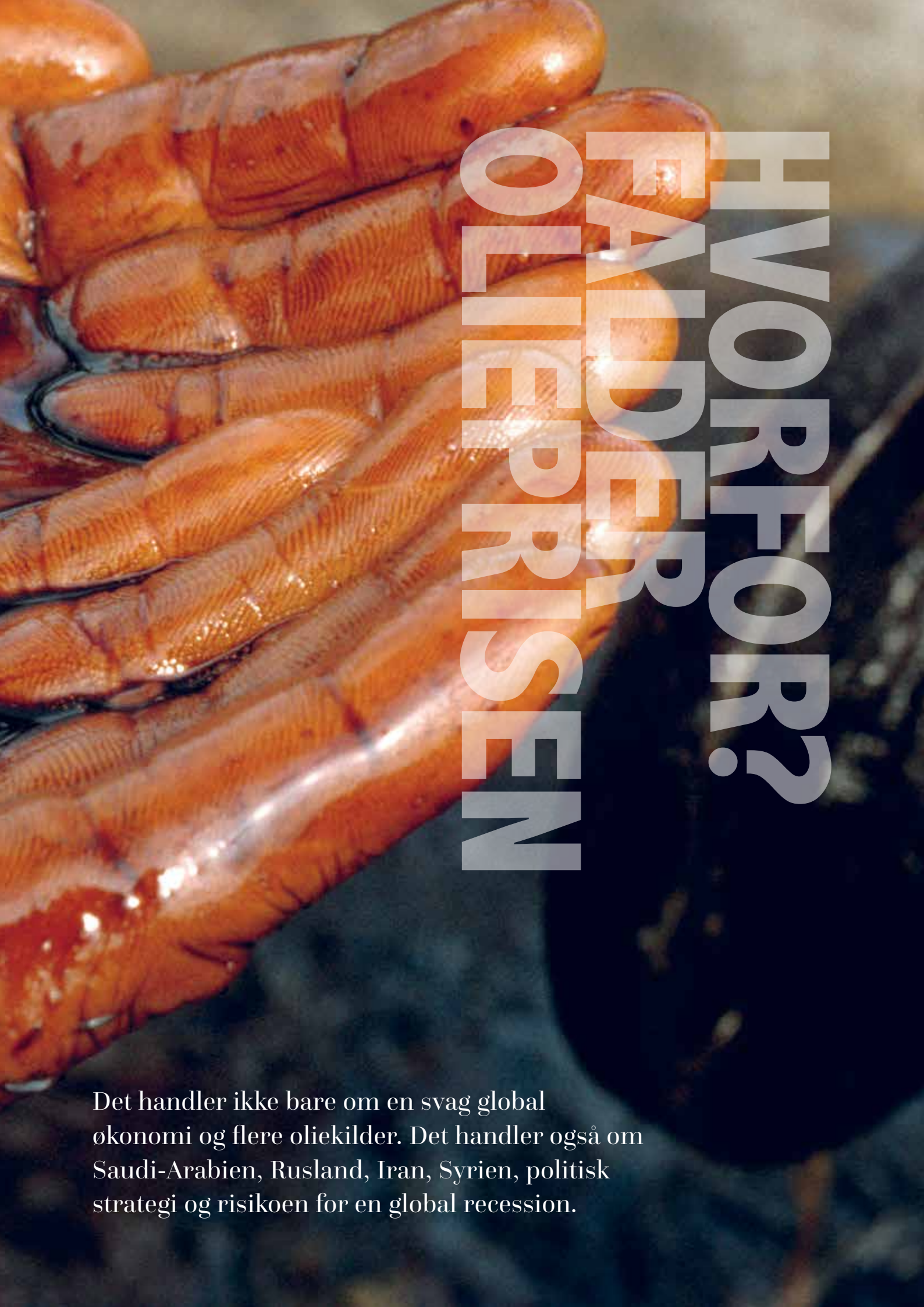
**I RELATION TIL US
TRANSPORTATION INDEX**
Fedex, UPS,
Old Dominion Freight Line,
Delta Airlines

TRANSPORT
DSV

HANDELSPLATFORME
Amazon, ASOS

WEARABLES
Apple, Garmin,
GoPro, Nike





HVORFOR? FALDER OLIEPRISEN

Det handler ikke bare om en svag global økonomi og flere olieklnder. Det handler også om Saudi-Arabien, Rusland, Iran, Syrien, politisk strategi og risikoen for en global recession.

I gennem det meste af 90'erne lå prisen for en tønde olie (Brent Crude) og bevægede sig mellem 15 og 35 USD. I 98-99 var den endda flere gange under 10 USD. Men op igennem 00'erne accelererede globaliseringen for alvor, godt hjulpet på vej af en krise i Vesten i starten af det nye årtusind, som fik mange virksomheder til at outsource i stor stil til Emerging Markets, ikke mindst Kina. Dette var med til at sætte gang i den globale økonomi igen, understøttet af en meget ekspansiv penge- og kreditpolitik i den rige del af verden. Olieprisen skød i vejret. Og toppede i sommeren 2008 med over 140 USD pr. tønde.

Så kom finanskrisen og recessionen og sendte olieprisen ned igen til omkring 40 USD, men siden 2009 har den ikke været under 70 USD. Vi har faktisk de senere år vænnet os til, at den ligger omkring 100 USD eller mere.

Men billedet har ændret sig i den anden halvdel af dette år. Olieprisen er nu helt nede på 70 USD – 45 USD under årets top på 115 USD i juni. Hvorfor?

MERE OLIE OG SVAGERE VÆKST

Der er flere forklaringer. En er, at udvikling af oliefelter er en langsommelig affære, og den højere oliepris op gennem 00'erne satte gang i udvikling af felter, som ikke tidligere havde været rentable. Samtidig har teknologien gjort det muligt at udvinde olie fra felter langt dybere end hidtil. Irak er kommet på banen igen og også Nigeria, Saudi-Arabien og Libyen har øget produktionen i år – OPEC's produktion er nu på det højeste niveau i to år.

Og så spiller skiferolie også en rolle. Kombinationen af skiferolie og en udvinding fra nye konventionelle amerikanske kilder har gjort det muligt for USA at nå op på 9 mio. tønder dagligt ifølge de seneste tal. Det er tæt på verdens to største olieproducenter, Rusland og Sau-

di-Arabien. Dertil kommer, at Mexico for første gang i over 70 år har åbnet op for, at eksterne aktører kan deltage i udvindingen af landets oliereserver – og det er ganske meget, idet landet og dybhavet omkring estimeres at have reserver på 60 mia. tønder.

Samtidig har 2014 budt på en svagere global vækst end ventet. I oktober nedjusterede IMF forventningerne til den globale vækst i 2014 til 3,3 pct. – den tredje nedjustering i år.

Mere olie og forventningerne herom presser olieprisen. Og svagere vækst giver mindre olieefterspørgsel – og presser prisen. Og så har vi ikke engang beskæftiget os med den globale og vedholdende trend af øget fokus på energieffektivitet og udvikling af alternative energikilder.

MEST MERPRODUKTION UDEN FOR OPEC

Størstedelen af væksten i olieudbuddet kommer fra lande, der ikke er medlem af OPEC. Men Saudi-Arabien – landet, der råder over verdens største oliereserver – har som nævnt også øget udbuddet. Og det har givet anledning til spekulationer, for som de andre olieproducerende lande i Mellemøsten har Saudi-Arabien ikke formået at udnytte årene med høje oliepriser til at sikre sig en solid og mindre oliefølsom økonomi. De fleste lande i regionen har i dag behov for en oliepris på mindst 90 USD pr. tønde eller mere for at holde balancen på statsbudgettet. I Saudi-Arabien tilfælde estimeres tallet af IMF at være omkring 86 USD pr. tønde – 80 pct. af statens indtægter kommer fra olien, som tegner sig for 90 pct. af eksporten.

Det betyder dog ikke, at Saudi-Arabien ikke kan holde til en oliepris endnu lavere i en periode. Robert McNally, tidligere rådgiver for George W. Bush og præsident for Rapidan Group Energy Consultancy har over for Financial Times estimeret, at selv hvis olieprisen holdt sig på

”MERE OLIE OG FORVENTNINGERNE HEROM PRESSER OLIEPRISEN.”

”HVEM BUKKER UNDER?”

80 USD/t i et helt år, så ville det kun koste landet 10-20 mia. USD af valutareserven på 750 mia. USD.

Analysebureauet Stratfor påpeger det samme og tilføjer, at Kuwait og De Forenede Arabiske Emirater også er finansielt stærke nok til at modstå lave oliepriser i en længere periode.

Andre lande er væsentlig dårligere stillet. Irans budgetmæssige smertegrænse ligger 140 USD/t, estimerer Deutsche Bank, og hvis olieprisen holder sig på det aktuelle niveau eller lavere i længere tid, så må der skæres drastisk på de offentlige udgifter.

Og Rusland ser også skidt ud. Omkring halvdelen af landets statslige indtægter kommer fra olie og gas, og i budgettet for 2015-2017 er det antaget, at olieprisen holder sig på 100 USD/t. En oliepris derunder vil kræve, at der trækkes på valutareservens 74 mia. USD – en tiendedel af Saudi-Arabiens – eller beskæring af de offentlige udgifter, især de militære, som er øget betragteligt. Og Rusland har vestlige sanktioner imod sig og en truende recession. I en nylig rapport estimerede analysebureauet Renaissance Capital, at en oliepris på 80 USD/t vil føre til et fald i Ruslands BNP på 1,9 pct., mens 60 USD/t vil betyde et fald på 3,4 pct. Lave oliepriser presser med andre ord Rusland til at skære på de militære udgifter.

HVEM BUKKER UNDER?

