

INVESTERING

2011 // JUNI

Danske Banks analytiker som ifølge Bloomberg er verdens bedste på olie, kobber og industrimetaller:

Vi er i en supercyklus for råvarer

SIDE // 04

Verdensøkonomien: Opsvinget kører stadig – men det er blevet svagere

SIDE // 10

Det bliver en kold sommer på aktiemarkedet

SIDE // 14

Den globale konkurrence bliver mere kompleks

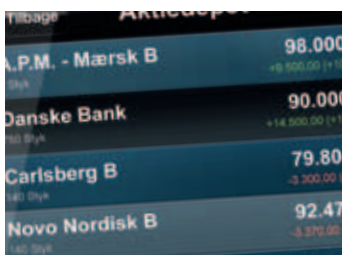
SIDE // 20

Tyskland kan blive den første grønne stormagt

SIDE // 31

Verdensøkonomien er i en supercyklus – eller en grå tidsalder





04 FINANS & ØKONOMI

Verdensøkonomien: Opsvinget kører stadig - men det er blevet svagere
Japan - fra stagnation til innovation?
Nye løsninger påkrævet i den græske tragedie

10 AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV

Det bliver en kold sommer på aktiemarkedet

12 EMERGING MARKETS

Høj økonomisk vækst er ikke ensbetydende med høje aktieafkast
Den globale konkurrence bliver mere kompleks
Selskaber i Emerging Markets tænker anderledes
Østeuropa er overset

18 VIDENSKAB & TEKNOLOGI

Databehandling er en vigtig konkurrenceparameter
Internettet har revolutioneret verden

20 KORT NYT

Det japanske olieproblem
Tyskland kan blive den første grønne stormagt

22 UDVALGTE AKTIER

Chr. Hansen, Ericsson, Gazprom, SAB Miller

24 AKTIVALLOKERING

Uklare markeder kræver klare holdninger

25 AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV

Pas på de sociale netværk

26 INVESTERINGSTEMAER - OVERSICHT

28 RÅVARER

Råvarer er i en supercyklus

31 FINANS & ØKONOMI

Verdensøkonomien er i en supercyklus - eller en grå tidsalder

34 RÅVARER

Fødevarekrisen - en skræmmende global udfordring

36 VIDENSKAB & TEKNOLOGI

Investering med Danske Mobilbank

37 SKAT & PENSION

Opsparing i virksomhedsskatteordningen

38 RENTER & OBLIGATIONER

Global afmatning dæmper renterne

39 PROGNOSE

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

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

SWIFT: DABADKK www.danskebank.dk/kontakt · Chefredaktion: Flemming Østergaard, Allan Soon Lorentzen (ansvarshavende), Anders Nellemose · Redaktion afsluttet den 14. juni 2011
Koncept og design: Sylvester Hvid & Co A/S · Tryk: Rosendahls · Kommentarer, spørgsmål, ris og ros bedes sendt til flste@dankebank.dk · Forsidefoto: Christin Tuxen, råvareanalytiker i Danske Bank.

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

Tømmermænd tager tid

If at first you don't succeed, try, try again. Then quit. There's no point in being a damn fool about it.

W. C. Fields havde mange gode kommentarer, og dette skulle angiveligt være en af dem.

De vise ord kunne være fristende at bruge på det globale opsving. Lige som man troede, at vi endelig var på vej ud af hængedyndet efter den værste krise siden 30'erne, så ser det ud til, at vi hænger fast alligevel. Det globale opsving er i hvert fald kommet i en "soft patch", som økonomerne kalder det, og pessimisterne begynder at tale om en ny recession i horisonten.

Og det endda efter i årevis at have haft en rente tæt på nul i både USA og Europa, og efter at statskasserne har været hårdt belastet af krise, bankredninger og kickstart af økonomierne. Skal vi virkelig til at bruge flere offentlige midler for at få det hele i gang igen og øge statsgælden endnu mere?

Ser man tilbage på historien, så er der masser af eksempler på, at lande er endt i dyb krise med elendig økonomi, måske selvforskyldt som følge af årevis med gældsætning, overforbrug, løbsk lønudvikling og uforsigtige banker – måske som følge af store eksterne chok som f.eks. det, der ramte Sverige og Finland hårdt med kollapset af Sovjetunionen.

Men de er kommet op igen efter diverse hestekure og reformer - og ikke mindst heftige devalueringer, som har øget eksportmulighederne gevaldigt, og derved har man udnyttet andre landes gode økonomier som løftestang.

VI MANGLER LØFTESTÆNGER

Problemet er bare denne gang, at der er så mange rige lande, der gik amok i overforbrug, gældsætning og boligkøb, og alle kan jo ikke devaluere over for hinanden. Særlig slemt er det, at PIGS-landene i eurozonen ikke har muligheden, men tværtimod deler valuta med Tyskland, som sammen med Sverige er et af de få rige lande, der ikke havde store boligbobler og løbsk privatforbrug i de glade 00'ere.

Men problemet er altså, at mange rige lande, ikke blot PIGS-landene, men også lande som England, Frankrig, Italien og ikke mindst USA har tømmermænd efter krisen med stor gæld i både den offentlige og private sektor, svage boligmarkeder og en ret høj ledighed. Og så er der oven i købet

den stadig mere påtrængende demografiske og reformkrævende udfordring med de store efterkrigsgenerationer, der står for pensionering i de kommende år og væsentlig mindre generationer i arbejdsstyrken til at tage over.

Det er svært at få øje på løftestængerne. Til en vis grad er der de store udviklingsøkonomier, Kina og de andre, som drøner derudaf og udvikler deres hjemlige økonomier i rivende hast. Men det er ikke nok. De rige lande skal først og fremmest kunne drive sig selv, i høj grad af privatforbruget. Og de store udviklingsøkonomier skal passe på ikke at køre for hurtigt af inflationshensyn.

Apropos inflation så er det et andet globalt problem. Når der bliver mindre af noget, som alle vil have, så stiger prisen på det. At udviklingsøkonomierne nu for alvor er ved at hale ind på Vesten betyder også, at der bliver større efterspørgsel efter råvarerne. Og som Christin Tuxen (forsiden) siger - Danske Banks råvareekspert, som for kort tid siden røg til tops på Bloombergs rangliste over verdens mest præcise analytikere til at forudsige bl.a. prisen på Nordsø-olie og flere metaller - så har vi siden 2000 befundet os i en supercyklus for råvarer, ikke kun olie, som vil vare 5-10 år endnu.

Og det var netop en markant stigning i råvarepriserne, især olien, over et halvt år, som er hovedårsagen til, at verdensøkonomien nu er i en "blød fase".

TYSKLAND VISER NOGET AF VEJEN

Tyskland viser med farvel til atomkraften og den mest ambitiøse grønne plan for en stormagt hidtil, hvordan man kan mindske afhængigheden af olie og dermed sårbarheden over for olieprisen. Og det er vejen frem. Vi skal tænke i alternativer på mange fronter.

Men for lige at vende tilbage til W. C. Fields-citatet. Vi er nødt til at prøve igen og igen. Det vil blive meget slemt, hvis en ny global recession rammer os.

Men tømmermænd tager tid. Verdensøkonomien vil være yderst følsom i flere år endnu, og derfor må der kreativitet, samarbejde og forandringsvillige borgere til for at komme igennem.

W. C. Fields var slemt glad for flasken og havde også tit tømmermænd. Men han kom alligevel op igen og igen og igen og satte sine mærker i historien.



Verdensøkonomien: Opsvinget kører stadig

Men det går langsommere. Og der er rigeligt med trusler, som kan sende den globale økonomi i røde tal igen. Hvis det skulle ske, har centralbanker og statskasser i den rigeste del af verden ikke mere krudt at skyde med...

Hvordan går det med det globale opsving?

Det globale opsving kører videre. Der har været lidt opbremsning, og det hænger sammen med, at olieprisen i løbet af en periode på fem måneder steg fra 80 USD/tønde til tæt på 130 USD/tønde, og olieprisen har meget stor betydning for væksttempoet. Jordskælvet i Japan spiller også en rolle, idet det har haft en effekt på den globale forsyningskæde blev svækket i en periode. En medvirkende faktor til den globale afdæmpning er også, at Kina er gået lidt ned i tempo. Men det er især stigningen i olieprisen, der har haft betydning for, at vi lige nu befinder os i en mere blød fase af det globale opsving. Overordnet set er det imidlertid positivt, at arbejdsmarkedet er ved at komme i gang rundt omkring, bl.a. i USA. Og Tyskland er stadig stærk. Det seneste ifo-tal, der fortæller noget om aktivitetsniveauet i økonomien, har faktisk aldrig været højere, siger Allan von Mehren, chefanalytiker i International Macro & Strategy.

Der er altid særlig fokus på det amerikanske opsving, fordi USA stadig er den største økonomi...

Hvad angår USA, så har der på det seneste været ret svage indikatorer for bl.a. ISM fremstilling, og det har givet anledning til frygt for væksten. Vi vurderer, at USA er i en blød fase, og det skyldes især den førnævnte

te stigning i oliepriserne, som har dæmpet forbrugsvæksten. Jordskælvet i Japan har formentlig forstærket nedturen i de seneste måneder. Denne "growth scare" vil ikke forsvinde henover sommeren, idet vi tror, at vi vil se flere indikatorer falde som en afspejling af den svagere vækst. Men idet oliepriserne er faldet og forventes at blive omkring det aktuelle niveau, så vil denne "modvind" gradvist forsvinde. Dette vil i kombination med, at vi også vil se Japan rejse sig igen i andet halvår, og jobvæksten fortsætter, føre til et opsving i privatforbruget i andet halvår. BNP-væksten og andre aktivitetsindikatorer vil stige, og frygten for en ny nedtur vil forsvinde i løbet af efteråret.

Amerikanerne har pengeproblemer for tiden. Budgetunderskuddet er dobbelt så stort som EU's, statsgælden er under kreditvurderingsbureauernes observation og banker imod de 101 pct. af BNP, som er Kongressens fastsatte loft. Seneste frist for en løsning er 2. august, men det når de jo nok lige akkurat...

Ja, der er ingen tvivl om, at de vil trække den lige til grænsen. Fronterne mellem Republikanerne og Demokraterne er trukket hårdt op, og vi vil ikke se dem komme ud en uge før med et resultat. Republikanerne vil ikke sætte skatterne op, kun beskære udgifter. Demokraterne vil gerne gøre begge dele. Republikanerne har lige tabt et sæde til Demokraterne ved en Special Election i New York. Det er normalt en plads, Republikanerne altid sidder på, og det kan varsle, at Republikanerne får svært ved at fastholde den modstand, de har imod Medicare, for det var præcis det emne, som valget blev afgjort på.

En del af historien om USA's gæld og budget er QE2 – Federal Reserves støtteopkøb af især statsobligationer, som de har bebudet vil ophøre fra 30. juni. I dag køber Fed 70 pct. af alle nyudstedelser af stater, mens

udenlandske centralbanker køber de 30. Normalt er fordelingen 10, 50 og 40 (privat sektor, invest.fonde og banker). Det har fået bl.a. Bill Gross fra Pimco, verdens største obligationsinvestor, til at udtrykke bekymring for, om der er tilstrækkelige købere til de amerikanske stater, og om de vil betale den samme pris.

Jeg deler overhovedet ikke den bekymring. De amerikanske statsrenter er faldet over de seneste tre mdr., og kineserne, som er den vigtigste udenlandske køber, har ikke andet valg end at købe amerikanske stater, når de ikke vil lade Renmimibien stige markant. De er nødt til at imødegå det massive, konstante inflow af kapital til Kina ved at købe dem.

Siden gældskrisen i Euroland begyndte at tone frem i 2009 har Kina også købt visse europæiske statspapirer. På et besøg i Spanien i april i år erklærede den kinesiske premierminister Wen Jiabao, at Kina vil fortsætte med at købe spanske statspapirer. I markedet blev det bemærket, at Grækenland, Portugal og Irland ikke blev nævnt.

Kinesernes opkøb af europæiske statspapirer er ikke udtryk for, at de hellere vil have dem frem for amerikanske. De er interesserede i stabilitet alle steder, herunder både USA og eurozonen. Det er særlig interessant, at de offentligt erklærer Spanien støtte. Over det seneste år hvor gældskrisen er eskaleret med voldsomt pres på Portugal, Irland og Grækenland har de spanske renter været uberørt i en grad, som tyder på, at der er store købere i markedet, og Kina ser altså ud til at være en af dem. Det er meget vigtigt for en håndtering af gældskrisen, at Spanien ikke presses af markedet og ender i samme situation som de tre andre lande.

Med hensyn til Grækenland, så er der ingen, der tror, at grækerne vil være i stand til at be-



Vivocity, den største shopping mall i Singapore.

tale gælden tilbage. Så hvad skal der gøres – det er jo kun et spørgsmål om tid, før gælden må helt eller delvist opgives?

Beslutningstagerne i EU og IMF, der står bag den græske redningspakke, skal jo vurdere, hvad der er billigst – at holde Grækenland flydende eller lade dem gå bankerot. Og her er der ingen tvivl: Det er alt for dyrt at lade dem gå bankerot. Hvis man har lært noget af Lehman Brothers' kollaps, så er det, at man kunne have sparet det amerikanske og globale samfund for enorme summer ved at have lavet en bail-out. Men det gjorde man ikke, og resultatet blev et ragnarok i det globale finanssystem, fordi det skabte en lavi-
neeffekt pga. bankens mange forretninger med andre aktører. Noget tilsvarende risikerer at ske i det europæiske banksystem i dag, hvis man opgiver Grækenlands gæld. Europæiske banker har det stadig svært, de strammer stadig op på kredit og er tvunget til det dels som følge af krisen, dels for at polstre sig kapitalmæssigt for netop at kunne imødekomme eventuelle fremtidige tab på obligationer i eksempelvis Grækenland. En hel eller delvis opgivelse af Grækenlands gæld ville også føre til voldsomt pres på Irland, Portugal og Spanien og måske endda Italien. Med andre ord: Opgives støtten til Grækenland, risikerer man en ny finanskrise i Europa. Og denne gang er kassen tom for penge til at bekæmpe den.

Vi befinder os i en tid, hvor de store udviklingsøkonomier buldrer frem, den globale befolkning vil stige med over 2 mia. mennesker de næste 40 år. Det øger efterspørgselen efter ressourcer, hvoraf mange er knappe. Vi befinder os i en langvarig råvare supercyklus, og det betyder, at råvarepriserne vil være stigende i en hel del år endnu. Den slags øger inflationsrisikoen. Dette i kombination med nogle af truslerne mod væksten betyder, at vi måske kan opleve stagflation igen. Det

har bl.a. OECD nævnt i sin seneste Economic Outlook, og Société Generale har nævnt, at en inflation på 5-10 pct. i de kommende år kombineret med lav vækst ikke er utænkeligt. Nogle taler også om, at centralbankerne måske skal opgive deres mål om inflation på maks. 2-3 pct. Og så har vi jo i øvrigt også samtidig stadig en meget ekspansiv pengepolitik i OECD-landene. Hvad mener du om inflationsbilledet?

Jeg tror ikke på, at vi får inflation på 5-10 pct. Inflation er historisk set drevet af lønstigninger, og vi har i de udviklede lande stadig et hårdt ramt arbejdsmarked. Råvareprisstigningerne giver et inflationspres, og det kan blive svært for centralbankerne at fastholde målsætninger om inflation på 2-3 pct., men jeg tror ikke, det er realistisk at tale om inflation på 5-10 pct. Hvad angår den ekspansive pengepolitik, så skal man holde sig for øje, at langt fra alle pengene bliver lånt ud. De ligger i bankerne. I modsætning til årene op til finanskrisen, hvor bankerne i langt større udstrækning benyttede pengerigeligheden til långivning og andet. Det samme gælder i Kina, hvor myndighederne også er meget opmærksomme på risikoen for kreditbobler. De har skrappe regler for kreditgivning, bl.a. må de kun udlåne 75 pct. af indlån. Det er dog usikkert, hvor meget kontrol de har over den samlede kreditgivning, da en del også ligger uden for det regulerede banksystem.

Nogle har også talt om, at det kunne være hensigtsmæssigt for en hel del lande med høj gæld, især Japan, at stile mod en høj inflation og på den måde slippe af med en del af gælden.

Det ville være alt for risikabelt, og en proces man ikke kan styre. Man ville kunne få nominelle renter på 10-15 pct. eller mere og skabe langsigtet ustabilitet. Problemet er

også, hvordan du skaber inflation. Historisk set er det sket ved at sende penge ud i aktivitetsskabende virksomhed, og fejlen har bestået i, at man er blevet ved med det i stedet for at finansiere samfundsmæssige udgifter via skatterne. Det er jo slet ikke det, som foregår i dag. Det er slet ikke så nemt at skabe inflation, da man skal have lønningerne til at følge med op. Og det er svært, når arbejdsløsheden er tæt på 10 pct.

Vi har talt om en del risici, og så har vi ikke engang nævnt de trængte boligmarkeder, MENA-krisen og risikoen for en oliepris på 140-150 USD/tønde m.v. Hvad nu hvis det globale opsving går i stå?

Det vil være rigtig skidt. Der er reelt ikke mere krudt at gøre godt med – renten kan ikke sættes længere ned, og finanspolitisk er næsten alle OECD-lande tynget af stor statsgæld. Den mathed, vi oplever i det globale opsving lige nu, hænger dog først og fremmest sammen med den høje oliepris. Den globale økonomi er uhyre følsom over for olieprisen på disse niveauer. Hvis høj vækst driver efterspørgselen og dermed prisen kraftigt op - 120-130 USD eller deromkring ser ud til at være en smertegrænse - så svækker det olieefterspørgselen og væksten, og olieprisen falder lidt tilbage igen. Vi oplever således "minicykler" på disse niveauer, hvilket vi også gjorde i 00'erne, og man kan også forestille sig, at andre knappe ressourcer kan udløse noget tilsvarende. Men skal det globale opsving for alvor trues fra den kant, vil det komme fra olieprisen, og det vil skulle komme fra et pludseligt prishopp, f.eks. at MENA-krisen eskalerer i en form, så olieudbudet falder. Det kan ikke udelukkes. Men overordnet tror vi, at det globale opsving formår at komme igennem en lidt mere mat periode henover sommeren.

Japan – fra stagnation til innovation?

Jordskælvet kan vise sig at give det afgørende stød til japansk økonomi. Eller også bliver det bare endnu en omkostning i den forgældede økonomi.

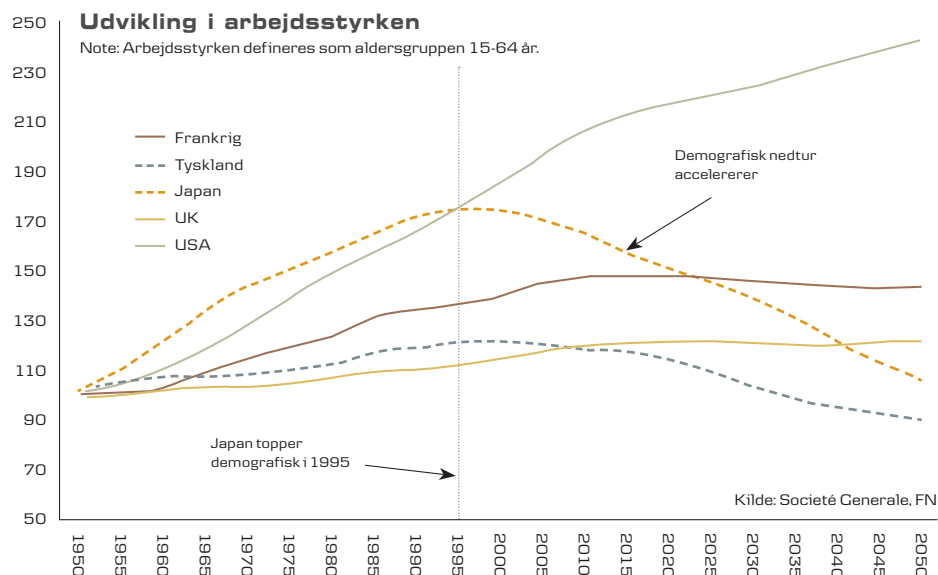
Alle investorer kender historien om Japan. Mirakeløkonomien, der fik storhedsvanvid og skabte en absurd boble i aktie- og ejendomsmarkedet, der bristede i 1990. Økonomien har nu stået stille i to dekader, siges det.

Det er nu ikke helt rigtigt. Ganske vist har BNP målt i nominelle termer næsten ikke røkket sig siden de tidlige 90'ere, og set på den baggrund alene virker det som om økonomien ikke har oplevet fremgang siden da. Men en vigtig del af den historie er, at japanerne har en stærkt aldrende arbejdsstyrke og kombineret med lav fertilitet giver det landet en voldsom demografisk udfordring i de kommende årtier. I modsætning til USA, der faktisk har en positiv demografisk udvikling. Men udtrykker man den økonomiske vækst som væksten i BNP pr. indbygger, så ser det faktisk ikke så dårligt ud. De seneste 10 år har Japan klaret sig bedre end USA, og tempoet er sat yderligere i vejret over de seneste fem år.

Men det ændrer ikke ved, at Japan har en gigantisk udfordring med at få statens økonomi til at hænge sammen. Mange pensionister koster mange penge, og det er problematisk, at landet allerede nu har en enorm statsgæld på 225 pct. af BNP, kun overgået af Zimbabwe.

Selv om gælden således er noget højere end Grækenlands, er det dog værd at bemærke, at Japan ikke i samme grad lever på udlandets nåde, idet kun omkring 10 pct. af landets statsobligationer er på udenlandske hænder. Men det ændrer ikke ved, at landet er i krise. Økonomien hænger ikke sammen, hvilket bevidnes af et strukturelt underskud – dvs. den del af underskuddet, som ikke skyldes ændringer i den økonomiske cyklus

– på 7,7 pct. af BNP. Det er problematisk allerede nu, idet den demografiske udvikling alene blot vil gøre tingene værre med tiden. Allerede i dag har Japan "verdens ældste befolkning" med 40 pensionister i forhold til 100 arbejdsaktive. Eller sagt på en anden måde: Der er 2,5 i arbejde for hver pensionist, og denne udvikling vil ifølge demografiske prognoser fra OECD fortsætte frem mod 2050, hvor tallet vil være 1,23.



