

INVESTERING

2010 // MAJ

SIDE // 22

ASGER AAMUND:

Danmark har ryggen mod muren

SIDE // 06

Verden ifølge Goldman Sachs

SIDE // 16

Euro-krisen er afværget

SIDE // 17

Clean Tech revolutionen
lader vente på sig

SIDE // 28

Udviklingsøkonomierne er på
vej - og giver innovation en ny
betydning

SIDE // 36

Renteforhøjelser udskydes

KORT NYT 4-5

Nye DI-afdelinger,
Verdens sorteste og grønneste nation,
George Soros og finansiel reform,
Big Pharma ser mod Big Asia

AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV 6-11

Verden ifølge Goldman Sachs

UDVALGTE AKTIER 12-13

Vallourec, Telenor, Danisco, Volkswagen

AKTIER - STRATEGI & PERSPEKTIV 14-15

Aktiestrategi:
Globale aktier forventes at stige herfra

FINANS & ØKONOMI 16

Eurokrisen er afværget

CLEAN TECHNOLOGY 17-21

Clean Tech revolutionen lader vente på sig
Solenergien er ikke brændt igennem endnu
Den nemme løsning: Spar på energien

INTERVIEW 22-27

Asger Aamund:
Danmark står med ryggen mod muren

**EMERGING MARKETS 28-35**

Udviklingsøkonomierne er på vej
Kinas vej mod verdensherredømme
Analytiker:
Indiens vækst kan overhale Kinas
Indien mangler strøm

RENTER & OBLIGATIONER 36

Renteforhøjelser udskydes

SKAT 37-39

Sommerhusudlejning til lav skat
Skatten af sommerhuse i udlandet
Udligningsskatten er landet

PROGNOSER & OBLIGATIONSOVERSIGT 40**VERDENSØKONOMIEN - KORT FORTALT 41****GLOBALE AKTIER & AKTIEALLOKERING 42****NORDISKE AKTIER 43**

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. Udgiver: Danske Bank - Holmens Kanal 2-12 - 1092 København K - Telefon 33 44 00 00 SWIFT: DABADKK www.danskebank.dk/kontakt - Redaktion: Anders Nellesen (ansvarshavende) og redaktør Flemming Østergaard - Redaktion afsluttet den 17. maj 2010 - Grafisk design og produktion: Sylvester Hvid & Co A/S - Tryk: Rosendahls - Kommentarer, spørgsmål, ris og ros, bedes sendt til flste@danskebank.dk - Forsidefoto: Asger Aamund.

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

Skæbnetime

LEDER

17. juni 1940. Frankrig må overgive sig, og dermed havde Hitlers tropper på få uger besejret både Holland, Belgien, Luxembourg og Frankrig. Winston Churchill indså, at Storbritannien nu var alene mod den tyske krigsmaskine. Næste dag afsluttede han en af sine store motive-rende taler med disse ord:

Let us therefore brace ourselves to our duties, and so bear ourselves that if the British Empire and its Commonwealth last for a thousand years, men will still say, 'This was their finest hour.'

SKÆBNETIME FOR EUROEN

Nu var det heldigvis ikke en aggressiv hær, der satte den umiddelbare europæiske fremtid på spil frem mod weekenden 8.-9. maj 2010. Det var egentlig bare et af EU's mindste lande Grækenland, som med 11 millioner indbyggere ud af EU's halve milliard, satte de europæiske topledere kniven for struben. Og som en skæbnens ironi var det det 20. århundredes store aggressor, Tyskland, der igen skulle spille en hovedrolle for Europas fremtid.

This is a battle between markets and politicians, sagde Angela Merkel.

Velvidende, at hvis hun ikke gik med til at bære hovedbyrden i en fælles redningsplan – som den tyske befolkning ifølge meningsmålinger for op mod 70-75 procents vedkommende håbede, hun ikke gjorde – så ville markedet vinde slaget, og det politiske, forcerede prestigeprojekt ville ende i en form for kollaps.

Men hun vedkendte sig sit politiske ansvar i europæisk sammenhæng ligesom de øvrige regeringsledere i EU. De stod sammen i euroens og EU's skæbnetime. Et kollaps af euroen ville have haft dramatiske konsekvenser for alle EU-lande, uanset om de var med eller ikke med i euroen.

Med redningsplanen har EU givet de pressede lande en meget stor opbakning. Men det er tilsyneladende ikke nok for markedet. Efter en umiddelbart meget positiv reaktion på redningsplanen er der igen en spirende uro på de finansielle markeder. Nu er det op til de syd-europæiske lande selv at tage skæbnen i egen hånd ved at foretage de nødvendige opstramninger og reformer. Euroens skæbnetime er ikke overstået endnu.

SKÆBNETIME FOR VERDENSØKONOMIEN

Det er også skæbnetime for verdensøkonomien i den forstand, at magtbalancerne er ved at forskyde sig voldsomt. Det er ikke en skæbne, der kan afværges – de store udviklingsøkonomier med Kina i spidsen, og formentlig også Indien mener nogen, vil komme til at dominere verdensbilledet i dette århundrede. Det er ikke ensbetydende med USA's

og Europas endeligt, selv om de målt på indbyggertal ikke fylder meget i forhold til giganterne i Asien.

Men det kræver nytænkning. Væksten, dynamikken og innovationen i udviklingsøkonomierne er af sådan en karakter, at de udfordrer dogmerne og succesformlerne fra Vestens erhvervsliv, som prægede det 20. århundrede. Spillereglerne i den fattige del af verden er anderledes. Det kræver nye måder at tænke i innovation, produkttilpasning og kunder på, og det kræver nye forretningsmodeller. Det har de lokale virksomheder især i Asien forstået, og skal de vestlige virksomheder være med, skal de også forstå det. Og de skal også kunne forstå og udvikle modtræk til udviklingsøkonomiernes ekspansion i vores egen del af verden.

Vi ser på innovation i udviklingsøkonomierne i dette nummer med særlig fokus på Kina og Indien – herunder også om holdbarheden af et kinesisk diktatur i et samfund, hvor befolkningen bliver stadig rigere og mere oplyst, samt nabolandet Indien, man ikke skal undervurdere.

SKÆBNETIME FOR DANMARK

Skæbnetime er det også for dansk økonomi. For 10 år siden var Danmark nummer seks på listen over verdens mest velstående lande. En opgørelse fra OECD i august 2009 viste, at vi er raslet ned på en 12. plads. Det er den laveste placering i 32 år, men det slutter ikke der. Danmark får ifølge OECD den fjerdelaveste vækst ud af OECD's 30 medlemslande helt frem til 2017.

Lav produktivitet i forhold til andre lande er en af hovedforklaringerne. Men Danmark kan sagtens blive mere produktiv som nation. Det kræver bare, vi ser fremad og bruger vores sunde fornuft. Det har erhvervsmanden Asger Aamund en mening om.

Allerede i dag står over halvdelen af arbejdsstyrken uden for arbejdsmarkedet og er forsørget af overførselsindkomster. Om 10 år vil det være 3 ud 4. Danmark befinder sig i en strukturel krise med en enorm offentlig sektor, et af verdens højeste skattetryk, inkompetente visionsløse politikere, et uddannelsessystem i elendig forfatning og et væld af forhindringer for iværksættelse af nye virksomheder i den høje ende af værdikæden.

TAG SKÆBNEN I EGEN HÅND

Skæbne udlægges ofte som noget uafvendeligt. Men medmindre nogen kan bevise, at alt er forudbestemt, så kan man nu engang påvirke sin egen skæbne. Som EU's ledere tog sig sammen, da det gjaldt, så kan også danskerne rette skuden op og med sindsro tage konkurrencen op med verdensøkonomiens kommende ledere. Det kræver bare hårdt arbejde, samfundssind og kreativitet i kombination med ambitiøse visioner og åbenhed over for forandringer.

Nye Danske Invest-afdelinger

Danske Invest har her medio maj introduceret en række nye afdelinger. Der er tale om tre søsterafdelinger til den eksisterende Danske Invest Mix. Kendetegnet for de tre afdelinger er, at de – ligesom den eksisterende Mix - investerer i både aktier og obligationer.

Afdelingerne henvender sig til aktie- og anpartsselskaber, investorer under virksomhedsskatteordningen samt private investorer.

Afdelingerne tilbydes i tre risikokategorier til investorer med en tidshorisont på 3-7 år. Fordelingen af aktier og obligationer vil afhænge af, hvilken ri-

sikokategori investor vælger. I den mest forsigtige afdeling vil den maksimale aktieandel være 30 pct., og i den mest risikovillige afdeling kan aktieandelen gå op til 80 pct.

Afdelingerne er akkumulerende og beskattes efter lagerprincippet. Det betyder, at investor hvert år på selvangivelsen skal medregne værdiændringer fra primo til ultimo.

Du vil kunne læse mere om afdelingerne, herunder risici, på www.danskeinvest.dk, hvor du også finder prospekt og faktaark.

Soros: Derivater skal reguleres

George Soros (i Financial Times) om Goldman-sagen og behovet for finansiel reform

... uanset det endelige udfald, så har sagen vidtrækkende konsekvenser for den reform af finansiel lovgivning, som den amerikanske Kongres nu overvejer. Hvad enten Goldman er skyldig eller ej, så har den transaktion, sagen handler om, tydeligvis ikke nogen social nytte. Den involverede et komplekst syntetisk værdipapir, som var udledt af eksisterende realkredit-understøttede værdipapirer (Mortgage Backed Securities, MBS) ved at kloner dem til imaginære enheder, som efterlignede originalerne. Denne syntetiske Collateralized Debt Obligation (CDO) finansierede ikke flere hjem eller allokerede kapital mere effektivt; den medvirkede blot til at øge omfanget af MBS'er,

som tabte værdi, da husboblen bristede. Det primære formål med transaktionen var at generere gebyrer og kommissioner. Dette er en klar demonstration af, hvordan derivater og syntetiske værdipapirer blev anvendt til at skabe imaginær værdi ud af den blå luft. Faktisk blev der skabt flere triple-A CDO'er end der var underliggende triple-A aktiver. Dette blev gjort i stor skala, til trods for det faktum, at alle de involverede parter var sofistikerede investorer. Processen fortsatte i årevis og kulminerede i et krak, som forårsagede destruktion af formuer for billioner af dollars. En sådan aktivitet kan ikke tillades at fortsætte. Brugen af derivater og andre syntetiske instrumenter må reguleres, selv om alle parterne er sofistikerede investorer.

Big Pharma ser mod Big Asia

87 pct. af medicinalindustriens årlige salg for 773 mia. dollars finder sted i USA, Europa og Asien, men salget er stagnerende. Så hvor skal man så finde vækst? Det åbenlyse svar er Asien, som huser omkring 60 pct. af Jordens befolkning. Ikke blot er der tale om et enormt antal mennesker, hvor sygdomme som cancer, hjerte-kar sygdomme og diabetes er stigende, men folkemængden bruger kun lige så meget på medicin som Japan. For mange, mange millioner af asiater har prisen på de vestlige medicinalprodukter altid været en hindring. Men nu skærer store pharmaselskaber som Eisai, GlaxoSmithKline og Sanofi-Aventis priserne i stor stil over hele Asien og andre udviklingsregioner for at stimulere efterspørgselen, skriver Business Week. Prisnedsættelserne på medicinalindustriens stærke brands vil dog højst sandsynligt ikke have nogen effekt på den generelle sundhedstilstand, mener WHO, som kun tror en beskedent del af befolkningen vil have råd til at købe den.

Ikke desto mindre er der dog udsigt til, at de vestlige pharmaselskaber har udsigt til at øge omsætningen markant med prisreduktionen, der er samme model som både vestlige og lokale selskaber bruger i Asien i andre brancher – nemlig mindre profitmargin mod til gengæld at nå stor volumen. Eksempelvis tegner Afrika, Asien og Australien sig for kun 90,8 mia. dollars årligt på medicin, og IMS Health, et analysefirma, skønner at sytten lande, herunder BRIK, vil tegne sig for et øget salg på 90 mia. dollars over de næste fem år. De store patentselskaber ønsker med salgsfremstødet at erstatte det salg, som går tabt, når de i de kommende år oplever massive patentudløb og de generiske kopiproducenter tager konkurrencen op på deres mærkevarer til helt andre priser end i dag. Fra 2011 til 2016 vil patenterne udløbe på 18 af verdens 20 mest sælgende medicinalpræparater – og de har i dag et årligt salg på 80 mia. dollars.





FOTO // BETTY IMAGES

Verdens sorteste og grønneste nation

Kina overhalede i de senere år USA som verdens største CO₂-udleder – og det bliver ikke bedre med udsigt til, at kul inden for dette årti ventes at dække 70 pct. af Kinas energibehov. Store skyer af smog ligger som tykke tæpper over adskillige store byer, og luftforureningen er ofte direkte livstruende. Den seneste årlige rapport om Kinas miljø fortalte, at det er mislykkedes at forbedre vandkvaliteten i landets syv største floder. Dødsrater som følge af kræft relateret til forurening fortsætter med at stige, viser sundhedsministeriets statistikker. Og så videre. Kina er et af verdens allermest forurenede lande, og der er ikke tegn på, at det samlet set er ved at blive bedre, tværtimod.

Men det er bestemt et problem, som topledelsen i Kina er opmærksom på, skriver Yale Environment 360, en publikation fra Yale University. For seks år siden importerede Kina 90 pct. inden for sol- og vindkraftteknologi. En kombination af protektionisme og hjemlig konkurrencedygtighed på prisen har gjort, at næsten 90 pct. nu er indenlandsk produceret – hvilket har gjort det mere realistisk, at Kina når sit mål om, at 15 pct. af al energi skal komme fra vedvarende energikilder i 2020.

Hvis målet nås vil Kina være verdens suverænt største producent og forbruger af alternativ energi om 10 år, da det hører med til historien at landets energibehov som følge af landets massive vækstrater vil vokse massivt i samme periode.

Men landets forureningsproblemer fortsætter med at vokse. En af grundene er, at mange lokale myndigheder ikke forsøger at håndhæve en strammet miljølovgivning med samme ihærdighed, som man med regeringens fokus på udvikling af grøn energi og andre clean tech-løsninger kunne forvente. Forklaringen er, at de lokale embedsmænd ofte undlader at lukke forurenende fabrikker og lignende, idet de prioriterer hensynet til social stabilitet højere end hensynet til miljøet. Men det kan i lyset af de enorme forureningsproblemer meget vel ende med endnu mere social uro.

Kinas hastige vækst mod status som et udviklet indebærer et enormt energiforbrug, og foreløbig kan de grønne alternativer ikke følge med. Men de kommende år kan med stor sandsynlighed føre til, at den mest forurenede plet på Jorden bliver førende inden for de grønne teknologier.

Verden ifølge Goldman Sachs



FOTO // BETTY IMAGES

Et imponerende korps af investeringsbankens topanalytikere og økonomer fortalte om deres forventninger til finans og økonomi, da vi besøgte hovedkvarteret i London.



Kevin Daly, Senior Economist
Global Economy



I snart 10 år har Danske Bank haft en samarbejdsaftale med Goldman Sachs – finanshuset, der som den eneste af de store amerikanske investeringsbanker overlevede finanskrisen i en relativt solid forfatning. Aftalen indebærer, at Goldmans højaktuelle analyser af alt fra råvarer og amerikansk økonomi til globale renteutvikling og aktier i udviklingsøkonomierne står til fuld rådighed for bl.a. Danske Banks investeringsrådgivere på landets finanscentre samt bankens Group Wealth Management, der er rådgivende funktion for finanscentrene.

Med analytikerdekning af aktuelt 3.000 aktier i det globale aktieunivers har Goldman Sachs en bredde, som ingen andre finanshuse kan matche, og det giver naturligvis Danske Banks rådgivere et særdeles godt udgangspunkt for at tilbyde kunderne løbende forslag til en international portefølje med gode muligheder for at slå respektive benchmarks. Goldman Sachs udarbejder løbende lister med favoritaktier i de respektive sektorer og regioner uden for Norden, og det er de aktier, som aktuelt vurderes absolut mest attraktive, som præsenteres på s. 42.

Vi besøgte den amerikanske banks britiske hovedkvarter i London i slutningen af april, og kunne over to dage få et godt indblik i hvordan den finansielle og økonomiske verden ser ud ifølge Goldman Sachs (GS). En detaljeret præsentation af de 18 topøkonomers argumenter inden for forskellige områder ville kunne fylde flere investeringsmagasiner i sig selv. På disse sider ses et sammendrag af de mest centrale synspunkter.

Skal man opsummere det overordnede indtryk af analyserne ganske kort, så er det følgende:

- GS har større forventninger til styrken af det globale opsving end de fleste andre – undtagen med hensyn til USA.
- GS tror ikke, at Fed sætter renten op før i slutningen af 2011 – en forventning, der også er markant anderledes end den forventning, der er priset ind i markedet nu.
- GS har optimistiske forventninger til globale aktier.
- GS har generelt meget store forventninger til de store udviklingsøkonomier, især BRIK-landene (Brasilien, Rusland, Indien, Kina) – det var et tema, der blev lagt meget stor vægt på hos adskillige talere.

De seneste beviser på styrken af det globale opsving er opmuntrende. Ledende indikatorer er konsistente med et V-formet opsving. Opsvinget drives primært af to faktorer: For det første en massiv og stadig igangværende lettelse af de finansielle betingelser. For det andet, den bemærkelsesværdige robusthed i BRIK-økonomierne.

Ser man tilbage på "the big five" – dvs. finanskriserne i 1977 (Spanien), 1987 (Norge) og 1990 (Sverige, Finland, Japan) – så var der en tendens til svage opsving. Men af forskellige årsager, så blev pengepolitikken ikke lempet under de kriser, hvorimod de finansielle betingelser er lempet dramatisk i dette opsving. Med undtagelse af USA har vi mere optimistiske forventninger til væksten end konsensus.

Hvad angår euro-krisen, så er risikoen for en eskalerende finanskris fjernet med EU-pakken og ECB's intervention. Men det ændrer ikke ved, at Irland, Grækenland, Portugal og Spanien står overfor massive stramninger i de kommende år. Generelt er hele EU, USA og andre større udviklede lande nødt til at stramme op på de offentlige udgifter, men historien viser faktisk, at en effektiv konsolidering efter en krise kan stimulere væksten.

Gang på gang i de seneste 10 år er vi blevet overrasket over, hvor hurtigt BRIK-økonomierne vokser. Kina vil i 2050 være verdens største økonomi, større end USA. På de næste pladser vil være Indien, Brasilien, Rusland, Indonesien og Mexico. Først derefter Storbritannien, Japan, Frankrig og Tyskland med økonomier af nogenlunde samme størrelse.