Nogle hævder, at Saudi-Arabiens motiv til at øge produktionen i år blot er en erkendelse af den erfaring, som blev gjort især i 80'erne. Landet indskrænkede eksporten af olie fra 10 mio. t/d i 1980 til mindre end 3 mio. t/d fem år senere for at lægge en bund under priserne, men det mislykkedes. Forklaringen var en blanding af en aftagende efterspørgsel, voksende produktion uden for OPEC og OPEC-lande, der ikke overholdt aftalte produktionskvoter. Så derfor gør landet bare som de andre – øger produktionen og håber på en øget markedsandel velvidende, at landet finansielt har styrke til at leve med relativt lave oliepriser i meget længere tid. Den øgede markedsandel kan komme ved at andre bliver nødt til at beskære produktionen for at få prisen op. De fleste iagttagere peger på, at det bliver amerikanerne. Selv om der er meget snak om skiferoliens velsignelser for den amerikanske energiproduktion og dermed mindre af afhængighed af det turbulente Mellemøsten, så er kendsgerningen, at de selskaber, der tager sig af det, har svært ved at tjene penge på det endnu. Der var tegn på, at de 25 førende nordamerikanske udforsknings- og produktionsselskaber kunne se frem til, at deres samlede kontante indtjening ville overstige deres samlede kapitaludgifter i 2015, hvilket ville være første



den 2008 – men de udsigter har fået et hårdt skud for boven nu.

Førnævnte Robert McNally mener, at man kan tolke udtalelser fra saudiarabiske embedsmænd i retning af, at hvis der er nogen, der skal skære i produktionen, så er det USA. "Saudierne mener, at skiferolieproducenterne er en velsignelse, idet de lægger et loft på prisen såvel som en bund. Det er som om de er det nyeste medlem af OPEC," sagde han for nylig til Financial Times.

OPEC's generalsekretær Abdalla El-Badri udtalelser for nylig på en oliekonference i London bekræftede, hvordan saudierne ser på skiferolie, da han sagde, at 50 pct. af skiferolie er i "risikozonen" ved de aktuelle priser.

"Hvis priserne bliver på 85 USD, så vil vi se en masse investeringer, en masse olie gå ud af markedet," sagde han. Siden faldt prisen til 70 USD.

Hvor grænsen går for de amerikanske producenter af skiferolie er der delte meninger om. Nogle mener, at historien om USA's skiferolie og -gas er hypet til uholdbare højder. Det gælder ikke mindst

Richard Heinberg og Bill Powers i deres respektive bøger *Snake Oil* og *Cold, Hungry and in the Dark*. Wood McKenzie, et konsulenthus, mener helt konkret, at hovedparten af USA's skiferolie har en smertegrænse på 70-75 USD/t.

Der er også en mere sofistikeret forklaring på Saudi-Arabiens merproduktion. At det handler om en strategisk aftale indgået mellem USA og Saudi-Arabien, amerikanernes faste holdepunkt i Mellemøsten gennem mange år. I slutningen af september bekendtgjorde USA, at Saudi-Arabien står sammen med USA mod ISIS. Hvilket af Wall Street Journal også blev udlagt som et vigtigt punkt på en anden front for saudierne, nemlig at "processen også gav saudierne magt til at udtrække en frisk US forpligtelse til at skærpe træningen af rebeller, der kæmper mod Assad, hvis fald saudierne stadig ser som en topprioritet." Spørgsmålet er så hvad saudierne bragte med til bordet som kompensation for, at amerikanerne skal bombe Assad styret ned. Det er ifølge nogle iagttagere netop den øgede olieproduktion – at Rusland der-

med bliver presset til at ændre sin støtte til Syrien, og at Iran af økonomiske årsager må begrænse sit nukleare program.

Og så er der en tredje forklaring, som handler om verdensøkonomiens svaghed. Seks år efter finanskrisen halter verdensøkonomien stadig af sted med vigtige regioner som Europa og Japan på lavt blus, Kina i noget lavere gear, end de plejer og en lurende boligboble flere steder – og en amerikansk vækst, der ikke har nået samme styrke som før, og efter de fleste økonomers mening heller ikke når det igen.

Der er brugt penge- og finanspolitik i stor udstrækning, og det må bare ikke gå galt herfra. Derfor må en høj oliepris ikke være en hindring.

Om det er koordineret eller ej bag kulisserne, vides ikke. Ligesom det heller ikke vides om, Bank of Japan (BoJ) havde aftalt med Federal Reserve, at når amerikanerne meldte ud, at QE var endeligt slut – og ikke blev forlænget igen, som en hel del markedsdeltagere havde gisnet om – så meldte BoJ ud, at de udvider deres egen QE. Men timingen var påfaldende ☺

A close-up, low-angle shot of a muscular man's back and right arm. He is flexing his bicep, with his hand near his head. The lighting is dramatic, highlighting the contours of his muscles. The background is a solid, muted brown color.

**”VERDENS LEDERE
ER BANGE FOR EN NY
GLOBAL RECESSION...”**

Når ting forandrer sig virkelig meget

”**D**isruptive Innovations” hedder det på engelsk. Man kunne vælge at slå definitionen op i verdens mest berømte leksikon, Encyclopedia Britannica, men så skal man abonnere. Det er meget nemmere at slå det op hos en gratis konkurrent, som også er online – noget som Encyclopedia Britannica også gik over til på fuld tid i 2012 efter 244 år på tryk. I Wikipedia står der:

A disruptive innovation is an innovation that helps create a new market and value network, and eventually disrupts an existing market and value network (over a few years or decades), displacing an earlier technology. The term is used in business and technology literature to describe innovations that improve a product or service in ways that the market does not expect, typically first by designing for a different set of consumers in a new market and later by lowering prices in the existing market.

Encyclopedia Britannica må se sig selv som offer for en disruptive innovation – nemlig Wikipedia. Kvaliteten er lavere, hævder nogen, men en undersøgelse offentliggjort i Nature for nogle år siden viste at forskellen er marginal. Sådan cirka 4 fejl i Wikipedia for hver 3 fejl i Encyclopedia Britannica. Til gengæld er bredden og omfanget i Wikipedia langt større og hastigt voksende med titusindvis af frivillige bidragsydere mod 4.000 lønnede til det britiske leksikon.





”Visse opfindelser, opdagelser og trends forandrer verden permanent. Hvis man kan se den slags, for de sker i stor skala, så kan man blive rig. Men det er ikke let.”

**HISTORIEN KAN FREMVISE MASSER
AF EKSEMPLER PÅ DISRUPTIVE INNOVATIONS**

Skydevåben versus bue og pil. Dampskibe versus sejlskibe. Fossile brændstoffer versus træ m.v. Telefoner versus telegrafi. Biler versus jernbaner og heste. Elektriske pærer versus olielamper og stearinlys. Plastic versus metal, træ, glas m.v. CD versus grammofonplader. Digital foto versus analog foto. Gutenbergs trykpresse versus håndskrevne kopier. LCD skærme versus billedrør. E-mails versus breve.

Listen er lang. Men aldrig har udviklingen gået så hurtigt som nu, og den accelererer stadig. Blandt de ting, som vil ændre verden dramatisk i de kommende år er bl.a. deleøkonomien, den fortsatte automatisering af jobs og e-handel.

Eksploderende computerkraft og den digitale tidsalder som helhed er en revolution, der først lige er begyndt. Det har ændret selve måden vi lever på, måske også den måde, som vores hjerne udvikler sig på. Vi vil med tiden kunne effektivisere samfundet i helt enestående grad, bryde videnskabelige grænser og løse problemer i et omfang, der var utænkeligt før computere og internet. Der er enorme muligheder for dygtige mennesker med gode idéer. Med en lettere omskrivning af et Churchill citat fra 2. verdenskrig kan man sige:

Aldrig har så få penge og så få mennesker kunnet gøre så meget for så mange så hurtigt.

Forskellige typer innovationer

Disruptive innovations kan opstå på forskellige måder, påpeger Goldman Sachs (GS) i en nylig rapport.

Videnskabelige gennembrud er en af dem. En vigtig opdagelse eller en afgørende teknologisk nyskabelse kan betyde, at tidligere produkter eller processer er overflødige. Sådanne fremskridt kan komme fra forskning i universiteters laboratorier, statsstøttede projekter (især militæret), virksomheder eller sågar enkeltpersoner. Eksempler er biler, elektricitet og atomkraft. Som regel kræver sådanne gennembrud, at den private sektor træder til med at udvikle kommercielle anvendelsesmuligheder.

Et sammenløb af teknologi. Dette handler om de tilfælde, hvor udviklinger i forskellige teknologier bidrager til, at der pludselig banes vej for et nyt produkt eller en proces, der kan betegnes som disruptive. Eksempelvis er e-handel i dag blevet udbredt som følge af kombinationen af bl.a. smartphones/tablets, internettet og betalingsteknologi.

”The Internet of Things” kan tilsvarende blive en realitet, når sensorer bliver tilstrækkeligt effektive, internettet billigt og bredt tilgængeligt og software bliver udviklet til at indsamle, analysere og fortolke data lynhurtigt i enorme mængder i realtid. Længere ude vil trådløs teknologi, avanceret robotteknologi og vedvarende energi kunne levere et bredt spektrum af nye løsninger.

Omkostningsdrevne innovationer er et klassisk fænomen, og ses når en ny aktør i en branche laver et produkt, der kan erstatte dominerende produkter – oftest i en væsentlig lavere kvalitet, men også til en meget lavere pris. Containershipping nævnes som et eksempel,

idet dette ændrede prissætningen og den globale handel radikalt. Ofte kræver en ”lav-pris disruption” regulering af en art for at det kan slå igennem. Lavpris flyselskaber og generiske kopier i medicinalindustrien på patentudløbne produkter nævnes som eksempler. På landeniveau fremhæves Kina, idet landet på kort tid med WTO medlemskab som katalysator opnåede status som verdens førende lavpris produktionscenter, påpeger GS i rapporten.

Disse eksempler er ikke teknologidrevne, men i de sektorer, hvor der i stigende grad ses lavpris alternativer opstå er det mere reglen end undtagelsen, at i det mindste en del af baggrunden er teknologi.