INNOVATION EFTERLYSES

Der skal gøres noget, men hvad? Ser man tilbage i historien, så er der masser af eksempler på, at eksterne stød har stimuleret en voldsom iværksætterlyst og opfindsomhed, så økonomier eller virksomheder har formået at rejse sig til et niveau, som var væsentlig bedre end før. Derfor argumenterer nogle for, at netop jordskælvet kan være det stød, der kan skubbe Japan i gang igen. Og måske genskabe den bølge af innovation og "disruptive technologies" som netop kendetegnede Japan i tiden efter 2. verdenskrig og de efterfølgende 30-40 år.

Nogle hævder, at der ikke er set nye "disruptive companies" siden mirakel-årene. Det forekommer dog at være en lidt uretfærdig anskuelse. Nintendo Wii revolutionerede spilindustrien og satte konkurrenterne til vægs. Normalt ser man ikke store selskaber nytænke tilstrækkeligt (spørg blot General Motors), men Toyota så for mange år siden idéen i mindre, brændstoføkonomiske biler, ligesom de har forstået, at alternativ energi er fremtiden, og derfor i dag er førende med hybridbiler. Som de også er det inden for robotteknologi, hvor sandsynligheden taler for, at det er japanske husholdningsrobotter, der kommer til at lave en "disruption" i vores hverdag. Men generelt er Japan i dag kendetegnet mere ved "sustaining innovations" frem for "disruptive innovations", der formår at revolutionere eksisterende markeder.

Clayton M. Christensen, Harvard-professoren, der introducerede begrebet i

1995, påpegede allerede i 2001, at Japan er fanget af sin tidligere succes med at lave disruptive innovations på så mange områder – et synspunkt han for nylig gentog over for Fortune.



But disruptive technologies also set their own trap. These very firms are now stuck at the high end of their own markets, paralyzed by the four practices of good management cited above. Their best customers are now the most sophisticated and demanding ones, with needs that cannot be served with just another round of disruptive products. The firms' skills at careful planning are legendary, enabling them to compete better in established markets, but they now work against aggressively creating new markets. Their profit margins now can be hurt only if they attempt to move back down-market. And the most successful of these companies—Toyota, Nippon Steel, Sony, Canon, and Matsushita—have grown to join the ranks of the world's largest corporations. They can no longer meet their needs for growth with the kind of modest revenues offered by the first transistor radios, portable televisions, tabletop copiers, and compact cars.



Clayton M. Christensen, The Great Disruption, Harvard Business Review March/April 2001

Der er flere forhold, som hæmmer udviklingen af nye innovatører i Japan og dermed etablering af nye hurtigvoksende industrier:

- Arbejdsmarkedet er stadig ufleksibelt og hindrer dermed at erfaring og viden deles i erhvervslivet. Selv om de unge ikke har problemer med at skifte job, så er det stadig ilde set blandt de ældre, der nærmest er gift med deres virksomhed.
- Kvindernes deltagelse på arbejdsmarkedet er lav sammenlignet med øvrige OECD-lande.
- Virksomhedernes finansieringsmuligheder er typisk begrænsede til banklån, og banker har det med at stille skrappe krav til projekters økonomi.
- Regeringen har en tilbøjelighed til at vilde blande sig i, hvor investeringer dirigeres hen i teknologi.
- Effektiviteten i mindre virksomheder er langt mindre end i større, hvor lean-princippet dominerer.
- De ældre har pr. automatik altid ret – ikke kompetencen og kreativiteten, som ofte kommer fra de yngre.
- Videndeling i Japan finder typisk sted inden for specifikke virksomheder, brancher og akademiske enklaver. Mange akademiske tidsskrifter udgives kun på japansk. Universiteterne mangler tilknytning til det internationale akademiske samfund og er i stedet typisk i tæt kontakt med specifikke virksomheder.

Kan Japan rejse sig igen? De har gjort det før. Det kan de gøre igen. Hold øje med dem.

Japans mirakel

Næsten alle teknologier, som drev Japans vækst gennem 60'erne og 70'erne var "disruptive" i forhold til de dominerende amerikanske og europæiske konkurrenter. Eksempelvis startede japanske stålselskaber med at eksportere billig stål rettet mod de laveste kvalitetsniveauer i USA i de tidlige 60'ere. I takt med at japanerne erobrede dette marked og satte priserne på deres produkter yderligere ned, så gik de vestlige stålproducenter simpelthen ud af disse markedssegmenter og skiftede fokus til segmenter, hvor profitmarginerne var højere. For at forbedre deres egne marginer fulgte japanerne nu med ind i disse markeder også, og endte med at etablere verdens

største selskaber blandt producenter og højkvalitetsstål. Tilsvarende angreb Toyota de laveste niveauer i Nordamerikas bilmarked i 60'erne med Corona modellen. Over tid skabte denne strategi nye vækstmarkeder. Bilerne var så simple og i sidste ende så pålidelige, at de blev den foretrukne bil nr. 2 i de amerikanske husholdninger. Siden fik Toyota konkurrence fra hjemlandet (Datsun, Honda, Mazda) og for at fastholde profitmarginen sigtede Toyota med nye modeller mod mere krævende forbrugere. Honda og Nissan fulgte med, og i dag er disse selskaber globale aktører, som laver biler af den højeste kvalitet. Et andet godt eksempel er Sony's transistorradio. I 50'erne var den batteri-

drevne lommeradio en "disruption" for de noget større transistorradioer baseret på radorør. Køberne var teenagerne som sagtens kunne leve med den dårligere lyd, når bare de selv kunne bestemme uden forældrenes indblanding. I løbet af få år blev de amerikanske radioproducenter drevet ud af markedet. Sony gjorde noget tilsvarende med andre produkter og introducerede mellem 1950 og 1979 ni vigtige "disruptive technologies", herunder bærbare TV, videokameraer til masserne og Walkman. Senere fulgte andre japanske aktører lignende mønstre inden for forbrugerelektronik, og Japan (og Korea) har i dag verdens førende selskaber inden for segmentet.



Demonstranter maler politiske plakater under en protestaktion på pladsen foran det græske parlament i Athen 29. maj 2011. Over 100.000 mennesker deltog i demonstrationen mod nye opstramninger, som var organiseret for femte dag i træk af en Facebook gruppe kaldet 'The Indignant' efter tilsvarende demonstrationer i Spanien.

Nye løsninger påkrævet i den græske tragedie

Euroens fremtid afhænger af en løsning på det græske problem.

Den græske statsgæld er nu på 330 mia. EUR, svarende til 158 pct. af BNP, og for nylig blev den af Standard & Poor's nedjusteret til triple C, den ringeste landerating i verden, ringere end lande som Jamaica, Ecuador og Pakistan. Og med en kommentar om, at Grækenland med stigende sandsynlighed må restrukturere sin gæld – dvs. at kreditorerne kun får en del af pengene tilbage eller også, at betalingerne udskydes.

Medvirkende til nedjusteringen er at landets vækstudsigter er højst usikre, og at det ikke er lykkedes at nå de budgetmål, som blev opstillet, da redningspakken fra IMF og EU blev tildelt. Målet var i 2010 at reducere budgetunderskuddet til 8,1 pct., men resultatet blev 10,5 pct.

Skal grækerne kunne betale gælden tilbage, kræver det naturligvis, at de med tiden får overskud på statsbudgettet, og det forekommer som en meget stor udfordring, da budgetunderskuddet er så stort. Man taler i den forbindelse om et strukturelt underskud – dvs. et underskud, som også vil være der, når et land ikke har konjunkturerne med sig – og det græske strukturelle underskud voksede fra 1999 til 2010 fra 2 pct. af BNP til næsten 18 pct. I den periode, som var præget af global højkonjunktur det meste af tiden, gik det altså helt galt med den græske økonomiske politik. Det strukturelle underskud, som ret beset kan sammenlignes med en husholdnings overtræk på bankkontoen, løb løbsk.

REFORMER EFTERLYSES

Men ligesom en husholdnings dårlige økonomi kan rettes op igen, så kan et lands også. Det kræver "blot", at man kigger økonomien grundigt igennem og strammer voldsomt op på udgifterne i en længere periode, og ser om man samtidig kan supplere indtægterne. Umiddelbart har grækerne gode muligheder for at gøre det. Eksempelvis belastes deres udgiftsside af en betydeligt lavere pensionsalder end resten af Europa, hvilket ikke mindst tyskerne gentagne gange har gjort opmærksom på. Mens en af de største skruer at dreje på, hvad indtægterne angår, handler om manglende skatte-

betalinger, især fra de bedst lønnede. Den græske regering har selv estimeret, at 20 pct. af befolkningen, 2 mio. mennesker, tjener over 100.000 EUR årligt. Men faktum i skattestatistikken er, at kun 15.000 personer årligt opgiver indtægter over den grænse.

For de græske politikere er det imidlertid ikke let at få de hårdt tiltrængte reformer igennem hos befolkningen, der føler sig stærkt uretfærdigt behandlet. Mens tålmodigheden er sat på en hård prøve hos de øvrige EU-lande. Det står efterhånden klart, at grækerne ikke selv kan løse problemet – og det står lige så klart, at de ikke vil kunne låne penge på de finansielle markeder til rimelige renter i 2012, hvilket ellers var planen. Renten på en 2-årig græsk statsobligation er i dag på godt 25 pct., og markedets vurdering af den græske situation ses også på prisen for de såkaldte Credit Default Swaps (CDS) på græske statsobligationer. CDS er en fem-årig forsikringsaftale, som giver obligationsejerne dækning, hvis låntageren defaultter, og den aktuelle pris på græske statspapirer indikerer nu en sandsynlighed på 70 pct. for, at Grækenland går bankrot.

De øvrige eurolande er klar over, at det ikke må ske. Ryger Grækenland, vil det øjeblikkeligt føre til massivt pres på Irland, Portugal, Spanien og måske endda også Italien, og så kan euroen være dømt til en tilværelse i historiebøgerne. Derfor er de øvrige EU-lande tvunget til at holde Grækenland fri for at skulle hente kapital på de finansielle markeder, før økonomien er rettet så meget op, at markedsrenterne for nye statsobligationer er på acceptable niveauer. I den forbindelse er det vigtigt at bemærke at IMF, der har forpligtet sig til at bidrage med i alt 30 mia. EUR af den oprindelige lånepakke på 110 mia. EUR, faktisk ikke har mandat til at fortsætte sine betalinger, hvis ikke grækerne er i stand til at give en garanti for, at de nødvendige budgetmål nås. I realiteten har IMF ret til at tilbageholde de ellers planlagte 12 mia. EUR til forfald i slutningen af juni, hvis ikke den græske regering er i stand til at fremlægge en trovær-

dig plan for, hvordan alle finansielle krav kan imødegås for de kommende 12 mdr.

GRÆKERNE MÅ OPGIVE SUVERÆNITET

Allerede sidste år lød det fra visse tyske parlamentsmedlemmer, at gældsproblemet kunne løses ved at sælge nogle af de mange øer – hvilket den græske regering naturligvis med forargelse afviste. Men situationen har nu tvunget regeringen til at acceptere, at man sælger statslige aktiver for 50 mia. EUR.

Men der er endnu mere drastiske skridt i støbeskeen. De europæiske statsledere forhandler i øjeblikket om, at hvis redningsplanen for den græske økonomi skal fortsætte, så kræver det, at grækerne må acceptere, at de ikke længere har fuld råderet over deres egen økonomiske politik. EU vil være med til både at hente skatteindtægterne hjem for den græske regering og sælge statslige aktiver. Bliver det resultatet, så har eurozonen taget et afgørende skridt mod det, der med tiden må forventes at blive implementeret i en ny traktat – at eurolandene opgiver deres økonomiske suverænitet og accepterer, at økonomisk politik er et fælles anliggende.

Et andet vitalt element i de igangværende forhandlinger er, at der indføres incitamenter for obligationsejere i den private sektor til at acceptere, at de græske gældsbetalinger udskydes i et vist omfang – en løsning som før er blevet anvendt for at redde central- og østeuropæiske lande fra finansielt sammenbrud. En form for restrukturering, som imidlertid ikke er det samme som, at obligationsejerne ikke får deres penge tilbage. Det vil nemlig kunne udløse alt for meget ballade, idet europæiske banker, især franske og tyske, ligger inde med store mængder af de græske statspapirer. Da banker i forvejen plages af tømmermænd fra finanskrisen, vil det være utilladeligt, at de pludselig taber store penge på græske statsobligationer. En ny finanskriser er det sidste, som Europa – og det globale opsving – har brug for.



Det bliver en kold sommer på aktiemarkedet

Den globale afmatning er slem, mange risikofaktorer lurar i baggrunden, og der er på kort sigt næppe noget, der kan bringe det globale aktiemarked ind i en stigende trend.

Vi har før sammenlignet den globale økonomi med en rumraket. Skal den rykke sig fri fra Jordens tyngdefelt, skal der meget fart på. Og der skal bruges meget brændstof. Lykkes det ikke, falder den tilbage igen.

Der er blevet brugt rigtig meget brændstof for at få den globale økonomi til at lette. Renten i de to største udviklede regioner, USA og EU, er tæt på nul, og den amerikanske centralbank har endda "snydt" lidt ved at købe statsobligationer op og dermed i teorien sat renten endnu længere ned. Samtidig er der brugt oceaner af penge fra statskasserne for at få farten op. Problemet er nu en historisk høj statsgæld mange steder og stort budgetunderskud – herunder også i den største økonomi af dem alle, USA.

Det gik ellers så godt mod slutningen af 2010, hvor efterspørgselsvæksten var stærk og f.eks. USA's forbrugsvækst i det sidste kvartal steg med en årsvækst på 4 pct. - den stærkeste stigning i 4 år. Virksomhederne sås det som tegn på, at opsvinget var ved at få fart på, og produktionen blev øget. Men efterspørgselen viste sig alligevel ikke så

stærk, og så var der altså produceret for meget. Nu skal vi igennem en periode med lavere produktion for at reducere lagrene.

Medvirkende til at dæmpe den globale efterspørgsel har været det japanske jordskælv, kinesisk afmatning, stigende råvarepriser, men først og fremmest at olieprisen steg med godt 60 pct. på fem måneder.

Det er ikke unormalt med en lidt svagere fase i et opsving. Men dette opsving er unormalt. Vi skal helt tilbage til 30'erne for at finde lige så mange tømmerefter en nedtur. Og det er særlig slemt i USA. Aktiestrateg Morten Kongshaug peger på mindst tre forhold, der kan udløse en ny recession i USA:

LEDIGHEDEN: Ledigheden er stadig høj. Det er afgørende, at den fortsat falder og dermed giver en indtægtsfremgang og øgede forbrugsmuligheder til husholdningerne. Effekterne af høj ledighed betyder formentlig, at den amerikanske forbrugscyklus vil forlive sårbar over for eksterne prischok (f.eks. oliepriser) helt ind i 2012.

FALDENDE HUSPRISER: Den personlige nettoformue er samlet set steget som følge af et stærkt aktiemarked i andet halvår af 2010. Men gevinsten kan blive eroderet, hvis huspriserne fortsætter med at falde, og det vil kunne få amerikanerne til igen at bruge mindre og spare mere op.

OMKOSTNINGSCHOK: MENA-krisen og det japanske jordskælv forstærkede tendensen til stigende råvarepriser, og det har gjort virksomhedernes inputomkostninger højere. Trods et vist prisfald på mange råvarer, så er olieprisen stadig ret høj, og det samme gælder fødevarer. Virksomhederne er samtidig ved at blive ramt af svagere ordreindgang, og fortsætter det, kan de igen begynde at spare op frem for at investere og kimen til en ond cirkel er lagt. For at denne situation udløses, kræver det dog nok fornyede stigninger i olieprisen.

Men USA er ikke det eneste sted, hvor økonomien halter. Det gælder også Asien, og adskillige lande i Europa. Opsvinget er en blandet landhandel.

Det er ikke overraskende, at aktiemarkedet er gået i stå på den baggrund. Men hvad sker der så herfra?

"Vi befinder os i en neutral fase i opsvinget. Det vil sige en blød fase, hvor vi står overfor både pengepolitiske og finanspolitiske opstramninger, og lige nu mener vi, at man ikke bør have en overvægt af aktier i forhold til obligationer. Og heller ikke en overvægt af cykliske aktier. Der er for mange usikkerhedsfaktorer i spil til, at man skal satse hele butikken. Når det er sagt, må jeg også sige, at der dog i markedet og blandt analytikere er en stærkere tro på, at det globale opsving holder end for et

år siden. Det gælder også vurderingen fra instanser som OECD og IMF. Og det gælder også vores forventning – vi tror, at vi går ind i en fase med sløje nøgletal, men til efteråret kommer den globale økonomi op i et lidt højere gear igen. Men det er en sårbar fase med eurokrise, svage boligmarkeder, høj ledighed og MENA-krise,” siger aktiestrateg Morten Kongshaug.

Hvad kan vi forvente os af aktiemarkedet i den fase?

Ikke nogen opadgående trend. Det, der har trukket aktiemarkedet hidtil, er i høj grad et stærkt opsving i virksomhedernes indtjening, og det skyldes i høj grad, at de kom fra et ekstremt lavpunkt. Det momentum forsvinder nu, og de globale PMI-tal og det amerikanske ISM, indeks der fortæller om forventningerne til fremtiden i fremstillingssektoren, peger på en nedgang i ordrerne i de kommende måneder. Historisk set stiger de globale aktier 0,4 pct. om måneden i en neutral fase, men det er et tal, som man ikke skal tillægge for meget vægt. Vi har et usædvanligt opsving som følge af de tømmermænd, der stadig plager næsten tre år efter finanskrisen. Jeg tror, vi står over for et marked, der vil bevæge sig sidelæns henover sommeren og ind i efteråret. Jeg tror til gengæld på, at markedet kommer igen sidst på året, støttet af bedre økonomiske nøgletal, så man bør ikke sælge aktier på dette

tidspunkt. Og får vi nye mærkbare tilbagefald på markedet, bør man overveje at købe mere ind.

Hvordan ser valueringen ud – er aktierne blevet billige nu, hvor de reelt er sendt tilbage til niveauet ved årets start?

Ser vi på de amerikanske aktier, så er de målt på forward P/E – dvs. aktiekursen i forhold til den forventede indtjening de næste 12 mdr. – på omkring 12,5, og det er ret lavt. På toppen af finanskrisen i 2008 var tallet 10,4. Så de er altså steget 20 pct. målt på P/E siden den absolutte bund, men hvis vi kan bruge historien som en retningslinje, så er der meget mere i vente. Ser vi på de tre tidligere recessioner i USA (1981, 1990, 2001) og P/E-udviklingen frem til ”midt-cyklus” 4 år efter recessionens bund, så skal det amerikanske marked stige 51 pct. herfra og nå en P/E på 15,7 i midten af 2012.

Hvordan ser valueringen ud på de nordiske aktiemarkeder?

Skulle det amerikanske marked opnå en sådan multipel ekspansion eller noget, der ligner, vil det selvfølgelig også smitte af på de nordiske markeder. Men de har faktisk taget lidt forskud på glæderne. Danmark, Finland og Sveriges P/E er allerede steget 33-38 pct. og Norges 22 pct. Ser vi tilbage på de to seneste bullmarkeder – 1990-1999

og 2002-2007 – så vil P/E over en periode på 7 år stige med 35 pct. Så P/E ekspansion ser svag ud for Norden frem mod 2012. Faktisk kan der blive tale om et fald, idet en væsentlig forklaring på, at P/E-værdierne allerede er steget, formentlig er, at krisen i PIIGS-landene får en del investorer til at overvægte den stærke nordiske industri-sektor mod europæisk finans.

Taler vi global P/E, så er den i dag på 12,4 og historisk set er der basis for stigning til 12,9 i 2012 og en top i 2015 på 14,7. Selv om de nordiske markeder ikke i sig selv har et tilsvarende P/E-potentiale, så vil stigende internationale markeder også trække dem med op i et vist omfang og støtte dem i perioden 2012-2015.

QE2, den amerikanske centralbanks program med at købe amerikanske statsobligationer for på den måde at øge likviditeten yderligere, når nu renten ikke kunne sættes længere ned, ophører med udgangen af juni. Der er nogen, der mener, at det har været den primære drivkraft for aktiemarkedet i USA. Hvad mener du om det?

Det er et ekstremt synspunkt, som jeg ikke er enig i. Men det er meget muligt, at det får en negativ effekt. Og det kan ikke udelukkes, at centralbanken vælger at komme med en QE3.

Høj økonomisk vækst er ikke ensbetydende med høje aktieafkast

Undersøgelser viser, at det faktisk er lande med lav økonomisk vækst, der giver det bedste afkast.

At høj økonomisk vækst i et land fører til høje afkast på aktiemarkedet, det lyder umiddelbart som en logisk konsekvens for de fleste investorer. Det vakte derfor en del opsigt, da akademiske undersøgelser punkterede illusionen for år tilbage.

En af de største undersøgelser af aktiemarkedet i forskellige sammenhænge er foretaget af trekløveret Elroy Dimson, Paul Marsh og Mike Staunton på London Business School, og i 2010 kiggede de også på netop det fænomen og bekræftede de tidligere undersøgelser.

Undersøgelsen, som fremgår af Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2010 omfatter 83 lande og aktiemarkeder i perioden 1972-2009.

De tre forskere rangordnede landene efter deres BNP-vækst over løbende fem-årige perioder og kiggede derefter på, hvad aktiemarkedet hvert enkelt år havde kastet af sig. Resultatet var, at aktiemarkederne i landene med de højeste økonomiske vækstrater i de foregående fem år i gennemsnit gav et afkast på 18,4 pct. Men investeringer i landene med de laveste vækstrater gav et afkast på 25,1 pct.