Hvad Kina angår tror jeg ikke, at det po-

FORTSÆTTELSE FRA SIDE 7 ➔

litiske system om 20 år er uændret i forhold til i dag, men jeg tror heller ikke på et politisk sammenbrud – selv om der er en risiko. Japan og Sydkorea var heller ikke særlig demokratiske i udgangspunktet, men den økonomiske udvikling leder den politiske udvikling, og den løbende politiske tilpasning lykkedes for de to lande.

Man hører ofte, at BRIK først og fremmest er eksportører. Men faktum er, at hvis man ser på BRIKs bidrag til væksten i verdens BNP over det seneste årti, så er bidraget til den globale efterspørgsel endnu større – og det vokser stadig.

Anders Nielsen
European Portfolio Strategist



Der er fire årsager til, at vi tror STOXX Europe 600 i år kan nå 300 fra 250 i dag:

En positiv økonomisk baggrund; en attraktiv valuering i et langsigtet perspektiv; god

værdi sammenlignet med virksomheders kreditobligationer; og stærk vækst i indtjeningen.

Som udgangspunkt tror vi på, at verdens BNP både i år vokser med mere end konsensus-estimerer peger på. Vi er mere negative på USA end markedet, men mere positive på Europa og især de store udviklingsøkonomier. Understøttende for vores forventninger er også, at vi ikke tror Federal Reserve hæver renten før i slutningen af 2011, og ECB strammer tidligst i 1. kvartal 2011.

Cyklisk justeret P/E er aktuelt 11,4 for europæiske aktier. Ser vi bort fra 70'erne, hvor der var høj inflation, er dette billigt i historisk perspektiv. Risikopræmien er stadig høj – aktuelt 5,3 pct. Vi mener, at risikopræmien på langt sigt bør ligge på 3 pct., men for at vi når det niveau, kræver det normalisering af renter m.v. – og det betyder, at vi kan forvente gode afkast 3-5 år frem (en faldende risikopræmie betyder isoleret set stigende aktiekurser, red.).

Vi forventer en meget stærk vækst i indtjeningen, som hænger sammen med et forventet større salg som følge af højere global BNP-vækst – og udviklingsøkonomiernes høje vækst spiller en vigtig rolle. Den stærke globale vækst vil også bane vejen for stigende profitmarginen, som ventes at nå topniveauet fra 2007 i slutningen af 2011. Vi har oplevet en strukturel stigning i profitmargin over 20 år, som hænger sammen med outsourcing og restrukturerings.

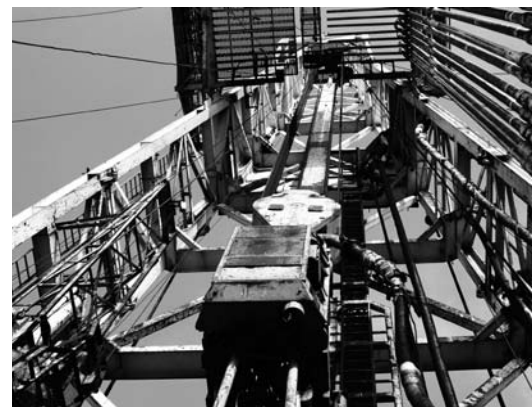
Vi har tidligere på baggrund af historiske observationer fastslået, at aktiemarkedet bevæger sig i fire hovedfaser: Fortvivlelse, Håb, Vækst og Optimisme. Det største afkast ses i Håb-fasen. Den næste fase, Vækst-fasen, som vi nu er gået ind i, er karakteriseret af den højeste indtjeningsvækst, men det har markedet i betydelig grad taget forskud på, idet denne fase kun giver det næstlaveste afkast af de fire faser. Så vi har formentlig set det højeste afkast, men der er stadig plads til et rimeligt afkast fremover.

Ser vi frem mod resten af året, så er der andre risici. Vi vil se stramninger af finanspolitikken, stramninger i BRIK-lande og svage vækst i USA. Men vi tror, at tingene vil se bedre ud mod slutningen af året, end de gør i dag. Ifølge vores beregninger vil vi på det tidspunkt have set et år med meget stærk indtjeningsvækst i USA og Europa, og vi vil

se fremad mod højere vækstrater i den amerikanske økonomi, drevet af højere efterspørgsel i den private sektor. Givet den valuering vi har i dag, får det os til at tro, at der er plads til et afkast i den størrelsesorden vi venter for i år.

Dette globale opsving er en del af en rebalancering af den globale økonomi mod BRIK-landene – en rebalancering, som vil drive en betydelig ekspansion af den globale middelklasse. Det er derfor vigtigt, at man som investor fokuserer på selskaber med en høj eksponering mod Emerging Markets. Men også selskaber med høje dividender er interessante, da de normalt klarer sig godt i Vækstfasen, som vi nu befinder os i.

Henry Tarr
Oil Services Research Analyst



Efter tre år med lave niveauer af nye projekter forventer vi øget projektaktivitet og udvikling af nye oliefelter i de næste tre år. Der er et stærkt behov for øget udforskning efter vores opfattelse, idet vi ser udbudet fra ikke-OPEC lande bevæge sig ind i fald fra 2010 – en afspejling af mangelen på nye udviklede projekter.

Vi tror, at investeringer i dybtvandsudvikling står over for en markant stigning, hvilket bør komme de olieservice selskaber til gode, som kan levere services af høj værdi på disse komplekse felter. Vi tror, at Technip er det ledende subsea installations selskab, som vil drage fordel af høje indgangsbarrierer og er godt positioneret i områder med stærk geografisk vækst, inkl. Brasilien og Asien.

Deborah Wilkens
Head of Utilities Research



Vi forventer stærk økonomisk vækst, som vil føre til højere priser på el på mellemlangt sigt, og det understøtter også vores positive holdning til økonomisk følsomme selskaber med eksponering til affaldshåndtering. Aktierne vil i 2010 også blive drevet af selskabsspecifikke faktorer såsom regulatoriske ændringer i Frankrig, vækst i vedvarende energi, selskabstransformationer og M&A. Vi tror, at gasmarkedet er bundet, og udbudet af gas er øget, men vi tror dog først, at efterspørgselen i Europa når tilbage på 2008-niveau i 2011.

Vi tror den største risiko for forsyningssektoren er mangel på økonomisk vækst, da dette vil svække udsigterne for de økonomisk følsomme selskaber og formentlig føre til lavere forwardpriser på energirelaterede råvarer.

Erik Nielsen
Chief European Economist



Den massive pakke, som EU har præsenteret i kombination med ECB's annoncerede op-

køb af statsobligationer i de mest pressede lande er en imponerende aftale, som basalt set eliminerer risikoen for en eskalerende eurokrise. Vigtigt er det også, at der er oprettet swap lines med Federal Reserve, hvilket sikrer allokeringen af dollars i Europa.

Selve lånepakken fra EU er så stor, at den dækker finansieringsbehovet de næste tre år for Irland, Grækenland, Portugal og Spanien – eller næsten hele Italiens. Pakken kommer næppe nogensinde i brug i fuld skala, men det er et figenblad for ECB til at komme med meget vigtige interventioner.

Men pakken ændrer ikke ved nødvendigheden af betydelige politiske tilpasninger i Irland og de sydeuropæiske økonomier i de kommende år, så de kan stabilisere deres gældsniveauer.

Typisk for et land ramt af meget hård krise er, at en devaluering kan være en vigtig medvirkende faktor for vækst. Men som euro-medlem er man tvunget til at lave en intern devaluering – det vil sige arbejdsenhedsomkostningerne (ULC) skal nedbringes, hvis konkurrenceevnen skal forbedres. Irland har taget store skridt i den retning, men især Grækenland, hvor ULC er steget 25 pct. på 10 år, har et problem her.

Vi er de mest bullish i markedet hvad angår europæisk vækst. Vi forventer et relativt stærkt opsving i eurozonen i forhold til tidligere kriser. Det hænger sammen med en generelt stor stimulus, og en stærk eksport især fra Tyskland, som i betydelig grad er rettet mod Kina og Indien. Der vil dog gå 18-24 mdr., før vi når før-krise niveauer i BNP.

Krisen har ført til betydelige stigninger i den offentlige gæld i alle eurolande, samt budgetunderskud, som ikke forsvinder i adskillige år.

Mick Readey
Healthcare Marketing Analyst



Ser man tilbage på det forgangne årti har europæisk pharma i gennemsnit leveret suveræn indtjeningsvækst og profitmargin i forhold til andre sektorer. Men aktiekurserne er faldet støt. Det er der flere forklaringer på. Man kalder det forgangne årti for "the lost decade of innovation" inden for pharma. Udgifterne til forskning og udvikling (R&D) er steget, men allokering af kapital har været forkert, og antallet af nye produktgodkendelser er ikke fulgt med.

Generelt står sektoren over for store udfordringer. Produktiviteten i R&D skal forbedres, kravene til produktgodkendelser er skærpede, og det operative miljø er blevet vanskeligere med USA's sundhedsreform og generelle underskud på statsfinanserne i mange lande, som historisk set indebærer nedskæringer af sundhedssektoren. Og så er der "patentklippen" i 2012, hvor et stort antal patenter udløber. Et hårdt slag for selskaberne, som i patentperioden kan tage stort set hvad de vil for deres produkter.

Men der er muligheder. Historisk set stiger udgifter til sundhed i takt med BNP. Det betyder, at de stærkt voksende udviklingsøkonomier, især BRIK, bliver en meget vigtig fremtidig vækstdriver. Vi forventer, at 63 pct. af væksten i 2008-2013 vil komme fra Emerging Markets. Diversificering på flere områder er en anden mulighed, som de store selskaber allerede er i fuld gang med. Det dæmper væksten, men mindsker risikoen og sikrer en bedre allokering af kapital. Der er en betydelig generering af cash flow i de store pharma selskaber, som vil give mulighed for at fortsætte diversificering – vi tror fokus

FORTSÆTTELSE FRA SIDE 9 ➔

vil være på dette, ikke at blive større. Og så er der et enormt potentiale i sygdomme som Alzheimer's, visse kræftformer samt hjertekar sygdomme, som kan stå over for gennembrud i de kommende år.

Hvis man opstiller tre krav til en bæredygtig langsigtet vinder i det globale pharma univers – mht. ledelseskvalitet, position i industrien og afkast på den investerede kapital – så er der kun tre selskaber, der opfylder alle krav. Det er *Johnson & Johnson*, *Roche* og *Novo Nordisk*.

Andrew Howard
Head of GS SUSTAIN Research



I efterkrigsperioden holdt investorerne aktier i 7 år – i dag er det 10 mdr. Men det er meget vigtigt, at man som investor identificerer de langsigtede vindere. Vi ser strukturelle trends, der vil ændre de konkurrencemæssige fordele i hver industri de kommende år: Antallet af pensionister stiger med over 20 pct. i G7 frem mod 2030. BRIK overgår G7's BNP i 2035. 1,6 mia. nye forbrugere i middelklassen vil opstå frem mod 2020. Gælds niveauer og offentlige udgifter i mange udviklede lande er langt højere end i BRIK. Kendte reserver af mange råvarer er utilstrækkelige til at dække efterspørgslen i mere end 20 år frem uden at føre til markant højere priser. Hvis udledning af drivhusgasserne fortsætter i samme spor, vil vi ifølge IPCC få en global temperaturstigning i forhold til præindu-

strielt niveau på 2 grader Celcius i 2030.

Disse skift vil føre til en stadig større kløft mellem "leaders" og "laggards" i hver sektor – en tendens, vi allerede ser i disse år. Selskaber, der ligger med afkast af den investerede kapital i den øverste kvartil, er i stand til at fastholde denne position i tre år mod to år i 2000.

Aktiemarkedets kortsigtede fokus skaber muligheder for outperformance gennem selskaber, som er i stand til at fastholde de høje afkast på kapitalen. Med tidshorisonter over et år er selskaber, som er i stand til at fastholde høje afkast, i stand til at slå enten lavt valuerede selskaber eller de selskaber, som er i stand til at forbedre deres afkast mest. Strategien med at investere i sådanne selskaber giver et bedre afkast, jo længere tidshorisonten er. De senere år er strategien blevet relativt bedre i forhold til strategier baseret på valuering.

Vi analyserer over 800 large cap-selskaber i 22 industrier og har identificeret 72 modne industriledere. Analyser af 500 hurtigtvoksende selskaber under 15 væksttemaer har identificeret 32 potentielle industriledere.

Af aktier aktuelt på GS SUSTAIN focus list kan nævnes *Hennes & Mauritz*, *Novo Nordisk*, *Vestas*, *Vallourec*, *Nike*, *Wal-Mart*, *China Mobile*, *China Resources* og *Petrobras*.

David Kostin
Chief US Portfolio Strategist



Vi tror, at det amerikanske opsving blive svagere i andet halvår af 2010. Baggrunden er, at effekten af lageropbygning og ekspansiv fi-

nanspolitik slutter i midten af 2010. Den endelige efterspørgsel vil gradvist komme sig, men ledigheden vil forblive høj ind i 2011 – udviklingen minder om de jobløse opsving i 1991 og 2001.

Overskudskapaciteten vil påvirke inflation, renter, virksomheders profitmargin og kapitalinvesteringer. Vores vurdering er, at Fed ikke hæver renten før om 18 mdr., mens markedet siger 3 mdr. Vores strategi er derfor – vær cyklisk nu og defensiv senere. Vi tror, at S&P 500 kan nå 1300 omkring midten af 2010, men vi fastholder forventningen om 1250 ved årets udgang. I 2011 vil indtjeningen pr. aktie (EPS) nå før-krise niveauet, men vær opmærksom på, at man ikke skal fokusere på vækstraten i indtjeningen, men derimod niveauet – og der er vi væsentligt under toppen.

BRIK-økonomierne vil fortsætte deres høje vækst, og det anbefales at øge andelen af USA-selskaber med stærk eksponering til Emerging Markets.

Andrew Tilton
Senior US Economist

USA er præget af en meget stor overkapacitet, og inflationen vil forblive lav. Det var ikke en normal recession, og det er heller ikke et normalt opsving. Der er en risiko for, at USA kunne ende i en japansk "likviditetsfælde" med deflation, en rente på nul og lav økonomisk vækst. Der er mange ligheder, men også forskelle, som tyder på, at USA's krise ikke bliver så forlænget: Den bristede amerikanske aktivboble var mindre; de politiske myndigheders har reageret hurtigere og mere aggressivt og på 18 mdr. gjort hvad Japan brugte 10 år på. Og USA's befolkning er voksende, finanssystemet er forbedret, nedskrivninger er foretaget hurtigere, og indtjeningen i virksomhederne er vendt hurtigere. Kernen i finanssystemet er bedre end i Japan. Til gengæld er USA præget af større overkapacitet og ledighed.

Jeg tror ikke, at USA's kerneinflation begynder at stige før i 2012. Så vores synspunkt er, at markedet er for optimistisk mht. USA's vækstudsigter, men for bekymret om rentestigninger. På den baggrund kan det være en god idé at købe obligationer.

Mariano Alarco
Renewable Energy Research Analyst



Den europæiske sektor for alternativ energi har klaret sig marginalt dårligere end det brede aktiemarked siden starten af 2009 – hvilket er dårligt for en højrisiko/-beta sektor. Mangel på projektfinsiering har reduceret efterspørgselen efter store projekter baseret på vedvarende energi (vind), og aggressiv konkurrence har reduceret profitabiliteten (sol).

Vi tror imidlertid på stigende økonomisk vækst og energipriser og en fortsat bedring af finansielle betingelser, som vil forbedre mulighederne for at skaffe finansiering.

Inden for solenergi står europæiske producenter dårligt i forhold til den billige produktion fra især Kina. Men der er inden for solart udstyr stort potentiale i *Manz Automation* og *Roth & Rau*. Selskaber med eksponering til BRIK og billig valuering. Også *SMA Solar* er attraktiv med udsigt til langsigtet salgsvækst, en stor markedsandel og høj profitmargin.

I vindeenergi er der attraktive strukturelle ledere med store markedsandel, stort salgspotentiale og en stor følsomhed over for forbedrede finansielle betingelser. *Hansen Transmission* og *Vestas* skiller sig ud.

Af andre alternativer inden for vedvarende energi er det også værd at holde øje med selskaber relateret til atomkraft og udvikling af Carbon Capture-teknikker. Biobrændsel baseret på alger har meget lang vej til kommercialisering. Systemiske løsninger er på sigt væksttriggeren for alternativ energi, men aktuelt er det ikke tiden at satse på de systemiske delelementer. De finansielle og økonomiske betingelser skal være bedre ligesom den politiske vilje.



**GOLDMAN SACHS
INTERNATIONAL
HEAD OFFICE LONDON
FLEET ST. CITY OF LONDON**

Aktier



Vallourec



Den franske stålproducent Vallourec har 18.000 ansatte på verdensplan og en omsætning på EUR 4 mia., hvilket gør selskabet til en global markedsleder. Selskabets forretningsområder spænder over energi, industri, olie og gas.

Aktien er interessant netop nu, idet brugen af amerikanske olierigge stiger mere end forventet, hvilket kan resultere i en hurtigere stigning i volumen i løbet af 2010 end estimeret. Den stigende brug af olierigge vil medføre en stigende efterspørgsel efter de turbiner og rør, som Vallourec producerer, de såkaldte Oil Country Tubular Goods (OCTG). Endvidere forventer Goldman Sachs en stigning i energirelateret kapitalforbrug (capex) i løbet af 2010, hvilket potentielt vil påvirke Vallourec's salg positivt.

Af konkrete kurstriggere kan nævnes stigende oliepriser og en forventet stigning i antallet af store projekter for olie- og gasselskaber i 2010. Herudover er Vallourec i slutfasen af en stor investeringsperiode med et kapitalforbrug (capex) på EUR 2,5 mia. Hovedparten af denne investering er gået til en fabrik i Brasilien, der forventes at generere øget profitindtjening for Vallourec inden 2011.

De væsentligste risici ved aktien udgøres af lavere end forventede stigninger i OCTG-prisniveauet. Et eksempel herpå kan være eliminering af told på import af kinesiske OCTG-rør til det amerikanske marked.



Telenor



Telenor er blandt de ledende udbydere af teleydelse i Europa, og selskabet har 40.000 ansatte fordelt på 14 lande. Selskabets hovedmarkeder omfatter bl.a. det nordiske hjemmemarked, Central- og Østeuropa samt Asien.