Løsning af begrænsninger. Med dette menes alternativer som er udviklet eller tilpasset for at løse en begrænsning, som reducerer efterspørgselen og dermed prisen for det eksisterende produkt. Eksempelvis har stigningen i olieprisen siden 90’erne været et stærkt incitament til at investere i teknologier til udnyttelse af skiferolie og –gas og gøre det økonomisk rentabelt, ligesom det også har medvirket til øgede investeringer i vedvarende energi og gjort at produktion af elektricitet til samme priser som kulkraftværker er rykket meget tættere på.

VINDERE, TABERE OG DE URØRLIGE

Det kan i bagklogskabens klare lys være let at se, hvorfor nogle opfindelser var revolutioner i sig selv. Det er noget andet, når man skal prøve at forudse, hvor de næste dukker op – ikke mindst fordi, der er så mange idéer i spil. Men det betyder ikke, at man ikke kan lære af historien.

Det handler heller ikke om kun at se vinderne, men i høj grad også taberne, så man ikke ligger investeret i dem. Nogle virksomheder eller sågar hele sektorer som medicinalindustrien er i en vis grad beskyttede af forskellige forhold. Nogle virksomheder, f.eks. Google eller Facebook, er så store og finansielt stærke, at de er i



stand til helt eller delvist at købe en ny konkurrent med en god idé, der kan forstyrre deres forretningsmodel – og så kan de bruge den eller gemme den i en skuffe, så de kan fortsætte i vanlig stil. Andre vælger at imødegå en trussel ved at gøre noget af det samme selv – som British Airways, der etablerede lavprisselskabet Go med succes. Men dog endte med senere at sælge det, fordi det var svært for virksomhedskulturen at håndtere det.

Nogle virksomheder forekommer nærmest at være urørlige, ikke blot fordi de er økonomisk meget stærke, men også fordi de er beskyttet af stærke indgangsbarrierer for nye konkurrenter (patenter f.eks.), eller fordi de simpelthen er i stand til innovativt hele tiden at være foran.

HVOR KOMMER DE NYE DISRUPTIONS?

Skal man nøjes med at se frem på kort sigt, så er vi allerede midt i nogle omvæltninger, der får stor betydning for samfundet og erhvervslivet. Deleøkonomien udfordrer mange eksisterende forretningsmodeller. E-handelen bliver stadig mere naturlig for os og er en gevaldig udfordring for detailbranchen. Den tekniske mulighed for at pakke sensorer, kameraer, computerkraft, GPS og en masse andet ind i en smartphone, ure og andre *wearables* er en trend, der først lige er startet. Det samme gælder 3D printing, der også vil blive en udfordring på mange områder.

Men det er vanskeligt at gætte på teknologiske innovationers samlede effekt, og det bliver sværere jo længere man forsøger at kigge frem. Robotteknologien vil f.eks. blive endnu mere avanceret og udbredt og afskaffe mange jobs – eksperter i bl.a. *The Futurist* gætter på, *at to mia. jobs vil forsvinde frem mod 2030*. Mange af disse jobs vil være i produktions- og servicesektoren. Bliver de afløst af lige så mange nye jobs i videnssamfundet? Og hvordan bliver samfundet påvirket af, at verden nødvendigvis må finde et alternativ til den økonomiske model med endeløs produktion i en verden, hvor ressourcerne ikke er uendelige og befolkningen forventes at vokse med mindst to mia. frem mod

2050? Hvis en af konsekvenserne bliver, at vi får kortere arbejdstider og mere fritid, hvad vil vi så bruge den fritid til?

Allerede inden for få år kan vi forvente et hav af nye innovationer i hverdagen. Vedvarende energikilder og opfangning og lagring CO₂ bliver langt mere udbredt i 2020'erne. Elbiler bliver måske dagligdag i nogle lande, mens brintbiler og naturgasbiler vil være mere almindelige i andre. Deleøkonomien vil vokse eksplosivt, vi får revolutionerende nanomaterialer, teknologiske implantater, førerløse lastbiler og 3D printere i hjemmet.

Men tilbage til det investeringsmæssige. De store trends er ikke svære at få øje på. Det betyder, at der vil være mange virksomheder og iværksættere, der gerne vil være med til at lede efter guldåren, og mange vil fejle. Det vil mange investorer også. Her er det relevant at henlede opmærksomheden på nogle interessante observationer, som Warren Buffett, verdens ubestridt mest succesfulde investor, fremsatte tilbage i 1999 i et berømt interview i *Fortune*.

Han bemærkede, at der i tidens løb havde været 2.000 bilproducenter alene i USA og nu (1999) var der kun tre tilbage. Buffett kiggede også på en anden teknologisk innovation, der havde ændret verden dramatisk – flyvemaskinen. I 1919-39 var der 300 fabrikker i USA, og nu var der kun en håndfuld tilbage. Og alene i de 20 år frem mod 1999 var 129 luftfartsselskaber gået konkurs.

Buffetts pointe var: "Nøglen til investering er ikke at vurdere, hvor meget en industri vil påvirke samfundet, eller hvor meget den vil vokse, men snarere at fastslå den konkurrencemæssige fordel for et ethvert givet selskab og først og fremmest hvor længe den fordel vil vare." En formulering, der næsten er som taget ud af "*Origin of Species*" af Charles Darwin, som brugte det om udviklingen af livet selv. Hvis der i den biologiske verden er en art, der via evolutionen får en fordel frem for sine fjender eller byttedyr, så sørger evolutionen også for, at denne konkurrencemæssige fordel med Darwinistisk brutalitet konkurreres væk ved tilsvarende udvikling af de konkurrerende dyrearter.

Det samme gør sig gældende i erhvervslivet. Konkurrencen virksomhederne imellem er ekstremt hård, og en virksomheds fordel – og dermed mulighed for høje avancer – indhentes hurtigt af konkurrenterne. Den digitale udvikling forstærker denne proces. Og hvis man som investor har svært ved at fange de rigtige selskaber, mens de har en fordel, så kan man trøste sig med, at hvis der er nogen vinder af teknologisk innovation i det lange løb, så er det ikke aktionærerne – men forbrugerne.

Buffetts pointe var:

”Nøglen til investering er ikke at vurdere, hvor meget en industri vil påvirke samfundet, eller hvor meget den vil vokse, men snarere at fastslå den konkurrencemæssige fordel for et ethvert givet selskab og først og fremmest hvor længe den fordel vil vare.”

	Aktuel	3-5 år			Længere sigt
Energi	Solceller på taget LED lys	CNG biler (naturgas) Større effektivitet i solenergi	Energilagring til elnettet Energilagring	Brintbrændsel Opfangning og lagring af CO ₂	
Ressourcer	Automatisering af minedrift	Nanomaterialer	Graphene*	Minedrift på månen	
Industri	Eldrevne køretøjer 3D printing	Fleksibel robotteknologi The internet of things	HVDC afbryder**	Førerløse lastbiler	
Forbruger	e-cigaretter Automatiserede annoncekøb	Direct-to-consumer channel Deleøkonomi	Teknologiske implantater Førerløse biler	Syntetisk mad Indendørs landbrug	
Sundhed	Immuno-onkologi*** Forprogrammerede høreapparater	RNA baseret terapeutik Stamceller	Genetik Akkompagnerende diagnostisk test	Haptisk kirurgi 3D printede organer	
Teknologi og telekommunikation	Konkurrenter til trådløse udbydere Bærbar teknologi	Netværk med alle IP-adresser Software-defineret netværk	Skærmløst display		
Finans	Exchange Traded Funds (ETF) Algoritmehandel	Telematik Crowdfunding	Kryptovalutaer (som Bitcoin)		

Kilde: Goldman Sachs Global Investment research.

* Kulstofmateriale med enestående egenskaber, der kun er et atom tykt. Strækbart og fleksibelt, flere hundrede gange stærkere end stål. Gode elektriske og termiske egenskaber. Endnu ekstremt dyrt at producere. Anvendelsesmuligheder i energilagring, biomedicinske sensorer osv.

** ABB præsenterede i 2012 en hybridjævnstrømsafbryder, vigtigt for et sammenhængende netværk til distribution af sol- og vindenergi. Højspændt jævnstrøm er i dag den foretrukne metode, når strøm fra vindmøller og solceller skal transporteres i Europa, men systemet er problematisk at afbryde i forhold til vekselstrøm. ABB's hybridjævnstrømsafbryder løser problemet ved at koble jævnstrømforbindingen ud direkte, uden at det påvirker de tilknyttede forbindelser. (Ingeniøren)

*** Område inden for kræftforskning, hvor man forsøger at anvende kroppens eget immunforsvar til at dræbe kræftceller

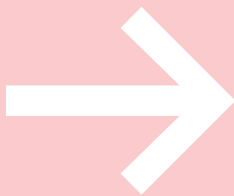
**** Peer-to-peer långivning dækker over aktiviteter, hvor personer eller virksomheder ønsker at yde eller modtage lån af andre personer eller virksomheder.



// KONFERENCE

HVOR ER DEN FINANSIELLE VERDEN PÅ VEJ HEN?

PÅ EN KONFERENCE I NEW YORK BLEV
EN RÆKKE VIGTIGE FINANSIELLE EMNER
PRÆSENTERET OG GENNEMGÅET AF
FREMTRÆDENDE ØKONOMER
- HER ER NOGLE AF DEM.



FORLÆNG IKKE VERDEN MED BRÆDDER

Over de seneste 30 år har amerikanske aktier, udtrykt ved S&P 500 indekset, givet et nominelt afkast på 11,2 pct. årligt i gennemsnit, men **Robert Arnott fra Research Affiliates** slår hurtigt fast, at det skal vi under ingen omstændigheder regne med i det næste årti.

Robert Arnott advarer mod, at vi læner os for meget til historien. Hver gang vi har haft en periode, hvor aktier har slået obligationer og andre investeringer markant, så ligger det nærmest indgroet i den menneskelige natur, at vi så forventer, at den nærmeste fremtid vil være som den seneste fortid.