Hvordan kan det hænge sammen?, spurgte forskerne naturligt nok sig selv.

Den simpleste forklaring, anfører forskerne, kan være rent held. Eksempelvis kan lavvækstlandene have haft ressourcer, som – i bagklogskabens lys – var undervurderede af investorerne; eller de kan have haft en høj sandsynlighed for kollaps, men udfaldet blev således, at flere af dem overlevede end investorerne havde forventet.

En anden, adfærdsmotiveret, forklaring er, at investorerne afviser aktier i de mest trængte lande og i stedet foretrækker at købe aktier op i de bedst voksende økonomier til kursniveauer, som er urealistiske. Og selv om denne overvaluering af aktier er tydelig for sofistikerede investorer, er den svær at udnytte i praksis. At gå short i aktier i hurtigt voksende økonomier kan være både omkostningstungt og risikabelt.

En tredje forklaring, som forskerne angiver,

er, at aktiekurserne reflekterer projekterede cash flows og deres risiko. Når en økonomi vokser, så er det forventeligt, at dividenderne også stiger, og at risikopræmien på aktier (i forhold til sikre statsobligationer) skrumper ind. Så aktier burde stige i kurs, delvist fordi den fremadrettede risikopræmie er blevet mindre. Med en mindre risikopræmie, så vil efterfølgende aktieafkast forventes at blive lavere. Med andre ord, hvis markedet fungerer effektivt, så burde aktieafkast falde efter økonomisk vækst og stige efter økonomisk fald.

Dette er, som forskerne anfører, hvad de observerer i undersøgelsen. I samme undersøgelse har de også konstateret, at valueaktier slår vækstaktier. Value investing – som en herre ved navn Warren Buffet har haft meget stor succes med – går ud på, at købe aktier i selskaber, som har leveret ringe eller endda negativ vækst i en længere periode. Det har gjort dem upopulære blandt investorerne, hvorved de er faldet kraftigt i kurs, mens investorerne er i stedet er gået efter selskaberne med høj vækst. På sigt formår mange af de billige trængte selskaber imidlertid at få vendt skuden, og den tålmodige investor, der turde investere i lav vækst, bliver belønnet med højt aktieafkast.

Samme analogi kan bruges på landeniveau. Man kan, ifølge historikken, med fordel investere i aktier i de lande, der har lav økonomisk vækst frem for lande med høj økonomisk vækst. Valuestrategien slår vækststrategien. Aktier i lande med lav vækst slår aktier i højvækstlande.

HØJVÆKSTLANDE HAR VÆRET BEDST I DET SENESTE ÅRTI

Men så er der lige erfaringen med det seneste årti. Her har mange investorer oplevet, at netop udviklingsøkonomier med høje økonomiske vækstrater faktisk har slået de udviklede landes aktiemarkeder markant.

Her er det nærliggende at pege på nogle strukturelle ændringer i verdensøkonomien og det globale samfund, som kan gøre det misvisende at stirre sig blind på akade-



miske analyser af fortiden, hvor andre fundamentale forhold gjorde sig gældende.

Gennem de seneste 20 år har verden udergået en voldsom forandring. Murens fald, Kinas overgang til en markedsorienteret kapitalistisk samfundsmodel og en ligeledes mere åben økonomi i Indien betød i realiteten, at den globale arbejdsstyrke over kort tid reelt blev udvidet med 1,5 mia. mennesker. Samtidig har informationsteknologiens opblomstring og ikke mindst internettet ændret voldsomt på de økonomiske spilleregler. Ligesom man i teknologiens verden taler om "disruptive technologies", der kan være "game changers" for en industri eller hele samfund, har der været tale om en "disruption" i verdensøkonomien. Globalisering, teknologiske landvindinger og politiske kursskifter har i ekstrem grad forandret verden over de seneste to årtier. Open Innovation, videndeling, enorme spirrende middelklasser med stor købekraft og nye behov, voldsom vækst i uddannelsesniveauet, nye forretningsmodeller m.v. – alt sammen danner det grundlaget for et væ-



En fodgænger passerer en Gucci forretning i Hanoi, Vietnam.

sentligt højere innovations- og udviklingsniveau, end det, der kendetegnede udviklingsøkonomierne gennem det meste af det 20. århundrede.

Der er ingen tvivl om, at disse forhold spiller en rolle. Men der er også en anden forklaring på højvækstlandenes succes i det forgangne årti.

Op gennem det 20. århundrede havde investeringer i Emerging Markets været en risikabel affære, og derfor var aktierne betydeligt billigere end i de udviklede markeder målt på f.eks. P/E. Men udviklingsøkonomierne var omkring årtusindskiftet i en langt bedre forfatning, end man havde været vant til – det gjaldt politik, økonomi, lovgivning og forretningsmiljø. Og da IT-boblen bristede og førte til en økonomisk nedtur, reagerede mange virksomheder uden de store betænkeligheder ved at outsource i stor stil til udviklingsøkonomierne med de lave produktionsomkostninger. Fra centralbankernes side med USA i spidsen gjorde man sit til, at krisen i de rige lande ikke måtte gøre for ondt ved at sætte renten

ned til historisk lave niveauer. Så da IT-boblen først var kommet lidt på afstand, var der pludselig mange risikovillige investorer på banen, støttet af pengerigeligheden og billig og let adgang til lån, og mange kastede blikket på Emerging Markets, som målt på fundamentale forhold og risiko pludselig så meget billige ud. Emerging Markets blev det nye aktieeventyr.

AKTIER I EMERGING MARKETS ER IKKE LÆNGERE BILLIGE

Men i dag koster aktier i Emerging Markets og de rige lande stort set det samme, målt på P/E, så fremover vil det være klassiske fundamentale forhold, der afgør det. Om f.eks. virksomheder i Emerging Markets vil være bedre til at tjene penge end deres konkurrenter i de rige lande. Det vil de næppe, i hvert fald ikke over en bred kam. Men nogle vil kunne. Mange virksomheder i højvækstlandene har en forfriskende ny tilgang til tingene. De eksperimenterer med forretningsmodellerne, opfinder nye, de læser deres hjemmemarkeder på en an-

derledes måde end de vestlige selskaber ligesom de tilgår de udenlandske markeder med nye vinkler og innovationer.

De største bidragsydere er BRIK-landene, men de er altså kun fire ud af 170 lande i kategorien Emerging Markets. Nogle lande er meget tilbagestående, mens andre er i voldsom vækst og i stigende grad udvikler sig til tillidsvækkende samfund med demokratiske institutioner, lovgivning og ressourcer af forskellig karakter, som tiltrækker sig investorernes opmærksomhed. Goldman Sachs har selv fremhævet Mexico, Korea, Tyrkiet og Indonesien og blandt andre potentielle vækstmarkeder nævnes Sydafrika, Thailand, Malaysia, Chile, Vietnam, Egypten, Nigeria og Bangladesh.

Meget tyder på, at de mest fremtrædende udviklingsøkonomier ikke vil kunne levere afkast i dette årti som det foregående. Men at der stadig vil være spændende investeringsmuligheder i Emerging Markets, det er der ingen tvivl om. Man skal bare se sig mere for, end man skulle i de glade 00'ere.

Emerging Markets er med Vestens øjne ikke længere bare synonymt med outsourcing og billig produktion på udebane. Det handler også om nye konkurrenter på Vestens hjemmebane.

Den globale konkurrence bliver mere kompleks

Gennem det seneste årti er Emerging Markets (EM) blevet fremhævet som en entydig positiv historie. I takt med, at væksten i de udviklede markeder aftog, og strukturelle ændringer i EM blev mere tydelige, så er eksponering over for EM blevet attraktivt for investorerne på tværs af sektorer. Europæiske selskaber med en eksponering mod Asien (ekskl. Japan) på mere end 30 pct. i omsætningen har outperformed MSCI Europa med 29,3 pct. årligt i gennemsnit i perioden jan. 2001-jan. 2011. Men at skabe outperformance i fremtiden bliver en mere kompleks affære, påpeger Goldman Sachs (GS) i en ny analyse.

Idet Europas andel af den globale økonomi er reduceret – Europa bidrog med kun 16 pct. af verdens BNP-vækst mellem 2000 og 2010 – så er europæiske selskaber i stigende grad blevet afhængige af indtægter uden for deres hjemlige region. Kun omkring halvdelen af salget for selskaberne i EuroSTOXX 600 finder aktuelt sted i Europa. En nedgang fra 2/3 for et årti siden, og det er vækst i EM, der er ansvarlig for det meste af faldet.

Til trods for den outperformance, som EM allerede har vist, så er påvirkningen af den globale økonomiske rebalancering

(genopretningen af den økonomiske magtbalance, som især siden industrialiseringens begyndelse har været til Vestens fordel på bekostning af de store, befolkningstunge udviklingsregioner) og EM-væksten på de globale aktiemarkeder imidlertid først lige begyndt, påpeger GS. EM-regionerne vil fortsat drive den globale vækst i de kommende årtier.

”Hvor EM-eksponering i dag er en kilde til differentiering, så tror vi, at inden for et årti så vil disse regioner repræsentere hovedparten af efterspørgselen i mange industrier – vores projektioner indikerer, at i 2020, så vil EM repræsentere tæt på halvdelen af det globale forbrug – mod aktuelt godt en femtedel. Ændret konkurrence vil ledsage rebalancering af efterspørgselen idet hjemlige selskaber i EM-regionerne vil vokse, og nye selskaber vil opstå”, påpeger GS.

FRA ENSRETTET MOD “TWO-WAY STREET”

I næsten hver eneste sektor vokser den globale efterspørgsel i en accelererende hastighed, drevet hovedsageligt af den fortsatte vækst i udviklingsøkonomier. Imidlertid så er formelen ”Emerging Markets-eksponering = GODT” ved at blive mere kompleks. EM-

eksponering vil sandsynligvis blive mere en ”two-way street”, og at identificere de begunstigede af den vækst kræver et perspektiv, der går ud over at finde frem til de selskaber, der er eksponerede til BRIK (Brasilien, Rusland, Indien, Kina), argumenterer GS.

Evnen til at sælge ind til vækstmarkeder vil fortsat være en mulighed for ”øge top-linjen” i et vestligt selskab, men at fastholde den vækst vil blive en stadig større udfordring, idet lokale konkurrenter bliver stærkere, både i EM-selskabernes hjemlige markeder og i stigende grad på de udviklede landes ”hjemmebaner” i takt med at EM-selskaberne vover sig stadig mere ud i udenlandske markeder. I mange tilfælde vil selskaber i udviklede lande blive presset af EM-konkurrenter med lavere omkostninger, højere vækst og i stigende grad teknologisk mere sofistikerede selskaber på både hjemmebane og på ”tredjemarkeder”, hvor begge er på udebane.

Denne udvikling gør, at hvis man som investor skal kunne skelne mellem fremtidige vindere og tabere, så skal man se verden gennem en ny ”linse”. Man skal betragte selskaberne med et globalt udgangspunkt, som fokuserer på, hvor selskaber opererer,



En Burberry forretning i Chongqing, Kina. Burberry er en britisk producent af luksusgoder, som for nylig offentliggjorde en beslutning om at lukke en fabrik i det sydlige Wales og flytte produktionen til Kina.

og hvor effektivt de konkurrerer, snarere end at se på hvor de er noterede.

FALDENDE HANDELS- OG INVESTERINGSBARRIERER

Udover de skift i efterspørgselsmønstre i mange industrier, som stammer fra rebalanceringen af den globale økonomi, så er der andre forhold, som har medvirket til at ændre geografien af global konkurrence. Det gælder faldende barrierer for investering og handel, EM-selskabers opkøb af aktiver og ekspertise samt bedre adgang for EM-selskaber til kapital.

Mange af de samme faktorer, som har understøttet den hastige vækst i global handel de senere år og støttet ekspansionen af udviklede landes selskaber i EM, vil også gøre det muligt for selskaber fra disse regioner at gå den modsatte vej og konkurrere internationalt i fremtiden. Gennemsnitlige handelsstariffer er halveret i forhold til niveauet i 90'erne – fra 6 pct. af den globale eksport til i dag omkring 3 pct. Flere regionale handelsaftaler, især i Asien, er blevet underskrevet i de tre år siden finanskrisen end i de foregående fem år.

Virksomheders aktiviteter kan accelerere væksten i global konkurrence fra udvik-

lingsøkonomier. EM-selskaber er blevet meget mere aktive opkøbere af internationale aktiver, hvilket giver dem mulighed for at reducere omkostninger ved efter opkøbet at lægge produktionen i hjemlandet. Det giver dem også strategiske goder i form af eksempelvis erhvervet teknologi, brands og international distribution.

Man får også et indtryk af, hvor aktive EM-selskaberne er blevet internationalt, hvis man ser på omfanget af den mængde udenlandske direkte investeringer (FDI), som deres lande har modtaget i forhold til de investeringer de selv foretager i andre lande. Således udgjorde BRIK's udadrettede FDI i forhold til indadrettet FDI i 2000 6 pct., men var i 2008 umiddelbart før finanskrisen steget til 52 pct. Seneste tal fra Verdensbanken rækker kun til 2009, som viser et forhold omkring 33 pct. Tendensen er klar: EM-selskaber ekspanderer internationalt, og deres hjemlige økonomier er i langt mindre grad end tidligere afhængige af udenlandske investeringer.

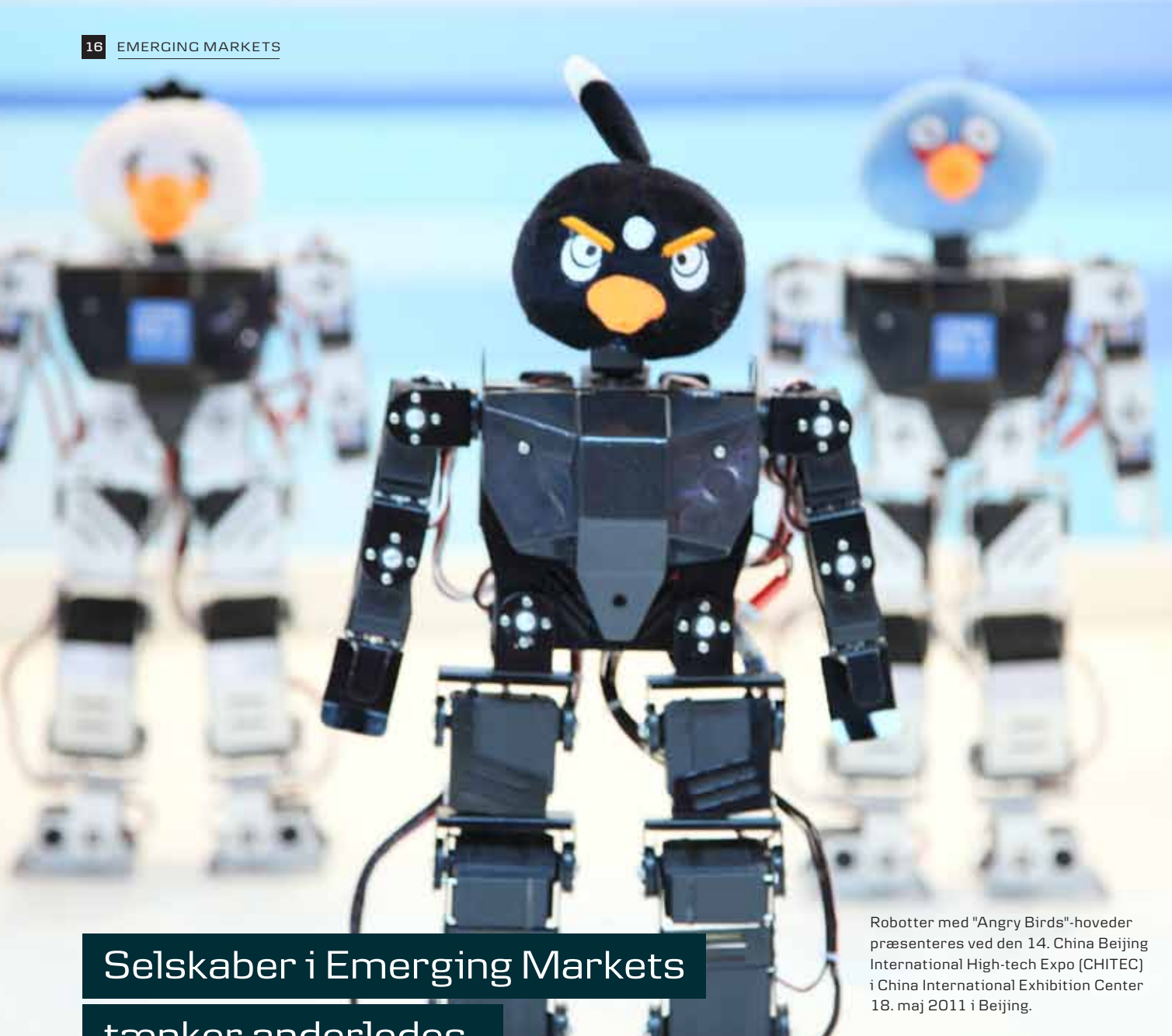
EM-SELKABERNE BLIVER STADIG SKRAPPERE KONKURRENTER

Det er den gængse opfattelse, at EM-selskaber er specialiserede i at sælge billige pro-

dukter til priser, som vestlige selskaber ikke kan hamle op med. I en vis grad er dette sandt, skriver GS. I næsten alle sektorer er EM kendetegnet ved højere marginer end deres konkurrenter i udviklede lande, og de vokser hurtigere.

Men historien er ikke længere bare billige produkter i den lavere ende af værdikæden - EM-selskaberne bliver mere og mere teknologisk sofistikerede. Eksempelvis har Kina flere R&D-teknikere end USA, flere artikler i videnskabelige tidsskrifter og eksporterer flere højteknologiske produkter hvert år. I en af de mest teknologiintensive sektorer, luftfart og forsvar, har Kina solgt sin første eksportsending af kampfly – til Pakistan – og annonceret planer om at udvikle et internationalt luftfartsselskab i det næste årti.

GS understreger, at dette blot er et enkelt eksempel. Den konkurrencemæssige trussel fra EM-selskaber vil sprede sig over mange flere sektorer. Industriers globalisering halter stadig efter globaliseringen af efterspørgselen, men der er en massiv forandringsproces i gang. Alene siden 2004 er EM-selskabers andel af verdens største selskaber på listen Global Fortune 500 vokset fra 4 pct. til 13 pct. (2009).



Selskaber i Emerging Markets tænker anderledes

Robotter med "Angry Birds"-hoveder præsenteres ved den 14. China Beijing International High-tech Expo (CHITEC) i China International Exhibition Center 18. maj 2011 i Beijing.

Det var nytænkning og i særdeleshed lean-konceptet, der i sin tid gjorde, at Japans entré i verdensøkonomien blev så hurtig og overvældende. Og det er i høj grad også nytænkning, der gør, at de store udviklingsøkonomier nu på tilsvarende vis er ved at blive en trussel for de vestlige virksomheder.

Et godt eksempel sås allerede i 1996, da den kinesiske hvidevareproducent Haier modtog stadig flere klager fra kunderne over, at vaskemaskinerne brød sammen. Det viste sig, at det var fordi, de var tilstoppede af skidt og jord. Kunderne i landdistrikterne brugte nemlig i vidt omfang vaskemaskinerne til også at vaske kartofler i, før de skulle sælges på markedet. I stedet for at reagere som de fleste vestlige selskaber ville gøre og sige til kunderne - "det er I selv ude om, maskinen er beregnet til tøjvask, og nu har I brudt garantien" - så valgte Haier at tilpasse sig kundernes behov og udvikle en vaskemaskine, der kunne håndtere både

kartofler og tøj. Den første produktion på 1 mio. enheder (det er Kina, vi taler om) blev revet væk.

En tilsvarende tilgang til kundernes behov er vidt udbredt blandt selskaberne i Emerging Markets i dag. Eksempelvis besluttede det store indiske selskab Tata sig for nogle år siden at udvikle en bil, som de brede masser kunne få råd til, og som ville dække deres behov i hverdagen. Det blev verdens billigste bil til 2.200 dollars. Ikke en racer, men hvad skal man med en hurtig bil på Indiens elendige vejnet, var en del af filosofien.

Tilsvarende har asiaterne udviklet billige computere til 300 dollars og mobiltelefoner til 30 dollars. Langt fra de avancerede modeller i Vesten, der kan alverdens ting og er priset derefter, men billige enheder til at dække de basale behov, eksempelvis mobiltelefoner med indbygget lommelygte, hvilket er en stor fordel i Indien med hyppige strømsvigt – som også førte til ud-

vikling af minikøleskabe, der kan køre på batteri.

Langt fra alle vestlige selskaber har forstået denne anderledes tilgang til kunderne. I stedet er der en tendens til, især blandt de store selskaber, at gøre eksisterende produkter endnu mere avancerede. F.eks. at udvikle familiebiler med tophastigheder et godt stykke over 200 km/t, som man kun vil få brug for på de tyske motorveje. Eller som Microsoft at udvikle programmer som Excel, hvor langt de fleste brugere kun vil udnytte en brøkdel af de mange facetter (hvilket Google har bemærket og derfor tilbyder en gratis office-pakke, der dækker de flestes behov).

Det er især selskaberne i de asiatiske udviklingsøkonomier, der har en udpræget evne til at spotte det store markeds behov, og udvikle produkter, der matcher og til den rigtige pris i forhold til forbrugernes købekraft. Den førnævnte kinesiske hvidevareproducent Haier har eksempelvis fundet

ud af, at halvdelen af de hårde hvidevarer i de fattige landdistrikter står uden for pga. manglende plads i boligen. Derfor skal de laves plastic men samtidig være sikret for angreb fra mus og rotter. Fryserne til Afrika er sikret mod længerevarende strømsvigt, og i Australien skal vaskemaskinerne være markedets mest vandbesparende.