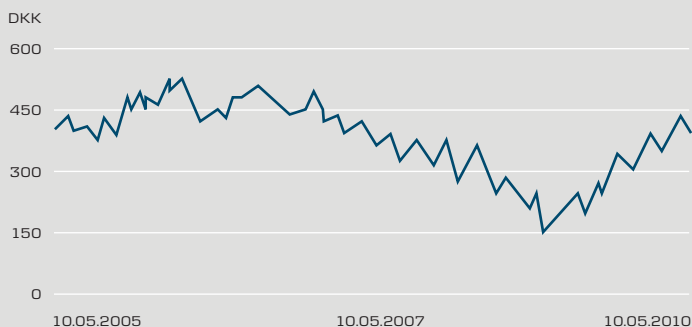
Telenor har en høj eksponering mod nye vækstmarkeder og er således blandt de europæiske teleselskaber, der henter den største andel af sin omsætning og indtjening herfra sammenlignet med konkurrenterne. Næsten halvdelen af Telenors indtjening hentes fra nye økonomier. Aktien er interessant netop nu, da disse vækstmarkeder fortsat har et stigende behov for at udbygge og udbrede telekommunikation – hvor Telenor står godt rustet til at levere vækst og stigende indtjening.

Den russiske konkurrent Alfa Group og Telenor har for nogen tid siden indgået en aftale om, at fusionere deres andele i russiske Vimpelcom og ukrainske Kyivstar i den hensigt at skabe et fusioneret Vimpelcom/Kyivstar. De ukrainske konkurrencemyndigheder ventes at komme med deres dom i løbet af sommeren, og falder den ud til Telenors fordel, kan det være en potentiel kurstrigger. Af andre mulige positive faktorer kan nævnes, at de svenske aktiviteter ventes at forbedre indtjeningen som følge af nedskæringer i driftsomkostninger.

De primære risikofaktorer ved aktien er bl.a. tilbageslag i den globale økonomi, særligt i de nye vækstmarkeder - samt større end ventede udgifter i forbindelse med en større satsning i Indien.



Danisco

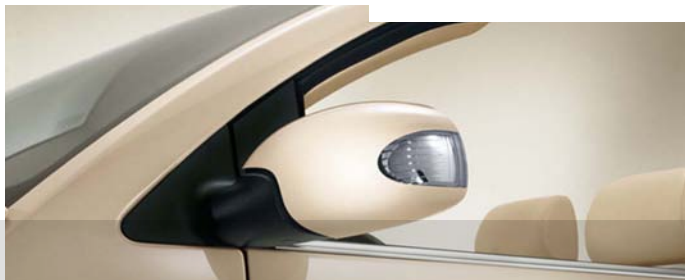


Danisco udvikler, producerer og sælger produkter inden for ingredienser, enzymer og kulturer til fødevarerindustrien samt en lang række andre industrier. Danisco er en global aktør, og hovedparten af omsætningen hentes i Europa, Nordamerika og Asien. Selskabet beskæftiger godt 6.000 medarbejdere.

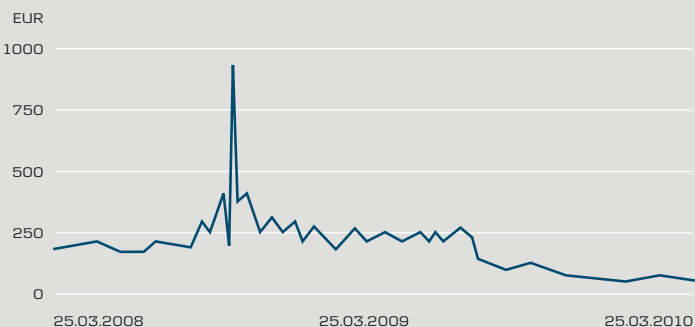
En øget fokus på biovidenskab frem for ingredienser gør aktien interessant netop nu – skiftet betyder, at fordelingen af indtjeningen på de forskellige forretningsområder allerede nu i højere grad ligger på enzymforretningen i Genencor og Cultures divisionen, der fortsat leverer stigende indtjening. Dette betyder samtidig en ændring i gruppen af selskaber som Danisco skal sammenlignes med, og Danske Markets Equities (DME) anser på baggrund af dette den nuværende værdiansættelse som særdeles attraktiv.

Af konkrete kurspåvirkende begivenheder forude kan nævnes den stærke balance, der giver mulighed for tilbagekøb af egne aktier, samt marginforbedring og opjustering – de seneste kvartaler har selskabet overrasket positivt på marginerne. Derudover anser DME Danisco for en potentiel opkøbskandidat med 100 pct. af aktiekapital i fri handel, samt en styrket finansiell position efter frasalget af sukkerforretningen.

De væsentligste risici ved aktien udgøres af manglende politisk opbakning til produktion af bioethanol, faldende oliepriser samt fejlslagen eksekvering af ny strategi.



Volkswagen



Tyske Volkswagen er Europas største bilproducent og er også med i den globale førerfront. I 2009 leverede selskabet 6.336 mio. biler sammenlignet med 6.257 mio. i 2008 svarende til en stigning på 11,3 pct. Volkswagen står bag mærkerne Audi, Skoda, Bentley, SEAT og Scania. I december 2009 købte Volkswagen 49 pct. af aktierne i Porsche. Selskabet yder også finansielle services, herunder leasing, bank- og forsikringsydelser.

Den europæiske automobilsektor udvikler sig stabilt, og Goldman Sachs (GS) forventer, at bilsalg vil overstige forventningerne i markedet. GS vurderer, at Volkswagen er den bedst positionerede europæiske bilproducent med gunstig eksponering i mod nye vækstmarkeder som Brasilien, Rusland, Indien og Kina. Aktien er interessant netop nu, idet Volkswagen har annonceret en kapitaludvidelse, der skal bruges til at optimere produktudviklingen og sikre selskabets nuværende kreditvurdering (A-/A3).

Af konkrete kurspåvirkende faktorer kan nævnes stigende globalt bilsalg i takt med et forventet økonomisk opsving, strukturelle omkostningsbesparelser samt øget konsolideringspotentiale. GS forventer desuden, at Volkswagen gennemsnitligt kan generere marginer på 5 pct., mens markedet blot forventer 3,2 pct.

De primære risikofaktorer udgøres af lavere end forventet bilsalg; for megen aktiekapital i udbud efter kapitaludvidelsen samt ledelsesmæssige forhold.



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.


 AKTIESTRATEG
 MORTEN KONGSHAUG

Især på kort sigt. Men selv om eurokrisen nu synes lagt på is, er der andre risici i horisonten.

Aktiemarkederne kunne ånde lettet op d. 10. maj, hvor EU og IMF offentliggjorde den storstilede redningsplan, og ECB samtidig meldte ud, at man ville afhjælpe presset på de trængte eurolande yderligere ved at lave støtteopkøb af deres statsobligationer. Lettelsen på aktiemarkederne var så stor, at aktierne steg med raketfart både i Europa og USA. Risikoen for Finanskrisen II er foreløbig væk. Og lad os så komme ned på jorden igen og koncentrere os om de mere fundamentale udsigter og aktiemarkedernes udsigter i et lidt længere perspektiv – hvilket markederne også gjorde allerede dagen efter.

Siden årets start har aktiemarkederne været støt stigende, understøttet af en jævn strøm af nøgletal, der bekræfter det globale opsving. Som udgangspunkt forventer Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug, at væksten i den globale økonomi og virksomhedernes indtjening fortsætter. Kombineret med stadig lave styringsrenter fra de store centralbanker ind i 2011 er det godt nyt for aktierne.

"Vores hovedscenarie er, at nu vil den finansielle storm aftage som konsekvens af den kombinerede indsats fra ECB, IMF og EU's finansministre. Aktiemarkederne vil

vende tilbage til en agenda med et bæredygtigt, globalt opsving. Og selv om vi ser en afdæmpning af væksthastigheden i økonomien i andet halvår, så tror vi, at markedstrenden vil være positiv herfra. Den finansielle sektor vil stadig halte efter de fleste øvrige sektorer, men momentum i industriens indtjening vil fortsætte med stor styrke i resten af 2010 som følge af effekterne fra høj driftsmæssig gearing, stærke effektivitetsforbedringer implementeret over de seneste to år og stærk global efterspørgsel efter kapitalgoder, transport og forretningsservice," siger Morten Kongshaug.

Men han understreger, at det ikke bliver en problemfri og ubekymret optur for aktieinvestorerne herfra.

"Det bliver et risikabelt økonomisk opsving, forbundet med betydelig usikkerhed som følge af de store og uløste gældsproblemer for både husholdninger og regeringer i OECD-landene. Ganske vist har vi en situation, der minder om de "Guldløse"-scenarier, der prægede højvækstårene 2003-2007 samt i de sene 90'ere. Solid økonomisk vækst, lav inflation og lave renter fremstod som en cocktail, der på overfladen så ud til at være hverken var for meget eller for lidt men lige

AKTIESTRATEG:

Globale aktier forventes at stige herfra

tilpas. Dette globale opsving er præget af, at økonomierne, som er tynget af store offentlige gældsbyrder og budgetunderskud, "he-ler" i et langsommere tempo end normalt, men til gengæld også centralbanker, der hæ-ver renterne langsommere end normalt. Det ligner på overfladen et "Guldlok"-scenario, og det vil være med til at drive aktierne op i år. Men investorerne har også lært, at sådan et miljø skaber bobler, og idet gældsniveauerne for både OECD husholdninger og regerin-ger er langt højere i dag end i de to tidligere "Guldlok"-perioder, så tror jeg ikke, at vi vil se en "Guldlok"-økonomi i fuld skala. Perio-den vil blive væsentlig kortere end i de andre perioder. Men for resten af året ser det umid-delbart godt ud for aktiemarkederne. Jeg tror, vi vil se stigninger i de næste 3-6 måneder på 10 pct. i det globale aktiemarked (fra 11. maj, red.)," siger Morten Kongshaug og tilføjer, at billedet meget vel kan ændre sig i det aktu-elle marked.

INGEN KENDER DAGEN...

For selv om eurokrisen nu højst sandsynligt er aflivet for en rum tid, så er der andre for-hold, som indikerer, at det ikke bliver en ju-beltur på aktiemarkedet fremover.

For det første er der risikoen for, at den globale økonomi mister pusten. Effekterne af opbygningen af lagerbeholdninger og økono-miske stimulanser er ved at fortage sig, og en svagere hastighed i opsvinget til efteråret er sandsynlig. I forvejen er der ikke imponeren-de tegn i USA, hvor opsvinget kun ringe grad formår at skabe nye jobs – en afspejling af, at virksomhederne er bange for fremtiden. Den amerikanske økonomi er ikke så stærk som den plejer at være i et opsving, og servicesek-toren er usædvanligt svag. De store virksom-heder har vist pæn fremgang i flere måne-der, men de mindre virksomheder har ikke fulgt med – og det viser, at der endnu ikke er tilstrækkelig bredde i det amerikanske op-sving, om end det seneste tal for Small Busi-ness Confidence var opmuntrende.

Heldigvis har verden fået en ny og stærk reservemotor i form af de store udviklings-økonomier, først og fremmest Kina. Men Kina kører så stærkt, at økonomien nærmer sig en overophedning med u hensigtsmæssige inflationære tendenser og antrit til bolig-bobler, så der er lagt op til stramninger – og forhåbentlig en blød, men muligvis en hård landing i den vigtige økonomi.

Men det er ikke kun kineserne, der stram-mer op. Det er de udviklede lande også nødt til, men det er ikke for at dæmpe en høj vækst – men for at rette op på budgetunderskud og stabilisere høje statsgælds niveauer. Et for-hold, der er kommet endnu mere i fokus i Europa som følge af eurokrisen og rednings-pakken, som tvinger eurolandene til stram-mere økonomisk disciplin fremover – og der-med finanspolitik, som dæmper opsvinget.

Hidtil har indtjeningen i virksomheder-ne generelt været overraskende god, men det kan næppe fortsætte i 2011, hvor det ma-kroøkonomiske miljø giver væsentligt mere modvind end i år.

Virksomhederne slås også med et andet problem – nemlig de deflationære tendenser i outputpriserne, som gør det vanskeligere at tjene penge.

Desuden er der også mere langsigtede ten-denser, som får Morten Kongshaug til at se med bekymring på 2011.

Ser man på de globale P/E-niveauer siden 2000, så har trenden været klart nedad. Der er mange årsager til dette, men de vigtigste er:

- Vi får i den vestlige verden en stadig æl-dre befolkning, og det kan betyde, at fle-re og flere søger over i obligationer på be-kostning af aktier. Og krakket i 2008, hvor mange så deres pensionsopsparing vold-somt udhulet underbygger muligvis den-ne tendens.
- Frygt for deflationære tendenser og der-med et pres for lavere valueringer og høje-re risikopræmier sammen med lavere risi-kofrie renter.

- Lange perioder med meget ekspansiv pen-gepolitik skaber aktivbobler, hvilket bety-der, at investorerne kræver en risikopræ-mie.
- Større ustabilitet i indtjeningen og dermed lavere gennemsnitlighed i indtjening, hvil-ket også kræver en risikopræmie.
- En tillid til markedet, der er lavere end normalt, og dermed færre langsigtede po-sitioner i aktiemarkedet.

Overordnet er det positivt, når tilbagedis-konterede risikopræmier på aktier er for høje - og kritisk, når de er for lave. For tiden in-dikerer Kongshaugs modeller, at investorer-ne ser en højere risiko i Europa end i USA. Forventningerne til indtjeningen i europæ-iske virksomheder er steget markant i første kvartal, men performance har på samme tid været begrænset, og risikopræmien for euro-pæiske aktier er steget et helt procentpoint til 5,5 pct. Europæisk underperformance i forhold til USA forklarer, hvorfor risikopræ-mien på de amerikanske aktier ikke også er steget.

"Men overordnet set ser billedet for aktier generelt godt ud på kort sigt, hvorfor vi an-be-faler overvægt i de cykliske aktier i industri og IT, energi, men også forbrugsvarer og He-alth Care bør overvægtes. Samtidig bør man beholde en betydelig defensiv andel i tele-kom. og forsyningssektoren. Investering i fi-nansaktier bør man holde på en lav andel. Finanssektoren er stadig i en sårbar position med udsigt til betydelige fortsatte tab på ud-lån. Dertil kommer der senere i år nye bank-reguleringer, som vil hæmme bankernes ud-foldelsesmuligheder. Der kan være gevinster at hente på kort sigt som en lettelse over red-ningsaktionen, men vi har formentlig set det meste af den reaktion. Markedet vil igen fo-kusere på de fundamentale udsigter for fi-nanssektoren, og her vil udsigten til økono-misk lavere hastighed i efteråret spille ind,," siger Morten Kongshaug.

Euro-krisen er afværget

EU og ECB
overraskede alle med
en overvældende
redningsplan.



LARS TRANBERG RASMUSSEN
SENIORANALYTIKER I DANSKE ANALYSE

Da de finansielle markeder lukkede og slukkede fredag d. 7. maj var der krisestemning. Ugen havde budt på en voldsom eskalering af den græske krise med stærkt stigende pres på ikke blot de græske, portugisiske og spanske obligationer. Kreditspænd blev udvidet, den amerikanske aktiebørs viste det største intra-day fald nogensinde, de europæiske børser fulgte efter med store fald, investorerne solgte risiko fra i stor stil og flygtede over i tyske statsobligationer og schweizerfranc. Markedet for øvrige statsobligationer i Europa gik mere eller mindre i stå, og kreditobligationer var lukket land. Der var stor fokus i medierne på, hvilke europæiske banker, der var mest syltet ind i græske, spanske og portugisiske statsobligationer. Konturerne af Finanskrisen II begyndte at tegne sig med ubønhørlig tydelighed. Hvornår knækkede den første store europæiske bank, og gav startskuddet til en krise á la den, som krakket af Lehman Brothers førte til?

ECB, den europæiske centralbank, fulgte naturligvis sagen med stor bekymring og afholdt en conference call med 50 store europæiske banker for at finde ud af, hvordan situationen var i finanssektoren. Og EU's finansministre og regeringsledere aftalte et krisemøde i weekenden.

Skæbnetimen for euro-samarbejdet var kommet. Hvis det skulle lykkes at afværge en ny finanskris, måtte politikerne finde en stor hammer at slå den ned med. En meget stor hammer.

Men de meldinger, som kom i løbet af søndagen, vidnede om, at det endnu en gang ikke var lykkedes for EU's ledere at blive enige om en plan, der bare var i nærheden af at minde om den amerikanske kreativitet og gennemslagskraft under finanskrisen i 2008, hvor den amerikanske centralbank og finansminister Hank Paulson imødegik krisen med en hurtig og imponerende massiv redningsplan. Denne søndag gik rygterne om en fond på sølle 70 mia. EUR, og det blev modtaget med hovedrysten og frustration hos økonomer, analytikere og andre markedsdeltagere, der fandt det umagen værd at bruge deres weekend på at følge de timer, der kunne afgøre euroens fremtid.

Kl. 2 om natten kunne EU så meddele på et pressemøde, at der ville blive oprettet en stabilitetsfond på ikke mindre end 500 mia. EUR fra EU, samt 220 mia. EUR fra IMF. Senere, og mindst lige så vigtigt, meddelte ECB, at banken vil købe både statsobligationer og private obligationer i de pressede lande, genintroducere langsigtede genkøbsforretninger for at tilføre likviditet på pengemarkedet samt genaktivere swap lines med Federal Re-

serve, som sikrer allokeringen af dollar i det europæiske finanssystem.

Hvad sker der så nu – er alt fryd og gammen?

”Nu skal de pressede lande, så i gang med at reformere og opstramme deres økonomier – og det skal være markant og gå hurtigt. Det skal der ofres vækst for at få styr på, og i 2011 kan flere af landene meget vel ende i recession. Det kommer til at gøre ondt, men bliver en nødvendig tilpasning,” siger Lars Tranberg Rasmussen, senioranalytiker i Danske Analyse.

Vil det så sende EU ned i lavvækst?

”Nej, så meget fylder de kriseramte lande ikke. Vi får et meget blandet billede i 2011 med flere lande måske både i recession og deflation, mens store lande, især Tyskland, vil nyde pæn vækst. Det er i øvrigt værd at bemærke, at budgetunderskuddet for eurozonen som helhed kun er på 6 pct. af zonen BNP – hvilket er omkring det halve af både USA og Storbritannien. Og det er nok også overraskende for de fleste, at Italien faktisk har et overskud på det primære statsbudget, dvs. ekskl. renter. De har med strukturreformer under Berlusconi faktisk formået at stabilisere gælden. Og hvad angår Spanien og Portugal, så er de ikke i så store problemer, at man kan tale om solvensproblemer. Portugal har faktisk strammet op på flere punkter de senere år, men Spanien har et strukturproblem med 20 pct. af arbejdsstyrken beskæftiget i byggesektoren. De mangler noget at eksportere – euroen har været lidt af en sovepude.”