Arnott siger, at amerikanske aktier ikke vil være dårlige i fremtiden, men man skal være opmærksom på, at de senere års kraftige stigninger i det amerikanske marked er løbet fra de underliggende fundamentale forhold. Indtjeneringer og dividender har ikke kunnet følge med aktiekurserne i de seneste fem år, og det meste af stigningen i aktiekurserne skyldes en ekspansion i valuerings multipler – P/E er således steget meget markant i USA. Markedet har med andre ord i høj grad taget forskud på forventningerne om indtjening i de kommende år og lagt dem ind i aktiekurserne. Som udgangspunkt er der derfor grund til at forvente et noget lavere langsigtet afkast på amerikanske aktier.

VI HAVDE DEMOGRAFISK MEDVIND

Men det er ikke blot relativt dyre aktier, der giver grund til moderate forventninger. Det handler i høj grad også om demografi. I det 20. århundrede var der demografisk medvind i de udviklede lande, især i den anden halvdel af århundredet. Lægevidenskaben og den generelle sundhed viste store fremskridt og dødeligheden faldt dramatisk. Folk kunne arbejde længere. Fødselsraterne faldt mar-

kant især i den anden halvdel af århundredet, og folk fik færre børn at forsørge. Selv om folk levede længere, var der endnu ikke så mange pensionister.

Alt dette gjorde, at der var tale om en meget stor arbejdsstyrke i forhold til både børn og gamle, og det var den mest gunstige demografiske situation i menneskets historie. Det skabte entreprenørskab, innovation og opfindelser i et omfang aldrig tidligere set og banede vejen for en meget høj vækst i produktivitet. Det faldt sammen med og forstærkede den industrielle revolution, der for alvor skyllede igennem de vestlige lande i den periode, og det fortsatte i den digitale revolution med computere og internet.

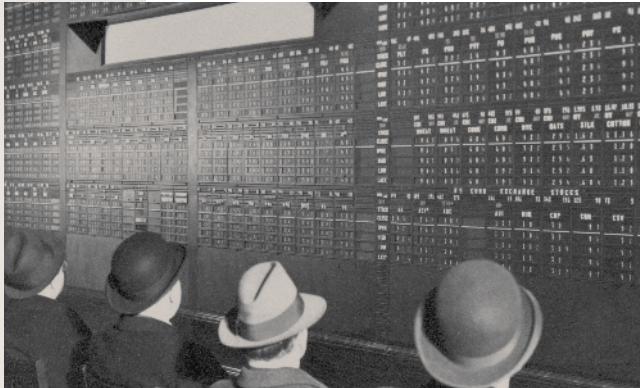
NU FÅR VI DEMOGRAFISK MODVIND

Men dette århundrede bliver helt anderledes. De lavthængende frugter af den industrielle revolution er for længst plukket. Og nu er der demografisk modvind i stigende omfang. I hele den udviklede verden er det allerede i gang. Hvor der i 1950 i var 7,3 arbejdere pr. pensionist, så vil der i 2015 kun være 3,5 og i 2050 2,0. Og Kina vil i de kommende år blive ramt af mange års et-barns politik. I dag er der omkring 7 arbejdere pr. pensionist, men allerede i 2020 vil der kun være 5,5. Og i 2030 3,8 – hvilket er under tallet for USA i dag.

For de fleste øvrige lande under udvikling er der tale om relativt unge befolkninger. Men problemet kommer også her i fremtiden i takt med, at velstandsfremgang og oplysning vil føre til færre børnefødsler. I Indien er der i dag 10,4 arbejdere pr. pensionist – først i 2065 vil tallet være faldet til 3,5 som er gennemsnittet for den rige del af verden i dag.

Den demografiske udvikling påvirker i høj grad den økonomiske vækst. Man har allerede set påvirkningen i flere årtier i de rige

lande i form af lavere BNP-vækst. Arnott påpeger, at økonomer og politikere har for vane at tale om vækstrater på 3 pct. som et magisk tal, som vi snart vender tilbage til, men faktum er, at de seneste 40 år har den gennemsnitlige BNP-vækst i USA været på 2,1 pct. Man skal 20 år længere tilbage for at finde et 40 års snit, hvor tallet var over 3 pct. På den baggrund advarer han mod for høje forvent-



ninger – hvis politikerne føler sig presset til at sigte mod fordums vækstrater, så vil det kun kunne ske ved at stimulere væksten med flere lånte penge, og det er en katastrofal kortsigtet løsning.

Globalisering, internettet og digitaliseringen af alting skærper konkurrencen, presser priserne og profitten, og demografien vil uundgåeligt også påvirke de finansielle markeder. Jo flere mennesker, der er i den arbejdende del af befolkningen, desto bedre for aktiemarkederne. Og omvendt. Arnott og hans kolleger i Research Affiliates har beregnet, at demografi alene i 1950-2010 bidrog til et årligt afkast på aktiemarkederne i G8 på 2,4 pct. i gennemsnit, men denne medvind bliver til en modvind på 3,6 pct. i 2010-2050. Altså – den demografiske udvikling alene vil give et årligt negativt afkast på 3,6 pct.

ARNOTT ANBEFALER EMERGING MARKETS

Hvor skal man investere i dag? For at kunne svare på det mener Rob Arnott helt grundlæggende, at man skal være klar over, at der er to ting, der bestemmer aktiemarkedets afkast: Indtjening og den P/E som investorerne er villige til at betale.

Og så er der *mean reversion* – at visse tal har det med at vende tilbage til historiske gennemsnit. De kan afvige gennem længere perioder, men på et tidspunkt vender de til-

bage – og under – før de kommer op igen. Det gælder ikke mindst indtjeningen i virksomhederne. Med baggrund i aktuelle og historiske kursniveauer, indtjening og P/E har Rob Arnott beregnet det forventede afkast 10 år frem for forskellige aktiemarkeder og sat det i forhold til den historiske risiko.

Bedst tager aktier i Emerging Markets sig ud, mens de amerikanske aktier står dårligst. Det er der ikke noget overraskende i. Lige nu er indtjeningen pr. aktie (EPS) i reale termer i USA 50 pct. over deres langsigtede gennemsnit, mens tallet for Emerging Markets er 10 pct. under deres.

Shiller P/E – det aktuelle kursniveau i forhold til gennemsnittet af de seneste 10 års indtjening – taler også klart til fordel for Emerging Markets med 14,8 mod USA's 26,6.

Helt konkret lyder Arnott's estimer for både amerikanske large og small cap aktier på under 1 pct. årligt over de næste 10 år. Hans bud på afkast i Emerging Markets lyder derimod på over 6 pct., mens det for markeder i udviklede lande ekskl. USA lyder på omkring 4 pct. årligt.

➔ De udviklede lande tegner sig for den klart største del af gælden og giver lave afkast...

Hvad angår obligationsmarkedet er Arnotts udgangspunkt, at man skal se på, hvem der har de bedste muligheder for at betale af på deres gæld. De udviklede lande tegner sig for den klart største del af gælden og giver lave afkast – mens Emerging Markets er kendetegnet af langt lavere gæld og væsentligt højere renter. Udviklede lande (ekskl. Grækenland) har en statsgæld på 80 pct. af BNP, mens gældsandelen for Emerging Markets er det halve. Emerging Markets tegner sig for 40 pct. af verdens BNP, men kun 10 pct. af statsgælden. Og hvor afkastet på de udviklede landes statsobligationer i snit forventes at være 1,4 pct. årligt, så ligger estimatet for statspapirer i Emerging Markets på 6,1 pct. Konklusionen er klar i Arnotts optik: Obligationer i Emerging Markets er mest interessante.

Usikkerhed, politisk ustabilitet og generelle bekymringer om fremtiden er en væsentlig del af forklaringen på, at EM er billigt i forhold til resten af verden lige nu. Men det er netop, når folk er bange, at man skal investere, lyder Arnotts råd.

SMART BETA BLIVER MODERNE

SELV OM SMART BETA FØRST ER DUKKET OP SOM
ET TRENDY BEGREB DE SENERE ÅR HAR DET EKSISTERET
I MEGET LÆNGERE TID I FORM AF FORSKELLIGE
KRITERIER TIL UDVÆLGELSE AF AKTIER.

I den professionelle investor-verden måler man hele tiden, hvordan en porteføljemanager (PM) klarer sig ved at se på vedkommendes afkast i forhold til et relevant aktieindeks.

Det er der flere ulemper ved. Den helt åbenlyse er, at PM'erne typisk ikke afviger særlig meget fra indekset af frygt for at klare sig markant dårligere. I praksis betyder det, at mange derfor følger med til at købe aktier op til niveauer, som bliver mere og mere overvurderede. Men når konkurrenterne gør det, så er man nødt til at følge med. Ingen ved alligevel, hvornår boblen brister, og tilsyneladende foretrækker langt de fleste at være med til den brister frem for at gå ud for tidligt og se markedet stige måske 20-30 pct. mere.

Ingen kunne have sagt det bedre end Charles Prince, der i juli 2007 som CEO for Citigroup, verdens største bank på det tidspunkt, sagde til Financial Times:

"As long as the music is playing, you've got to get up and dance. We're still dancing."

Finanskrisen året efter og al efter-rationaliseringen siden da har egentlig ikke ændret synderligt på den praksis, hvor tåbelig den end er. Men der er trods alt kommet mere fokus på risiko. Og det er netop problemet med aktieindeks, der er baseret på, at den enkelte aktie indgår med en vægt, der svarer til dens aktuelle markedsværdi. I praksis kommer de store, kendte aktier typisk til at fylde uforholdsmæssigt meget i indekset på bekostning af de mindre populære aktier, og dermed øges risikoen.

Obligationsindeks kan også være problematiske. Et indeks over statsobligationer kan f.eks. have en uforholdsmæssig høj vægt af obligationer fra et stærkt forgældet land alene af den grund, at landets regering har udstedt mere gæld end lande med sundere balancer. Før den europæiske gældskrise ville Grækenland f.eks. have haft en vægt tre gange større end Australien i et obligationsindeks for udviklede lande, fordi landet havde en udestående gæld, der var tre gange større – på trods af at landets BNP kun var en tredjedel af Australiens.