”På vores studieture fandt vi ud af, at Haier har et ”second-to-none”-klagecenter, og her starter al innovation. Udgangspunktet er konsekvent kundens behov,” sagde seniorspecialist ved Danfoss Universe Fonden Peter Hesseldahl for nylig til Dagbladet Børsen. Sammen med Industriens Fond er han med i et forskningsprojekt, der sammen med danske og asiatiske virksomheder skal finde ind til kernen i henholdsvis vestlig og asiatisk innovation.

Han påpeger overfor Børsen, at i asiaternes R&D-begreb er forskning af beskeden

omfang, mens hovedvægten ligger på udvikling.

”De er ekstremt gode til at støvsuge markedet for den nyeste viden, som andre møjsommeligt har genereret og så bruge den til at udvikle produkter. Vi går den modsatte vej. Vi forsker og forsker for at finde de unikke løsninger, inden vi vælger, hvad vi vil udvikle.”

Denne forskel mellem vestlig og asiatisk forretningsfilosofi betyder, at asiaterne kommer langt hurtigere på markedet med nye produkter. De udvikler en langt større palet af produkter, og sender dem på markedet, og ser hvad der er størst salg i.

”Samsung lancerer 150 forskellige mobiltelefoner om året, mens man i tidernes morgen sad i årevis på B&O og nørklede med en enkelt model. Det ser ud til, at tiden er løbet fra den model i nogle vestlige virksomheder,” mener Peter Hesseldahl.

Forskningsprojektet indikerer, at nogle vestlige virksomheder med fordel kan skrue ned for forskningen og i stedet i større omfang bruge den viden, der allerede er i markedet, eksempelvis gennem Open Innovation, og så bruge flere kræfter på, at komme på markedet med produkter, der kan konkurrere på prisen.

De skal bruge det begreb, som Jeff Immelt, chefen for General Electric, for nogle år siden kaldte Reverse Innovation – en erkendelse af, at forbrugerne ikke har råd til de mest avancerede produkter, og heller ikke har brug for alt det, de kan. Hvis ikke de formår det, så bliver de ikke for alvor i stand til at ramme middelindkomsterne i vækstmarkederne – ligesom de også risikerer snart at blive overrendt på hjemmemarkederne af især de asiatiske konkurrenters udmærkede, billige versioner af vestlige brands.

Østeuropa er overset

Det er Asien, og først og fremmest Kina, der trækker de store overskrifter blandt udviklingsøkonomierne.

Ikke så mærkeligt, da landet er ved at etablere sig som en af verdens absolutte supermagter, og har en befolkning på over 1,3 mia. mennesker. Men som investor bør man ikke overse Østeuropa, mener Ole Gotthardt, der er cheffortføljerrådgiver for DI Østeuropa og DI Konvergens.

”Fra 2002 og frem til ultimo maj 2011 har Østeuropa givet et afkast på 248 pct., højere end Asien (133 pct.) og kun overgået af Latinamerika (327 pct.) Så selv om de østeuropæiske lande og aktiemarkeder blev hårdere ramt af finanskrisen har udviklingen siden været positiv. Kursudviklingen har været fulgt op af indtjeningsvækst, og derfor er de østeuropæiske aktiemarkeder fortsat attraktivt prissat. Hvor vi i dag har P/E-værdier omkring 13 i Latinamerika og Asien, så er det i de østeuropæiske EU medlemslande omkring 10 og i Rusland 6. Og som den økonomiske situation tegner sig, er der et stort potentiale i de forskellige lande herfra,” siger Ole Gotthardt.

Når man taler Østeuropa, er Rusland uvægerligt med. Det er klart det største land i regionen og er kendetegnet ved at være verdens største olieproducent og råde over nogle af verdens største reserver af olie og gas. Rusland leverer 25 pct. af Europas na-

turgas, og har tidligere i år etableret en olie-rørledning til Kina.

”Råvarer tegner sig for 3/4 af eksporten og halvdelen af Ruslands statslige indtægter, og dette afspejler en høj beskatning af olie- og gasselskaberne. Det betyder, at selskaberne er væsentlig lavere prissat end internationale konkurrenter, men der er reformer på vej, som vil lette presset og gøre dem endnu mere attraktive. Generelt har Medvedjev varslet reformer, som skal bedre investeringsklimaet i Rusland og tiltrække udenlandsk kapital til bl.a. infrastruktur, som lider af mange års underinvestering.”

Men vi kommer ikke udenom, at politisk risiko, korruption m.v. er betydelige faktorer i Rusland. Der er mere trykke rammer i de nye EU-lande og EU-kandidaterne.

”Ja, bestemt, og det er også en styrke i forhold til de asiatiske lande, at lande som er med i EU eller aspirerer til det, er tvunget til at implementere EU’s lovgivning, og det gør de langsigtede rammer med stabile. Det er især på den baggrund, at de udenlandske direkte investeringer i de østeuropæiske EU medlemslande har ligget på et væsentligt højere niveau end i Rusland.”

Undersøgelser viser, at høj økonomisk vækst ikke er lig med høje aktieafkast, så hvad er det, der giver forventning om høje afkast i en region som Østeuropa?

”Typisk for en udviklingsøkonomi er, at catch-up processen starter med at være eksportdrevet som følge af landets lavere produktionsomkostninger. Men den afgørende drivkraft derefter skal komme i form af, at det lykkes at få fremgangen, jobskabelsen og velstandsstigningen herfra forplantet til en voksende middelklasse med stor købekraft og dermed store indtjeningsmuligheder for mange virksomheder. Det er det mønster, vi forventer, og som vi ser udfolde sig. Østeuropa har også den fordel, at det har en geografisk nærhed, kulturelle og sproglige slægtskaber med Vesteuropa, og en forretningsmæssig standard, støttet af EU-rammerne, som vestlige virksomheder ikke finder i eksempelvis Kina. I sidste ende er det også et spørgsmål om i hvor høj grad vækstforventninger er afspejlet i værdifastsættelse af aktiemarkederne. På trods af pæne vækstforventninger i Østeuropa handler aktiemarkederne til en rabat til de globale aktiemarkeder.”

Databehandling er en vigtig konkurrenceparameter

Ikke bare internettet, men også mængden af data er en faktor, som påvirker samfundet og erhvervslivet. Det påpeger McKinsey Global Institute i en nylig rapport om emnet.

Mængden af videnskabelige data fordobles hvert år. Det koster 600 dollars at købe et disk drev, hvorpå man kan gemme hele verdens musik. Den globale datamængde ventes at vokse 40 pct. årligt. YouTube modtager 24 timers video hvert minut. Og så videre.

Den voksende mængde af information i kombination med den teknologiske udvikling er stærkt forstyrrende for etablerede industrier og forretningsmodeller. Og det giver store muligheder for selskaber, der formår at udnytte det. Amazon hævder, at 30 procent af salget opnås via anbefalingslisten "you may also like". Det amerikanske detailselskab Williams-Sonoma bruger sin viden om 60 mio. kunder, herunder detaljer om indkomst og boligværdier, til løbende at justere salgskataloger. Og den mobile revolution – verden har i dag 4 mia. mobilbrugere – giver også enorme muligheder. Amerikanske Placecast udvikler eksempelvis teknologier, som gør det muligt at fange potentielle kunder ved at sende dem tilbud på mobilen, når de er inden for få skridt af en Starbucks' café, skrev The Economist for nylig.

I fremstillingssektoren udnyttes også teknologi- og datarevolution ved at indbygge sensorer i produkterne. F.eks. anvender BMW sensorer i bilerne, som skal fortælle kunderne, hvornår deres bil trænger til service. Og forsikringselskaber kan nu overvåge kundernes kørestil og tilbyde dem priser baseret på deres kompetencen snarere end alder og køn.

Også den offentlige sektor har store muligheder, og McKinsey-rapporten spår en ny bølge i produktivitetsvæksten. Anvendt på den rigtige måde vil data kunne spare den amerikanske sundhedssektor for 300 mia. USD og den europæiske offentlige sektor for 250 mia. EUR årligt, mens detailvirksomheder vil kunne øge deres driftsmarginer med 60 pct., lyder rapportens estimater.

The Economist, som anerkender det store potentiale i at kunne håndtere de store datamængder om alt muligt, advarer dog samtidig imod, at virksomheder lader sig styre af mikrodata og mister overblikket og helhedsbilledet.



Cisco: Internettrafik firdobles frem mod 2015

Den globale internettrafik vil firdobles til 966 exabytes i 2015, og der vil være 15 mia. enheder bundet koblet på nettet over hele kloden, forudsiger Cisco i en ny analyse. Hovedparten af væksten i internettrafikken vil være drevet af online video og nye apparater som tablets. Omkring 6 pct. af al trafik på nettet vil komme fra tablets i 2015 – det er mere trafik end alle forbundne enheder genererede i 2006. WiFi vil overgå bredbåndstrafik på fastnetforbindelser i 2015. Mobil bredbåndstrafik ventes at være 26 gange større i 2015 end i 2010.

"Sometimes we do get taken by surprise. For example, when the Internet came along, we had it as a fifth or sixth priority."

Bill Gates

Microsoft®

Internettet har revolutioneret verden

En ny analyse foretaget af McKinsey Global Institute konkluderer, at internettet har en meget afgørende effekt på vækst, jobs og velstand.

To mia. mennesker er på nettet. Næsten 8.000 mia. dollars skifter hænder hvert år via handel på nettet. I nogle udviklede markeder har omkring 2/3 af alle virksomheder en tilstedeværelse på nettet i en eller anden form, og 1/3 af mindre og mellemstore virksomheder bruger i udstrakt grad web-teknologier. Internettet har transformeret måden, vi lever på, måden vi arbejder på, måden vi socialiserer og mødes på, og måden hvorpå vores lande udvikler sig og vokser. Det skriver analysehuset McKinsey Global Institute i en ny rapport om den revolution, som internettet har været for det globale samfund, og som har en gennemslagskraft, der langt overgår en anden "game changer" inden for kommunikation – nemlig Gutenbergs opfindelse af trykkerikunsten. En bedre sammenligning af internettets styrke er elektriciteten, argumenterer forfatterne.

De mener, at politikere og erhvervsledere med en bedre forståelse af hvordan og hvor meget internettet påvirker de nationale økonomier, kan fokusere på at udvikle det mere effektivt og gøre det til en endnu vigtigere del af den globale vækstmotor. De foreslår følgende praktiske skridt:

Offentlige beslutningstagere kan virke som katalysatorer for at udløse internettets vækstpotentiale. Regeringer kan øge de offentlige investeringer i nettet – de lande, som har de største offentlige investeringer i nettet er også dem med de største bidrag til nettet fra den private sektor.

Alle erhvervsledere bør sætte internettet på toppen af deres strategiske agenda. Erhvervsledere bør spille en vigtig rolle i at sprede internettet og systematisk studere, hvordan internettet giver dem mulighed for at innovere mere aggressivt og endda genopfinde deres forretningsmodeller for at øge vækst, performance og produktivitet. I særdeleshed bør virksomheder konstant forsøge at identificere nye internet trends, som har potentialet til at øge effekten af deres indsatser – f.eks. ved at anvende statistiske analyser af de enorme datamængder tilgængelige fra nettet eller ved at bruge IT-services for at forbedre deres produktionskapacitet.

Alle interessenter bør tage del i en fakta-baseret, offentlig-privat dialog for at sikre de optimale betingelser for udviklingen af internet økosystemet i hvert enkelt land og internationalt. Åbne diskussioner mellem regeringer og erhvervsledere bør arbejde henimod at skabe et miljø, hvor internettets goder kan forstås bedre, og internet økosystemet kan vokse.

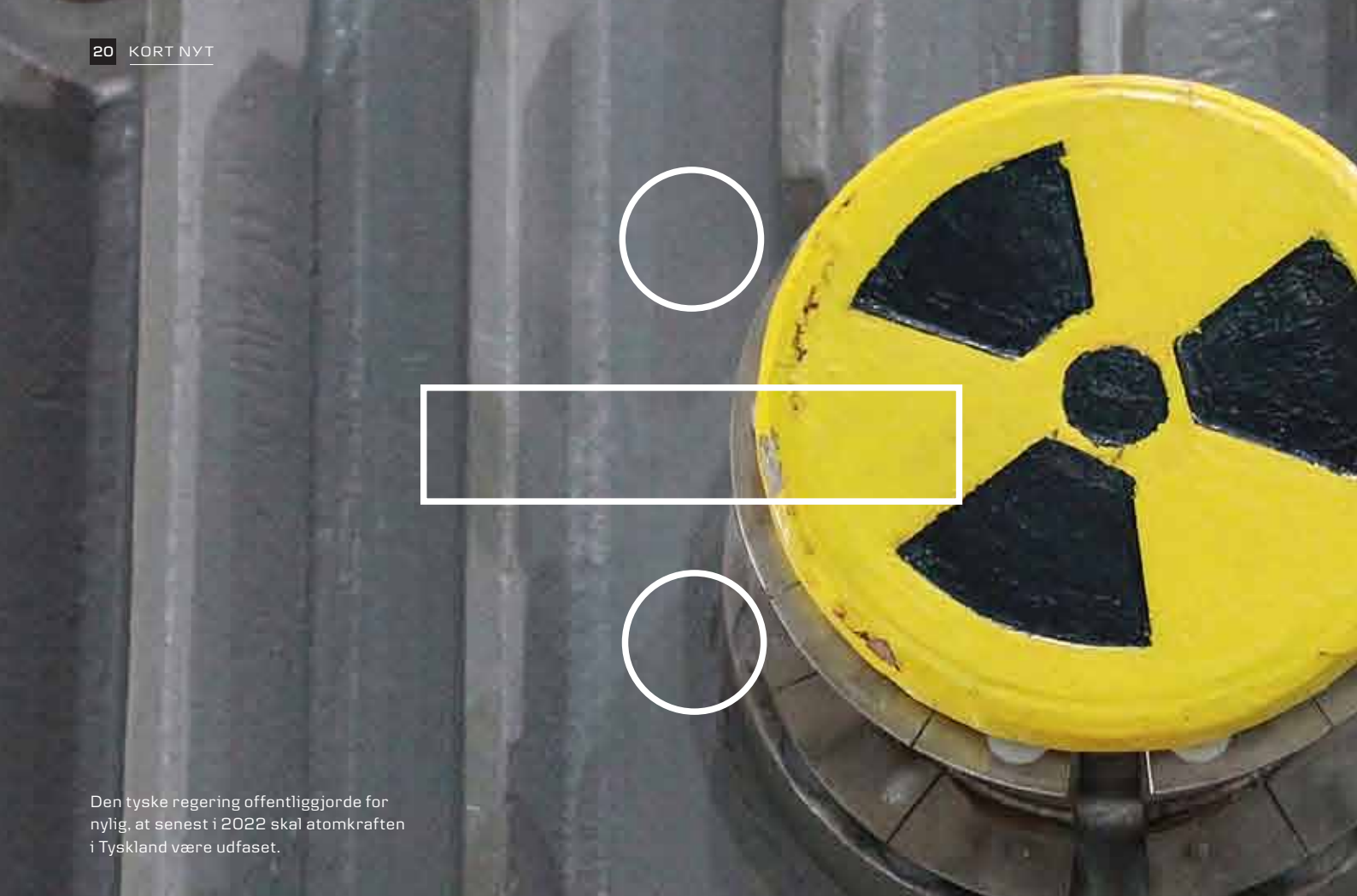
- Mere end 75 pct. af værdien, som tilføres af internettet er i traditionelle industrier.
- Internettet tegner sig for gennemsnitligt 3,4 pct. af BNP i de 13 lande, som undersøgelsen omfatter. Og disse er G8 plus Brasilien, Kina, Indien, Sydkorea og Sverige – lande, som i alt udgør mere end 70 pct. af verdens BNP.
- Hvis internet-relateret forbrug og udgifter var en sektor, ville dens vægt i BNP være større end energi, landbrug og andre kritiske industrier.
- Internettet tegner sig for 21 pct. af BNP-væksten i udviklede lande over de seneste fem år.
- Internettets totale bidrag til BNP er større end Spaniens BNP og vokser hurtigere end Brasiliens økonomi.
- Internettet tegnede sig for 10 pct. af BNP-vækst over de seneste 15 år, og indflydelsen er voksende. Over de seneste fem år er internettets bidrag til BNP-vækst i disse lande fordoblet til 21 pct.
- Internettet er stadig i sin barndom, og internettets vægt i et lands BNP varierer meget. I avancerede lande som Sverige og UK tegner internettet sig for 6 pct. af BNP, men i 9 af de 13 lande er andelen under 4 pct., hvilket markerer et enormt potentiale for yderligere udvikling i nettet.
- En stigning i internet "modenhed" som set i udviklede lande over de seneste 15 år, har i gennemsnit øget BNP pr. indbygger med 500 dollars. Det tog den industrielle revolution i det 19. århundrede 50 år at opnå de samme resultater.
- Produktiviteten i mindre og mellemstore virksomheder er øget med 10 pct. som følge af internetbrug.

- Mindre og mellemstore virksomheder, der anvender web-teknologier i vid udstrækning vokser og eksporterer dobbelt så meget som andre og skaber dobbelt så mange jobs.
- Internet skaber 2,6 jobs for hvert job, det har ødelagt.
- USA tegner sig for over 30 pct. af den globale omsætning på internettet.
- UK og Sverige har opnået en meget høj udnyttelse af internettet, hjulpet på vej af styrken og en stærk performance af deres teleoperatører. Også Frankrig, Tyskland og Canada har en høj anvendelse af nettet.
- Indien og Kina styrker deres position i det globale internet økosystem og har begge vækstrater på over 20 pct. årligt.
- Sydkoreas indflydelse på internettets økonomi accelererer hastigt, hurtigere end Japan.
- Brasilien, Rusland og Italien er mere tilbagestående på internettet og har et stort potentiale for vækst.



Internettets påvirkning af hjerne, læsemønster og koncentration

Internettet bugner af enorme mængder af information, fristende webites, spil og sociale netværk, og det gør at det præfrontale cortex forrest i hjernen belastes hårdt for mange brugere. Det er det sted i hjernen, som vi bruger blandt andet, når vi søger information på nettet. Men der er en grænse for kapaciteten, og når et bestemt område oplever en stor belastning, vil hjernen ændre sig, siger forskere. Eksperter og danske og udenlandske undersøgelser peger også på, at internettets overflodighedshorn af fristelser gør, at vi bliver dårligere til at koncentrere os; vi læser mere overfladisk og fordyber os stadig mere sjældent i lange artikler; vi gør mindre brug af paratviden, og vi bliver mere stressede.



Den tyske regering offentliggjorde for nylig, at senest i 2022 skal atomkraften i Tyskland være udfaset.

Tyskland kan blive den første grønne stormagt

Merkel-regeringen besluttede for nylig at afskaffe atomkraften. Senest i 2022 skal alle 17 atomkraftværker være lukket og slukket.

Merkel-regeringen står skidt i meningsmålingerne og vil gøre meget for at genvinde vælgerne tillid før valget til Forbundsdagen i 2013. Et flertal af tyskerne er imod atomkraft, og beslutningen åbner døren for et samarbejde med De Grønne, oppositionspartiet, der for øjeblikket nyder stor tilslutning blandt vælgerne.

Beslutningen kommer i kølvandet på Fukushima-ulykken, som fik 250.000 tyskere på gaden i protest mod atomkraft – og Merkel reagerede ved at lukke de syv ældste reaktorer midlertidigt. Og nu er hun så gået hele vejen. De syv forbliver lukkede, plus en ottende, der i forvejen var lukket af sikkerhedsmæssige hensyn. Et voldsomt skridt i betragtning af, at Tyskland får dækket 23 pct. af sit elektricitetsbehov med atomkraft – og at ulykkesstatistikken med atomkraft er så minimal, især i forhold til fossile brændstoffer.

En nylig undersøgelse viste således, at alene i Europa dør 600.000 mennesker årligt af luftforurening fra landbrug, biler og kulkraftværker. Og øget kulforbrug bliver på kort sigt en nødvendig løsning, hvis hullet på 23 pct. skal dækkes – hvilket i øvrigt også er skidt for de CO₂-relaterede

de klimaforandringer, som Tyskland sammen med resten af EU har forpligtet sig til at gøre noget alvorligt ved. Men i forbindelse med beslutningen blev det understreget, at Tyskland fastholder det ambitiøse mål om senest i 2020 at have reduceret udledningen af drivhusgasser med 40 pct. i forhold til 1990.

VEDVARENDE ENERGI ER GODT PÅ VEJ

Hvad angår atomkraften kan man sige, at det er noget af en kovending, Merkel & Co. foretager. I september 2010 besluttede regeringen således, at omvende en tidligere regerings beslutning fra 2000 om udfasning af atomkraften frem mod 2021 og i stedet forlænge reaktorernes levetid med i gennemsnit 12 år. Den beslutning var til gengæld et led i et stortilet energiprogram, hvis ambitionsniveau ingen andre lande har matchet i satsningen på vedvarende energi.

Og det overordnede mål for vedvarende energi, der blev opstillet dengang; at det i 2020 skal dække 35 pct. af Tysklands elektricitetsbehov (og 80 pct. i 2050); det er blevet gentaget i forbindelse med beslutningen om atomkraftens udfasning. At målet fastholdes, selv om der pludselig er et "hul" på 23 pct. i elektricitetsforsyningen giver anledning til en vis bekymring. Foreløbig er der lagt op til, at Tyskland i de nærmeste

år vil bygge kraftværker baseret på gas, men det anslås, at det stadig bliver nødvendigt at skulle købe op til 10 pct. af deres elproduktion fra andre lande indtil nye energikilder er tilkoblet nettet i tilstrækkeligt omfang.

Men faktum er altså, at Tyskland allerede bruger mange penge på i stadig større grad at overgå til vedvarende energi. Faktisk er der ingen andre store lande, der er i stand til at producere 17 pct. af elektriciteten fra vedvarende energi, ligesom man ikke finder andre industrinationer, hvor befolkningen er lige så grøn.