Man taler om, at de sydeuropæiske lande skal nedbringe arbejdsenhedsomkostningerne med 20-30 pct. – er det realistisk?

”Ja, Irland har allerede gennemført lønnedgang på 12-13 pct. i det offentlige og Letland 40 pct. Det vil gøre ondt og give en masse ballade, men lignende hestekure er altså set flere gange før i historien.”

Kan Grækenland undgå default på sigt – landets gæld vil jo trods reformerne nå 140-150 pct. af BNP om 4-5 år?

”Det er svært at sige. Kendsgerningen er, at de reelt ikke skal skaffe sig lån på markedsvilkår i tre år, og det kan ikke udelukkes, at de får gennemført reformer, som gør det muligt at stabilisere gælden.”



Clean Tech revolutionen lader vente på sig

Der er flere forklaringer på, at Clean Tech-industrien har det hårdt. Men der mangler også en Thomas Edison.

Thomas Edison får ofte æren for at have opfundet den elektriske pære, men det er ikke helt rigtigt. Hans bidrag bestod i, at han lavede en kraftig forbedring af en 50 år gammel idé. Men det særligt interessante ved Edison og pæren var, at han havde forstået den systemiske natur af teknologisk transformation. Han var klar over, at den teknologi, han havde visioner om ikke i sig selv kunne skubbe petroleumslamperne til side. Han forstod, at til trods for de mange fordele ved elektrisk lys, så ville det kun erstatte petroleum, hvis det havde sit eget, økonomisk konkurrencedygtige netværk. Så mens masser af mennesker rundt om på kloden arbejdede med at udvikle den bedste elektriske pære, så udtænkte Edison et fuldt operationelt system. Hans tekniske platform omfattede generatorer, målere, transmissionslinjer og understa-

tioner, og han beskrev både, hvordan det hele ville interagere rent teknisk, og hvordan det ville resultere i en profitabel forretning.

Edison endte med at lancere et kommercielt projekt i mindre skala på Lower Manhattan i New York og dermed en demonstration over for potentielle investorer på Wall Street, som ofte havde medarbejdere på arbejde til langt ud på aftenen, og desuden var interesserede i at være med i den teknologiske front.

"Andre havde designet udmærkede elpærer, men uden sammenhængende systemer var deres opfindelser ikke brugbare. Vi bør lede efter clean tech's Thomas Edison'er," skriver Mark W. Johnson og Josh Suskewicz i det seneste nummer af Harvard Business Review i en artikel om, hvordan clean tech-økonomien skal kickstartes.

FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE ➔

Fokusér på helheden

Hvad vil det kræve, at transformere en økonomi fra at være baseret på fossile brændstoffer til en "clean tech"-økonomi baseret på vedvarende energi? Hidtil har hovedparten af investeringerne været rettet mod konventionelle forretningsmodeller i et forsøg på tilpasse de nye teknologier ind i eksisterende systemer. Men historien viser, at den slags sjældent virker, skriver de to forfattere.

"Opstarter har forudsigeligt en svær kamp, når det foregår i frontal konkurrence med de regerende kræfter i det eksisterende marked. Forstyrrende markeds kræfter kunne over mange år gøre clean technologies i stand til at erstatte fossile brændstoffer på samme måde som PC'en afløste mainframe computeren. Men vi behøver ikke vente så lang tid, hvis vi forsætligt kan effektuere et engros skifte i vores energiinfrastruktur", skriver forfatterne, som mener, at nøglen er at forstå, at i et større infratrukturelt skifte er det ikke teknologier, der erstatter andre teknologier. Det er snarere systemer, der afløser systemer.

Forfatterne mener, at mange af de vanskeligheder, der er med at økonomierne får adopteret clean tech skyldes det fundamentalt forkerte i, at man fokuserer på delelementer frem for helheden. De påpeger, at rammerne for udtænkning af nye systemer ligesom Edison's projekt består af fire indbyrdes afhængige og gensidigt forstærkende komponenter:

DEN NØDVENDIGE TEKNOLOGI

Systemiske skift er ofte ansporet af opfindelsen af nye teknologier. Opfindelsen af dampmaskinen førte til jernbanens æra; opfindelsen af mikroprocessoren førte til in-

formationsalderen og opfindelsen af forbrændingsmotoren førte til bilen. Men den virkelige effekt af de konkrete opfindelser kom først, da systemer havde udviklet sig omkring dem. Bilens tidsalder startede først med Henry Fords samlebåndsproduktion og bygningen af veje og tankstationer. Hvis teknologisk fremskridt skal være levedygtige, så må de tilhøre komplekse, indbyrdes afhængige systemer, hvor komponenterne arbejder sammen på specialiserede måder.

EN INNOVATIV FORRETNINGSMODEL

En succesfuld kommercialisering af et produkt afhænger af, at kombinere et tilbud, som løser et reelt forbrugerproblem med en forretningsmodel, hvor selskabet kan tjene penge. Nye teknologiske paradigmer kræver forretningsmodeller, som er specielt designede til at håndtere dem. F.eks. Google: Utallige dotcom selskaber forsøgte, at etablere nye forretningstyper på internettet, mange af dem var blot simple kopier af traditionelle mediemodeller som dem, der er baseret på at vise annoncer. Google formåede derimod at kombinere sin avancerede søgeteknik med en fundamentalt anderledes forretningsmodel – annoncørbetalt søgning – og blev en af de hurtigst voksende og mest profitable virksomheder i verden.

Innovative forretningsmodeller kan have en ødelæggende effekt på etablerede selskaber. Olie- og bilbranchens forretningsmodeller, selskaber orienteret mod reservedele og vedligeholdelse af forbrændingsmotoren, kan blive undermineret af en ny model, som drager fordel af mere enkle, strømlinede elektriske motorer. Forsyningssektorens vo-

lumenbaserede profitformel – jo mere kraft, der forbruges, desto større profit – kan meget vel falde sammen i takt med, at konkurrenter finder måder, hvorpå de kan kapitalisere på det "intelligente elnets" evne til at gøre kraftdistribution meget mere effektivt.

EN FORSIGTIG MARKEDSTILPASNINGSTRATEGI

Test af integrerede teknologier vil nødvendigvis være relativt simple modeller, hvori mod selve det clean tech-system, der skal afløse det aktuelle energisystem, er langt mere kompliceret. Og hvordan man bedst muligt integrerer de enkelte dele vil ikke være klart i udgangspunktet. Derfor må man lave de bedst mulige estimater på hvad, der vil virke og derefter fokusere på at finde kreative, hurtige og billige måder at teste de antagelser, der ligger bag estimaterne.

EN FAVORABEL REGERINGSPOLITIK

Regeringer har længe haft en stor betydning for næste-generations politikker. Men det er risikabelt at støtte markedsklare men ikke færdigudviklede teknologier, hvor det er uklart, om de vil kunne levere varen på profitabel vis. Man risikerer, at situationer som den med uhensigtsmæssige prisstigninger på majs, vil forekomme, eller at en støttet teknologi får en fordel frem for andre med et større potentiale. Regeringsstøtte er mest effektiv, når den er rettet mod ikke blot spirende teknologier, men også spirende forretningsmodeller, mener de to forfattere.

Udover at støtte nye modeller økonomisk bør en regering også ændre reguleringer,

som hindrer deres udvikling. Og fordi det er umuligt at forudsige hvilke nye teknologier, der vinder, så bør de politiske myndigheder også anvende reguleringsmæssige eksperimenter for at mobilisere politisk momentum. Som f.eks. bystyret tog i Stockholm i deres forsøg på at lette trafikproblemet. Midlet var at pålægge trafikanterne betaling i perioder med spidsbelastning, og før afgifternes implementering var over 80 pct. af indbyggere imod. I 2006 kørte et forsøg over syv måneder i et bestemt område, og effekterne var overraskende. Gaderne var mindre trafikerede, det var hurtigere at komme frem, og luften var tydeligvis friskere. Resultaterne af forsøget blev offentliggjort, og det vendte den offentlige opinion. Trafikafgift for hele byen blev vedtaget ved en afstemning med 52 pct. mod 45. Siden da er trafikmængden halveret, og luftforureningen er reduceret med 14 pct.

VANSKELIG TRANSFORMATION

Systemiske transformationer er vanskelige, og der er mange indbyrdes afhængigheder. Der er ikke mange eksempler på det, og dem, der eksisterer, er nemme at kritisere.

”Men fokuserer vi kun på risici og utilstrækkeligheden af individuelle forsøg, så vil vi blive blinde over for den lære, vi kan trække fra banebrydende forsøg på at skabe alternativer til en økonomi baseret på fossile brændstoffer”, påpeger forfatterne som begrundelse for, at man bør holde nøje øje med to projekter, der efter deres opfattelse er verdens aktuelt bedste forsøg på at anlægge en systemisk tilgang: *Better Place* og *Masdar City*.



BETTER PLACE

Better Place er velkendt i Danmark, da det pga. vindkraftens store energibidrag og landets begrænsede størrelse er udvalgt som et af de primære testområder for projektet. Som går ud på, at Better Place opbygger en infrastruktur for elbiler med ladestationer og batteriskiftestationer over hele landet. Renault og Nissan leverer bilerne. Billisterne betaler for at benytte netværket af ladestationer og batteriskiftestationer, og Better Place stiller batterierne til rådighed, som får en rækkevidde på mindst 200 km. Efter planen forventes den grundlæggende infrastruktur i bl.a. Danmark at være på plads allerede i løbet af i år, og fra 2011 kan privatpersoner købe Renault-Nissan bilerne.



MASDAR CITY

Abu Dhabi hører under de Forenede Arabiske Emirater, og sidder på 9 pct. af verdens oliereserver. Masdar-initiativet fokuserer på opbygningen af en clean tech-sektor i den hensigt at diversificere emiratets økonomi, reducere bidraget til global opvarmning og gøre væksten mere bæredygtig ved at løfte energieksptisen og bruge regionens overflod af sollys. Målet er, at Masdar City skal være verdens første kulstofneutrale by med brug af clean tech.

Masdar City vil bruge 100 pct. vedvarende energi, hvoraf en stor del vil blive genereret i selve byen. Der vil ikke være biler i byen; i stedet vil et elektrisk, automatiseret transport-system transportere folk omkring. Et omfattende netværk af lufttomme rør vil sørge for, at alt affald sendes hen til et bestemt plads, hvor det vil blive genbrugt, komposteret eller brændt til brug i energisystemet. Hele byen vil være funderet på betonsøjler syv meter over jorden, hvilket giver lettilgængelig plads til basal infrastruktur såsom kloakker, elektriske systemer m.v. Gader og bygninger er designet til at lede varm ørkenluft opad, og dermed skabe briser, som afkøler byen og koncentrerer varmen i vindtunneller, som sendes videre til et afsaltningsanlæg. Dette design vil reducere den energi, der kræves til air-condition og produktionen af frisk vand.

Projektet blev påbegyndt i 2008 og skal efter planen stå færdigt i 2016. Masdar City er allerede udråbt til at blive clean technology's Silicon Valley. Politikere, videnskabsfolk og frem for alt selskaber, som arbejder med clean tech i en eller anden form, vil følge projektet meget nøje. Byen bliver et globalt testcenter for nye energi- og miljøteknologier; et udstillingsvindue mod fremtiden og hele verden, og det vil være særdeles attraktivt at få iværksat pilotprojekter i byen. Og det mest interessante er, at man her får mulighed for netop at få erfaringer med, hvordan man kan integrere et komplekst sæt af bæredygtige teknologier på bedst mulig vis.

FOTO // GETTY IMAGES

Solenergien er stadig ikke brændt igennem



Solcellerne er stadig ikke effektive og billige nok til at gøre solenergi konkurrencedygtig med de traditioneller kraftværker.

Nylige beregninger af det internationale energiagentur, IEA, peger på, at strøm genereret af solceller koster 200-600 dollars pr. MWh, afhængigt af effektiviteten af installationen og diskonteringsrenten til tilbagediskontering af systemets fremtidige energiproduktion. Til sammenligning koster det 50-70 dollars pr. MWh genereret af landbaserede vindmøller i USA og endnu mindre, hvis strømmen genereres af fossile brændstoffer i et traditionelt kraftværk, medmindre der medregnes CO₂-udledningsafgift.

Men prisen på solenergisystemer falder, og eksperter mener, at vi i solrige områder kun er få år fra at nå det punkt, hvor solenergien kan levere strøm lige så billigt, som den vi trækker ud af elektricitetsnettet – the grid – og vi dermed har nået grid parity. Men som teknologien står nu, ville der ikke være noget marked for solceller, hvis det ikke var for statslige subsidier.

FALDENDE SOLCELLEPRISER

Solcellers konkurrenceevne stiger dog støt som følge af forbedret teknologi, men i år også af faldende priser på solceller. En af forklaringerne er, at udbudet af silicium er steget, og det har stor betydning, da de fleste solceller er baseret på dette. En anden forklaring er, at flere kinesiske selskaber med lave omkostninger er kommet på banen. I 2007, da Californiens storstilede plan om at få solpa-

neler på hustagene blev sat i værk, var kun 2 pct. af solmodulerne kinesiske. I dag er tallet 46 pct.

De faldende priser på solanlæg har ført til reduktion af feed-in tariffen, og de ventes yderligere nedsat i år, hvilket favoriserer de billigste producenter yderligere. Q-Cells, Tysklands største producent af wafers (ledet mellem raffineret silicium og den færdige solcelle) har set sin markedsverdi halveret det seneste år. Profitmarginerne for solcelleproducenter er faldet endnu mere. Resultatet er en stigende outsourcing af produktion til Kina. Nogle selskaber som tyske SolarWorld, der behersker hele værdikæden lige fra raffinering af silicium til installation af paneler, har oparbejdet et brand, som tillader en vis præmie i prisen, men for det meste betragtes solpaneler som en mere eller mindre homogen råvare – og det favoriserer de store producenter med adgang til billig kapital. Og det vil sige kinesiske selskaber, der har adgang til billige lån fra staten og samtidig har lave produktionsomkostninger.

Halvdelen af verdens produktion er der allerede, og 2/3 af væksten i fremstillingskapaciteten ventes i år at ligge i Kina. Verdens største producent af "thin-film" solceller, der anvender langt mindre silicium end de mest udbredte solceller, First Solar, starter produktion i Kina i år.

Men "thin-film" celler er ikke nødvendigvis vinderteknologien, selv om cellerne er

billigere, for effektiviteten er typisk kun det halve af de normale siliciumceller. Og desuden er der nye typer solceller på vej, som kan revolutionere branchen – og Danmark er med i front.

Det er forskere fra Risø/DTU, der allerede for flere år siden opfandt plasticsolceller. De er meget billigere end de normale celler, men effektiviteten er langt fra tilfredsstillende endnu. Danmarks Grundforskningsfond har bevilget 15 millioner kroner til et projekt, som kobler Risø DTU's viden om solceller med Aalborg Universitets kontakter til kinesiske forskningsmiljøer.

"Nanoteknologi kan gøre de enkelte solceller bedre, men hvis ikke vi kan sprøjte dem ud i kvadratkilometervis, har det ingen praktisk betydning for menneskeheden. Det er fint nok, at du måske kan lave en hamrende god solcelle på størrelse med et knappenålshovede, som sætter en verdensrekord. Men med det her samarbejde vil vi udnytte nanostrukturer til at lave bedre solceller i en skala, som måles i fodboldbaner frem for knappenålshoveder", udtalte professor Frederik Krebs fra Risø DTU's Program for Solenergi for nylig.

Aalborg Universitets rolle i projektet fokuserer på udviklingen af såkaldte nanokrystaller, samt på hvordan plastsolceller automatisk kan få de nødvendige halvleder-egenskaber via selvsamlende strukturer.

Den nemme løsning: Spar på energien



Mens vi venter på politikerne og teknologien er der en lettere vej at imødegå klimaforandringer og stigende energipriser på. Det har journalisten Thomas Vinge skrevet en bog om. ”Kom ind i klimakampen – hvad du selv kan gøre” er en praktisk og særdeles detaljeret håndbog i hvordan både forbrugere og virksomheder kan gøre en ”grøn” indsats – og samtidig spare en masse penge.