Smart Beta har egentlig ikke nogen klar definition. Men det handler om at finde alternativer at vægte investeringerne i en portefølje på frem for markedsværdier.

Som f.eks. lige stor vægt uanset markedsværdi. Research Affiliates lavede en undersøgelse, hvori de tilfældigt udvalgte 30 af USA's største aktier hvert år fra 1964 til 2012. Porteføljen, hvori aktierne indgik med lige stor vægt, blev kaldt en Monkey Portfolio og blev gennemført 100 gange. Det samlede resultat blev et afkast på gennemsnitligt 11,3 pct. årligt. I samme periode ville aktieindekset have givet 9,7 pct. årligt. Kun to porteføljer slog ikke indekset. Undersøgelsen blev foretaget for at illustrere,

at det markedsvægtede indeks er en dårlig idé. Idet professionelle fonde som regel ikke leverer afkast, der konsistent er over markedsafkastet, er det også en illustration af, at åbenbart kan slå både markedet og professionelle fonde.

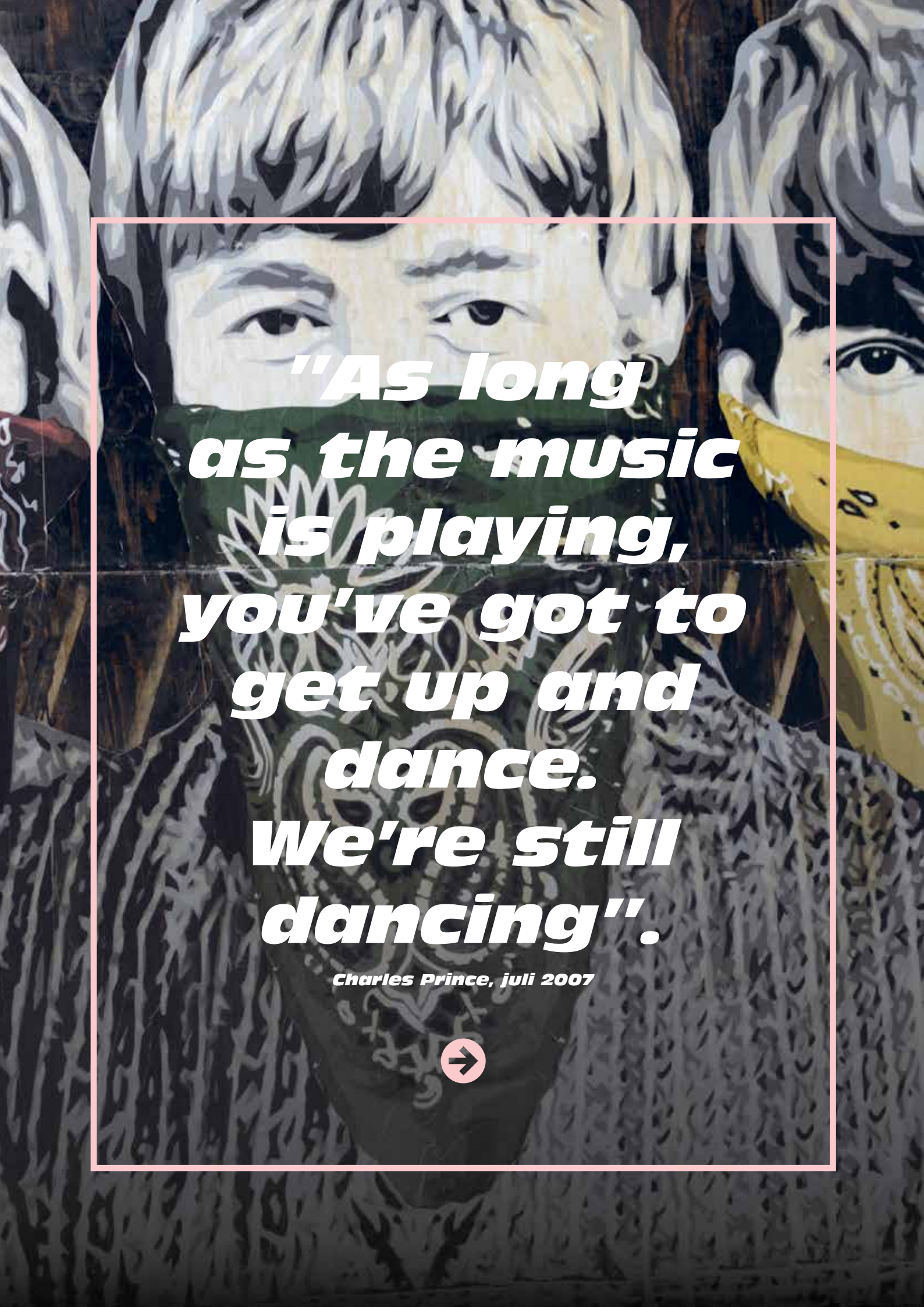
**ERIC SHIRBINI FRA
EDHED-RISK INSTITUTE**

fortæller om Smart Beta i de versioner, som instituttet har udviklet. Det gælder forskellige statistiske mål, markedsværdi, volatilitet, Kurs/Indre værdi m.v. Han anbefaler, at man bruger forskellige metoder sammen, da der herved opnås den største diversifikation.

Tilsyneladende er historien på instituttets side. Siden 1974 har

multi-strategy indeks givet et mere afkast i forhold til traditionelle indeks på 1,1-4,75 pct. årligt i det amerikanske investeringsunivers.

Selv om Smart Beta først er dukket op som et trendy begreb de senere år har det eksisteret i meget længere tid i form af forskellige kriterier til udvælgelse af aktier – og ikke som egentligt alternativ til markedsindeks. Og selv om begrebet nu er mere omtalt, betyder det næppe, at vi slipper for problemet med markedsvægtede indeks. De vil fortsat fungere som benchmark, og derfor vil de fleste fondes porteføljer uanset strategi stadig ligge relativt tæt op ad dem.



***"As long
as the music
is playing,
you've got to
get up and
dance.
We're still
dancing".***

Charles Prince, juli 2007



JAPAN PÅ VEJ I DEN RIGTIGE RETNING

Historien om Japan er historien om mirakeløkonomien efter 2. verdenskrig, der måtte sande, at alting har en ende. Kollapset i absurde ejendomspriser og aktiekurser ved indgangen til 90'erne blev starten på en nedtur, der ikke blev nemmere af store fejlvurderinger i den økonomiske politik, hæmmende kryds-ejerskaber i japansk erhvervsliv, forældede ledelsesformer og et finanssystem, der ikke formåede at allokere kapital på den mest effektive måde.

Landet er gennem snart 25 år næsten ikke vokset i reale termer og flirter konstant med deflation – Europas aktuelle skrækszenario. Statsgælden er vokset til 2,5 gange Japans BNP, og den bliver stadig tungere at løfte. Den japanske befolkning opnåede allerede i 2007 prædikatet som verdens ældste, og befolkningsprognoserne lyder på et fald frem mod 2100 til under 50 mio. fra det aktuelle niveau omkring 127 mio. Hvilket også en afspejling af, at mange japanere fravælger børn eller kun vælger at få et – angiveligt et indgroet kulturmønster fra tiden efter 2. verdenskrig, hvor befolkningen bogstavelig talt var ved at dø af sult.

HVORFOR GIK DET GALT?

Hvordan kunne det gå så galt med en økonomi, som selv højt profile-

rede politiske og økonomiske iagttagere spåede ville overhale USA på mange fronter?

Det er der flere forklaringer på. I Japan havde man gjort det lettere at vokse ved at beskytte sig selv mod udefra kommende på mange fronter, mens man var meget aggressiv på eksportmarkederne. Regeringen spillede en væsentlig form i allokeringen af kapital – en styreform, der af nogle blev kaldt en ny og overlegen form for kapitalisme, passede tilsyneladende særlig godt på en økonomi i catch-up fasen. Frem for at lade kapitalen på markedsvilkår naturligt søge hen, hvor det største afkast var, forfordelte staten midler til ”strategisk vigtige” industrier. En anden vigtig faktor var netværket af virksomheder og banker – kapitalen blev i vidt omfang også tildelt dem med de rigtige forbindelser, mens obligationsmarkedet kun i begrænset omfang blev anvendt som lånekilde.

Denne fordeling af ”tålmodig” kapital blev hyldet som langsigtet og vigtig, fordi den tog presset af ledelser om levering på kort sigt. Idéen var, at man skulle fokusere på at erobre markedsandele og på sigt opnå global dominans i sektor efter sektor – mens afkastet på vejen dertil var mindre vigtigt.

En anden forklaring på Japans enorme succes på eksporten var også, at man opfandt just-in-time





Credits: Damonjah

konceptet og andre processer til brug i masseproduktion, der gav dem en markant konkurrencefordel.

Og en tredje forklaring er, at det er langt lettere at vokse og forbedre produktiviteten hurtigt ved at tage nye teknologier til sig, som er udviklet andre steder, end det er at udvikle teknologierne selv.

Men den japanske model kunne ikke holde. Et afgørende skridt til afslutningen på det japanske mirakel blev taget med The Plaza Accord i 1985, som sigtede mod at svække den amerikanske dollar mod yen og dermed øge den amerikanske eksport og svække den japanske. Men den fik også en anden effekt. Yens dramatiske stigning over for dollar de følgende år gjorde det meget billigere for japanske virksomheder at købe udenlandske aktiver – og det gjorde de i stor stil fra golfbaner i Californien til Rockefeller Center i New York. Den japanske centralbank sænkede også renten til 2,5 pct., og de japanske banker der før mest havde lånt penge ud til virksomheder havde nu rig mulighed for at låne penge ud – på et tidspunkt, hvor deres største virksomhedskunder flød i kapital og havde adgang til globale aktiemarkeder, der var en direkte konkurrent til de japanske banker.