40 års energiplanen fra 2010 fokuserer – udover atomkraft som nu er ude – på vind, biobrændsel og sol. Samt kul, kombineret med CCS-teknologier, hvor CO₂ opfanges og lagres i undergrunden. Der er også stor fokus på nødvendigheden af at udbygge elektricitetsnettet og gøre det "smart" (smart grid) for at gøre det muligt dels at tilslutte de vedvarende energikilder, dels at kunne styre det, fordi sol og vind er ustabile kilder. Elektricitetsnettet skal også i højere grad kobles på resten af Europas, så tysk overskudsenergi i perioder kan sendes ud, ligesom tyskerne skal kunne trække på andre lande, når den hjemlige produktion ikke slår til.

Energieffektivitet skal også i højsædet. Målet er, at i 2020 skal Tyskland bruge 10

pct. mindre el end i 2010. Det skal ske bl.a. ved implementering af mere effektive energisystemer i industrien, og isolering af bygninger, som tegner sig for 40 pct. af Tysklands energiforbrug og en tredjedel af CO₂-udledningen. Målet er at bygnings varmeforbrug i 2020 er reduceret med 20 pct.

Også i transportsektoren har tyskerne store planer. Målet er 1 million elbiler i 2020 og 5 mio. 2030. Tidligere i maj i år erklærede Merkel, at i 2013 vil støtten til elbilproduktion blive fordoblet. En øget brug af elbiler skal stimuleres med skattebesparelser, reformer og andre favorable betingelser. Bl.a. vil en elektrisk bil købt før udgangen af 2015, og som udleder mindre end 50 gram CO₂/km slippe for vejskat i 10 år. Og Merkel har lovet at reformere skatten virksomhedsbiler, så virksomheder tilskyndes til at købe elbiler.

Tyskernes energiplan var den grønneste og mest ambitiøse blandt verdens industrinationer, da den blev introduceret i september 2010 - selv om den indeholdt planer om at fastholde atomkraft helt frem i 2030'erne. Med udfasningen af atomkraft er den blevet endnu mere grøn og ambitiøs. Som miljøminister Norbert Roettgen sagde efter den

antiatomare beslutning, så bliver Europas største energimarked en "test case", som kan fastslå om en industrialiseret nation i langt højere grad kan sætte sin lid til ren energi uden at erodere virksomhedernes profit.

INVESTERING

Det gav ikke nogen nævneværdig reaktion, hverken i politiker kredse eller på de finansielle markeder, da tyskerne sidste år lancerede deres energiplan. Siden har vi fået MENA-krisen, som endnu engang har mindet os om afhængigheden af olie og følsomheden over for prisen på den. Efter den kom nedsmeltningen på Fukushima i Japan. Og med farvel til atomkraften lægger tyskerne et voldsomt pres på sig selv og udviklingen og implementering af vedvarende energikilder.

Dette er efter alt at dømme startskuddet til fornyet interesse inden for Clean Tech og et skærpet kapløb mellem selskaberne. For 10 år siden var Tyskland Europas syge mand. Nu er det den stærke. Om 10 år måske også den grønne. Tyskerne viser vejen for grøn energi, og verdens øjne hviler på dem.



Tysklands kursskifte i energipolitikken blev faktisk taget allerede for to årtier siden. Den første version af Tysklands feed-in tariff for at øge brugen af vedvarende energi blev vedtaget i 1991 og yderligere udbygget i 2000, hvor også den oprindelige beslutning om udfasning af atomkraft blev taget.

Kina oplever den værste tørke i et halvt århundrede, og det begrænser elproduktionen kraftigt på vandkraftværkerne. Resultatet kan blive øget pres på kulpriserne, da kineserne tvinges til at imødegå problemet ved at bruge flere fossile brændstoffer.

Solenergi kan blive billigere end elektricitet produceret af fossile brændstoffer og atomkraft inden for fem år, siger Mark M. Little, Global Research Director for General Electric. Han mener, at det i perioden er inden for rækkevidde at få prisen for en kwh ned på 15 cents i USA. Til sammenligning spænder detail-elprisen i USA (2009) fra 6,1 cents i Wyoming til 18,1 cents i Connecticut.

New Zealands miljømyndigheder har godkendt en kæmpe vindmøllepark, som vil kunne levere strøm nok til 170.000 hjem.

Det japanske olieproblem

Japan er verdens tredjestørste økonomi og industrination, kun overgået af USA og Kina. Men Japan har et problem. Landet er næsten helt uden naturlige minerale ressourcer. Det må importere stort set alt metal og energi for at kunne lave de industrielle produkter. Landet opretholder store lagre, men hvis lagrene blev udtømt og der ikke kunne importeres mere, så ville Japans tid som industrimagt være forbi, skrev analysebureauet Stratfor for nylig.

Der er mange kilder til de metaller, som Japan importerer, så hvis leverancerne fra et sted stopper, så kan de fås andre steder. Olieleverancerne er mere geografisk begrænsede. For at få adgang til tilstrækkelige oliemængder, skal Japan have det fra den persiske golf. Den uro, som har ramt den arabiske halvø, spændingen mellem Saudi-Arabien og Iran såvel som mellem USA og Iran, har øget risikoen for alvorlige forstyrrelser af olieleverancerne. Geografien omkring den persiske golf er ekstraordinær med det snævre Hormuz stræde, skriver Stratfor. Enhver forstyrrelse af en given kilde i regionen eller en lukning af strædet, vil have en voldsom effekt på ikke blot forsyningen til Japan men også til den globale økonomi.

For Japan ville mindre olieudbud fra regionen betyde højere oliepriser og i værste

fald gøre det umuligt at sikre tilstrækkelige olieforsyninger uanset prisen. Tankernes bevægelser, de begrænsede havnefaciliteter og langt løbende kontrakter som forpligter olieleverancer til andre steder kunne gøre det umuligt for Japan rent fysisk at sikre den olie, som er nødvendig for at opretholde industrien.

En sådan situation opstod under den arabiske olieembargo i 1973. Japan blev ikke blot ramt af olieprisen, som næsten blev fordoblet i perioden, men også at landet ikke kunne få nok olie. Selv om embargoen kun varede fem måneder, var det et oliechok, som mindede japanerne om deres sårbarhed.

Afhængigheden af at dække oliebehovet 100 pct. via import har fået japanerne til at sprede sig på to alternativer: Kul – Japan er verdens største importør af kul via søtransport. Og atomkraft – landet er verdens største producent af elektricitet via atomkraft, kun overgået af USA og Frankrig.

Med MENA-krisen og tsunamien, der fremkaldte nedsmeltningen på Fukushima kraftværket, blev japanerne mindet om energisårbarheden og mareridt fra 1973. Det var ikke uden grund, at den japanske premierminister udtalte, at krisen var Japans værste siden 2. verdenskrig.

Netop sammenligningen med 2. verdenskrig var passende, mener Stratfor, da den på

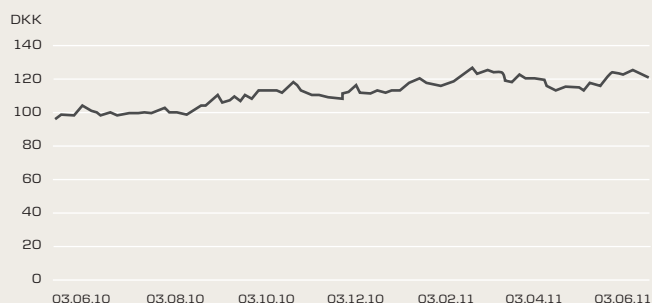
en måde også begyndte med en energikrise for japanerne. Japanerne havde invaderet Kina, og efter at Holland, som kontrollerede Indonesien, og Frankrig, som kontrollerede Indokina, blev besat af Tyskland, blev japanerne bekymrede over, hvorvidt kontrakterne med de to lande fortsat ville blive overholdt. Indokina leverede tin, gummi og andre råvarer, mens den hollandske koloni leverede olien. Da Japan invaderede Indokina, valgte USA at stoppe olieudskibning fra USA og påbegyndte olieopkøb fra de hollandske kolonier for at hindre Japan i at få fat i det. Japanerne stod over for et kollaps i deres økonomi eller krig med USA. De valgte Pearl Harbor, skriver Stratfor.

Japan må nu genoverveje energipolitikken. Afhængigheden af olieimport med udsigt til stadigt højere oliepriser i de næste årtier er uholdbar. Og atomkraft er blevet særdeles upopulært i befolkningen, som kræver, at den afskaffes - aktuelt kører kun 19 af de 54 atomreaktorer, der var i gang før ulykken.

Japan er sandsynligvis som Tyskland også på vej mod en langt højere anvendelse af vedvarende energikilder.



Chr. Hansen Holding



Chr. Hansen Holding er et førende biotekselskab med fokus på ingredienser til føde- og drikkevareindustrien. Selskabets kerneforretning er opdelt i tre divisioner: Cultures & Enzymes, Health & Nutrition og Colors & Blends. Chr. Hansen blev sidste år genintroduceret på børsen efter nogle års ejerskab af kapitalfonden PAI-partners.

Selskabet har en markedsledende position i et marked med høje adgangsbARRIERER. Det har en robust stærk organisk vækst og en forventning om forsat stigende marginer.

Danske Markets Equities (DME) forventer, at selskabets nye produktionsfaciliteter vil øge produktiviteten markant de kommende år. Derudover har DME øget forventningerne til omsætningen som følge af højere vækst i alle tre divisioner. Aktien handles i øjeblikket til en kurs 18-19 pct. lavere end sammenlignelige selskaber.

Af konkrete risikofaktorer kan nævnes et potentielt negativt forbrugerfokus på fødevarer med tilsatte egenskaber. Derudover forventer DME, at øget regulering på området vil være en kortsigtet risiko, men en langsigtet fordel. På kort sigt vil mere regulering påvirke indtjeningen, mens det på længere sigt øger adgangsbARRIERERNE for potentielle konkurrenter.

Ericsson



Det svenske selskab Ericsson er en af de førende producenter af trådløst kommunikationsudstyr. Selskabet er opdelt i tre divisioner, hvor netværksdivisionen står for to tredjedele af selskabets omsætning. De to øvrige divisioner er Global Services og Multimedier.

Ericssons netværksdivision er førende globalt, og 40 pct. af alle mobil samtaler i verden går gennem Ericssons netværk. Selskabet opnår derved betydelige stordriftsfordele. Ericssons nøgle til stabil indtjening har været et kraftigt og stabilt salg i eftermarkedet, som er forankret i forretningsenheden Global Services. Med nettolikhvider for SEK 55 mia. har selskabet ingen, eller meget begrænset finansiell risiko.

Indtjeningen i første kvartal lå 31 pct. højere end forventet. Den kraftige vækst i første kvartal på 17 pct. blev skabt under den seneste styrkelse af SEK mod Ericssons hovedvaluta USD. Dette er med til at gøre aktien mere attraktiv, da selskabet er i stand til at udvise vækst på trods af modgang i valutamarkedet.

De væsentlige risici i forbindelse med aktien vurderes af Danske Markets Equities at bestå i øget konkurrence, som vil svække selskabets driftsresultater. Dertil er der mulighed for et skift i den teknologiske udvikling, som Ericsson ikke er i stand til at følge. For investorer, der ikke har SEK som hovedvaluta, vil der også være en valutarisiko.



Gazprom



Gazprom er et af verdens største energiselskaber, hvis primære forretningsområder er inden for naturgas og olie samt generering og markedsføring af varme og el. Selskabet agerer hovedsageligt på det russiske marked, men leverer gas til både det asiatiske samt det europæiske kontinent. Gazprom står for 17 pct. af verdens samlede gasproduktion.

Atomkraft katastrofen i Japan har øget den globale fokus på energistrategier, hvor naturgas både er mere økonomisk og mere pålideligt i forhold til atomkraft. Derudover vil olie blive dyrere at udvikle over tid, eftersom at producenter bevæger sig ind på mere komplekse udvindingsområder. Dette kombineret med stigende efterspørgsel på olie betyder højere oliepriser. Og dette vil have en positiv effekt på efterspørgslen af naturgas. Gazprom handler desuden til en fordelagtig pris i forhold til indtjeningen relativt til selskabets konkurrenter i de såkaldte BRIK lande, vurderer Goldman Sachs.

Som nævnt ovenfor kan Gazprom drage fordel af den øgede fokus på andre energikilder end atomkraft. Tyskland har som bekendt valgt at lukke syv atomkraftværker, og Frankrig har udmeldt, at der vil blive foretaget en ny inspektion af landets atomkraftværker. Dertil er en af de primære triggere væksten i den industrielle produktion i Europa. Gazprom er storleverandør til det europæiske marked, hvor faldende gasproduktion lokalt på disse markeder vil kræve yderligere import og dermed være en fordel for Gazprom. En potentiel eksportaftale med Kina anses også for at være en væsentlig trigger.

Af risikofaktorer ved investering i Gazprom er især risici i forbindelse med politiske reguleringer inden for sektoren. Faren for terror samt regionale spændinger er også en væsentlig risikofaktor, da disse kan lede til forsyningsstop. Ukonventionelle energikilder kan også være en trussel for Gazprom.

SAB Miller



Bryggeriet SAB Miller, der oprindeligt stammer fra Sydafrika, er en af de førende spillere på det globale bryggerimarked, og selskabet har aktiviteter på tværs af seks kontinenter. Udover eget bryggeri fylder selskabet desuden på flasker og distribuerer en lang række andre drikke, herunder Coca Cola.

Selskabet er stærkt repræsenteret på Emerging Markets, hvor levestandarden løbende forbedres, hvilket resulterer i øget forbrug og hermed store vækstrater for selskaber som SAB Miller. Derudover ventes der en konsolidering af bryggerimarkedet, hvor SAB Miller både anses som en oplagt opkøbskandidat af et af de helt store bryggerier, eller som en eventuel køber af et af de mindre bryggerier. Slutteligt handler SAB Miller-aktien til en lavere pris i forhold til selskabets finansielle styrke set i i forhold til konkurrenterne, påpeger Goldman Sachs (GS).

De primære triggere, der ligger i horisonten for SAB Miller-aktien er fremlæggelsen af selskabets halvårsregnskab og den årlige generalforsamling 21. juli. Her venter GS, at investorerne vil få bekræftet forventningerne til væksten især i Sydøstasien og Syd- og Mellemamerika.

Der er en række risikofaktorer i forbindelse med en investering i SAB Miller. Først og fremmest vil en stigning i prisen på de råvarer, der indgår i produktionen, have en negativ effekt på indtjeningen. Derudover er det vigtigt, at væksten i det personlige forbrug på selskabets største markeder fortsætter. Sidst men ikke mindst spiller vejrforholdene også ind i efterspørgslen på især øl, så en varm sommer vil uden tvivl være at ønske for bryggerierne.



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

Uklare markeder kræver klare holdninger

Aktierne er rykket tilbage til start i det år, som var tiltænkt at være det, hvor det globale opsving bed sig fast for alvor.

Verdensøkonomien er i en lidt svag fase for tiden – et såkaldt blødt punkt -, svækket af høj oliepris, manglende finanspolitisk "doping", jordskælv, nedgearet Kina m.v., mens den lurende MENA-krise, svage boligmarkeder, påholdende forbrugere, råvarernes supercyklus, inflationspresset og EU's gældskrise ikke ligefrem medvirker til at kalde på optimismen for den nære fremtid. Selv om OECD i sin seneste vurdering af den globale økonomi bekræfter, at det går fremad, så nævner organisationens cheføkonom, at de mange trusler i et uheldigt samspil kan svække det økonomiske opsving og oven i købet føre til stagflation i flere lande.

Vi er i en blanding af godt og skidt. Hvordan ser du på det?

Regnskabssæsonen er slut for denne gang, og meldingerne fra selskaberne var generelt set positive. Sammenlignet med første kvartal 2010 var toplinevæksten pæn både i Europa og USA. MENA-krise, Japan-jordskælv og en vis vækst i verdensøkonomien skabte stigende inputpriser og komponentmangel og har gjort ondt på mange virksomheder. Vi så en del virksomheder, der var ramt på deres marginer, da de ikke var i stand til at vælte meromkostningen over på slutkunden. Kigger vi lidt frem, må det forventes, at visse råvarer inkl. olie stadig vil presse virksomhederne på deres marginer, og det er derfor vigtigt at udvælge de virksomheder, der har så stærke brands, at de kan overvælde omkostningerne på forbrugerne. Nøgleordet bliver stockpicking i tiden fremover.

Der er en række faktorer, der peger på bedring i verdensøkonomien. Japan forventer kraftige produktionsstigninger i de kommende måneder. Og der er mange tegn på, at væksten i Kina er ved at bunde ud og kommer tilbage med stærke vækstrater. Kina vil dermed fortsat være et lokomotiv i verdensøkonomien. Vi regner også med, at amerikansk økonomi vil se en mere positiv udvikling igen i andet halvår. Jobskabelsen er kommet i gang om end langsomt, og der må forventes fortsat høj arbejdsløshed. Det betyder, at accelerationen i amerikansk økonomi sker i et adstadigt tempo. Det positive er, at det betyder at amerikanske renteforhøjelser nok først vil se dagens lys i løbet af 2012. Det finansielle system fungerer igen og ban-

ker er begyndt at låne penge ud igen. Og der er helt centralt for at få gang i opsvinget, at der er kapital til rådighed også for de mindre og mellemstore amerikanske virksomheder. I Europa er Tyskland fortsat i vækst. Særligt tyske eksportselskaber fortsætter med at imponere. Dermed har Tyskland i den grad genvundet rollen som vækstlokomotiv for den europæiske økonomi. Endelig synes olieprisen for en stund at have stoppet sin himmelflugt. Er det drevet af faldende efterspørgsel – så er det af det onde. Er det drevet af mindre risikopræmie, så er det af det gode. Vi mener, at det er det sidste, der er tilfældet, siger Anders Nellemose, chefstrateg i Danske Bank Private Banking.

Det var den positive vinkel...

Ja, på den anden side så kommer vi jo ikke udenom en række kilder til usikkerhed. I USA handler det især om budgetunderskuddet og statsgælden, der ikke længere får topkarakter af kreditvurderingsbureauerne. Som bekendt har statsgælden jo ramt det politiske fastsatte loft, og der skal findes en løsning inden 2. august. Man finder jo helt sikkert en løsning, men det bliver et politisk slagsmål, og det er uklart om det bliver besparelser, skatteforhøjelser eller en vækstorienteret løsning, som i første omgang fører til en forøgelse af gælden men siden via dynamikken i økonomien større indtægter. I EU er det gældskrisen især i Grækenland, som giver hovedpine, men som efter alt at dømme bliver løst ved, at grækerne mister en betydelig grad af selvstændighed i deres økonomiske politik. Og med hensyn til Emerging Markets, så er hovedspørgsmålet her, om de er ved at være færdige med deres pengepolitiske stramninger.

Kort sagt er det en usikker periode, vi befinder os i. Hvordan skal investorerne håndtere det?

Usikkerhed vil præge markedet et stykke tid, og føre til flade markeder. De globale aktier er stort set tilbage på det niveau, som året blev indledt med. Og vi må se i øjnene, at vi står over for en sommer, hvor likviditeten vil være lav, volatiliteten høj og selv mindre nyheder vil kunne bevæge markerne. Hvordan investor skal håndtere det, afhænger af den enkeltes investeringsprofil. Jeg ved godt, at det er noget, vi altid siger, men det er måske endnu vigtigere end normalt, da verdensøkonomien står overfor en potentiel skillevej. Så man er nødt til at tage en klar holdning: Er du forsigtig med fokus på at bevare dine penge skal du gå defensivt.

Er du derimod opportunistisk og vil have et kommende opsving med helt fra bunden, er det tid til at tanke aktier.

HVILKEN STRATEGI FORETRÆKKER DU?

I en situation, hvor det mulige udfaldsrum af økonomiens udvikling er så stor, er det værd at kigge sin investeringsprofil efter i sømmene. Man kan starte med at så på disse to yderpunkter, og overveje om man er mest tiltalt af den ene eller anden fløj.

Den forsigtige, kapitalbevarende investors strategi:

- Gå defensiv over sommeren
- Sørg for neutral allokering mellem aktier og obligationer
- Sørg for aktier spredt over forskellige sektorer
- Aktier med stabile cash flows og høje udbytter
- Aktier i sektorer, der ikke er stærkt afhængige af den økonomiske vækst
- Obligationer: Køb korte obligationer samt indeksobligationer

Den opportunistiske investors strategi:

- Gå mere offensivt til værks
- Etablér overvægt af aktier
- Køb aktier i vækstmarkeder (bl.a. Kina og Rusland)
- Cykliske aktier (biler, luksus, Rejser & Fritid)
- Obligationer: Køb korte obligationer samt kreditobligationer



Nye regler om risikomærkning af investeringsprodukter

Forskellige typer af investeringsprodukter bliver i fremtiden mærket enten grøn, gul eller rød. Risikomærkningen handler om at give forbrugerne klar besked om, hvorvidt de kan tabe hele eller dele af deres investering, når de investerer. Samtidig afspejler risikomærkningen, hvor let en produkttype er at gennemskue. Mærkningen skal desuden skabe gennemsigtighed på investeringsområdet således, at kunderne får den samme information om muligheden for tab ved en produkttype uanset hvilken bank, de henvender sig i. Ordningen træder i kraft 1. juli 2011 og skal ses som et supplement til de eksisterende regler for investorbeskyttelse, der trådte i kraft i 2007. Den kan ikke stå alene, men giver en ekstra dimension i vurderingen af investeringsprodukter. Du vil møde den nye risikomærkning i din dialog med din rådgiver, når du taler investering.

Et banner for LinkedIn Corp. hænger på forsiden af New York Stock Exchange.

LinkedIn
Now connected to the NYSE

Pas på de sociale netværk

Prissætningen af LinkedIn, der blev børsnoteret i maj, bringer minder om IT-boblen.