THOMAS' BEDSTE SPARERÅD TIL DIG DERHJEMME:

- Gå på jagt efter standby-knapperne. På den måde kan du nu og her få kappet de øverste 10-15 % af din elregning. I familier med hjemmeboende teenagere kan standby alene stå for så meget som en tredjedel af familiens strømforbrug.
- Drop flaskevand – det er op til 1.000 gange så dyrt som vand fra hanen. Det kræver i øvrigt 1.500 gange så meget energi at 'fremstille' vand på flaske som at levere vand til din hane. Og så har importeret flaskevand i snit tilbragt 1.400 kilometer på Europas landeveje i en lastbil.
- Kør ordentligt i trafikken. Ved at holde afstand og være forudseende, kan mange opbremsninger og voldsomme accelerationer undgås. Det alene vil kunne sænke dit forbrug af benzin med 10-15 %.
- Sæt farten ned – bilen kører længst på literen ved en fart omkring 80 kilometer i timen. Jo hurtigere du kører, jo mindre fremdrift får du altså ud af hver liter benzin. Ved 130 kilometer i timen sluger bilens motor over 40 % mere benzin end ved 80 kilometer.
- Brug cyklen til alle de korte ture – langt over halvdelen af vores bilture er på under 5 kilometer.
- Spis lidt mere klimavenligt – dvs. mindre kød og flere grøntsager og frugt.
- Bliv bedre til at udnytte madvarerne. På et år smider hver dansker i snit 63 kilo mad direkte i skraldespanden. Mad, der aldrig har været på bordet, men som vi har købt, men bare ikke lige fik spist, inden den blev for gammel.
- Fyld ovnen op. Ovnen er køkkenets suverænt største strømsluger. Når der steges fisk eller kød, så er der sikkert også plads til et fad kartofler, rodfrugter, en gratin eller endda en kage ved samme lejlighed. Og væn dig til at lave dobbelt- eller tredobbelt portion brød eller boller, så ovnen bager flere plader på én gang. Du kan spare hele 60 % af ovnens elforbrug ved at tilberede flere ting på én gang. Overskydende brød og andet mad fryses ned

THOMAS' BEDSTE SPARERÅD TIL VIRKSOMHEDERNE:

- Få lavet en klimastrategi, og sæt tal på det nuværende forbrug og for, hvilke mål der sigtes mod med klimainsatsen.
- Udpeg en energimedarbejder, som ofte vil kunne tjene sin løn hjem – endda indtil flere gange.
- Inddrag medarbejderne – sæt idébokse op, så alle kan spille ind med de steder og situationer, hvor de kan se, at virksomheden kan udnytte el, varme og ressourcer mere intelligent. Medarbejderinddragelse giver i sig selv større trivsel og sikrer, at virksomheden når sine mål om at spare på energien.
- Bestil et energieftersyn hos en installationsvirksomhed. En af de største aktører i den branche har erfaring for, at et eftersyn typisk kan give virksomheden en besparelse på 25-30 % på elregningen.
- Få gjort noget ved det elforbrug, som foregår, når medarbejderne er gået hjem! I mange tilfælde er det omkring 40 % af elektriciteten, som bruges uden for normal arbejdstid. Det kan være tændte computere og lyset, som ikke er blevet slukket i personale-, møde- og kopirum. Et spild som kan undgås ved noget så simpelt som at bruge timer og få sat en bevægelsesføler op, så der automatisk slukkes, når der ikke er medarbejdere til stede.
- De allerstørste energigevinster kan hentes ved at få sat tidsstyring på ventilation, motorer og pumper, som mange steder er årsag til, at elmåleren pisker meningsløst rundt med uformindsket styrke hele natten, i weekenden og juleaften.
- Giv virksomhedens it-infrastruktur en grøn overhaling! Start med at ændre postgangen, så elregningen for it-forbruget havner direkte på it-chefens bord! Får han personligt ansvar for elforbruget, vil det med garanti påvirke indkøbene af nyt it- og køleudstyr, så det bliver grønnere og mindre forslugent på strøm.
- En enkelt server bruger lige så meget strøm som en typisk dansk familie. Det koster med andre ord 6.000-9.000 kroner om året i strøm at have én server tændt døgnet rundt.
- I de fleste virksomheder kan antallet af servere skæres ned med 50-80 % gennem såkaldt 'servervirtualisering', hvor flere opgaver lægges sammen på færre fysiske servere.
- En stor del af elforbruget til virksomhedens computer-del går til køling af de mange servere, som snurrer i døgndrift. De fleste virksomheder vil kunne skære knap en tredjedel af elregningen alene ved at effektivisere datalagringen og brugen af energi til køling af serverrum.
- De kildevandskølere, som står på mange virksomheder, kan bruge mere strøm end et stort køleskab. Drop derfor både flaskevand og vandbeholdere med vand på køl. Den eneste forskel mellem plasticvand og vandhanevand er i øvrigt, at flaskevand er dyrere, indeholder flere bakterier og kan indeholde hormonforstyrrende stoffer.
- Brug telekonferencer – det sparer tid, penge og CO2-tunge flyrejser.
- Til de korte ture ud i byen kan virksomheden indkøbe et par toptunede firmacykler.



FOTO // POLFOTO

Vi har talt med Asger Aamund om Danmark – strukturkrisen, demokratiets forfald, folkesjælen og den kollektive bevidsthed, der forsvandt.

ASGER AAMUND:

Danmark har ryggen mod muren

Han har rundet de 70 år, Asger Aamund, den dynamiske erhvervsmand, der stadig sidder på formandsposten i Bavarian Nordics bestyrelse. Men alderen har bestemt ikke fået ham til at holde sig fra den offentlige debat, tværtimod synes han mere aktiv end nogensinde før. Særligt, når snakken falder på Danmarks fremtid.

HVAD SKAL VI GØRE FOR RETTE OP PÅ DANSK ØKONOMI OG SIKRE ET ØKONOMISK RÅDERUM, SÅ VI KAN BEVARE DET DANSKE VELFÆRDSSAMFUND I FREMTIDEN?

Vi er på vej ind i en strukturkrise. Vi er i dag et vælgerkorps på fire millioner mennesker. Deraf er allerede de 2,2 millioner uden for arbejdsmarkedet. Der er godt 1 mio. pensionister og andre pensionister, og der er 1 mio. i den arbejdsdygtige alder, som ikke er på arbejdsmarkedet. Det er folk på kontanthjælp, dagpenge, barselsdagpenge, sygedagpenge, orlovsordninger – og alle mulige andre ordninger, så når vi taler om en arbejdsløshed på 130.000 er det jo til grin. Vi står i den groteske situation i folkestyret, at det flertal, der ikke laver noget, kan stemme sig til de penge, der tilhører de mennesker, der laver noget. Når vi når frem til 2020 er der 40 pct. af den danske befolkning, der er over 60 år, og så vil de tre millioner ud af fire millioner vælgere stå uden for arbejdsmarkedet. Det kan vi under ingen omstændigheder finansiere, medmindre vi gearer landet op, så vi tjener nogle flere penge. Vi skal have 3-4000 nye virksomheder inden for de næste 10 år. Vi skal have dem til at tjene penge, skabe nye arbejdspladser og merindtjening, brede skattegrundlaget ud i det danske samfund, hvis vi skal kunne lukke det hul.

Tilmed kommer jo så det, som hverken regeringen eller oppositionen vil forholde sig til, nemlig at omsorgs- og plejeomkostningerne bliver meget dyrere, end de er i dag. Finansministeren siger ganske vist, at den ældre generation er meget sundere end den tidligere generation, derfor vil pleje- og omsorgsomkostningerne blive billigere. Det er jo så primitivt og inkompetent sagt, for det betyder jo bare, at de gamle, der i dag vil dø,

når de er 70 år, de lever længere, og de får de samme sygdomme, når de bliver 80. Men de terapier, der skal til for at behandle de gamle – det handler om kræft, hjerte-kar sygdomme, Parkinson's – de terapier, der kommer frem nu bliver væsentlig bedre, så folk kan leve længere, men de bliver hamrende dyre.

Hvis ikke det danske samfund gearer op og laver en strategisk handlingsplan, som gør, at vi kan finansiere det her, så ender vi som en andenrangs velfærdsnation. I den globaliserede verden rejser kapital, produktion og mennesker jo rundt som trækfugle, og slår sig ned, hvor de får den bedste service – og det går stærkt i dag, fordi vi er blevet meget dygtige i den internationale arbejdsdeling. Alle regioner i alle lande arbejder på at få en plan, som sikrer, at netop de får tilførsel af teknologi og kompetent kapital og de mennesker og virksomheder, der skaber mere værdi for samfundet. Den konkurrence vedkender Danmark sig ikke, at vi er i. Men vi har behov for en plan, så vi får teknologi, kloge hoveder, dygtige virksomheder og kapital ind i landet.

HVAD GÅR DEN UD PÅ I DIN VERSION?

For det første skal uddannelsessystemet forbedres. Det skal starte i folkeskolen, der trænger til en ordentlig tur i ribberne, og fortsætte videre op - universiteter, undervisning og forskning skal geares op i et helt andet niveau, så at vi kan få eliteforskning, eliteundervisning og i det hele taget også er med til at skabe samarbejdspartnere for den forskende del af industrien. For det andet skal vi have en fond á la Lønmodtagernes Dyrtidsfond, en iværksætterfond, en reformfond, som kan investere i nye virksomheder. I dag kan kompetente potentielle vækstvirksomheder simpelthen ikke få penge. Det, som LD gjorde så godt, var, at de havde en dristighed men også en kompetence og et samfundssind, som gjorde, at de turde støtte nye virksomheder. Hvis de ikke havde været der, havde der ikke været noget Neurosearch i dag, der havde ikke været noget Bavarian Nordic, ikke nogen dansk biotekindustri, for der var ikke andre finansieringsmuligheder.

SÅ FONDEN SKAL VÆRE STATSFINANSIERET?

Ikke nødvendigvis. Ikke andet end hvad LD var. Det var skatteydernes penge. Jeg har foreslået regeringen en løsning, som de var positivt indstillede overfor. Den Sociale Pensionsfond har i dag 125 mia. kr. Fonden er jo lavet pga. en af de mange fupnumre, som regeringer har lavet med danskerne i tidens løb. I 70'erne sagde man til danskerne: I skal betale to procentpoint mere i skat, fordi vi har brug for en større pensionspulje, specielt til enker. Og der er jo ikke nogen, der har lyst til, at Danmark skal være befolket af fattige enker, så derfor var folk indstillede på at komme til lommerne og betale to procentpoint mere i indkomstskat. Men nu her 30-40 år senere er der ikke en eneste enke, der har set en krone. Den Sociale Pensionsfond er bare en sparegris for den til enhver tid siddende finansminister, og så kan han bruge renterne til at lappe huller i finansloven. Derfor er det mit forslag, at ud af de 125 milliarder låner vi i en periode på 10 år 40 mia. kr., og de går ind i en LD-lignende fond. Så bruger vi renterne hvert år til at investere i nye værdivirksomheder, fortrinsvist værdivirksomheder, altså virksomheder, der tilfører samfundet høj værdi pr. medarbejder. Det vil være IT, biotek, service, industri og det kan også være sofistikerede landbrug og meget andet. Jeg foreslog også, at de fem store pensionskasser skulle være med, og det har de sådan set udsendt nogle positive signaler om.

Men Dansk Folkeparti ville ikke være med. Der var jeg også lidt uheldig ved, at jeg sagde, at fondens penge jo ikke skulle være til cafe latte-vogne og neglesaloner, men til virksomheder, der gav lidt mere i kassen. Jeg kunne ikke vide, at Dansk Folkepartis erhvervspolitiske ordfører Colette Brix ejer fem neglesaloner. Hun blev rasende, og sagde, at det bare var en stor almissegfond, som skulle give krykker til det vaklende industrierhverv. Det er jo slet ikke sådan, det er

FORTSÆTTELSE FRA SIDE 23 ➔

tænkt. Det er tænkt som en aktiv investering i meget værdiskabende erhverv.

Udover sådan en vækststimulerende fond og et generelt løft til universiteter, forskning og udvikling er der også et tredje centralt element, der bør indgå i strukturreformen - en skattereform. Indkomstskatten skal justeres ned til europæisk niveau. Det behøver ikke være meget mindre, men den skal ned på 40-45 pct., hvor den ligger i EU som gennemsnit - for de højstlønnede, de lavestlønnede ligger på 20-25 pct.

VILLE VI SÅ KUNNE OPRETHOLDE DE SAMME OFFENTLIGE UDGIFTER OG VELFÆRDSSTANDARDEN INDEN FOR SUNDHED OSV.?

Ja, selvfølgelig vil vi blive nødt til i en periode at supplere det med lån, men det gør vi jo også i virksomhederne. Der er en god regel, der siger, at man skal ikke låne til forbrug, men man skal låne til investeringer. Der er jo ikke nogen typiske mellemstore og mindre danske virksomheder, som har 20 mio. kr. i kassen til at købe ny teknologi for. Derfor låner de penge i banken til maskinindkøb og procesteknologi, fordi de ved, at de vil kunne skabe en højere indtjening og dermed afvikle lånet. Så samfundet må godt have en låntagning, hvis man investerer i sin egen fremtid. Pengene kommer jo tilbage, når vi får vendt strømmen af jobs, kapital og virksomheder ud af Danmark til, at der kommer noget den anden vej. Men du kan ikke få en amerikansk forsker til at komme ind i Danmark, hvis han skal have en skattedummebøde på 100 pct.

Så vi kan ikke spare os ud af det. Jeg havde den glæde i går (6. maj, red.), at høre Mette Frederiksen sige det samme, som jeg siger her. Jeg var med i debatten en uge tidligere med Liberal Alliance og hvor jeg også fortalte om nogen af de her ting, der venter os om 10 år og nede af vejen, og hun stod og så på mig med åben mund og polypper. I løbet af den uge kan jeg se, at hun har tænkt sig om og siger det samme. Ikke i detaljer, men hun siger, at vi ikke kan spare os ud af det her. Vi bliver nødt til at få væksten op i Danmark, så vi har råd til at bevare velfærdssamfundet. Og det er, hvad det hele handler om. Det vil de ikke høre tale om for en uge siden, men det begynder at gå op for dem, at hvis ikke der bliver lagt en reformbuket ud, som alle partierne i Folketinget, eller i hvert fald ho-

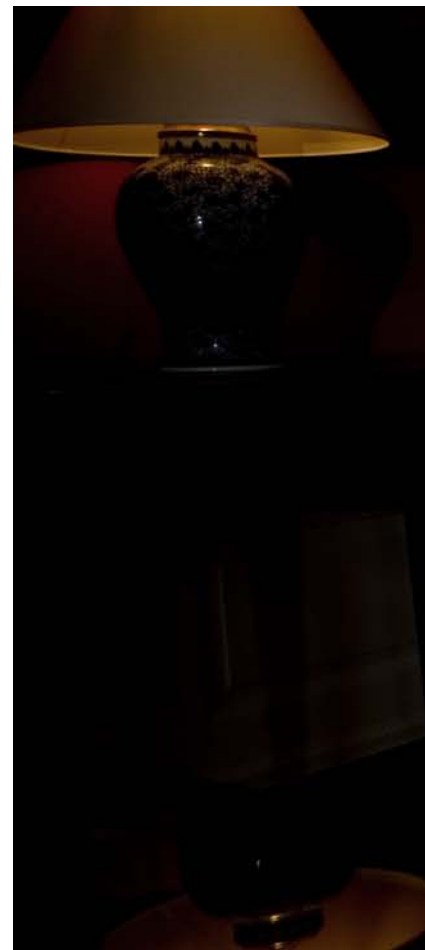
vedpartierne, går med til, så kan vi ikke løse det her. Og de begynder allerede at skændes om, hvem der har ansvaret for, at det ikke bliver gjort.

Set fra et overordnet samfundsperspektiv er det jo hamrende samfundskriminelt, at det samarbejdende folketing pga. nogle snævre vælgerinteresser ikke vil gå ind og lave en samlet plan for at imødegå den strukturkrise, vi ramler ind i. Tilmed har de jo - og det viser jo kompetencemangelen hos danske politikere - lagt et minefelt og pigtrådsruller ud foran iværksætterne og samfundsudviklingen. Hvis man ser på, hvad der bremser væksten, så er det klart, at indkomstskatten er alt for høj. Multimedieskatten er et andet eksempel, som viser, at man befinder sig i stenalderen. I dag er det jo sådan, at samvittighedsfulde medarbejdere i virksomhederne tager arbejdet med hjem. De taler i mobiltelefon med deres kunder i USA kl. 10 om aftenen. De skriver mails på deres PC'er, søger relevant information osv., og så skal man gudhjælpemig beskattes af det, fordi PC'en tilfældigvis også kunne bruges til at gå ind på Billetnet og bestille en billet til en fodboldkamp. Og det viser jo mangelen på perspektiv, mangelen på forståelse for, hvad vækst er i Danmark.

Så er der iværksætterskatten, og i den forbindelse er der en undersøgelse på vej, der viser, at nu kommer der slet ikke nogen kapital ind i virksomhederne. For skatten betyder jo, at Business Angels ikke har lyst til at investere i virksomheder, hvor de beskattes af aktiekursstigninger, selv om de ikke har solgt nogen aktier. De skal betale 25 pct. af fiktive kursgevinster, det giver cash hos finansministeren til trods for, at virksomheden næste år kan være kørt i sæk.

Så der er en lang række stopklodser, som gør, at mennesker, der planlægger at gå ind i iværksættervirksomheder - venturefonde eller Business Angels - de vender ryggen til det her. Så sulter man miljøet endnu mere ud. Vi står over for et problem, der ikke er politisk vilje til at løse, og kompetenceniveauet er for lavt. Danske politikere er håndværkspolitikere. Men de kan ikke se, at vi er på vej ind i en globalisering, som stiller nogle fuldstændig andre krav til samfundet. Det er det værste problem ved demokratiet, som du skriver i dit oplæg, at vi også er på vej ind i også en demokratisk krise, fordi det politiske kompetenceniveau er for lavt.

Ligesom man kan sige i jeres egen ver-



den, at danske banker har været meget dygtige til at lave kreditvurderinger gennem årene. Kompetenceniveauet er meget højt på det nationale niveau. Men danske banker er jo også blevet smidt ud i et stort globalt ræs og har som de andre banker svigtet kreditvurderingskompetencen på det internationale plan totalt. Hvis vi i industrien havde vurderet vores industrikunder, som bankerne havde vurderet deres afledte og ompakkede kreditprodukter og hvad der ellers har været skyld i krisen, så havde vi ikke været her i dag.

Det er det niveau, man også skal have ind i bankerne, og det er også det som det danske samfund skal tage ved lære af. Vi er ikke mere et lukket samfund. Alt er afhængigt af de internationale bevægelser. Hvis ikke vi som samfund er konkurrencedygtige, så går samfundet ned.

MEN HVORDAN KAN SAMFUNDSENGAGEREDE POLITIKERE UNGDÅ AT SE PROBLEMERNE?

De er engagerede, men de ser ikke vækstdynamikken, de kan ikke forholde sig til det, ikke forstå det. De ser det som deres opgave at skabe en retfærdig fordeling af goderne. Og sørge for at de rige ikke bliver rigere og de fattige ikke bliver fattigere. Vi har de der klichéer med sammenhængskraft og



kampen mod uligheden. Og det er det, som styrer hele deres liv.

DE MÅ VEL HAVE NOGLE KOMPETENTE EMBEDSMÆND, SOM FORTÆLLER DEM OM, HVORDAN VERDEN HÆNGER SAMMEN?

Ja, men de er jo klamme nok til at gøre det, som politikerne gerne vil have og se. Tag hele lovgivningen om iværksætterskatten. Der er ikke andre lande, hvor man vil lave skat på 25 pct. på urealiserede aktieandele. Den lov har været til behandling i Skatteministeriet, tre behandlinger i Folketinget, høring i forskellige grupper og komitéer, bl.a. har et revisionsfirmaerne jo påpeget, at det er fuldstændig galimatias og sagt, at vi kommer til at standse kapitaltilførselen til iværksætterbranchen. Politikerne har gjort det alligevel, fordi de skulle have bogholderiet til at passe efter nedsættelsen af indkomstskatten fra 62 til 56 pct. Der er ingen dynamisk tænkning. Deres billede af debat og kredit skal passe sammen. Politikerne ser det ikke som en film, der ruller. De ser det som et billede.

Men overordnet går min kritik ikke på regeringen, den går på det samarbejdende folketting. At de ikke har skabt den nødvendige, brede reformalliance, så det gennemføres, uanset hvem der kommer i regering eller opposition efter næste valg. Det ville være sam-

fundsansvarligt. Så kan de skændes om nogle fordelingspolitiske ting, men hele det, som hele Danmark skal være betinget af, det skulle de være enige om og det skulle de gennemføre.