➔ Et skrøbeligt korthus af enorme dimensioner blev opbygget.

Så de udlånte i stor stil til japanske virksomheder og individer, som købte jord og fast ejendom – og en ond cirkel blev påbegyndt, hvor stigende ejendomspriser blev brugt til at optage flere lån og flere ejendoms køb eller spekulation på aktiemarkedet. Et skrøbeligt korthus af enorme dimensioner blev opbygget. Denne periode faldt også sammen med, at landet var ude af catch-up fasen og nåede den teknologiske front på mange områder.

Den japanske model virkede ikke længere. Modellen var god til at koncentrere ressourcer til at ramme mål allerede fastsat af vestlig udvikling, men den var ikke egnet til at finde nye retninger. Andre virksomheder i udlandet, ikke mindst USA, var også begyndt at indføre just-in-time processer og selve lean tankegangen, og det skærpede konkurrencen markant. Nu var der behov for, at kapitalen blev allokeret efter de signaler, man fik fra markedet.

➔ Premierminister Abe Shinzo's plan om en strukturel reform har mange gode elementer i sig. En af dem er flere kvinder på arbejdsmarkedet.

HVOR ER JAPAN PÅ VEJ HEN?

Og hvor er vi så i dag? Det har Seiji Takeshita fra Mizuho International et bud på. Premierminister Abe Shinzo's plan om en strukturel reform har mange gode elementer i sig. En af dem er flere kvinder på arbejdsmarkedet. Der er i dag tale om en udpræget mangel på ligestilling i det japanske samfund og kvinder har generelt meget dårligere karrieretilstand end kvinder i vestlige samfund. Dette er imidlertid en kulturel barriere, som efter Takeshitas mening vil tage år at overvinde.

Et andet element handler om virksomhedernes ledelsesstruktur og -stil. Japanske virksomheder har et væsentligt lavere afkast på aktionærernes investerede penge (ROE) end vestlige konkurrenter, og det hænger sammen med mange års fokus på erobring af markedsandele som højeste prioritet og mindre fokus på afkastet. Generelt har der været meget mindre fokus på shareholder value i japanske virksomheder og meget mere på stakeholder value. Et vigtigt skridt på vejen er derfor introduktionen i 2013 af det særlige aktieindeks Nik-

kei 400, som allerede nyder stor opmærksomhed fra udenlandske investorer. Man kvalificerer sig til indekset ved at tænke mere i investorenlighed, åbenhed, konkurrencedygtighed og højere ROE.

Et andet vigtigt skridt er yderligere afvikling af de mange krydsejerskaber i japansk erhvervsliv – en proces, der allerede er kommet ganske langt i forhold til 1990.

Og et tredje skridt går på at bruge flere medlemmer i bestyrelsen udenfra frem for at bruge folk fra virksomheden – og også her er der sket en markant ændring de senere år.

Takeshita påpeger en lang række forskelle på japansk og vestlig ledelsesstil. Blandt andet kritiseres den udbredte praksis med livslang ansættelse som en hæmmende faktor for udbredelse af viden og erfaring og anciennitetsprincippet i virksomhederne, der virker forældet. Og generelt efterlades man med det indtryk, at japansk ledelsesstil er noget værre rod. Men er det virkelig det?

GODT OG DÅRLIGT

Japan har en af verdens bedst uddannede befolkninger, tredje-højeste gennemsnitlige IQ, og kreativiteten og innovationen er svær at finde magen til andre steder. Det

kunne hænge sammen med et af de punkter, hvor den japanske ledelsesfilosofi adskiller sig fra den vestlige. Virksomheder i Japan lægger meget vægt på teamwork, gruppeharmonisk, konsensusbeslutninger og at lytte til alles tanker, idéer og kreative bidrag. Noget som vestlige virksomheder lige som andre koncepter udviklet af japanerne (just-in-time, lean, six sigma etc.) tager til sig som vigtige elementer.

Konsensusledelsesstilen har imidlertid også sine svagheder, påpeger Takeshita. Der savnes ofte handlekraft som set i vestlige top-down styrede virksomheder. Det kommer særligt til udtryk i krisesituationer, hvilket bl.a. sås i forbindelse med atomkraft katastrofen – og det kommer til udtryk, når virksomhederne står i krise, der kræver radikale kursændringer. Om det sidste er værre i japanske virksomheder i forhold til vestlige kan vel diskuteres. Det er et velkendt klassisk problem i moderne virksomhedsteori, at en ledelse har svært ved at slippe en opskrift, der har været en succes i mange år.

Et godt eksempel lige i denne sammenhæng er amerikanske General Motors, som i årevis så Toyota nærme sig med andre, mindre, billigere og mere brændstofeffektive



Credits: Mark Larson



biler uden at ændre på egen praksis – og pludselig var fortrængt fra pladsen som verdens største bilproducent. Og i øvrigt måtte reddes af statsstøtte under finanskrisen.

Men japanske virksomheder har noget at lære af vestlige virksomheder – og omvendt. Men til en vis grænse. Og det er også Takeshitas konklusion, som understøttes af tidligere akademiske analyser: Ledelsesfilosofier i forskellige lande vil aldrig blive ens. Intet samfund vil nogensinde levere det optimale miljø for et innovativ konkurrencedygtighed i enhver industri, og den bedste løsning kan meget vel være

en blanding af forskellige former for konkurrerende kapitalismer.

➔ Indtil videre må man konstatere at kritikken til trods, så gør japanske virksomheder altså noget rigtigt.

Specifikt med japanske virksomheder, mener Takeshita, at mange af dem er nået til den erkendelse, at de er i en blindgyde, hvis de forsøger sig med fremgang på konventionelt japansk stil, og derfor vil de søge efter veje til at blive mere globale. Derfor opfordrer han til at holde øje med de virksomheder, som

i praksis tager skridt til at droppe tankegangen om at ekspandere på traditionel japansk vis styret af japanske banker og i stedet bruger alliancer, fusioner og opkøb til at forbedre deres globale potentiale.

Indtil videre må man konstatere at kritikken til trods, så gør japanske virksomheder altså noget rigtigt. Det er velkendt, at Japan er i den absolutte førerfront inden for bilproduktion, forbrugerelektronik og robotteknologi. Det er mindre kendt, at de har en lang række virksomheder i mellemstørrelse, som dominerer specialiserede globale markeder. Som f.eks. Japan Steel Works, som næsten alle verdens atomkraftværker vender sig mod, skriver *The Economist*, når de skal have lavet meget store beholdere til opbevaring af radioaktivt materiale, idet ingen andre har ekspertisen. Andre eksempler er Shimano, der leverer 60-70 pct. af verdens gear og bremses til cykler, og Nidec, der leverer 75 pct. af motorerne til harddiske i computere.

Hvor mange af store giganter som Panasonic, Sharp og Sony må se rivalerne fra Kina, Taiwan og Sydkorea tage markedsandele, så har mange af de mellemstore specialister sikret sig mere solide positioner som uundværlige leverandører i verdens teknologiske forsyningskæde.

Den, der lever skjult, lever godt. Man skal ikke lade sig afskrække af mediernes tendens til at fokusere på Japans dårligdomme såsom demografien, statsgælden, den svage BNP-vækst, deflationstendenser, manglende åbenhed m.v. Japan er et land med potentiale og har en række knapper at trykke på, som de vestlige økonomier ikke har. ■

***"It's not
that equi-
ties are
so great.
It's that
everything
else is
worse."***

Jeremy Siegel



PROFESSOR SIEGEL:
AKTIER
STIGER
PÅ LANGT
SIGT

Den amerikanske professor i finans, Jeremy Siegel, sikrede sig berømmelse, da han i 1994 udgav bogen *Stocks for the Long Run*. I hvilken han argumenterer for, at aktier nok skal blive ved med at stige, for det har de gjort siden 1802. I en periode på over 200 år har de amerikanske aktier givet et gennemsnitligt årligt afkast omkring 6,7 pct. efter inflation. En dollar investeret i januar 1802 i amerikanske aktier ville være vokset til knap 982.637 dollars i juni 2014, viser Siegels beregninger.

Sådanne bøger er selvfølgelig populære. Det er en "feel good" bog for investorer. Det er derfor, at han for nylig kunne udgive en femte version af bogen, som igen har nået høje salgstal. Aktier er det bedste aktiv, skriver han i bogen. Og til præsentationen i New York siger han:

"It's not that equities are so great. It's that everything else is worse."

Alt andet er nok at tage munden lidt fuld. I hvert fald hvis man ser på bogen, hvor han nøjes med at sammenligne aktier med guld, obligationer og penge i banken.

Som det fremgår her, så klarer aktier sig dog imponerende godt i forhold til de tre alternativer. Men som altid med folk, der stikker

næsen langt frem, så er der altid nogen, der skal komme malurt i bægeret. Wall Street Journal har således påpeget, at datamaterialet i perioden 1802-1870 var misvisende som følge af cherry-picking – dvs. udeladelse af aktier, der ikke overlevede perioden, og det var ifølge Wall Street Journal 97 pct.

Et andet problem er, at Siegel i en artikel i 1992 estimerede den årlige dividende i 1802-1870 til 5,0 pct. Sammen med kursstigninger undervejs og dividender i andre perioder betød det, at 1 dollar investeret i 1802 ville være vokset til 86.100 dollars i 1990, ifølge Siegel. Men i bogen, der udkom i 1994, havde han opjusteret dividenden til 6,4 pct. og nu nåede han frem til, at den investerede dollar ville være vokset til 260.000 dollars i 1992. Aktierne steg ganske vist i 1991 og 1992 med hhv. 30,5 pct. og 7,6 pct., hvilket med den oprindelige dividende på 5 pct. ville have ført til et resultat på 121.000 dollars. Den store forskel 139.000 dollars viser effekten af rentes rente – og hvor meget antagelser betyder *"for the Long Run"*. Rob Arnott har i øvrigt estimeret dividenden til 5,2 pct. i den pågældende periode. Har man for resten pålidelige inflationstal helt tilbage til 1802?