Du har før talt om potentialet i sociale netværk, og advaret mod potentielle bobler, når de rammer børserne?

Ja, og siden sidst har der været to børsintroduktioner inden for branchen. Kinesiske RenRen, et Facebook-lignende site, ramte børserne i starten af maj til en startkurs på 14 USD og handlede på første dag på Nasdaq i 24 USD, men er siden faldet til USD 12. Men samtidig er LinkedIn blevet børsnoteret og det blev en gigantisk succes trods gældskrise og usikkerhed på aktiemarkederne. Aktien steg med 110 pct. på første børsnoteringsdag 19. maj. Dette blev fulgt op af Ruslands mest populære søgeside, Yandex, med børsnotering den 24. maj, der også viste stor overtegning og endte med kursstigning på 55 pct. Men det må betegnes som "spekulative investeringer", for spørgsmålet er selvfølgelig om selskaberne kan leve op til de tårnhøje forventninger, debutpriserne indikerer. LinkedIn-aktien har nu en valuering på USD 10 mia. - det svarer til 660 gange sidste års indtjening, som var på USD 15 mio. Til sammenligning har Apple en valuering på 16 gange indtjeningen, siger senior account manager Lars Skovgaard Andersen, hvis opgave det er at spotte interessante trends i markedet.

Men det tilsyneladende hysteri hænger jo også sammen med, at sociale netværk faktisk er potentielle "game changers" for vores adfærd.

Sociale netværk er en gamechanger for os alle. Blandt andet betyder det i stadig større grad, at selskaber skal overvåge nettet i forsøg på at forsvare deres brand – det bliver måske næsten lige så vigtigt for selskaberne som datasikkerhed. Men det sociale netværk/internettet er også en mulighed for de selskaber, personer og interessegrupper, som kender, forstår og bruger det i deres kommunikation. Et godt eksempel er Obamas valgsejr, som bl.a. kom i hus på at kommunikere via internettet til vælgerne, fordi han erkendte, at en stor gruppe af vælgerne er så meget på internettet. En sådan ændring af vores adfærd giver også muligheder for selskaber. Medieselskaber kan benytte sig af det til at finde nye reklamemuligheder, men i det hele taget tror jeg, at selskaber, der er i stand til at benytte dette nye fænomen som en kommunikationsplatform, vil fremstå mere kompetente, og det vil styrke deres brand.

Toyota har tilsyneladende forstået dette...

Ja, Toyota har faktisk annonceret et socialt netværk, Toyota Friend, som lanceres næste år i samarbejde med Salesforce.com, som er en stor aktør inden for Cloud Computing. Netværket vil være tilgængeligt på Toyotas elbiler og hybridbiler, og kunne give brugerne mulighed for at udveksle realtime informationer om bl.a. motorproblemer, energiforbrug, men også

give adgang til søgemaskinen Bing og andre informationsservices. Toyota har nemlig indgået et samarbejde med Microsoft om levering af de avancerede digitale kommunikationssystemer til Toyota-bilerne med brug af bl.a. Microsofts Cloud Computing platform Azure. Hold i øvrigt øje med Japan, hvor jordskælvet kan være det stød, der skaber nye afgørende impulser til udviklingen, som fødevarerpriserne gjorde det i Nordafrika og Mellemøsten.



LinkedIn og virkeligheden

LinkedIn handles til en P/E på 660 og en markedsværdi på 10 mia. USD. Forventer man f.eks., at aktien stiger 20 pct. årligt herfra i et årti, så vil det indebære en markedsværdi på 62 mia. USD om 10 år, når der ses bort fra potentiel udvanding fra dividender og nye aktier. Hvad stiller det egentlig af krav til LinkedIn's indtjening?, spurgte Marketwatch i kølvandet på aktiens himmelflugt og kom selv med svaret: Hvis P/E til den tid er mere rimelige 20, så vil nettoindtjeningen skulle være 3,1 mia. USD. Med en indtjening sidste år på 15 mio. USD, vil det kræve, at indtjeningen skal vokse med 70 pct. om året i et årti. Realistisk?

TEMA

BAGGRUND

RELEVANTE SEKTORER/
UNDERSEKTORERRELEVANTE
AKTIER/FUNDS

MEGATRENDS

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

Knappe ressourcer
Energi, metaller,
fødevarer og vand.

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

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

Energi herunder olie/gas,
underleverandører samt
alternative energiformer.

Metaller, mineselskaber og
underleverandører

Fødevarer, herunder såsæd/
gødningsproducenter,
landbrugsmaskiner,
landbrugsjord

Affaldshåndtering, vand,
herunder vandrensning,
afsaltning og forsyning.

Generelt

Gazprom,
PGS,
Technip

Anglo American,
FLS, Metso,
Altas Copco

Syngenta

Veolia

Goldman Sachs
råvarefond
DI Klimatrends,
DI Europa Bæredygtig
Index

Energimangel/
nye energiformer

Alt peger på stigende oliepriser i mange år frem, og der kommer også gradvist mere fokus på klimaændringer skabt af drivhusgasser. Stigende fokus på energieffektivitet og udvikling og implementering af vedvarende energikilder og teknologi. Udbygning af energiinfrastrukturen og implementering af Smart Grid, og dermed mere styring af elnettet grundet større vægt fra de mere ustabile kilder som sol og vind. Tysklands ambitiøse program for vedvarende energi, præsenteret i 2010 og nu yderligere underbygget af farvel til atomkraft, kan blive en afgørende kickstart for en acceleration af trenden.

Energieffektivitetsselskaber, med
produkter inden for isolering,
elektricitetseffektivitet,
kørselseffektivitet. Udbygning
af el-nettet, Smart Grid. Nye
energiformer, herunder
vind, vand, sol, brint, a-kraft,
kulskraftværker med CCS-
systemer. Nye transportformer,
herunder el-biler, brint-biler,
biofuel

DI Klimatrends
ABB
Siemens

Emerging Markets,
BRIK, Next 11

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

Råvarer, energi, mærkevarer,
teknologi og infrastruktur fra
Vesten

Goldman Sachs
råvarefond
DI Nye Markeder,
DI Kina,
DI Fjernøsten,
DI Emerging Markets
Smaller Companies,
DI Rusland,
DI Østeuropa,
Gazprom, FLS,
Carlsberg, SAB Miller,
Technip, BMW, Adidas

TRENDS - KORTSIGTEDE HANDELSTEMAER

Kortsigtede handelstemaer, har som udgangspunkt en varighed på 3-6 mdr., men kan sagtens vare længere. Udnyttes bedst med enkeltaktier.

USA's forbrugere

Aktuelt er det amerikanske opsving i en svaghedsperiode som det globale opsving generelt. Det forventes imidlertid, at USA's opsving tager fart senere i år, drevet af et forventet stabiliseret boligmarked, lave renter i en rum tid endnu, en løbende bedring af jobmarkedet og investeringer i virksomhederne. Forhold, som vil styrke forbrugernes syn på fremtiden og øge forbruget.

Forbrugsaktier

DI USA,
Apple,
Walt Disney,
Hasbro

Re-acceleration af
vækst

Det globale opsving er i en blød periode, men Danske Banks makro-økonome forventer, at det igen tager fart engang i efteråret. På den baggrund kan det være attraktivt at købe op i primært cykliske aktier henover sommeren.

Primært cykliske
aktier, herunder energi
og andre råvarerelate-
rede sektorer.

Gazprom,
Technip,
PGS,
FLS,
Metso,
BASF

TEMA

BAGGRUND

RELEVANTE SEKTORER/
UNDERSEKTORERRELEVANTE
AKTIER/FUNDS

TRENDS

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

Mobildata

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

Smartphones- og tabletsproducenter. Underleverandører
Netværk
Teleselskaber
Indholdsleverandører

DI Teknologi,
Apple, Juniper,
Verizon,
Ericsson,
Disney,
Qualcomm

Health Care

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

Biotekstelskaber

DI Bioteknologi

Faste Investeringer

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

Kapitalgoder

Siemens,
ABB,
Atlas Copco,
FLS,
Cargotec

Højere oliepriser

Den globale produktionskapacitet af olie får stadig sværere ved at følge med den globale efterspørgsel, som vokser meget hurtigt som følge af udviklings-økonomiernes stærkt stigende energibehov. Oliepriserne ventes fortsat at stige, og stadigt vanskeligere tilgængelige oliefelter vil blive søgt udnyttet, især i havområder, og det vil øge efterspørgslen efter olieservice og udstyrsproducenter.

Olieservice

Technip,
PGS

TRENDSPOTTING

Er spirende trends og udviklingsmønstre, som kan slå igennem på kort sigt typisk 1-6 mdr. Temaerne er forbundet med større usikkerhed/risiko og kan udnyttes bedst med enkeltaktier.

Konsekvens af
nedsmeltningen på
Fukushima

Tyskland vil senest i 2022 have udfaset a-kraft. Alternativet bliver et nyt miks af vedvarende energikilder (mål 35 pct. af el i-prod. I 2020), gas og kul, kombineret med mere fokus på energieffektivitet.
Omstillingen kræver massive investeringer i el-infrastruktur herunder Smart Grid.
Japan fastholder a-kraft, men har allerede nu mere fokus på bl.a. sol, hvor de sammen med bl.a. Tyskland er teknologisk med i det globale førerfelt.
Sol fremstår investeringsmæssigt mere attraktiv end vind. Solsektoren gennemgår i øjeblikket en konsolideringsfase.

Primært selskaber relateret til elektricitetsinfrastruktur, Smart Grid samt energieffektivitet.
Sekundært solcelleproducenter (høj risiko)

Siemens,
ABB,
DI Klimatrends,
First Solar,
Phoenix Solar

Stresstest på
banker

Finans har været under pres pga. øgede tab og krav om højere kapitalkrav - og derfor har en del valgt udstedelse af aktier.
Usikkerheden om tab på gældsposter relateret til Sydeuropa samt effekten af disse i relation til Stresstest 2 som løber af stabelen i løbet af juni/juli har presset sektoren yderligere. Sidste gang stresstest var vel gennemført, gav det kursstigninger til banksektoren.

Primært større banker

DnB NOR,
Swedbank



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

BEMÆRK: Ovenstående trends og udviklingstendenser er baseret på bankens vurderinger og må på ingen måde ansues som en ufejlbarlig prognose af fremtiden. Det er tendenser, som vi aktuelt anser for de mest

sandsynlige, men der er tale om et komplekst samspil af mange faktorer, og mange forhold af økonomisk, politisk og samfundsmæssig karakter kan påvirke de identificerede udviklingsmønstre. Med andre ord skal man være

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



Christin Tuxen, senioranalytiker i Danske Bank, er rangeret af Bloomberg som verdens mest præcise råvareanalytiker.

Råvarer er i en supercyklus

Det vil medføre geopolitiske spændinger, inflationspres og teknologiske udfordringer.

Det globale opsving og MENA-krisen har i høj grad bragt olien i fokus igen som et kardinalpunkt i den globale økonomi. Og oliepriser over 130-140 USD/tønne anses for at være smertegrænsen for, hvad det globale opsving kan tåle. Derfor var det belejligt, at olieprisen i maj efter at have nået helt op omkring 130 USD/tønne faldt 15 USD på to dage.

Men hvad var det egentlig, der skete?

”Der var fokus fra mange sider på, om 130 USD/tønne var et langtidsholdbart niveau. Man kan sige, at oliepriser på det niveau virker som en skat på forbrugeren, som får et mindre rådighedsbeløb til andre ting. Det er en bekymring, der har luret i baggrunden siden olieprisen kravlede over 100 USD/tønne, hvilket fremkaldte erindringen om de 147 USD/tønne, der blev nået i sommeren 2008, hvor verdensøkonomien kørte i et højt gear. Benzinforbruget var også ved at være nedadgående i USA, og dette kombineret med, at nøgletallene for den globale økonomi begyndte at vise svaghedstegn, og at mange spekulanter var gået lang i olien, betød, at mange pludselig ville ud på sam-

me tid. Og så rullede lavinen,” siger senioranalytiker i Danske Banks råvareanalyse, Christin Tuxen, , der for tiden er rangeret af Bloomberg som verdens bedste til at forudsige bevægelser i Brent-olien (nordsø-olien) og flere industrimetaller samt næstbedst på WTI-olien.

Hvor skal olieprisen hen herfra?

Ser vi 1, 2 eller 5 år frem, så er der ingen tvivl om, at den skal opad, hvis det globale opsving varer ved. Men de nærmeste måneder tror jeg vi vil se olien handle intervallet 115-120 USD som følge af det, som vores makroøkonomer vurderer kun er en



Investering i råvarer

Der er flere motiver for at investere i råvarer. For det første bidrager råvarer som regel til en god risikospredning i en portefølje, da de typisk ikke bevæger sig i takt med aktier og obligationer. For det andet kan investering i råvarer beskytte mod inflation. For det tredje kan der være et rent afkastmotiv, hvis man har forventning til stigende råvarepriser. Hvordan investerer man så i råvarer? Vi ser overordnet tre muligheder: Enten kan man investere i selskaber, hvis indtjening hænger sammen med prisen på råvarer. Det kan eksempelvis være energiselskaber som Gazprom, Petrobras eller Statoil. Alternativt kan man investere i lande, hvor råvarer vejer tungt i økonomien, eksempelvis Rusland, Chile eller Australien. Endelig kan man investere i råvarer via investeringsbeviser. Danske Bank tilbyder en råvarebaseret investeringsforening. Investeringsforeningen Goldman Sachs Dow-Jones-UBS Enhanced Strategy Fund, i daglig tale kaldet Goldman Sachs råvarefond, er aktivt styret af Goldman Sachs og investerer i en bred vifte af råvarer (energi, industrimetaller, ædelmetaller og landbrugsvarer) og giver dermed en god spredning.

– at den globale olieproduktion topper i disse år; når vi har en global afhængighed af en ustabil region som Mellemøsten; og når der er videnskabelig konsensus om, at den globale opvarmning er et faktum, udløst af menneskelig CO₂-udledning, hvorfor ser man så ikke en global statsstøttet satsning på alternative energikilder i et omfang langt større, end det er tilfældet?

Grunden til, at man stadig ikke tør satse på alternativer i større omfang er, at det ikke er pålideligt nok endnu. Vinden blæser ikke hele tiden, solen skinner ikke hele tiden, lagringsmulighederne er ikke gode nok, og teknologierne til 2. og 3. generations fremstilling af biobrændsel endnu ikke er gode nok, så du er nødt til at have andre, mere stabile energikilder. Der er det seneste år kommet meget stor fokus på skifergas, som mange lande, ikke mindst USA, har meget store reserver af, og som det samtidig er blevet muligt at udnytte med ny teknologi.

Befinder vi os i en supercyklus for råvarer?

Jeg mener, at der er mange gode begrundelser for, at vi har befundet os i en supercyklus siden 2000 trods bump på vejen. Skal man definere det, er det en kombination af flere forhold - en "perfect storm" med begrænset udbud, stærkt stigende efterspørgsel fra Emerging Markets, klimaændringer som rammer fødevarerne, metalminer, som løber tør, et underinvesteret oliemarked. Forhold, som tilsammen har givet meget store udfordringer på udbudssiden. Skal den situation forbedres, så kræver det til-

pasninger af forskellig karakter, men udfordringerne er så store, at vi sandsynligvis vil se stigende råvarepriser 5-10 år endnu. Derefter kan vi begynde at opleve en afbøjning i priserne, udløst af teknologiske fremskridt og øget brug og udvikling af substitutter. Man taler allerede i dag om substitutter i metaller, hvor kobber kan erstattes af aluminium i nogle tilfælde. Kobber er værdsat for gode ledende egenskaber, men i nogle sammenhænge er det ikke vigtigt.

Fødevarekrisen, som spillede en vigtig rolle i udløsning af MENA-krisen kan vel imødegås med at spise mindre kød?

I princippet ja, for kødproduktion kræver uforholdsmæssigt store mængder af korn m.v. Men trenden i Emerging Markets er helt klar; i takt med at velstanden stiger og enorme middelklasser med bedre købekraft spirer frem, så vil de have mere kød i den daglige kost. Det er et stort problem, især når klimaforandringer også peger på mere voldsomme vejrmønstre, der hurtigt kan ødelægge høsten - hvilket vi så sidste år med bl.a. oversvømmelser i Australien og skovbrande i Rusland. Mere gødning kan i et vist omfang hjælpe på den globale fødevareproduktion, men det grundlæggende problem er, at der ikke er meget opdyrkelig jord tilbage - det er svært at opdyrke nye arealer. Det kan dog ikke udelukkes, at klimaforandringer giver mere gunstige dyrkningsforhold nogle steder. Ligesom teknologiske fremskridt kan øge mulighederne, hvilket eksempelvis er tilfældet i Brasilien, hvor man med ny teknologi har formået at

midlertidig afmatning i opsvinget. Får vi ret i det, vil ikke blot olien, men hele råvarespektret stige i det næste par år. Det vil være drevet af den stigende efterspørgsel i Emerging Markets, og det vil give markante udfordringer på udbudssiden, som vil føre til højere priser medmindre man oplever markante teknologiske fremskridt på forskellige områder, men det er ikke realistisk på så kort sigt.

Når vi nu fik en advarsel med olieprisens top for tre år siden i 147 USD/tønde; når alle ved, at de store udviklingsøkonomiers høje vækst i mange år frem vil kræve enorme mængder olie; når mange taler om Peak Oil

dræne hidtil uopdyrkelige områder. Mens man andre steder med nye vandingssystemer har kunnet opdyrke områder, der før var for tørre.

Men alt peger på, at de ressourcestærke lande har gode kort på hånden...

Ja, bestemt. Hvad angår olien, så har MENA-krisen endnu engang mindet os om, at vi er afhængige af OPEC og andre regioner med stor politisk risiko. Det grundlæggende problem er den måde, som OPEC agerer på. De hylder sig selv for at stabilisere oliemarkedet, men det er og bliver et kartel, som hindrer, at vi får de korrekte prissignaler i markedet. Nu hvor vi har brug for, at de øger produktionen i olie pga. Libyens fravær, så vil de ikke. Vi mener ikke, at Saudi-Arabien har øget produktionen, som de ellers har erklæret.

Saudi-Arabien har jo også haft en strategi over for befolkningen, som betyder, at olieprisen – ifølge flere analyseinstitutter og finanshuse – ikke må gå under 90 USD/tønde, hvis de skal have balance på statsbudgettet.

Saudi-Arabiens konge har forsøgt i nogen grad at dele olien med befolkningen, og det har dæmpet utilfredsheden i befolkningen, som ikke mangler økonomisk frihed. Det var til gengæld ikke tilfældet i Libyen, hvor der var og er stor utilfredshed med, at Gaddafi har holdt pengene for sig selv og de andre i toppen af hierarkiet.

Hvordan ser du på MENA-krisens mulige udfald?

Det er meget vanskeligt at sige. Involveres Saudi-Arabien i mere direkte konflikt med

Iran, så har vi balladen, som kan sende olieprisen op i 200 USD/tønde. Fjernes Gaddafi i Libyen, hvilket ser ud til kun at være et spørgsmål om tid, så kan den globale olieproduktion hurtigt komme tilbage på et niveau, der giver lidt lavere priser. Men på den anden side – hvis befolkningen i andre lande, eksempelvis Algeriet, ser at det kan lykkes at vælte styret, så kan det udløse fornyet uro, og udfald i produktionen.

Har vi set en supercyklus eller noget, der ligner, i råvarer før?

Ja, når vi ser tilbage over flere århundreder, så har der – ligesom der har været konjunkturcykler – også været cykler i forskellige råvarer. De har typisk været 10-25 år – nogle har været karakteriseret af prisfald, andre af prisstigninger. Det, der er sket inden for de seneste 10 år, er, at en nedadgående trend i oliepriserne er blevet afløst af en opadgående.

Er drivkræfterne bag denne råvarecyklus så stærke, at det vil vare længere tid denne gang?

Vi kan ikke vide på forhånd om det er strukturelt anderledes; hvor lang tid, der går før substitution slår igennem, og der bliver udviklet alternative forsyningskilder m.v. Meget vil afhænge af den teknologiske udvikling. Det er en stærk råvarecyklus, men det gør ikke, at vi ikke kan se perioder med fald.

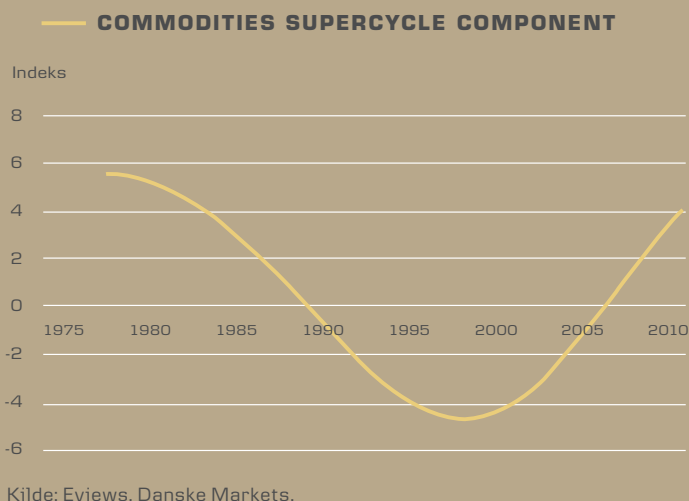
Stigende råvarepriser giver bekymring om inflationsudviklingen...

Det er klart, at i et regime, hvor råvarepriserne er generelt stigende, har det stor betydning for inflationen. Det gælder især i

Emerging Markets, hvor fødevarer typisk fylder 30-50 pct. i forbrugerprisindekset. Disse udviklingsøkonomier kan ikke styre hverken befolkningsvæksten eller efterspørgselen, og råvarernes udbudsside har de ingen kontrol over. Så de skal kæmpe mod prisstigninger fra råvaremarkederne, og det eneste våben de reelt har er den økonomiske politik.