MEN HVORDAN SKAL VI SÅ KOMME DERTIL – SKAL VI HAVE RYGGEN MOD MUREN?

Ja, og det er jo derfor, at vi er ved at være der nu. Nu er problemerne blevet så store, at de står optisk nu også lige foran vælgerne. Vælgerne er jo ikke samfundsansvarlige, de vil gerne have mest muligt i lommen, men almindelige lønmodtagere og også folk på overførselsindkomst begynder at tænke nationalt i det her og forstå, at det her går ikke. Så vi er på vej ind i en meget spændende periode, men der er sandelig også brug for, at vi hæver kompetenceniveauet. Dansk politik er jo sammensat af nogle meget dygtige og kompetente politikere men også en stor flok vandbærere og tågehorn, som slet ikke burde sidde der. Danske Bank jo havde været død, hvis den stadig havde heddet Landmandsbanken, og ikke havde organisationsudviklet sig siden ændringen af Grundloven i 1953. Folkestyret derimod har ikke organisationsudviklet sig siden 1953 – andet end at de har fået elektroniske afstemningssystemer. Men vi er blevet revolutioneret som

samfund. Vi er ikke mere et hjemmemarkedssamfund. Hele vores økonomi er syltet fuldstændig ind i den europæiske og globale økonomi, mens der intet er sket på folkestyret. Mit forslag er, at man skulle skære antallet af folketingsmedlemmer ned til det halve, altså 89, at man for at trække de bedste hjerner til fordoblede gagerne både hos ministre og MF'er, og så skulle hvert MF udover at have en skrivesekretær også have en akademisk sekretær og dermed kunne tage byrderne af og give bedre forberedelse. Når man ser deres kontorer i dag, ligner det jo papiransamlinger, og de kommer aldrig ovenpå.

MAN SKULLE MÅSKE LÆRE AT BETRAGTE DANMARK SOM EN VIRKSOMHED, DER AGERER PÅ MARKEDSPRÆMISSER, NOGET À LA GOOGLE?

Det er rigtigt, og det ville også forbedre det begreb, man bruger i flæng for tiden – sammenhængskraften – plus at man får noget mere kollektiv national bevidsthed, hvis man får en firmabevidsthed. Amerikanerne tror jo meget på det, de kalder en triple helix. Altså den tredobbelte dynamiske spiral mellem stat, universiteter og industri. Når de arbejder frit, men snævert sammen, så får du nogen synergieffekter, som driver den mo-

FORTSÆTTELSE FRA SIDE 25 ➔

derne stat frem og skaber værdier. Men den kobling har vi slet ikke i Danmark - men det kunne være fint, hvis vi fik den ind, så vi følte os som et økonomisk hold, for samarbejdet mellem det offentlige og det private er helt afgørende for en moderne konkurrencedygtig stat. Men vi er ved at blive skilt ned på midten, hvor vi har skattenynderne på den ene side, som har nogen interesser, og skatteyderne på den anden, som har andre interesser. Det er enormt farligt for et samfund.

Vi skal have gjort op med ligemageriet, som bl.a. betyder at man giver folkepension til alle danskere. Det var Staunings vision i 30'erne, at de stærkeste skuldre skulle bære de svageste 20 pct. men vi overdriver det i ekstrem grad. Det har vi ikke råd til. Dem der har råd, skal betale selv - politikerne skal bare huske at justere indkomstkatten, så pengene passer.

SKAL VI VÆRE BANGE FOR ASIEN?

Der er ikke noget at være bange for, hvis vi ser konkurrencen som en samfundskonkurrence. Vi har så meget at byde på, så enten bliver vi deres konkurrenter eller deres samarbejdspartnere. Hvis vi gennemfører den reformbuket, jeg talte om før, så er der ingen tvivl om, at det danske samfund vil blive meget efterspurgt som leverandør af teknologi og processystemer, rådgivning, off. styring - der er masser af måder at tjene penge på. Forsummer vi det, går vi ned med flaget. Der er ikke nogen grund til at være bekymret, fordi magtbalancerne skifter - det har de jo altid gjort. Der var jo også mange, der sagde for 2000 år siden - tænk hvis Romerriget kollapsede, så står verden ikke længere. Det gjorde den jo. Nogle århundreder senere så blev det

spansk dominans. Så fik du en amerikansk dominans, og nu er den også ved at krakelere. Det gør såmænd ikke så meget. Vi skal bare sørge for, at vi kan følge med til forandringerne og sørge for at indrette os på de nye forhold, så skal det nok gå.

DER ER MANGE FÆLLES GLOBALE UDFORDRINGER, MEN COP15 VISTE, AT VI STADIG TÆNKER MEGET I NATIONALE INTERESSER?

Helt klart og det vil man blive ved med. Man bliver nødt til at løse problemer regionalt. Lande der har fælles interesser vil samle sig sammen og forhandle sig til nogle fælles løsninger på ting, de er uenige om. Det var COP15 jo et fantastisk godt eksempel på. U-landene ville have, at omkostningen for restaureringen af den grønne verden skulle betales af I-landene. Og det er jo noget vrøvl, man skulle lægge det på forbruget. Det er jo ikke sådan, at fordi USA, Japan og Europa producerer alle verdens biler skal de betale en kæmperegning for forureningsbundlinjen. I Afrika vælter det ud med "hvide" Toyotaer", de har også fladskærme, de sviner også på mange måder. Men det vil de ikke anerkende. Så man skal lave kvoterne efter forbruget, der hvor bilerne kører og sviner. Det vil de jo ikke, for de sidder jo som altid med tiggerskålen oppe, og vil have andre til at betale for sig.

DE MENER JO, AT DE HAR NOGET "TIL GODE"...

Det er jo typisk for U-landene. Vi poster 100 mia. dollars årligt ind i dem, og de er især i Afrika så korrupte, at de udbytter deres egne

befolkninger udover alle grænser. Og der er vi jo inde på noget vi ikke må snakke om, for det er politisk ukorrekt, at hvide mennesker kritiserer sorte. Så bliver man som dansk politiker skældt ud for at være racist. Derfor begraver man - som kokke begraver deres fejltagelser i mayonnaise - problemet. Og politikerne bliver ved med at sende penge derned. Det er lige den indstilling, man ser ved COP15, den der med at vi bare skal betale det hele. Der mangler du solidariteten, men den kan du heller ikke få, når halvdelen af FN's medlemmer er diktaturer, som udnytter systemet på det groveste. Derfor bliver man nødt til at gøre det på en anden måde. Selvfølgelig skal vi løse problemerne, og de skal løses globalt. Men jeg ser meget gerne at det er de vestlige lande, USA og EU, der danner en fælles akse og siger, vi skal gøre det her. Og så prøver at få det forhandlet igennem ud fra en styrkeposition. Så er det også meget nemmere at få et resultat med kineserne og inderne, men på COP15 var alle jo nærmest uenige. Det var et stort kaos. Det burde jo ikke være kommet så langt, men jeg tror, at hvis man regionaliserer det i stedet for at sige vi skal have en global løsning, så får vi bedre resultater.

MEN DER ER VEL KOMMET EN SÅDAN GENEREL POLITISK KORREKTHED, SOM HAR HÆMMET UDVIKLINGEN PÅ MANGE PUNKTER MED TING, MAN IKKE MÅ SIGE DIREKTE?

Ja, ytringsfrihed trives godt i gode tider, og når den bliver klemmt, falder den sammen. Politisk korrekthed dræber enhver form for konstruktiv diskussion, ikke mindst den der heksejagt vi har på diskrimination og racisme. I det øjeblik man spiller racismekortet, så stivner alting.

INTERNETTET FORBINDER DE UNGE GENERATIONER PÅ EN NY MÅDE PÅ TVÆRS AF LANDEGRÆNSER - TROR DU DET ER BEFORDRENDE FOR DEN KOLLEKTIVE BEVIDSTHED, SOM DU HAR EFTERLYST I ANDRE SAMMENHÆNGE?

Det tror jeg bestemt. Antidemokratierne er jo under pres pga internettet. Det gælder f.eks. hele den arabiske verden, hvor de sidder med nogle gamle stammetraditioner, som de ikke vil fravige. De gamle bestemmer over de unge, og mændene bestemmer over kvin-

Det er det værste problem ved demokratiet... at vi også er på vej ind i også en demokratisk krise, fordi det politiske kompetenceniveau er for lavt.

derne. Kvinderne er ikke døtre, det er datterselskaber, man kan handle med, Det forsøger de at bevare intakt, når de flytter andre steder hen, og derfor får de nogle voldsomme konfrontationer med det omgivende samfund. Det er ved at erodere, og det er deres rædsel pga internettet. For der kommer nogle helt andre værdier ind, og det er ukontrollabelt. Allerværst faktisk i Iran, som jo har et kæmpeoverskud af unge mennesker, som ikke vil have det reaktionære præstestyre. Og hvor styret ikke kan bekæmpe det mere, fordi de har gjort alt, hvad de kunne for at få internettet skåret til, så det passede. Men de har måttet opgive, og det vil sige, at den globale ungdomskultur, frihedskulturen og ytringsfrækheden den breder sig jo. Og de er dømt til at tabe.

Men internettet vil også skille verden op på en anden måde, tror jeg, og det er, at unge der har fælles interesser vil identificere sig mere med hinanden globalt, end de vil med deres nationale samfund. Jeg tror, vi får to dimensioner. Du vil stadig være glad for at være dansk, men du vil også få unge, der føler sig meget mere på bølgelængde med britiske, amerikanske og italienske unge, der måske deler samme interesse. Det gør jo, at man får en identitetsmatrix, hvor du både har en rod et sted, men samtidig føler du dig meget på linje med nogle andre, der er en del af din virtuelle virkelighed.

DET GÅR VEL UD OVER DEN NATIONALE SAMMENHÆNGSKRAFT...

Det tror jeg ikke. Jeg tror faktisk, det kommer til at styrke den. Vi skal bare vænne os til at få flere strenge på buen. Du har det jo sådan set lidt i måden, Amerika er skruet sammen på. Næsten alle borgere har jo en dual identitet, de kommer allesammen et sted fra. Jeg har truffet mange amerikanere, som føler sig som rigtig Apple Pie-americans, men samtidig hænger de meget fast i deres etnicitet, hvor de kommer fra, og vil være meget usikre, hvis de ikke kunne dyrke den, når de kommer hjem. Det har vi jo ikke i Danmark, hvor vi er Rip Rap Rup – vi ligner hinanden alle sammen. Som Palle Lauring sagde: Vi er ikke et folk, vi er en stamme. Det er sgu' rigtigt, for jeg har boet i udlandet i seks år i forskellige lande, og når man kommer hjem, får man jo kvælningsfølelser. Intet har rykket sig og de taler stadig om det samme lort på bagsiden af Ekstra Bladet. Så går der

tre mdr., og så har man det på samme måde. Det er derfor integrationen er så svær, fordi vi mentalt er meget mere familie, end vi er klar over. Men det er ved at brydes op, så vi får også en fraktionering af den danske identitet.

TROR DU IKKE HVIS MAN KUNNE REJSE FRA 60'ERNE OG FREM TIL I DAG VILLE UNDRER SIG OVER DEN FLADPANDETHED, DER PRÆGER MEDIERNE OG DEN POLITISKE DEBAT MED LIGEGYLDIGE DETALJER?

Sådan tror jeg altid, det vil være. Folk vælger jo, hvor dumme de vil være. Men jeg vil give dig ret i, at der er masser af mennesker, som ikke engang kan stave sig gennem MetroXpress, men som med stor glæde ser Paradise Hotel. Det er deres verden. Men samtidig har vi heller aldrig haft et internet med et så stort udbud af intellektuel og kunstnerisk kvalitet, som man kan glæde sig over. Er du intellektuelt sulten, er der et udbud som aldrig før. Men det er et tveægget sværd. Vælger du fordummelsen, så har du eddermame gode muligheder for det i dag.

Skolen og hjemmet skal være opdragende i den rigtige retning. Forældrene er blevet bange for deres børn. Og går noget galt, er det samfundets skyld. En af velfærdssamfundets ulemper er ansvarsforflygtigelsen. At vi ikke påtager os et ansvar for at hjælpe andre. Jeg kan huske i 50'erne, hvor Danmark var et forholdsvist kollektivt og mindrebemidlet samfund, at hvis en gammel dame faldt om ved stoppestedet, så kom der 4-5 hen og hjalp hende, og nogen styrtede ind for at låne en telefon. Og var der et slagsmål på Dyrehavsbakken så kom der efter de første slag altid en stor arbejder, og sagde: Så holder vi. Hvis en mand faldt i Nyhavn en vinterdag, hoppede to mand i efter ham. Hvis en mand falder i havnen i dag, ryger der fire mobiltelefoner op, men ingen hopper ud. Det er en af de ting, som viser, at samfundet krakelerer lidt, fordi vi ikke har brug for hinanden så meget mere.

FINANSKRISKEN KUNNE MÅSKE HAVE RYKKET OS TÆTTERE SAMMEN, MEN DET SKETE IKKE..

Det var sket, hvis krisen havde været rigtig dyb. Men den nåede ikke rigtig ind. Det blev bare til noget med, at gennemsnitsfamilien måtte droppe den nye bil og de nye møbler. Men det var ikke nok til at skabe en fæl-

Vi står i den groteske situation i folkestyret, at det flertal, der ikke laver noget, kan stemme sig til de penge, der tilhører de mennesker, der laver noget.

lesskabsfølelse, der skal mere til. Men hvis det havde været sådan, at vi var blevet virkelig fattige, tror jeg, solidariteten var kommet igen. Ikke fordi vi var blevet bedre mennesker, men vi havde fået mere brug for hinanden. Og så havde du fået det, som man havde i arbejderkvartererne i gamle dage, hvor man tog naboens unger, fordi manden var kommet fuld hjem - selv om man boede i en 2-værelses og selv havde børn. Men man vidste, at hvis man ikke tog de to unger, så ville man ikke selv få hjælp en anden gang. Se på gårdene i gamle dage, de havde ikke lyst til at have bedsteforældrene boende, de ville måske gerne have, at de døde eller kom på alderdomshjem, men de havde brug for dem. Der var nogen, der skulle se efter børnene, bælge ærter, så man måtte have de savlende gamle til at hjælpe. Der holdt man sammen, det var af bitter nød, Men det er jo smukt at se, når det fungerer godt, og det danske samfund har været ret hjælpsomt.

NU HAR VI GENERATIONER AF FORKÆLEDE UNGE I DAG, SOM IKKE ANER, HVOR DE KOMMER FRA, IKKE VED HVAD DET VIL SIGE, AT MANGLE NOGET FOR ALVOR. DE BLIVER MÅSKE MERE KOLLEKTIVT BEVIDSTE OG SOCIALE VIA INTERNETTET, MEN BLIVER DE MERE HJÆLPSOMME AF DET?

Det kollektive sammenhold er fissioneret til noget andet. De unge identificerer sig med deres kernefamilie og deres firma, dem giver de deres loyalitet, ikke samfundet. Du behøver ikke naboer mere, du får bare noget kontanthjælp, du kan få tilskud til en barnevogn, du kan få alt muligt og går ikke ned på samme måde som tidligere. Men alle har jo brug for et ståsted og en identitet, og derfor ser man de unge identificere sig meget med far, mor og børn. Ikke bedsteforældre og andre familiemedlemmer, de skal være bidragsydere. Så har de ofte en meget snæver kreds af venner, de vil gøre alt for, og så tager virksomheden en meget stor del af deres loyalitet. Det er blevet de nye loyalitetsbaser, hvor man til gengæld også yder enormt meget. De hjælper hinanden på samme måde, som man hjalp naboer før, fordi man også har behov for at være noget for nogen.

Udviklingsøkonomierne er på vej

Men hvad er det egentlig, de kan, udover at lave IT-helpdesks, producere bestilte industrivarer fra Vesten, lave egne piratkopier og grave deres råvarer op af jorden? Det korte svar er: Rigtig meget. Udviklingsøkonomierne er på vej – de kører stærkt, og de udfordrer færdselsreglerne.



We shall be unable to turn natural advantages to success unless we make use of local guides.

The Art of War, Sun Zi.

På COP15's sidste dag var øjnene rettet mod Barack Obama. Det blev tillagt stor vægt, at præsidenten for USA - verdens største økonomi, den politiske supermagt over dem alle – anså det for umagen værd at dukke op og forhåbentlig få en aftale i hus. Det var ved at være sidste udkald, da selv de mest optimistiske ikke kunne øjne konturerne af noget, der lignede en aftale.

Obama fik arrangeret et hastemøde med Kinas premierminister, Wen Jiabao. Det havde nemlig vist sig, at netop Kina – verdens største CO2-udleder – var en kæp i hjulet på forhandlingerne.

Men da Obama dukkede op til mødet, fandt han ikke bare Wen Jiabao, men også statslederne fra hhv. Brasilien, Sydafrika og Indien. Dette var uventet. Ikke blot troede Obama og hans rådgivere, at Indien allerede havde forladt klimatopmødet, men det, som Obama havde troet skulle være et eksklusivt møde med Kina, var pludselig blevet til en forhandling med en solid blok af udviklingsøkonomier. Som om det ikke var nok til lod en af Wen Jiabaos folk sig oven i købet at løfte en advarende pegefinger mod Obama. Budskabet var ikke til at tage fejl af. De fire udviklingsøkonomier – kaldet BASIC – ønskede at markere deres styrke over for USA. Især Kina ønskede med dette møde at signalere sin politiske tyngde i det globale billede. Verdens magtbalancer er ved at forskyde sig.

VERDENS INDUSTRICENTRUM

At Kina er blevet centrum for verdens industriproduktion er ikke nogen hemmelighed – men det er nok de færreste, der er klar over, hvad det rent faktisk indebærer. Men her er nogle eksempler: Halvdelen af verdens kameraer/videokameraer, 60 pct. af verdens penicillin og theramycin, 70 pct. af verdens mobiltelefoner, 75 pct. af verdens ure og op mod 80 pct. af verdens tekstiler, tøj og legetøj laves i Kina, som er verdens største eksportør.

Men Kina og andre udviklingsøkonomier i Asien lader sig ikke nøje med at producere Vestens varer. De er også begyndt at udvikle dem selv. Ikke blot produkter, men også forretningskoncepter, og der er mange paralleller til det "japanske mirakel" op gennem 50'erne, 60'erne, 70'erne og 80'erne, påpegede The Economist for nylig i en rapport om Emerging Markets, som er hovedkilden bag denne artikel.