Siegels hyldest af aktier gennem mange år har også fået et andet skud for boven. Rob Arnott påpegede således i marts 2009 – da aktiemarkedet bundede ud – at over de seneste 40 år, ville investorer i 20-årige amerikanske statsobligationer have slået aktier marginalt.



Det betyder selvfølgelig ikke at aktier er uinteressante. Aktier *er* interessante og giver et godt afkast i det lange løb, som obligationer ikke kan hamle op med. I den forbindelse er det værd at nævne, at Siegels observationer af gode aktieafkast er blevet bekræftet på andre markeder end USA's. Tre britiske økonomer Elroy, Dimson og Marsh analyserede 16 landes aktiemarkeder siden 1901 og konkluderede også, at i alle tilfælde var aktier bedre end obligationer. I det lange løb. Selv med to verdenskrige undervejs.

Men hvad er det lange løb? Man kan jo ramme en dårlig periode, og da man aldrig ved, hvornår det vender igen, kan det være svært at bevare tålmodigheden. F.eks. kan det have været svært at bevare optimismen fra 1966-1981 (se tabellen) i det amerikanske marked.

Endnu værre er det selvfølgelig, når man rammer et krak. Dem har der været nogen stykker af. Indtil 2008 var det mest berømte i nyere tid krakket i 1929. Men der er en tendens til, at aktiekrak og finansiell uro har klumpet sig mere sammen i slutningen af 20. århundrede og starten af det 21. 1987-krakket var det første. Siden kom Asien-krisen i 1997 og året efter Ruslands default og hedge-

fonden LTCM's kollaps, der måtte reddes af 14 store banker for at undgå en systemisk krise. Så kom IT-boblen i 2000 og det store krak i 2008-09. Den slags kan give aktieinvestorerne nervøse trækninger selv om afkastet i det lange løb stadig er højt. Især ikke når de begynder at lægge mærke til ubalancer i det aktuelle marked - som f.eks. Geneva rapporten udsendt for kort tid siden af International Center for Monetary and Banking Studies, der konstaterede: "I modsætning til hvad der er den gængse opfattelse, så er verden endnu ikke begyndt at nedgeare, og den globale gæld i forhold til BNP vokser stadig og bryder nye højder".

Er det fair at vurdere aktiemarkedet i dag med den samme historiske lup? Hvor ville aktiemarkedet have været uden Federal Reserves enorme obligationsopkøb?

Og noget helt andet men meget vigtigt: De seneste 200 år har været præget af den største fremgang i menneskets historie takket være brugen af fossile brændstoffer, som muliggjorde den industrielle revolution. Men de lavthængende frugter er for længst høstet, den enestående demografiske medvind i det 20. århundrede bliver til modvind i dette, ressourcerne bliver stadig mere knappe, og forurening og overbefolkning begynder at skabe de grænser for vækst, som Rom-klubben i 70'erne talte om, vi ville ramme på et tidspunkt.

Det kræver heller ikke meget fantasi at forestille sig, at aktiemarkedets langsigtede afkast også bliver påvirket af den teknologiske udvikling, vi ser i samfundet. Automatisering, robotteknologi og kunstig intelligens vil fortrænge mange jobs og måske skabe en høj ledighed for store grupper af mennesker. Dertil kommer deleøkonomien, "the internet of things", big data, 3D printing, lokalt produceret gratis og grøn energi. Samfundsforskeren Jeremy Rifkin har talt om "the zero marginal cost society" – en hybrid mellem kapitalisme og et enormt dele- og samarbejdende fællesskab i hvilket consumers bliver til "prosumers" (producerende forbrugere). Og videnskabsmanden Peter Diamandis taler om, at vi er på vej ind i en æra med overflod, hvor vi kan producere overflod af alt til en meget lav pris. Hvilket naturligt giver anledning til et spørgsmål ➡

"HVAD SKER DER SÅ MED AKTIEMARKEDET.."

Nominelle afkast 1802-2012		
Aktivklasse	Årligt afkast	Vækst af 1 dollar
Aktier	8.1%	\$13,48 mio.
Obligationer	5.1%	\$33.922
Kontanter	4.2%	\$5.379
Guld	2.1%	\$86

Reale afkast 1802-2012		
Aktivklasse	Årligt afkast	Vækst af 1 dollar
Aktier	6.6%	\$704.997
Obligationer	3.6%	\$1.778
Kontanter	2.7%	\$281
Guld	0.7%	\$5

	Aktier		Obligationer	
	Nominelle afkast	Reale afkast	Nominelle afkast	Reale afkast
1871-2012	8.7%	6.5%	5.2%	3.0%
1871-1925	7.3%	6.6%	4.3%	3.7%
1926-2012	9.6%	6.6%	4.3%	3.7%
1946-1965	13.1%	10.0%	1.5%	-1.2%
1966-1981	6.6%	-0.4%	2.5%	4.2%
1982-1999	17.3%	13.6%	12.1%	8.5%
2000-2012	2.7%	0.3%	9.0%	6.5%

Tallene er historiske: Tidligere afkast kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast. Afkast kan blive negativt.
 Kilde: *Stocks for the Long Run*

AKTIEINVESTORER

KAN MED SKATTEMÆSSIG FORDEL REALISERE KURSTAB

Hvis du som aktieinvestor allerede har modtaget aktieindkomst i form af modtagne udbytter eller realiserede gevinster fra aktier optaget til handel på et reguleret marked eller udloddende aktiebaserede investeringsbeviser, skal de medregnes ved opgørelsen af din aktieindkomst. I en række tilfælde kan det være oplagt at realisere tab på aktier eller udloddende aktiebaserede investeringsbeviser for at reducere årets skattebetaling.

Aktieindkomst beskattes i 2014 med 27 pct. for aktieindkomst op til 49.200 kr. og med 42 pct. af den del af din aktieindkomst, der overstiger 49.200 kr. For ægtefæller er beløbet 98.400 kr.

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

- Det er en god ide at realisere tab på aktier inden årsskiftet, hvis din aktieindkomst i år beskattes med 42 pct., og du i fremtiden har udsigt til en aktieindkomst, der kun beskattes med 27 pct.
- Du bør også søge at reducere din aktieindkomst, hvis du har større urealiserede tab, og hvis du i år beskattes med 42 pct. og også i fremtiden har udsigt til at blive beskattet med 42 pct. af din aktieindkomst.
- Hvis du kun betaler 27 pct. i skat af din aktieindkomst i år, og har udsigt til at betale 42 pct. næste år, kan det skattemæssigt bedst betale sig at vente med at realisere kurstab.

UDBYTTE FRA AKTIER, DER IKKE ER HANDLET PÅ ET REGULERET MARKED

Har du modtaget udbytte eller realiseret kursgevinster fra aktier, der ikke er handlet på et reguleret marked,

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

KIG PÅ OMKOSTNINGERNE

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

AKTIER I DEN SKATTEFRI BEHOLDNING

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

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

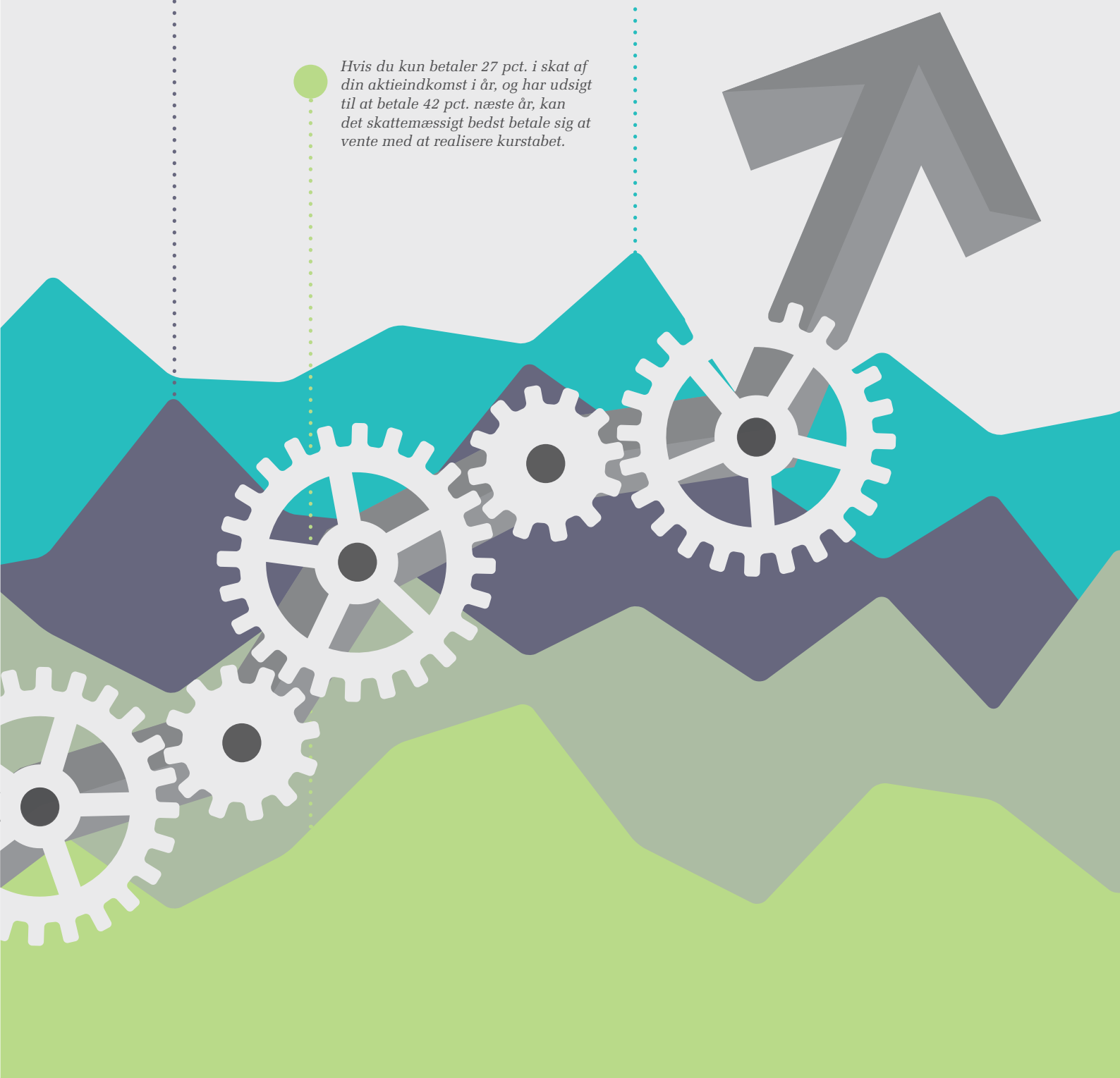
Du er velkommen til at kontakte din rådgiver i banken, hvis du har spørgsmål til dine aktieinvesteringer. ■■■

Mange aktieinvestorer har mindre lyst til at realisere tab på deres aktieinvesteringer i forhold til at realisere gevinster. Ud fra en skattemæssig betragtning burde det imidlertid være omvendt.