Vestens centralbanker får jo ros for, at det var deres opstramning af pengepolitikken, der fra 80'erne og fremefter fik bugt med den høje inflation, der havde domineret 70'erne. Er du enig i det?

Nej, faktisk ikke. Centralbankerne i Vesten har i perioden 1980-2000 fået overordentlig meget hjælp fra andre kanter – nemlig i form af teknologiske fremskridt, som øgede produktiviteten voldsomt samt mindre magt hos fagforeningerne, høj ledighed, outsourcing og i det hele taget den øgede konkurrence som følge af globaliseringen. Desuden er der faktisk noget, der tyder på, at den sammenhæng mellem kort og lang rente, som man har antaget, ikke holder i virkeligheden. Den lange rente, som er afgørende for inflationen, hænger tættere sammen med finanspolitikken. Mange centralbanker var efter min mening alt for fokuserede på inflationsmål op til finanskrisen og undlod derfor at reagere på bobler i aktie- og boligmarkederne. Det er ikke længere i samme grad løn-pris spiraler, der skaber inflation sådan, som vi så i 70'erne, og det skaber problemer for pengepolitikken – fremadrettet vil det snarere være stigen de råvarepriser, der er kilde til inflation, og disse kan centralbankerne ikke gøre ret meget for at modgå."



Beregninger foretaget af Christin Tuxen og kolleger bekræfter, at vi befinder os i en supercyklus for råvarer:

Vi har vha. en række statistiske tekniker søgt at finde et mål for de større cykler i råvarer på flg. måde: Først deflateres nominelle priser for forbrugerpris-inflation så reale priser fås. Dernæst renses disse prisserier for konjunkturudsving, så langsigtede trends fanges. Til slut undersøges det, om priserne på en lang række energi-, metal- og landbrugsprodukter samvarierer over tid. Vi finder en høj grad af samvariation, og det er tydeligt, at en ny opadgående trend blev påbegyndt omkring år 2000. Denne kan efter vores vurdering have 5-10 år mere at løbe på.



Verdensøkonomien er i en supercyklus – eller en grå tidsalder

Legende børn foran en tidslinje over evolutionen ved Natural History Museum.

To store banker er dybt uenige.

Sidste år i september vakte det opsigt, da Deutsche Bank præsenterede en rapport - *From the Golden to the Grey Age* - hvori de konkluderede, at vi efter en gylden periode fra 1982 til 2007 med kun yderst moderate økonomiske tilbageslag, hjulpet på vej af

lavrentepolitik, gæld og globalisering, står over for en lang periode med langt kortere konjunkturcykler og høj volatilitet.

I november kom så Standard Chartered på banen med deres helt anderledes optimistiske rapport – *The Super-Cycle Report* - som konkluderede, at verdensøkonomien befinder sig kun 10 år inde i en supercyk-

lus, den kun tredje af sin slags i historien, drevet af den nye verdensorden.

I det følgende gennemgås hovedpunkterne i de to rapporter, som til trods for at de blev publiceret for hhv. 9 og 7 måneder siden stadig er yderst læseværdige på grund af de langsigtede perspektiver.

The Super-Cycle Report

Standard Chartered definerer en supercyklus i økonomien som: "En periode med historisk høj global vækst, varer en generation eller mere, drevet af stigende handel, høje investeringsrater, urbanisering og teknologisk innovation, karakteriseret af fremkomsten af store, nye økonomier, først set i form af høje catch-up vækstrater i den fremspiende verden."

Verdensøkonomien har to gange tidligere oplevet en supercyklus. Den første fandt sted i anden halvdel af det 19. århundrede, fra 1870 og frem til 1913, kort før 1. verdenskrig. I den periode var verdensøkonomien vidne til et skift opad i den gennemsnitlige årlige vækstrate til 2,7 pct. mod 1,7 pct. i de foregående 50 år. Amerika var den store vinder og rykkede fra en fjerde- til en førsteplads på ranglisten over verdens største økonomier.

Den anden supercyklus perioden fra 1946 til 1973. Den globale vækst var i perioden 5,0 pct. årligt. Japan og de asiatiske tigre var vinderne i denne periode. Japan rykkede eksempelvis fra at udgøre 3 pct. til 10 pct. af verdensøkonomien.

Den hastige vækst i begge perioder afspejlede en række faktorer. Især i den første cyklus var det en større anvendelse af nye teknologier, udviklet under Den industriel-

le Revolution og fremkomsten af en ny stor økonomi i form af USA.

Den anden cyklus afspejlede mange faktorer, især rekonstruktionen efter 2. verdenskrig, som involverede investeringer, genopbygning og catch-up plus både fremkomsten af en betydelig middelklasse i den vestlige verden og af eksporterende nationer i Asien. Denne cyklus var også karakteriseret af kulturelle skift og et baby boom.

DEN NUVÆRENDE SUPERCYKLUS

Den tredje supercyklus startede ifølge Standard Chartered i 2000. Perioden siden afslutningen af den anden supercyklus var karakteriseret af konstante økonomiske udfordringer i Vesten, en afmatning i Japan, kollapset i Sovjetunionen, gælds- og valutakriser i Latinamerika og den relativt lille størrelse af Kina og Indien, som kun var i de tidlige faser af at overgå til mere åbne økonomier. Der var ikke nogen dynamisk drivkraft for verdensøkonomien. I 2000 var global BNP på 32.000 mia. USD. I dag (nov. 2010, red.) efter en global recession og finanskrise er tallet næsten dobbelt så stort og over toppen før krisen ligesom niveauet for den globale handel.

Supercyklen vil vare mindst til 2030. På det tidspunkt, vurderer forfatterne bag rap-

porten, vil den globale økonomi i reale termer være på 143.000 mia. USD, hvis den kinesiske og indiske valuta stiger over for dollaren i et omfang, som Standard Chartered skønner som realistisk.

De primære drivkræfter i supercyklen vil være stigende handel, især blandt udviklingsøkonomier, hastig industrialisering, urbanisering og stærkt voksende middelklasser. Antallet af mennesker i byer vil vokse fra 3,4 mia. i dag til 5 mia. i 2030.

Asien vil drive det meste af den globale vækst. Levestandarder, målt som realindkomst pr. indbygger, vil være steget med en faktor 9 i Kina og Indien mellem 2000 og 2030. De stigende indkomster vil sende milliarder af mennesker ind i middelklasser og øge forbruget markant, hvilket vil øge den indenlandske økonomiske vækst. Kina estimeres at vokse med 6,9 pct. årligt i snit frem mod 2030 og vil overhale USA i størrelse inden for dette årti. Indien skønnes at vokse med 9,3 pct. årligt i de næste 20 år, og vil være verdens tredjestørste økonomi i 2030, ikke langt efter USA.

Men også i andre udviklingsøkonomier i Afrika, Mellemøsten, Indonesien og Latinamerika vil vækstpotentialet blive udløst. Hundreder af millioner af mennesker i disse lande og Asien vil gå ind i den glo-

bale arbejdsstyrke, drive urbanisering, høje investeringsrater og teknologisk innovation. Og hvor tidligere supercykler var drevet af relativt små befolkninger, vil den aktuelle supercyklus involvere 85 pct. af verdens befolkning.

De udviklede lande vil økonomisk klare sig nogenlunde godt i supercyklen, men udviklingsøkonomierne vil klare sig bedre. I de to første supercykler tegnede de fremadstormende økonomier sig for hhv. 20 og 28 pct. af den globale vækst – denne gang ventes tallet på 68 pct.

Supercyklusen vil øge efterspørgselen på råvarer markant og dermed favorisere ressourcerstærke lande og regioner som MENA, Rusland og Latinamerika, mens det ser skidt ud for de, der mangler ressourcer og er stærkt importafhængige som USA, EU og Japan.

De sidstnævnte er endvidere tyngt af deres gældsbyrder, som vil veje tungt i mange år. De har dog stadig en fordel, hvad an-

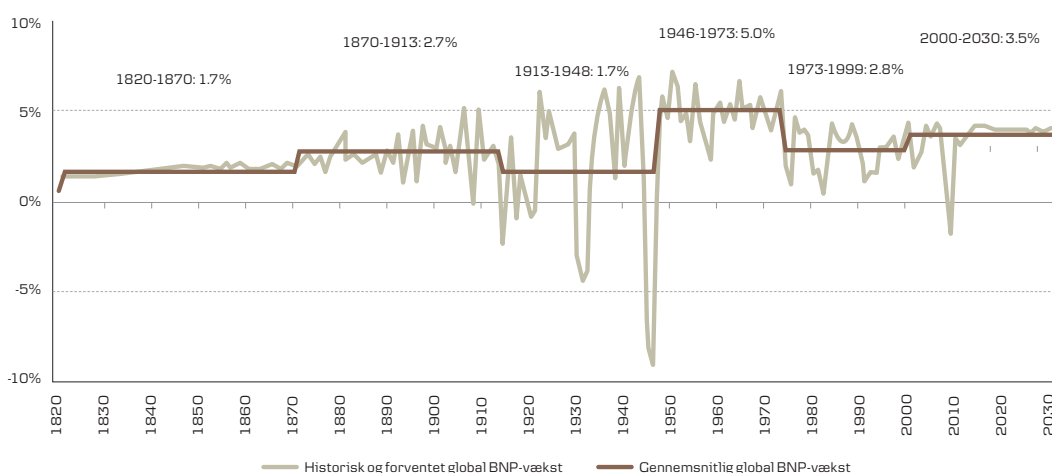
går kreativitet og innovation. Men da de ikke kan konkurrere på lønomkostninger og med store investeringer i udviklingsøkonomierne, som indsnævrer forskellen på maskineri, infrastruktur og uddannelse er det af afgørende betydning for de udviklede lande, at de stadig udvikler deres kreative fordel – dvs. de skal styrke deres evne til at innovere produkter og processer og ekspandere deres kreative industrier, som tilbyder produkter og services, der i stigende grad vil blive efterspurgt af de hastigt voksende middelklasser i udviklingsøkonomierne. Men Vesten har naturligvis ikke monopol på kreativitet og innovation og må se deres forspring blive indhentet med tiden. I 2030 vil halvdelen af verdens universitetskandidater komme fra Asien (ekskl. Japan).

Det skal for en ordens skyld påpeges, at det i rapporten fremhæves, at selv om der er tale om en supercyklus, så bliver det bestemt ikke uden bump på vejen – konjunk-

turcyklen lever stadig. Det erkendes, at der er mange udfordringer forude for Vesten, og udviklingsøkonomierne skal passe på med ikke at falde i den samme fælde som Vesten med billige penge, gældsætning og gearing og aktivpriser, der får lov at stige uhindret til urealistiske højder. Der vil være behov for en årvågen og fornuftig økonomisk politik, og det forventes generelt, at der vil være mange kortere cykler.

Generelt ser rapporten med bekymring på de samme forhold som Deutsche Bank i deres rapport, herunder også problemet med en aldrende befolkning i mange lande. Men det overordnede synspunkt er, at supercyklen vil være drevet af Den Nye Verdensorden, skiftet i økonomisk og finansiel balance fra vest til øst, og det vil mere end opveje de mange udfordringer, som verdenssamfundet også står overfor.

Super-cycles – Global BNP-vækst



Kilder: Angus Maddison, IMF, Standard Chartered Research

Et nyt højhastighedstog, som forbinder Shanghai og Hangzhou afventer passagerer forud for togets første tur i Shanghai, Kina. Shanghai-Hangzhou højhastighedsbanen reducerer rejsetiden mellem de to byer fra 1,5 time til 45 minutter.



From the Golden to the Grey Age

Ser man på gældsudviklingen i de vestlige, udviklede lande op gennem det 20. århundrede, så sker der noget markant fra 80'erne, ikke mindst i USA. Gælden hos husholdninger, virksomheder og banker begynder at vokse markant.

GÆLDSÆTNINGEN OG GLOBALISERINGEN

Fra de tidlige 80'ere til starten af den globale finanskrisen blev økonomien mere og mere forgældet for hvert år. Federal Reserve og centralbanker rundt omkring i verden kunne nyde den luksus at operere i et miljø med faldende inflation, men det var globaliseringen, outsourcingen og den skærpede internationale konkurrence, der sørgede for det – det var ikke centralbankernes for tjeneste.

De gjorde tværtimod den fejl, at fordi de ikke kunne se forbrugerpriserne stige, så benyttede de lejligheden til at sætte renten ned, og dermed lagde de fundamentet for yderligere gældsætning i den private sektor. Med stædig fastholdelse af den ekspansive pengepolitik til trods for den markante stigning i priser på jord, ejendomme og aktier udskød de også gang på gang den naturlige recession, som ellers normalt plejer at komme efter en længere optur.

Faktisk har amerikansk økonomi været i recession knap en tredjedel af tiden siden 1854, men det er jo ikke lige det billede man får, hvis man kun ser på udviklingen siden 1982, hvor USA kun har været i recession i 16 måneder. Men faktum er altså, at USA har haft 33 konjunkturcykler siden 1854 og ser man bort fra "den gyldne periode", så har medianlængden af en konjunkturcyklus været på 3,7 år.

DEMOGRAFIEN

En anden vigtig drivkraft for den gyldne periode var af demografisk karakter. Mellem 1950 og 2000 voksede verdens befolkning med en af de højeste vækstrater i historien. Det meste af væksten kom i form af "baby boomers" født i den tidligere del af denne 50 års periode, og dermed nåede de deres økonomiske "prime time" mod slutningen af perioden. Der var altså en meget stor andel af erhvervsaktive i forhold til ikke-erhvervsaktive. Det billede er nu ved at ændre sig til det modsatte. Relativt små ungdomsårgange og baby boomer-generationen, der skal pensioneres, er et billede, som vil dominere den vestlige verden i de nærmeste årtier.

Desværre vil også en del af udviklingsøkonomierne blive ramt af en tilsvarende

de udvikling. Kina har udsigt til en demografisk udvikling næsten identisk med den vestlige verdens. Forskellen er blot, at det først er omkring 2015, at kineserne vil begynde at se, hvad Japan så i 1990, USA i 2000 og Europa i 2010. Fra dette tidspunkt vil andelen af de, der er i deres økonomiske "prime" begynde at falde i forhold til de unge og ældre ikke-erhvervsaktive. Kina kan blive gammel, før det bliver rigt. Indien, derimod, vil se denne andel stige helt ud til 2050. Forfatterne til rapporten anfører, at de ikke vil blive overraskede, hvis Indien bliver det nye Kina i de kommende år, mens Kina vil opleve problemer som de vestlige lande.

Overordnet set vil der dog være en voksende andel af mennesker i deres "prime" frem mod 2050, men det vil kun være en rent befolkningsmæssig udvikling, ikke en økonomisk. Ser man bort fra Indien, så er det de fattigste lande i verden, der har udsigt til den bedste demografiske udvikling.

Forfatterne spår, at den udviklede verden står over for vanskelige årtier. Den demografiske udvikling varsler en mindre arbejdsstyrke og en større forsørgerbyrde. Og det kommer på et tidspunkt, hvor mange vestlige lande er forgældede som aldrig før – ikke blot i den private men også den statslige sektor. Dermed er det finanspolitiske råderum yderst begrænset, og det samme gælder pengepolitikken, da renterne allerede er i bund.

"Overordnet vær forberedt på mere volatilitet, kortere konjunkturcykler, mere kvantitativ pengepolitik, aldrende befolkninger og afkast under gennemsnittet på mange aktiver. Køb og behold er næppe den optimale strategi over de næste få år. Handel omkring de mere hyppige forretningscykler vil sandsynligvis være afgørende", lyder konklusionen.

Potentielle startdatoer for recessioner baseret på historiske gennemsnit/median længder af konjunkturcykler

	Alle cykler		Præ-1982 cykler	
	Gennemsnit	Median	Gennemsnit	Median
Seneste recession start	Dec 2007	Dec 2007	Dec 2007	Dec 2007
Recession 1 start	Aug 2012	Aug 2011	Mar 2012	Jun 2011
Recession 2 start	Apr 2017	Apr 2015	Jun 2016	Dec 2014
Recession 3 start	Dec 2021	Dec 2018	Sep 2020	Jun 2018

Kilde: Deutsche Bank, NBER

Note: Beregningerne er foretaget med udgangspunkt i konjunkturcykler siden 1854.





Fødevarekrisen

– en skræmmende global udfordring

Det kræver kreativitet og samarbejde i stor skala, hvis det 21. århundredes madgyser ikke skal blive endnu mere uhyggelig.

Det er ikke noget, man får indtryk af i de vestlige medier, men faktum er, at en global fødevarekrise er i fuld gang. FN's fødevareprisindeks har i 2011 sat ny rekord, og alene verdensmarkedsprisen på hvede er over det seneste år steget med 75 pct. Men det betyder ikke det store i de rige lande, hvor mindre end en tiendedel af indkomsten går til mad, og en prisstigning på hvede kun i beskedent omfang slår igennem på prisen for et færdiglavet brød i supermarkedet. Men for planetens fattigste 2 mia. mennesker, hvor 50-70 pct. af indkomsten bruges på mad, gør det virkelig ondt, når den hvede de bruger til selv at bage brød med, stiger så voldsomt. Det kan betyde, at to måltider om dagen reduceres til et, og den slags situationer kan føre til social uro og endda revolutioner, skriver Lester R. Brown, præsident for Earth Policy Institute for nylig i Foreign Policy.

Det sidste er jo faktisk allerede set i Mellemøsten og Nordafrika, hvor de høje fødevarepriser reelt var tændsatsen til urolighederne, der først startede i Tunesien og siden har bredt sig, bl.a. til Libyen, som dækker 90 pct. af landets kornbehov via import.

Det er ikke første gang i historien, at fødevarepriserne stiger i en periode, men det har næsten altid været drevet af ekstremt vejr – en svigtende monsun i Indien, en tørke i det tidligere Sovjet, en hedebløge i USA's midtvest. Sjældne begivenheder, men fordelene var, at der var muligheder for at supplere. USA, verdens største kornproducent, havde fra midten af det 20. århundrede og frem til 1995 enten store kornoverskud eller ledige dyrkningsområder, som kunne tilplantes for at redde lande i nød. F.eks. da Indiens monsun svigtede i 1965, var den amerikanske regering i stand til at sende en femtedel af USA's hvedehøst til Indien og dermed afværge en hungersnød. Denne mulighed er der ikke mere. Sikkerhedsbufferen er væk. Det er der flere forklaringer på:

BEFOLKNINGSVÆKST: Hver aften sætter 219.000 flere mennesker sig til det globale middagsbord, svarende til 80 mio. årligt, næsten alle sammen i udviklingslande. Verdens befolkning er næsten fordoblet siden 1970. Vi er i dag 7 mia., og ventes at være 9,2 mia. i 2050.

KØDSPISNING: Den økonomiske fremgang i udviklingsøkonomierne skaber enorme middelklasser med forøget købekraft. Omkring 3 mia. mennesker vil i takt med stigende velstand bevæge sig opad i fødekæden og efterspørge mere mælk, æg og kød.

Men især kødproduktion kræver en stor del af afgrøderne som dyrefoder. Kornforbruget pr. indbygger i USA (320 mio. indb.) er fire gange så højt som Indiens (1,2 mia.), hvor korn foreløbig kun i begrænset omfang konverteres til animalsk protein. Foreløbig.

BIOBRÆNDELSE: USA, der før kunne fungere som stødpude mod dårlig høst andre steder, konverterer enorme mængder korn til biobrændsel. Selv om det globale kornforbrug stiger med accelererende hastighed, så overgås det af USA's produktion af biobrændsel. I 2010 høstede USA knap 400 mio. tons korn, hvoraf 126 mio. tons blev anvendt til biobrændsel. Og jo mere olieprisen stiger, desto mere profitabelt bliver det at bruge kornet til produktion af biobrændsel. I Europa er det også problematisk med målet om, at i 2020 skal 10 pct. af transportsektorens energi i EU komme fra biobrændsel.

GLOBAL OPVARMNING: Global opvarmning forringer høsten. En tommelfingerregel siger, at for hver grad temperaturen er over vækstsæsonens optimale niveau, falder høsten med 10 pct. Illustreret med Ruslands hedebløge i 2010, hvor høsten faldt med knap 40 pct.

VANDING: Overdreven brug af vanding udtømmer vandreserverne mange steder. Saudi-Arabien har eksempelvis i 20 år væ-



ret selvforsynende med hvede, men vandreserverne er nu i stort omfang ved at være udtømte, og landet bliver tvunget til snart at importere al korn, skriver Lester R. Brown, som tilføjer at lignende problemer ses i 17 andre lande, heriblandt Syrien, Irak og Yemen. Men værst er problemet i Indien og Kina. Ifølge Verdensbanken lever 175 mio. mennesker af korn i Indien, som er produceret ved overvanding. I Kina estimeres tallet at være 130 mio.

UDPINT JORD: Udpining af jorden og ørkendannelse ses også mange steder, heriblandt Kina.

UDBYTTEBEGRÆNSNING: I 60 år har vi været vant til at udbyttet af afgrøderne er vokset jævnt, faktisk en tredobling siden 1950. Men i de lande med brug af den mest avancerede landbrugsteknologi er potentialet ved at være udtømt. I Japan er rishøsten ikke forøget i 16 år, og Kina ser også ud til at ramme loftet. De to lande alene tegner sig for 1/3 af verdens rishøst. Tilsvarende stagnation ses hos Vesteuropas tre største hvedeproducenter Storbritannien, Tyskland og Frankrig.