Eksempelvis var en vigtig kilde til japanernes succes, at de opfandt begrebet "lean manufacturing", som handler om, at man har stor fokus på at eliminere eller reducere spildprodukter og enhver form for aktivitet, som forbruger ressourcer uden at tilføre værdi i processer, som involverer design, fremstilling, distribution og kundeservice. Japansk erhvervsliv tog konceptet til sig i stor stil – især bilindustrien, som på denne baggrund kunne fremstille biler og introducere nye og billige modeller i en hastighed og med en stabilitet, som overgik de amerikanske bilproducenters fatteevne.

I dag ser man i mange udviklingsøkonomier lignende nytænkning, som er en væsentlig del af forklaringen på, at de er i stand til at komme frem med nye produkter og services, der er langt billigere end konkurrenterne i Vesten. F.eks. biler til 2.200 dollars, computere til 300 dollars og mobiltelefoner til 30 dollars. De genopfinder produktions- og distributionssystemer, og eksperimenterer med helt nye forretningsmodeller. Ambitioner om at træde ind på den globale erhvervscene og frygt for at billigere konkurrenter skal overtrumfe dem – får dem til at presse sig selv ubønhørligt for at nå højere opad i værdikæden. FN's World Investment Report estimerer, at der nu er omkring 21.500 multinationale selskaber baseret i Emerging Markets – og de bedste af disse som f.eks. Kina's BYD i batterier og elbiler og Brasiliens Embraer i jetmotorer er lige så stærke som nogen vestlige konkurrenter. Og udviklingen går stærkt. Antallet af selskaber fra Brasilien, Rusland, Indien og Kina på Financial Times 500-listen steg fra 15 i 2006 til 62 i 2008.

VEST SER MOD ØST

Det er naturligvis ikke gået upåagtet hen i Vestens multinationale selskaber. De anser de multinationale konkurrenter fra Emerging Markets som kilder til økonomisk vækst og hjernekapacitet af høj kvalitet – to faktorer, som de savner desperat med en aldrende befolkning og gældsbyrder, der vil tynde deres egne økonomier mange år frem. Faktisk er forventningen blandt de vestlige selskaber, at omkring 70 pct. af verdens vækst over de nærmeste år vil komme fra Emerging Markets – heraf de 40 pct. alene fra Kina og Indien.

Vi er ikke bange for konkurrence.
Men for at imødegå konkurrence
er du nødt til at innovere
kontinuerligt.

Kinas rigeste mand, Zong Qinghou,
i Forbes marts 2010.

FORTSÆTTELSE FRA SIDE 29 ➔

At udviklingsøkonomier i høj grad også ses som andet end billige produktionslande ses også i den massive fokus på at lægge forskning og udvikling (R&D) i disse regioner. Selskaberne på Fortune 500-listen over verdens største selskaber har 98 R&D-faciliteter i Kina og 63 i Indien, og nogle selskaber har mere end én.

General Electrics (GE) Health Care-division har brugt mere end 50 mio. dollars i de senere år på at bygge kæmpestort R&D center i Bangalore, Indien – GE's største i verden. Cisco bruger mere end 1 mia. dollars på at bygge sit andet hovedkvarter – Cisco East – ligeledes i Bangalore. Microsofts R&D center i Beijing er selskabets største uden for hovedkvarteret i Redmond. Generelt har viden-intensive selskaber som IT specialister og konsulentbureauer i voldsom grad øget antallet af ansatte i udviklingsøkonomierne. Eksempelvis er en fjerdedel af Accentures arbejdsstyrke i Indien.

VANSKELIGE FORBRUGERE

Men det er ikke så ligetil at få succes i Emerging Markets – det må både vestlige selskaber og udviklingsøkonomiernes egne erkende. Det er ikke nok at satse på de forbrugere, der har råd til mærkevarerne. Man skal også finde ud af, hvordan man får fat i kunder uden for de store byer. Lige fra den spirende middelklasse i de mindre og mellemstore byer til landmandsfamilierne i landsbyerne. Det kræver kreativitet.

Anil Gupta på University of Maryland påpeger over for The Economist, at markederne i udviklingsøkonomierne er blandt de vanskeligste i verden. Distributionssystemer kan være håbløse. Indtjeningen kan være ufor-

udsigelig. Forureningen kan være kvælende. Regeringer kan være umulige at have med at gøre – de blander sig unødigt og formår ofte ikke at levere basale serviceydelser. Piratkopiering kan presse profit margin. Og fattigdommen er allestedsnærværende. Mange selskaber giver op. Yahoo! og eBay har tidligere trukket sig fra Kina ligesom Google gjorde for kort tid siden. Black & Decker, USA's største værktøjsmager, er næsten usynlig i Indien og Kina – verdens to største byggepladser.

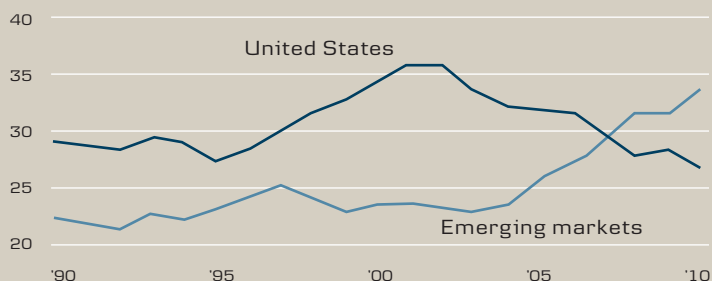
Men på den anden side er mulighederne også tilsvarende ekstraordinære. Det potentielle marked er enormt; befolkningerne er langt større end i de udviklede lande og vokser meget hurtigere og i både Kina og Indien vil hundredvis af millioner mennesker i de næste årtier opleve indkomststigninger, der definerer dem som middelklasse. Økonomierne vokser også betydeligt hurtigere end de vestlige.

Veluddannede mennesker er stadig relativt billige og findes i rigelige mængder.

Denne kombination af udfordringer og muligheder skaber en dynamisk blanding af kreativitet. Fordi så mange mennesker er fattige, så er selskaberne nødt til at gå efter mængder. Men fordi piratkopiering er så udbredt, så er de også nødt til konstant at foretage opgraderinger af deres produkter. Og lighederne med Japan i 80'erne er slående. Toyota og Honda tyede til "just-in-time" konceptet - råvarer og komponenter leveres af leverandører, umiddelbart før de skal bruges i fremstillingsprocessen – for at imødegå manglende lagerplads og dyre råvarepriser. På samme måde er virksomhederne i Emerging Markets i stand til at vende problemer til fordele.

Consumers of first resort

Privatforbrug, i procent af verdens samlede privatforbrug



Kilde: JPMorgan Chase

Indtil nu har det været en udbredt antagelse, at globalisering drives af Vesten og pålægges resten af verden - og de vestlige forbrugere høster de fleste fordele. Dette ændrer sig hastigt.

Nogle af de bedste selskaber i udviklingsøkonomierne såsom Indiens ArcelorMittal (stål) og mexicanske Cemex (cement) køber vestlige selskaber i stor stil, mens selskaber som Infosys og Wipro overtager kontorarbejde. Og forbrugerne i udviklingsøkonomier ser deres indkomster vokse betydeligt hurtigere end de vestlige forbrugeres. I nogle tilfælde bliver den globale forsyningskæde oven i købet vendt om; Embraer er et eksempel på en virksomhed, der køber komponenter i Vesten og samler dem i Brasilien.

De fleste mennesker i Vesten sætter lighedstegn mellem innovation og teknologiske gennembrud, legemliggjort i revolutionerende nye produkter, som først tages imod af eliten og senere trænger igennem til masserne, ofte hjulpet af prisfald. Men mange af de vigtigste innovationer består af trinvis forbedringer i produkter rettet mod midten eller bunden af indkomstpyramiden.

Præcis som det blev spået af den nyligt afdøde managementguru C. K. Prahalad, der i bogen *The Fortune at the Bottom of the Pyramid* (2004) argumenterede netop for dette. De fattige forbrugere i udviklingsøkonomierne har ikke stor købekraft, men fordi der er så mange af dem, så vil det være af afgørende betydning for virksomhederne at de bliver i stand til at nå dem med tilpassede produkter, som kan bane vejen for et enormt salgsvolumen.

VÆKSTEN ER HØJ

Den generelle forventning er, at de dynamiske udviklingsøkonomier vil vokse med økonomiske vækstrater hele fire procentpoint højere årligt i mindst fem år frem. Den hastige vækst afspejler sig i erhvervslivet. I 1990 var Mittal en ukendt stålproducent i Indonesien. I dag er ArcelorMittal verdens største stålproducent, større end de tre nærmeste konkurrenter tilsammen. Lenovo, som slet ikke eksisterede i 1990, købte IBM's PC-forretning for fire år siden og er nu verdens fjerdestørste PC-producent. South African Breweries var i 1990 et lokal bryggeri, begrænset til hjemlandet som følge af anti-apartheid love. I dag er det i ølbryggeriernes globale Top 3.

KONGLOMERATER ER POPULÆRE

Virksomhederne i Emerging Markets udviser voldsom dynamik, fleksibilitet og hurtighed i jagten på vækst – og også nogle gange en adfærd, som virker ulogisk med vestlige øjne. Et ejendomsselskab kan f.eks. finde på også at kaste sig over computere. Snarere end at bekymre sig om synergieffekter og kernekompetencer, så er selskaber i udviklingsøkonomier præget af en helt anden lyst til at gribe nye muligheder, når de ser dem. Generelt er konglomerater udbredte i Emerging Markets. Indiske Tata Group, som tegner sig for næsten seks pct. af Indiens BNP, har selskaber i bilproduktion, kemikalier til landbruget, hoteller, telekommunikation og konsulentytelser. Både Indien og Kina myldrer med mange små og mellemstore selskaber, som er spredt ud over vidt forskellige områder.

STATSSTØTTEDE SELSKABER

Der er i en del tilfælde tale om statsstøttede virksomheder. En særlig hybridform, som kan låne penge af regeringen til lave renter og samtidig føre sig frem i det globale marked. Det er især i Rusland og Kina, man finder disse selskabsformer, som kan være vanskelige for vestlige selskaber at hamle op med, selv om produktiviteten oftest er lavere end i rent privatejede selskaber. Rusland har skabt en stor klasse af statsejede selskaber, som nyder godt af særlige lovmæssige privilegier. Mens der i Kina findes tusindvis af virksomheder, der har tætte forbindelser til regeringen eller lokale myndigheder. Men også i Latinamerika og Mellemøsten er denne særlige selskabshybrid ved at vinde frem. Selskaber som disse findes især i energisektoren. De 13 største olieselskaber i verden, målt på reserver, styres af regeringer, og ¾ af verdens oliereserver kontrolleres af statsstøttede selskaber.

FLEKSIBLE FORRETNINGSMODELLER

Vestlige selskaber bruger den forretningsmodel, som handler om at allokere ressourcer til områder med en forventet efterspørgsel. Men en anden model anvendes ofte i udviklingsøkonomierne, især i Kina. Den går ud på, at man lynhurtigt er i stand til at mobilisere ressourcerne, hvis behovet opstår. Kinas Chingqing Lifan Group kan bruge sin enorme forsyningskæde til at producere modevarer eller motorcykler i det omfang efterspørgselen er til stede. Mens Taiwans Quanta eller Compel kan producere billige computere og digitale kameraer til en modebevidst, digital markedsplads.

Sådanne forretningsmodeller ændrer fundamentalt virksomheders natur. I stedet for faste "hære" på udkig efter muligheder, bliver virksomheder til løse netværk, som konstant rekonfigurerer sig selv i respons på et hurtigt skiftende landskab, skriver The Economist. Modellerne er ikke ukendte i Vesten. F.eks. bruger Dell modellen til at levere computere efter kundernes specifikationer, men forretningsmodellen er langt mere udbredt i Emerging Markets.

M&A RETTES MOD EKSKLUSIVE SELSKABER

En genvej til vækst er fusioner og opkøb (M&A), som velpolstrede selskaber i de store udviklingsøkonomier i stigende grad har benyttet sig af de senere år – også mens resten af verden var i knæ. I modsætning til Vesten så har disse selskaber typisk en anden tilgang til M&A. De er mindre interesserede i at skære omkostninger ned gennem synergier, større effektivitet og nedskæring af medarbejderstaben. De er interesserede i at erhverve kompetencer, brands og distributionskanaler, som vil gøre dem i stand til at træde ind i klubben af verdensklasse selskaber.

Det er en M&A-strategi, der nærmest er vendt på hovedet, i forhold til hvad vi kender. Mens vestlige virksomheder køber billig fremstilling i udviklingsøkonomierne, køber udviklingsøkonomiernes selskaber sofistikerede selskaber i Vesten. Et godt eksempel er indiske Hindalco. Dette aluminium-selskab brugte en række velplanlagte opkøb til at blive en verdensspiller. På syv år steg omsætningen fra 500 mio. dollars årligt til 15 mia. Strategien var enkel: Find de interne svagheder i selskabet og eliminér dem ved at købe selskaber, der fylder hullerne ud.

FATTIGE OG FORSKELLIGE FORBRUGERE

Selv om der er kolossalt mange potentielle forbrugere i Emerging Markets, så har de begrænset købekraft. Dertil kommer kulturelle kompleksiteter, vidt forskellig smag, skiftende præferencer og en mærkeloyalitet, der er ikke-eksisterende. Forbrugerne er med andre ord ikke så nemme at få fat i. Så der laves forbrugerundersøgelser i stor stil, og der ændres på produkterne. Unilever laver sæbe og shampoo, der skummer mere end normalt. P&G laver tandpasta med smag af urter og grøn te. Adidas har lavet to butikstyper i Asien – en "lokal", der er specialiseret i asiatiske kroppe og en "global", der sælger samme produkter som i Vesten. Selskaberne går vidt for at finde ud af, hvad der foregår i hovedet på forbrugerne. P&G sender unge marketingfolk ud for at leve med kinesiske bønder i månedsvis. Der deles gratis produkter ud for at se, hvad folk bruger dem til. Nogle selskaber anvender antropologer og en af disse, som arbejdede for Nokia, fandt ud af, at fattige mennesker ofte deler en mobiltelefon – hvorefter der hurtigt blev udviklet en telefon med flere adressebøger.

BAGLÆNS INNOVATION

De fattige forbrugere har skabt det begreb, der af General Electric's chef, Jeff Immelt er døbt *Reverse innovation*. Det bunder i, at forbrugerne ikke har råd til de mest avancerede produkter og heller ikke har brug for alt det, de kan. Derfor præsenteres produkterne i en langt mere skrabet og billigere form, evt. tilføjet nogle brugsegenskaber, som ikke ses i vestlige modeller. Som f.eks. Nokias billigste mobiltelefoner, der også er udstyret med indbygget lygte – en smart anordning i mange udviklingsregioner, hvor strømsvigt er hyppig. En håndholdt EKG med fire knapper til kun 800 dollars mod normalt 2000. Et køleskab på batterier til 70 dollars.

Reverse innovation handler også om at gøre produkterne så billige som muligt og acceptere en mindre profitmargin – i håbet om at nå de mange potentielle forbrugere i enorm skala. En af måderne er, at et firma outsourcer mest muligt til specialister. Bharti Artel er et indisk mobilselskab, som giver abonnenterne nogle af billigste takster i markedet, men er 30 mia. dollars værd. Bharti Artel har outsourcet alt undtagen salget af abonnementer.

En anden måde at spare penge på er at udnytte eksisterende teknologi på nye måder. Indiske Tata Consultancy Services (TCS) satser på at anvende mobiltelefoner til at forbinde TV med internettet. Computere er stadig sjældne i Indien, men der er TV overalt, hvor der er strøm. TCS har designet en boks, der forbinder mobiltelefonen med internettet og viser det på TV-skærmen. Med til boksen hører en fjernbetjening, som giver folk, der aldrig har haft set et keyboard før mulighed for at surfe på nettet. Ved således at rekonfigurere eksisterende teknologi er det pludselig blevet muligt at forbinde mange millioner mennesker med internettet.

En tredje måde er, at anvende masseproduktions teknikker på sofistikerede serviceydelser. Som f.eks. i sundhedssektoren. Det gør eksempelvis Indiens mest berømte hjertekirurg, Devi Shetty på Narayana Hrudayalaya Hospital i Bangalore, som har 1000 senge mod gennemsnitligt 160 på et amerikansk hjertehospital. Devi Shetty og hans godt 40 kardiologer foretager 600 operationer ugentligt. Antallet af patienter giver kirurgerne mulighed for at opnå verdensklasse ekspertise i specielle operationer, og veludbyggede backup faciliteter på hospitalet tillader dem at koncentrere sig om deres specialiteter frem for administration. Hospitalet tager 2.000 dollars for en herteoperation i snit, mod 20.000-100.000 dollars i USA – og succesraterne er lige så gode som på de bedste amerikanske hospitaler.

Kinas vej mod verdensherredømmet

Er det virkelig realistisk, at en diktaturstat med 1,34 mia. indbyggere, som er ved at blive kvalt i forurening og ressourcemangel, bare fortsætter vejen mod en suveræn global førerposition de næste 20-30 år?

Økonomiske prognoser og fremskrivninger af Kinas udvikling synes nærmest at kappes om at tildele landet mest mulig magt i dette århundrede. Det virker næsten som om prognosemagerne bare bruger en lineal og forlænger det seneste årtis udvikling. Og er der noget, som historien, især de seneste år, har vist os, så er det, at lineære fremskrivninger og økonomiske modeller ikke fungerer særlig godt.

Vi har spurgt Kina-ekspert Kjeld Erik Brødsgaard fra Copenhagen Business School (CBS) om hans syn på det folkerige land på den anden side af Jorden.

Hvad er din vurdering af Kinas fremtid inden for det næste par årtier – kan de holde kurser eller styrer landet mod et sammenbrud?

Det er ikke nogen ny ting, at lineære fremskrivninger ikke er særligt holdbare, men det gælder også i forudsigelsen af politiske systemer. Opgøret på Den Himmelske Freds Plads i 1989 fik mange vestlige iagttagere til at forudsige et kollaps i den kinesiske styreform, men det skete ikke. På samme måde var der mange lignende forudsigelser i vestlige medier op gennem 90'erne, men de gik aldrig i opfyldelse. Og modsat var der heller ikke nogen, der forudså sammenbruddet i Sovjet og åbningen af Østeuropa – en udvikling, som heller ikke lod sig ane af lineære fremskrivninger.

Det er jo observationer, som ikke støtter fremskrivninger af Kinas fremgang...