Det er en god ide at realisere tab på aktier inden årsskiftet, hvis din aktieindkomst i år beskattes med 42 pct., og du i fremtiden har udsigt til en aktieindkomst, der kun beskattes med 27 pct.

Hvis du kun betaler 27 pct. i skat af din aktieindkomst i år, og har udsigt til at betale 42 pct. næste år, kan det skattemæssigt bedst betale sig at vente med at realisere kurstab.

Du bør også søge at reducere din aktieindkomst, hvis du har større urealiserede tab, og hvis du i år beskattes med 42 pct. og også i fremtiden har udsigt til at blive beskattet med 42 pct. af din aktieindkomst.





INNO- VATIONER ER IKKE KUN AF DET GODE

Vi drukner i potentielle disruptive innovations,
og nogle af dem, der bliver til noget, er en
katastrofe for samfundet.



Harvard professoren Clayton Christensens (CC) bog, "The Innovator's Dilemma", fik stor ros af erhvervsledere, da den udkom i 1997. Bogen, der havde undertitlen "When new technologies cause great firms to fail" var baseret på en række historier om virksomheder, som ifølge CC gik ned, fordi de blev med at tage de samme beslutninger, som havde gjort deres kunder tilfredse i mange år. Derved overså de produkter, som andre kunder måske en dag kunne blive lokket af, og derved fik de ikke udnyttet muligheder, som endte med at transformere den industri, de var i. Dilemmaet bestod i, at hvis man blev ved med at gøre det rigtige og gøre kunderne tilfredse, så kunne det vise sig at være det forkerte.

CC argumenterede for, at "disruptive innovations" drevet af teknologi er det, der kan gøre vedholdende klammen til en hidtil succesfuld opskrift til en katastrofe for selv de største virksomheder. Og de overser ofte truslen, fordi den måske kommer fra en upåagtet lille virksomhed, måske en nystartet, og produktet trods en meget lavere pris, ikke har nær den samme kvalitet. Men produktet får alligevel fat i nogle forbrugere og ender med at overhale den gamle mastodont.

Argumentationen var logisk og beviserne overbevisende, og mange så teorien som en sandhed enhver ledel-

se måtte tage til sig. Disruptive innovations var vigtige og implicerede en kreativ destruktion, der var til alles bedste i sidste ende. CC blev en guru på sit felt, ikke mindst fordi han var fra Harvard. Og som allerede den amerikanske sociolog C. Wright Mills skrev i "Power Elites" i 60'erne, så er vi under meget stærk indflydelse af den intellektuelle elite, og de idéer, der fokuseres der. En sandhed, der trods internettets tilgængelighed som platform for alles meninger om alt, bestemt ikke er blevet mindre med nettets søgemaskiner, hvor "sandheder" bliver rangeret mere og mere solidt blandt de øverste søgeresultater, ikke mindst fordi vi sjældent bladrer om på side 2 og i stedet oftest nøjes med de første tre søgeresultater.

CC's teori har dog fået en vis kritik i årenes løb, men det har altid kun været som dråber i et ocean, for ingen teori er vel mere sand, end når den er udtænkt på Harvard. Måske derfor var det først, da kritikken kom fra en anden Harvard professor, at den fik stor opmærksomhed. Historieprofessor Jill Lenore lagde ikke fingre imellem, da hun i sommers tog CC's teori under behandling i en kronik i The New Yorker.

Kort fortalt tog hun fat i nogle af CC's case studies og påpegede, at de ikke var blevet "disrupted" som CC hævdede



Set fra Jordens synspunkt er det vel i virkeligheden en udvikling, som med rette kan kaldes kreativ destruktion.

i sin bog. Blandt disse var US Steel, som stadig i dag efter mere end 100 års eksistens er stålindustriens største selskab i USA. Andre havde også overlevet disruptions ved at tilpasse sig.

Hun skrev også, at det er umuligt at forudsige disruptions, som CC hævder. Her havde CC selv givet hende et straffespark ved at hans investeringsfond, som blev stiftet netop i den hensigt at forudsige disruptions, gik konkurs på mindre end et år. Og så påpegede hun, at disruptive innovations langt fra er kreativ destruktion – de er ikke udtryk for fremskridt til gavn for samfundet, som CC hævder.

Et af de bedste eksempler på det er finanssektorens innovation af finansielle instrumenter. I årene frem mod 2008 blev der opbygget komplicerede produkter, som bestod af puljer af subprimelån, hvis sammensætning og risiko ingen kunne gennemskue – heller ikke kreditvurderingsbureauerne, som gav dem høje ratings, hvilket fik pensionskasserne til at købe dem. Man kan også diskutere det smarte i at indføre afdragsfrie lån, hvilket har løftet boligpriserne til permanent højere niveauer, øget samfundets gældsætning og selve hold-

ningen til bolighandel, hvor det nu ikke længere er boligens pris, men den månedlige nettoydelse, folk fokuserer på.

I USA blev der under opbygningen af subprime-boblen endda også udstedt mange lån uden rente eller meget lave renter i en periode – hvilket fik mange til at købe noget, de så ikke havde råd til, da der endelig skulle betales ret høje renter. Kendsgerningen er, at vi i dag stadig lider under disse innovationer, som førte til en global recession. Men kendsgerningen er også, at innovationer ofte er tveæggede sværd som atomkraft og atombomber – og plastic og forurening. Innovation kræver løbende regulering og lovgivning af forskellig slags, men det kan ikke styres. Teknologi er en ustopkelig naturkraft, og vi må tage udfordringerne, det giver, hen ad vejen. Tag blot den digitale verden. Computerkraften var langt mindre, og internettet var i sin spæde start, da CC gjorde sine iagttagelser og formulerede sin teori. Siden er det eksploderet – med mange gavnlige effekter, men også det modsatte. Internettets søgemaskiner skøjter f.eks. kun i overfladen, og fanger ikke the Deep Web, der udgør langt den største del af nettet og i vid ud-

strækning giver mulighed for kriminelle aktiviteter.

Men teknologiske innovationer giver ikke kun udfordringer med ulovligheder. Det giver også udfordringer med den effektivisering og de nye forretningsmodeller og smuthuller, der følger med. Musikere og kunstnere kan i dag ikke generere de samme indtægter som før i tiden, og detailhandelen bliver stadig mere overflødiggjort af online handel. Lige som automatisering af jobs med robotteknologi også vil afskaffe mange jobs med tiden. Den udvikling skal man naturligvis ikke stoppe med regulering – men skal man undgå store sociale konsekvenser, kræver det en anderledes indretning af samfundet, som formentlig skal kunne rumme en meget højere strukturel ledighed.

Hvilket bringer os frem til, at den største disruptive innovation af dem alle er, at menneskeheden har gjort sig selv til en naturkraft, der dominerer Jorden i et omfang, som med fortsat befolkningsvækst, ressourceforbrug og forurening er godt på vej til at skabe sin egen undergang.

Set fra Jordens synspunkt er det vel i virkeligheden en udvikling, som med rette kan kaldes kreativ destruktion.

WHY DID NOBODY NOTICE?

*"Why did nobody notice?",
spurgte den britiske dronning Elisabeth i november
2008 økonomer på London School of Business
Economics med henvisning til ubalancerne frem mod
finanskrisen. En del af det svar, som universitetets
professor Luis Garicano gav hende, lød: "At every
stage, someone was relying on somebody else and
everyone thought they were doing the right thing."*

MØD VORES MAND I BOSTON



For nogle år siden overvejede Edward Bousa at investere i et stort amerikansk selskab, der er langt fremme inden for udvikling og brug af LED-teknologi.

Midt i finanskrisen var selskabet i stand til både at effektivisere sin forretning og udvide sit marked. Det er nogle af de egenskaber, porteføljeforvalter Edward Bousa kigger efter, når han sammen med resten

af teamet fra Boston udvælger selskaber for Danske Invest.

Når du investerer gennem Danske Invest, trækker du på lokal viden fra investerings eksperter over hele verden. Edward Bousa er en af dem.

gange og besøgte desuden forskellige udviklingsafdelinger i selskabet. Vi vurderede, at selskabet havde potentiale til mere og besluttede at investere", forklarer Edward Bousa.

"For at få et dybere indblik i virksomhedens planer og potentielle mødtes vi med ledelsen flere

Selskabet kom styrket ud af krisen, og aktien udviklede sig positivt. I 2012 solgte Edward Bousa selskabet med et godt afkast.

"Jeg er overbevist om, at vi ved at være i tæt kontakt med virksomhederne kan finde frem til dem, som formår at tilpasse sig markedssituationen og få det bedste ud af deres forretning".

Få mere at vide

Mød Edward Bousa og læs mere om dine investeringsmuligheder på danskeinvest.dk