POLITISKE SPÆNDINGER VIL VOKSE

Risikoen for tiltagende geopolitiske spændinger ved denne udvikling er åbenlys. Der indgås bilaterale aftaler, der laves eks-

portforbud af korn, og der lejes eller købes jord i fattige lande. Da langt størstedelen af de opdyrkkelige landområder Jorden er i brug, så fik allerede den første fødevarekrise i 2008 gang i det sidste. Flere lande med Saudi-Arabien, Korea og Kina i spidsen tog i 2008 det usædvanlige skridt at leje eller købe jord i andre lande med henblik på dyrke korn til eget forbrug. I de fleste tilfælde fandt det sted i Afrika, hvor nogle regeringer udlejer jord for mindre end 1 dollar pr. acre årligt. Blandt landene var Etiopien og Sudan, lande hvor millioner af mennesker i forvejen modtager fødevarehjælp fra FN's World Food Program. Ved udgangen af 2009 havde der fundet flere hundrede aftaler sted, og en undersøgelse af Verdensbanken i 2010 viste, at knap 140 mio. acres var omfattet – et område, der er større end USA's landbrugsjord til majs og hvede. Aftalerne omfatter typisk også retten til vandet i området, og i områder med store floder påvirker det dermed også områder uden for aftalerne. Vand fra Nilen anvendt til landbrug ved de udlejede områder i Etiopien og Sudan, når således ikke Egypten.

Potentialet for konflikter er stort - mange aftaler om jord er også blevet indgået i hemmelighed og i de fleste tilfælde var jorden allerede i brug af lokalbefolkningen.

"Verden er nødt til at fokusere ikke blot på landbrugspolitik, men en struktur som integrerer den med energi, befolkning og vand-

politikker, alle forhold, som påvirker fødevaresikkerheden", skriver Lester R. Brown, som efterlyser globalt samarbejde men konstaterer, at det ikke sker, tværtimod er tendensen stigende national selvhævdelse. Men situationen bliver stadig mere kritisk og følsom over for nye chok, eksempelvis, hvis en hedebløge som i Rusland rammer Chicago.

I runde tal kostede Ruslands reduktion i høsten 40 mio. tons korn, men et tilsvarende fald i USA's høst ville koste 160 mio. tons. Dette ville ifølge Lester R. Brown have reduceret verdens kornlagre til 52 dages forbrug. Ikke blot det laveste nogensinde, men også væsentligt under de 62 dage, der var niveauet, da kornpriserne i 2007-08 blev tredoblet.

"Hvis vi ikke kan producere højere udbytter af afgrøderne med mindre vand og bevare fertile jorder, så vil mange landbrugsarealer ophøre med at være funktionsdygtige. Og dette går videre end landmændene. Hvis vi ikke bevæger os med "wartime speed" for at stabilisere klimaet, er vi måske ikke i stand til at forhindre løbske fødevarepriser. Hvis vi ikke kan accelerere skiftet til mindre familier og stabilisere verdens befolkning nu frem for senere, så vil antallet af sultende næsten med sikkerhed fortsætte med at vokse. Tiden er inde til at handle nu – før fødevarekrisen af 2011 bliver den nye normal", advarer Lester R. Brown.



Investering med Danske Mobilbank

Kunder med depoter i Danske Bank kan udover at foretage almindelige bankforretninger også følge deres investeringer og handle aktier, obligationer og investeringsbeviser på mobilen.

For ni måneder siden blev Danske Mobilbank præsenteret, en gratis app til iPhone - og en måned senere til smartphones baseret på styresystemet Android. Den blev taget godt imod af kunderne, men en tæt føling med kundernes behov er et nøglebegreb i Danske Bank. Derfor lyttede man også til den efterlysning af andre funktioner til Mobilbank, som kunderne efterspurgte. Og i starten af 2011 oprettede man så Danske Idébank på Facebook.

Hensigten var ganske enkelt, at man forud for en videreudvikling af Mobilbank vil-

le sørge for på struktureret vis at give alle mulighed for at komme med idéer til, hvad den nye version skulle indeholde.

Initiativet blev en succes, og det væltede ind med engagerede forslag. Udviklerne tog de bedste forslag med i projektet, og i midten af maj blev den nye version så præsenteret.

Investering var en populær idé og i Danske Mobilbank kan kunderne nu straks handle flere end 230 skandinaviske aktier, heraf 55 danske aktier og 80 Danske Invest Fonde. Herudover kan man vælge mellem 170 obligationer, hvoraf de 75 er danske.

Mobilbanken giver også kunderne overblik over deres investeringsdepoter. De kan blandt andet se deres gevinst/tab, hvordan deres papirer har udviklet sig og få de seneste kurser fra Nasdaq OMX.

Et vigtigt element i Mobilbank, som er baseret på et konkret kundeforslag, er i øvrigt, at man har adgang til mobilbanken helt

uden brug af NemId. Det betyder, at mobilbanken dermed bliver kundernes hurtigste vej til deres værdipapirer og depoter. Man har kun brug for NemID-nøglekortet, hvis man skal handle værdipapirer eller foretage transaktioner.

Danske Mobilbank kan downloades gratis fra App Store på iPhones og i Market for Android-baserede smartphones. Også folk, der ikke er kunder i Danske Bank, kan have gavn af den nye app, som blandt andet giver mulighed for at følge udviklingen på de vigtigste aktiemarkeder, se dagens højeste/laveste bud på værdipapirer, få grafisk overblik og opbygge lister over egne favoritaktier.

290.000 havde efter otte måneder hentet Danske Mobilbank i den første version. 18 dage efter præsentationen havde 220.000 hentet Danske Mobilbank v. 2.0.

Opsparing i virksomhedsskatteordningen

Selvstændigt erhvervsdrivende, der anvender virksomhedsskatteordningen, har mulighed for at opspare overskud i virksomheden. Det benytter mange sig af, og det er der en række skattemæssige fordele ved sammenlignet med at hæve overskuddet og spare pengene op i frie midler.

Der er dog begrænsninger i hvilke typer værdipapirer, du må investere i for midler i virksomhedsskatteordningen i forhold til frie midler. Investerer du i ikke tilladte værdipapirer, kan det betyde en utilsigtet beskatning.

Da man i første omgang kun betaler en acontoskat og dermed får "lov til at forrente skattevæsenets penge", er det manges opfattelse, at det giver en større formue at spare op i virksomhedsordningen. Det er imidlertid en ikke tilfældet. Der betales skat af hele det overskud og afkast, der spares op i virksomheden, når det bliver hævet.

FORMÅL OG FORDELE

Et af formålene ved at spare op i virksomhedsskatteordningen er, at du kan foretage indkomstudjævning og dermed flytte indkomst til beskatning til et andet tidspunkt, f.eks. hvis du kan flytte indkomst fra perioder, hvor du betaler topskat til perioder, hvor du alene betaler bundskat.

En anden fordel ved at spare op i virksomhedsskatteordningen opstår, når afkastbeskatningen er lavere end på frie midler.

Der er yderligere den fordel ved virksom-

hedsskatteordningen, at en andel af virksomhedens overskud (kapitalafkast) kan beskattes som kapitalindkomst i stedet for som personlig indkomst. Man kan altså flytte en andel af overskuddet til en lempeligere beskatning.

VÆRDIPAPIRER, DER MÅ INDGÅ I VIRKSOMHEDSSKATTEORDNINGEN

De aktiver, der indgår i virksomhedsskatteordningen, skal som udgangspunkt være erhvervsmæssige aktiver. Da det kan være vanskeligt at afgøre, om en kontant beholdning eller en post værdipapirer er erhvervsmæssig eller ej, er det i loven defineret hvilke typer af værdipapirer, der kan indgå i virksomhedsskatteordningen.

Du må for midler i virksomhedsskatteordningen investere i

- Forrentede obligationer og forrentede indeksobligationer
- Strukturerede obligationer, der lagerbeskattes efter reglerne for finansielle kontrakter
- Konvertible obligationer, så længe de ikke er konverteret til aktier
- Akkumulerende investeringsbeviser
- Aktier i investeringsselskaber, der lagerbeskattes
- Almindelige indlån

Men du må ikke investere i følgende værdipapirer

- Almindelige aktier
- Udloddende investeringsbeviser
- Uforrentede obligationer
- Præmieobligationer
- Andelsbeviser

Som det fremgår er det altså ikke muligt at købe almindelige aktier eller udloddende investeringsbeviser for midler omfattet af virksomhedsskatteordningen. Det betyder blandt andet, at midler, der er omfattet af virksomhedsskatteordningen, ikke kan investeres i Flexinvest Fri ordninger.

Har du investeret i konvertible obligationer, kan disse kun indgå i virksomheden, så længe de ikke er konverteret til aktier. Hvis de konverteres til aktier, kan aktierne ikke indgå i virksomheden, og et beløb svarende til aktiernes værdi anses for overført til dig efter hæverækkefølgen.

HVIS DU HAR INVESTERET I IKKE TILLADTE VÆRDIPAPIRER

Har du investeret i værdipapirer, der ikke må indgå i virksomhedsskatteordningen, anses det investerede beløb som hævet i virksomheden på købstidspunktet. Beløbet hæves i henhold til hæverækkefølgen. Det rammer specielt hårdt, hvis du har store opsparede overskud fra tidligere indkomstår, og derfor skal afregne den udskudte indkomstskat. Se eksempel.

Eksempel

Køb af aktier i virksomhedsskatteordningen = hævning	100
Acontoskat	33
Beløb til beskatning	133
Skat incl. arbejdsmarkedsbidrag, 56,3%	75
Modregning af acontoskat	-33
Skattebetaling som følge af investering i ikke tilladte værdipapirer	42

Hvis du er i tvivl om, hvad du må investere dine midler i virksomhedsskatteordningen i, så anbefaler vi, at du kontakter din rådgiver i banken.

Husk...

Hvis du er omfattet af reglerne for udvidet selvangivelse (fristen udvidet til 10. juli) og har handlet aktier og investeringsbeviser, der er optaget til handel på et reguleret marked, vil gevinst/tab herpå normalt fremgå af servicebrevet. Men har SKAT ikke kendskab til dine anskaffelseskurser, eller har du handlet aktier og/eller investeringsbeviser, der ikke er optaget til handel på et reguleret marked, skal du selv huske at selvangive resultatet.

Hvis du har restskat for 2010, bør du indbetale før 1. juli 2011 for at undgå et procenttillæg på 6,2 pct. Betaler du før 1. juli 2011, skal du betale et rentetillæg, der beregnes fra 1. januar 2011 ud fra en rente på 4,2 pct. p.a.

Hvis dit selskab har kalenderårsregnskab, skal du på selvangivelsen (frist 3. juli) for 2010 huske at oplyse om værdien af selskabets porteføljeaktier primo indkomståret 2010 samt om den såkaldte nettokurstabskonto for porteføljeaktier. Det er første gang, at selskaber med kalenderårsregnskab skal selvangive om nettokurstabskontoen, der opgøres samlet for selskabets beholdning af porteføljeaktier ved begyndelsen af indkomståret 2010 uanset ejertid. Saldoen på nettokurstabskontoen er et udtryk for selskabets urealiserede nettotab på aktier ved begyndelsen af indkomståret 2010. Det opgjorte nettokurstab modregnes i fremtidige nettoavancer på porteføljeaktier eller på udloddende investeringsbeviser.

Kreativ skiltning i et One Stop Career Link Center i San Francisco, California, USA, fredag 3. juni 2011. Antallet af nye jobs faldt i april for første gang i tre måneder.



Global afmatning dæmper renterne

Det globale opsving er ustabilt med svage nøgletal i en række lande og regioner, og inflationsfrygt er fortrængt af vækstfrygt.

Siden starten af april er de tyske 10-årige renter faldet med 45 bp og 16 bp siden midten af maj. I samme periode er de 10-årige renter i USA faldet med hhv. 48 bp og 15 bp. Baggrunden for de lave renter to år inde i opsvinget er en stigende bekymring for, om den globale fremgang kan vare ved. Det giver en lang række nøgletal grund til at bekymre sig om.

USA

I USA er bekymringen særlig stor. Ledigheden er stadig høj, forbrugerne tilbageholdende, boligmarkedet har vist fornyet svaghed, og det ligger i kortene, at der skal strammes op på finanspolitikken. Statsgælden har ramt Kongressens vedtagne loft på 101 pct. af BNP, og Demokrater og Republikanere skal finde en løsning senest 2. august. At situationen er alvorlig bekræftes af, at de amerikanske statsobligationer for kort tid siden blev sat under observation af kreditvurderingsbureauerne.

Rentemæssigt har Federal Reserve (Fed) ikke mere krudt at skyde med, da renten allerede i lang tid har været nul. Desuden har centralbanken i to omgange (QE1 og QE2) ekspanderet pengepolitikken yderligere ved i stort omfang at købe stats- og realkreditobligationer.

Danske Markets Research (DMR) ventte ikke, at Fed hæver renten før i 2. kvartal 2012, lidt tidligere end markedet, der i øjeblikket indpriser juli 2012. På kort sigt er det store spørgsmål, hvad der sker, når QE2 udløber 30. juni 2011. Fed-chef Ben Bernanke udtalte 7. juni at, at pengepolitik ikke er et universalmiddel trods de mange udfordringer, og det var efter manges vurdering

en indikation af, at der ikke kommer en QE3. Men så mangler der en stor køber, da Fed i dag køber 70 pct. af alle nyudstedte statsobligationer mod normalt 10 pct. Hvad sker der så – vil nye købere betale samme pris som Fed?

”Det er en tricky situation. Hvis der nu var generelt gode nøgletal, ville vi se stigende renter. Men det er der ikke. Der er heller ikke højtratede statsobligationer i andre regioner, der skrider på at blive købt. I Europa er der gældskrisen, og i Japan med verdens næsthøjeste statsgæld og store økonomiske strukturelle problemer er renten meget lav. Så det er svært at sige, hvad der sker. Men det er vigtigt at bemærke, at der stadig er stor efterspørgsel efter dollaraktiver, og det er hverken realer eller virksomhedsobligationer, der er de mest interessante, men statsobligationer, hvor likviditeten også er meget høj. En anden vigtig faktor er også, at både Japan og Kina er vigtige købere, og det vil de af stabilitets- og valutahensyn blive ved med at være. Skal jeg konkludere noget, så må det være, at udløbet af QE2 vil føre til uændrede til faldende obligationsrenter i USA, og det vil være nøgletalsdrevet. Umidledbart vil man måske kunne se en svag stigning i renterne, men fokus vil hurtigt skifte til de dårlige nøgletal, og det vil lægge et pres på renterne,” siger Jens Peter Sørensen, chef-analytiker i Danske Markets.

Og idet de kommende måneder ventes præget af flere dårlige nøgletal er der grund til at forvente en sommerperiode med fortsat lave renter og mere eller mindre uændret rentekurve i USA.

EUROPA

I Euroland forventes inflationspresset at falde med en mere moderat råvareprisudvikling, men ECB ventes alligevel at fortsætte med rentestigninger, der blev indledt for et par måneder siden. Den næste på 25 bp ventes i juli. ECB er bekymrede for ”anden runde-effekter” af de prisstigninger, vi har set hidtil, dvs. kompenserende lønstig-

ninger, men en anden årsag til at hæve renten er også det ekstremt lave niveau, som anses for en trussel mod fremtidig finansiell stabilitet.

Kina har for et par måneder siden officielt bekræftet at de medvirker til stabilisere eurozonen på et vigtigt punkt ved at købe spanske statsobligationer. Desuden er der også set en stigende købslyst fra asiatisk side på EU- og EFSF-obligationer – udstedelser af eurobonds i forbindelse med redningspakkerne til de trængte eurolande.

Der ventes stigende renter over hele kurven i Europa, mest i den korte ende.

Danmarks Nationalbank vil fortsat følge ECB og bevare spændet på 5 bp mellem de ledende rentesatser. De danske obligationsrenter ventes stadig at udvikle sig parallelt med de tyske. Også her vil vi se en fladning af rentekurven i det kommende år.

KINA

Pengepolitikken forventes strammet lidt mere for at dæmpe inflationspresset, men forventes ophørt i tredje kvartal, når inflationsbilledet ventes at se mere favorabelt ud.

ANBEFALINGER

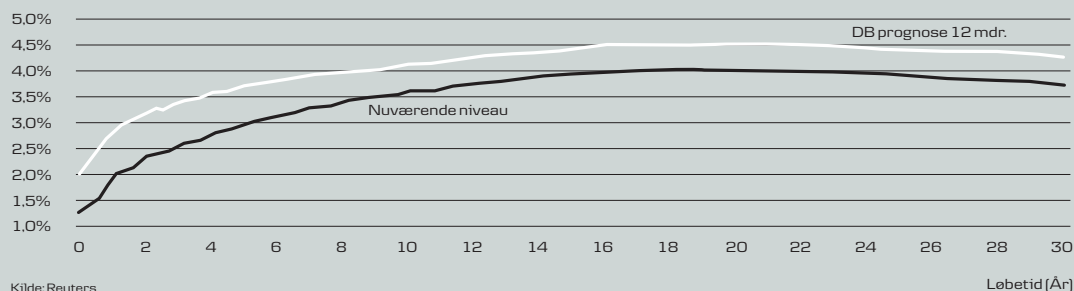
Vi fastholder vores generelle undervægt af varigheden trods usikkerheden på kort sigt, da vi fortsat forventer stigende renter på længere sigt. Vi forventer væksten igen vil tage til i andet halvår efter en mere den aktuelle bløde periode, der forventes at fortsætte henover sommeren.

Samtidig overvægtet vi realkreditobligationer mod statsobligationer, da specielt udbuddet af konverterbare realer er lavt, og danske stater ligger i et historisk lavt rentespænd til Euroland. Blandt realkreditobligationerne fastholder vi vores overvægt af 30-årige 5%-obligationer, 20-årige 4%-obligationer og korte flexlånsobligationer 2012-2015. Da vi samtidig forventer rentekurven vil flade (større stigning i de korte renter end de 10-årige), har vi en overvægt af 10-årige capped floaters og floaters.

Renteprognose - realkredit

DKK	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
3 mdr. Euribor	1,18	1,80	2,10	2,35
6 mdr. Cibor	1,64	2,25	2,55	2,70
F1	1,86	2,10	2,30	2,60
F3	2,52	3,00	3,20	3,50
F5	3,06	3,60	3,80	4,10
F10	3,91	4,30	4,50	4,80
4 % 2031	4,44	4,83	4,96	5,10
5 % 2041	5,10	5,35	5,50	5,74

Prognose for rentekurven



Kilde: Reuters

Renteprognose - statsobligationer

DKK	Spot	+ 3 mdr.	+6 mdr.	+12 mdr.
Repo-renten	1,30	1,55	1,85	2,10
3 mdr. Cibor	1,48	1,80	2,15	2,50
2-årig stat	2,00	2,20	2,45	2,75
10-årig stat	3,15	3,50	3,65	3,80
EUR				
Refi-renten	1,25	1,50	1,75	2,00
3 mdr. Euribor	1,48	1,70	2,00	2,35
2-årig stat	1,55	1,95	2,20	2,50
10-årig stat	2,98	3,35	3,50	3,65
USD				
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,50
3 mdr. Libor	0,25	0,35	0,45	0,85
2-årig stat	0,43	0,70	1,10	1,35
10-årig stat	3,07	3,30	3,45	3,60

Valutaprognose

	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
USD/DKK	515,0	504	511	541
EUR/DKK	745,8	746	746	746
JPY/DKK	6,43	6,11	6,02	6,22
GBP/DKK	838,9,0	811	838	867
CHF/DKK	611,1	574	587	587
SEK/DKK	82,2	85,3	85,7	84,8
NOK/DKK	94,7	96,9	96,9	96,9
EUR/USD	144,8	148	146	138
USD/JPY	80,1	82	85	87
USD/GBP	162,9	161	164	160

Notationen er som følger:

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

Råvareprognose

	Spot	2011 kv. 4	2012 kv. 4	2011 - gns.	2012 - gns.
Olie - NYMEX WTI (USD/tønde)	102	110	118	106	115
Olie - ICE Brent (USD/tønde)	120	116	120	114	119
Kobber (USD/t)	9.055	9.500	10.500	9.431	10.125
Zink (USD/t)	2.285	2.295	2.275	2.327	2.283
Nikkel (1000 USD/t)	23	26	28	26	27
Stål (USD/t)	555	570	600	561	593
Aluminium (USD/t)	2.660	2.650	2.700	2.602	2.694
Guld (USD/oz)	1.542	1.475	1.375	1.453	1.413
Matif Møll Hvede (EUR/t)	233	220	220	236	220
CBOT Hvede (USD/bushel)	747	731	691	771	691
CBOT Majs (USD/bushel)	784	710	730	697	723
CBOT Soyabønner (USD/bushel)	1.386	1.380	1.420	1.373	1.405

I 2014 GÅR DET HURTIGT NED AD BAKKE I RUSLAND



DET ER GODT NYT FOR VORES INVESTERING

Ruslands middelklasse vokser hastigt. Det samme gør behovet for en velfungerende russisk infrastruktur.

Olga Karakozova, porteføljerådgiver for Danske Invest, har fulgt Ruslands udvikling og det russiske aktiemarked på nært hold i ti år. For nogle år siden investerede Danske Invest, på baggrund af hendes rådgivning, i en førende russisk entreprenørvirksomhed, som står bag mange store projekter i Rusland.

Forberedelserne til vinter-OL i Rusland i 2014 er i fuld gang. Skiløjper, hoteller og anden infrastruktur skal etableres, og Danske Invest har investeret i et af de selskaber, der står bag flere af byggeprojekterne.

Vinter-OL forude

Siden Olga Karakozova udpegede entreprenørvirksomheden, er der gået sport i investeringen, og entreprenørvirksomheden spiller en central rolle i flere byggeprojekter i forbindelse med OL.

Personlig kontakt er afgørende

I en periode såede medierne tvivl om, hvorvidt byggeprojekter i forbindelse med OL skred frem efter planen. Derfor tog Olga Karakozova på besøg hos entreprenørvirksomheden. Her blev

hun overbevist om, at aktiviteterne forløb planmæssigt, og hun tror fortsat på, at selskabet er en attraktiv, langsigtet investering.

“For mig er det en afgørende del af min investeringsbeslutning at kunne se en virksomhedsleder i øjnene samtidig med, at han præsenterer selskabets fremtidige strategi”, fortæller Olga Karakozova.

Scan koden og se filmen med Olga Karakozova. Du kan også møde flere investeringseksperter på danskeinvest.dk.