Altafgørende for, om Kina kan fortsætte takterne, er den politiske stabilitet. Her er det vigtigt at forstå, at den kinesiske model ikke er så ustabil, som mange tror. Mange forhold har ændret sig gennem de seneste 30 år. De politiske processer er blevet institutionaliseret og regler og regulativer spiller nu en stor

rolle. I det politiske system udvælges folk i dag efter fastlagte kriterier såsom alder, erfaring, kompetence og uddannelse. Er man over 70 år, kan man ikke som før i tiden genvælges til de allerøverste politiske organer, såsom politbureauets stående udvalg. Resultatet er, at man i dag har forholdsvis unge og ofte meget kompetente ledere.

Men ser man på et andet storstilet forsøg på at bruge kommunismen som samfundsmodel, så gik det skidt. Sovjet brød sammen.

De kinesiske ledere har studeret Sovjetunionen meget nøje og bemærket de tendenser, der medvirkede til at bringe regimet til fald – bl.a. korruption. Men i Sovjet tog man ikke truslerne alvorligt og imødegik dem. Den kinesiske ledelse i dag er en forholdsvis dygtig ledelse, som er bekendt med alle større problemer og udfordringer. Topledelsen i det stående udvalg på ni personer er en gedigen problemknuserledelse og har i årevis bestået udelukkende af ingeniører, det svarer til, at Danmark blev ledet af DTU. Dog kom der i 2007 en jurist og en økonom med.

Men alligevel – det kan med vestlige øjne undre, at det stadig lykkes at opretholde et partidiktatur i en globaliseret verden, en eksplosivt voksende middelklasse i Kina, internettet og det stigende oplysningsniveau og så videre... Ser man på andre landes udvikling under stigende velstand og oplysning har tendensen klart været et stigende krav fra befolkningen om øget indflydelse.

Generelt har kineserne en fantastisk evne til at lære af historien og egne fejl. Opgøret i 1989 var i realiteten et brud med styrets sociale kontrakt med middelklassen, men den politiske ledelse har sat sig grundigt ind i hvad, der gik galt, hvordan man kunne genoprette skaden og undgå, at lignende situati-

oner opstår igen. Den politiske ledelse i dag er meget lærenem, og det er for længst lykkedes at genvinde middelklassens tillid.

De fleste fremskrivninger af Kinas udvikling fokuserer på den økonomiske del – de færreste på den politiske.

Der er forskellige "skoler" når det handler om at gætte på Kinas politiske fremtid. Én siger, at Kina bliver demokratisk – det kan man kalde en lineær fremskrivning, altså at reformer nødvendigvis vil lede til demokrati. En anden hævder, at Kina er på vej mod et uundgåeligt kollaps. Og en tredje, den jeg hævder mest til, fremhæver styrets modstandsdygtighed. Der er flere forhold, som gør, at styret er mere modstandsdygtigt end de fleste tror. Der er stor fokus på lokale problemer. Når de opstår, er det lokale embedsmænd, der får skylden – ikke partitoppen – og der gennemføres hurtigt de nødvendige tiltag for at løse problemet. Et andet vigtigt forhold er, at der ikke er nogen ønsker om regional selvstændighed, og der er heller ikke nogen national opposition i Kina, sådan som der f.eks. er i Burma. Der er et meget stort folkeligt ønske om, at Kina holdes sammen som en enhed. Selv om flere hundrede millioner mennesker ikke taler samme sprog, så kan alle læse samme skriftsprog og alle er dybt forankrede i kinesisk kultur.

Men er der ikke et stigende ønske om demokrati? Herunder et ønske om fri ytringsfrihed, som vel har trange kår i dag.

Faktisk viser undersøgelser, at kineserne er det folk i verden, som er mest tilfredse med den politiske styreform. Og hvad angår ytringsfriheden, så er den slet ikke så begrænset, som mange tror. Der er masser af diskussion på internettet. En udfoldet diskussion på mange punkter med miljø osv.,

men én ting kan man ikke diskutere. Flerpartisystemer. Men du arresterer ikke bare folk, hvis de ytrer utilfredshed med styret. Du skal ret langt i din kritik som modstander og udøve det i organiseret form, før du bliver arresteret.

På landet lever befolkningen – 700 mio. mennesker - på et langt lavere indkomstniveau end på østkysten og i de store byer. Det nævnes ofte som en potentiel risikofaktor...

Der har tidligere været opstande på landet, og derfor har regeringen meget stor fokus på regionale uligheder. Det er imødegået med nedsættelse af landbrugsskatter, diverse tilskud m.v. og en række forbedringer af landbrugssektoren og dens effektivitet. Men den tunge industri har siden 1950'erne haft hovedvægten i udviklingsstrategien og det har man haft svært ved at ændre på.

Hvis man betragter mange lande i den vestlige verden med globaliseringens briller på, så er det typisk, at vi begynder at ligne hinanden mere og mere og vores kulturelle forskelligheder og nationale identiteter bliver stadig mere udvandede. Tror du, det samme vil ske for kineserne jo tættere integreret de bliver i verdensøkonomien – at den kinesiske kultur glider ind i den vestlige?

Jeg mener, at den kinesiske kultur er utrolig stærk og sammenhængende. Jeg tror ikke den "bøjer sig" for den vestlige. Japan er f.eks. stadig meget japansk trods sin stærke eksponering til og forståelse for vestlige markeder. Der er en udpræget stolthed over at være kineser, og jeg tror snarere, at kinesisk kultur vil præge den vestlige end omvendt. Eksempelvis er nogle af de store kassesucceser i USA de senere år kinesiske film som Hero og Tiger på spring, drage i skjul.

Kineserne er kendt for at have en særlig arbejdsmentalitet...?

Det er folk, der arbejder meget, de er meget effektive og har en meget markant arbejdsetik. Man ser det tydeligt udtryk i projektarbejde, hvor man arbejder i flere hold i døgnet for at få det færdigt hurtigst muligt. Jeg har her i Danmark arbejdet sammen med kinesi-

ske forskere, som udtrykker dyb forundring over, at vejarbejdere går hjem kl. fire eller at folk er væk fra gadebilledet i weekenderne og butikkerne er lukkede. Det er helt anderledes i Kina, hvor der er en utrolig dynamik.

Netop et-barns politikken må siges at være et særligt kinesisk fænomen. Det har haft store meget omkostninger og vidner vel også om ansvarlighed fra regeringens side?

Netop. Det har haft enormt store omkostninger. Og som en kinesisk bekendt sagde til mig, så er der ikke nogen, der værdsætter Kinas bidrag til mindsket CO2-udledning ad denne vej. Men faktum er altså, at uden et-barns politikken ville der have været 400 mio. flere kinesere i dag.

Hvilket bringer os ind på demografi. Det siges, at kineserne bliver gamle, før de bliver rige...

Ja, regeringen er meget opmærksom på problemet, som er resultatet af et-barns politikken. Derfor lempes man nu et-barns politikken i landområderne.

Forurening, klima og ressourceproblemer er andre store udfordringer...

Ja, det er meget store udfordringer. F.eks. er der enorme og stigende problemer med vandforsyning mange steder. I det nordlige Kina skal man bore flere hundrede meter ned for at finde grundvand, og der planlægges andre steder enorme dæmningsbyggerier for at skaffe vand. Men forurening er også et meget stort problem. Mange steder er floderne så forurenede, at vandet ikke kan bruges til noget, og luftforurening er et stort problem i de store byer. Det giver en naturlig indgang for mange vestlige virksomheder, der har mange af de teknologiske løsninger og hjælpemidler, men det er ikke så let at komme ind på det kinesiske marked. Kineserne er nemlig meget fokuserede på selv at udvikle løsningerne og skabe de store selskaber. De har udpeget 150 statsejede selskaber og selskabssammenstillinger, såkaldte "national champions", som skal udvikles til at blive centrale spillere ikke blot i Kina, men også på globalt plan. Eksempler på nogle af de største er Air Chi-

na, China Telecom, PetroChina, Bank of China, Huaneng Power og Baoshan Iron & Steel. CBS og Cambridge University etablerede i 2005 China Executive Leadership Programme (CELP), som handler om uddannelse af og udvikling af topledelsen i netop disse kinesiske mastodonter. Det svarer til, at Niels Smedegaard Andersen fra AP Mærsk-Møller og Lars Rebien Sørensen fra Novo Nordisk blev sendt på tilsvarende 3-4 ugers ophold i udlandet. Men det siger altså noget om, hvor villige kineserne er til at lære af Vesten.

Tror du vi i Europa er klar over Kinas styrke?

Nej, tværtimod. Hvor USA er langt mere opmærksom på Kinas styrker og kompetencer, så er det min klare opfattelse, at Europa undervurderer kineserne. Først inden for det seneste par år har vi opdaget, hvor meget de fylder, og faktisk var det egentlig først på selve klimakonferencen, at vores egne politikere fik demonstreret, hvor stor Kinas magt faktisk er. Vi har hele tiden sagt, at det kan godt være, at kineserne er på vej, men der er så mange problemer, så landet nok bryder sammen. Kina er på vej, og det har jeg sagt i flere år. Men budskabet har haft svært ved at trænge igennem, hvilket jeg oplevede, da jeg for et par år siden fik en kronik om Kina afvist hos Politiken med en kommentar fra Anders Jerichow "ja, ja, men du glemmer menneskerettighederne". Men kineserne kommer – og det kommer til at berøre os.

Så hvad skal vi gøre – bygge en mur...?

Vi skal stimulere uddannelse og innovation. Vi skal identificere synergien i samarbejde med Kina. I den forbindelse er det fornuftigt, at regeringen laver et universitetscenter i Kina. Men EU-Kommissionen har også en opgave udover at håndtere rent handelsmæssige spørgsmål. Men den har mere travlt med at løse EU-landenes problemer i enighed, og derfor ender det ofte med den laveste fællesnævner. Der er en slående mangel på forståelse af Europas placering i en verden, som i stigende grad vil blive præget af Kina og andre asiatiske lande – også på viden og innovation, som vi hidtil har levet højt på.

ANALYTIKER:

Indiens vækst kan overhale Kinas

Den altovervejende fokus er på Kina. Men der er mange tegn på, at Indien også bliver en stor stjerne i Asien i de kommende år.

Kina, Kina, Kina. Det er det indtryk, man får, når man ser mediernes dækning af væksten i Asien og den nye verdensorden – også i de førende finansielle medier som Financial Times, The Economist og Wall Street Journal. Men nabolandet Indien med en næsten lige så svimlende stor befolkning og næsten lige så høje vækstrater hører man ikke meget om. Men det er helt ufortjent, mener Flemming Jegbjærg Nielsen, senioranalytiker i Danske Banks analyseafdeling.

”Helt aktuelt er der nu stigende industriproduktion, stærkt stigende udenlandske investeringer, samt kraftigt stigende indenlandsk investeringer, som er finansieret af stigende opsparring. Ser vi 5-10 år frem har Indien potentialet til at overhale Kina som Asiens stærkeste hurtigst voksende økonomi.”

Det er der flere forklaringer på, men en meget væsentlig er, at Indien har en langt yngre befolkning. Det har i en årrække været en tung forsørgerbyrde og tyngt de offentlige finanser, fordi en relativt lille del af befolkningen er på arbejdsmarkedet, og et meget stort antal unge befinder sig i uddannelsessystemet. Men det vil ændre sig i de kommende år, når det vælter ud på arbejdsmarkedet med endnu flere veluddannede mennesker.

Væksten i arbejdsstyrken vil være en vigtig vækstdriver for Indien fremover, men faktum er, at Indien allerede befinder sig i en velfunderet højvækstfase. En vigtig katalysator var faktisk sammenbruddet i Sovjet, som var Indiens nære samarbejdspartner. Sammenbruddet tvang inderne til at iværksætte en længe tiltrængt økonomisk liberalisering. Og det har på årtier gjort Indien til en langt mere åben, dynamisk og markedsbaseret økonomi, som ikke i samme omfang som tidligere er tyngt af bureaukrati. Bureaukratiet har været en betydelig hæmsko for både det indenlandske erhvervsliv og udenlandske selskabers forsøg på at få fodfæste i landet.

Der er dog stadig behov for yderligere reformer. Staten er stadig dominerende inden for den finansielle sektor og minedrift, og nogle sektorer er stadig meget regu-

leret, bl.a. detailhandel. Særligt afgørende er det, at få udbygget forsyningssektoren (se s. 33) samt infrastrukturen.

”Infrastrukturen har i årevis været en alvorlig hindring for Indiens vækst, men der er nu en massiv udbygning i gang i form af vejnet, lufthavne, metroer osv., og det vil få afgørende betydning for Indiens vækst.”

HVIS MAN SER PÅ KINAS UDVIKLING, SÅ ER DET VEL NÆRMEST EN KOPI AF DET VI SELV HAR VÆRET IGennem, BARE I EN MEGET HURTIGERE HASTIGHED. ALTSÅ ØKONOMIEN BEVÆGER SIG FRA LANDBRUGSSAMFUND TIL INDUSTRI OG SENERE SERVICE- OG VIDENSAMFUNDET. MEN I INDIENS TILFÆLDE VIRKER DET NÆRMEST SOM OM, AT LANDET HAR SPRUNGET INDUSTRIALISERINGEN OVER OG ER GÅET DIREKTE TIL SERVICE- OG VIDENSAMFUNDET?

”Ja, Indien er ikke en typisk væksthistorie, og det hænger sammen med den manglende infrastruktur, som har gjort det vanskeligt at etablere den nødvendige platform for industrien – i modsætning til Kina, hvor ledelsen hurtigt har sørget for udbygningen af den nødvendige infrastruktur. Med den aktuelle indiske udbygning af infrastruktur får man nu mulighed for også at øge væksten i den arbejdskraftsintensive industri og det er en forudsætning for høj vækst fremover. I øvrigt er det værd at hæfte sig ved, at Indiens succes inden for IT er et eksempel på værdien af et liberaliseret marked. Indien er blevet så stærk inden for IT fordi det var et nyt og ureguleret erhverv, der pludselig opstod, og det viser hvilken dynamik, der opstår, når det fungerer på markedets præmisser og ikke statens. En tilsvarende udvikling er set inden for telekommunikation, som også har nydt godt af liberale rammer. Selv de fattigste indere ejer i dag ofte en mobiltelefon.”

HVIS MAN SKAL SAMMENLIGNE MED KINA, HVAD ER SÅ INDIENS STYRKE OG SVAGHEDER?

”Fortiden som britisk koloni betyder, at

opbygningen af samfundet minder om en vestlig økonomi på mange punkter. Det er en styrke, at landet har et velfunderet juridisk system, institutioner, transparente regnskaber og regnskabsprincipper efter international standard, et politisk demokrati og finansielle markeder – forhold, som gør det lettere både for indenlandske virksomheder og fra Vesten at etablere sig. En anden fordel er den demografiske samt et stærkt system for videregående uddannelser – det er lettere at finde kvalificerede ledere i Indien. Dertil kommer en stærk privat entreprenørkultur, og en mere dynamisk servicesektor. På sektorbasis står Indien stærkt i råvarerelaterede samt vidensstunge erhverv som medicalsektoren, bilbranchen og forretningsservice. Den indiske vækst er desuden drevet mere af privatforbrug og mindre af eksporten, hvilket er positivt. Det er et åbent spørgsmål om Kina, der i høj grad er eksportdrevet som Japan var det, er i stand til at videreføre økonomiens vækst til servicesektoren. Det spillede en stor rolle for Japans kollaps, at landet ikke var i stand til at overføre væksten til den indenlandske erhverv, til servicesektoren.

Svaghederne i forhold til Kina er stadig infrastrukturen, herunder forsyningssektoren, den manglende industri, og en arbejdsmarkedsregulering for større industrivirksomheder, der gør det svært at udnytte stordriftsfordele. Dertil kommer et dårligt primært uddannelsessystem, underskuddet på de offentlige finanser samt en risiko for politisk ustabilitet, der hænger sammen med, at Indien ikke er et homogent samfund. Inderne er meget individuelle end kineserne, som har en meget større kollektiv tankegang og bevidsthed. Indien er i dag meget decentraliseret, meget føderal, idet meget af beslutningskompetencen ligger ude i regioner, som kan bestemme alt fra jordreformer til minimumløn, og det er medvirkende til, at der er ekstremt stor forskel på udviklingen i de enkelte regioner, hvilket udenlandske virksomheder og investorer skal være opmærksom på.”

Indien mangler strøm

Men en stor del af problemet afhjælpes med udbygning forsyningssektoren i de kommende år, og det åbner op for en voldsom vækst i energiforbrugende apparater.

Over 400 mio. mennesker eller 76 mio. husholdninger i Indien mangler adgang til elektricitet, og må ty til petroleumslamper eller brænde, når de skal bruge lys. Ifølge IEA's estimater (2007) er elforbruget pr. indbygger kun en femtedel af det globale gennemsnit.

Værst ramt af mangel på strøm er de mest befolkningsrige regioner UP, Bihar, MP Maharashtra, der tegner sig for 40 pct. af Indiens befolkning.

En nylig rapport af KPMG's Global Advisory Practice, estimerer, at elforbruget i Indien vil fordobles frem mod 2020. Det vil kræve, at forsyningskapaciteten udvides fra aktuelt 90 GW til 241 GW i det næste årti.

Foreløbig har Indien planlagt at udvide generations kapaciteten med 72 GW i perioden 2010-2014. En væsentlig hastigere udbygning af elforsyningen end de foregående fem års 38 GW.

Hvis flere ud af den enorme folkemasse på 1,15 mia. mennesker i Indien får strøm i de kommende år, og det generelle elektricitetsunderskud falder – Merrill Lynch siger fra aktuelt 11 pct. til under 5 pct. – så er der enorme forretningsmuligheder.

Merrill Lynch fremhæver som eksempel udbygningen af vejnettet. I 2000 manglede 40 pct. af de 825.00 landsbyer i Indien veje, som var farbare i al slags vejr. Dette begrænsede økonomiske aktiviteter og adgang til basale services. Næsten 74 pct. af Indiens landbefolkning, som udgør størstedelen af Indiens fattige, var ikke fuldt integreret i den nationale økonomi. Regeringen iværksatte et program, som skal anlægge nye forbindelser til omkring 180.000 beboelser ved anlæggelse af 372.000 km nye veje og opgradering af 370.000 km eksisterende veje.

Ved udgangen af 2009 var 33.812 beboelser blevet forbundet ved anlæggelse af 97.583 km veje og 184.353 km er opgraderet. Selv om projektet langt fra er afsluttet, så har effekten på salget af cykler og motorcykler været enormt.

En tilsvarende historie er set inden for mobiltelefoner. De blev indført i 1995, men der

var ikke den store købsinteresse før i 1999, hvor The National Telecom Policy blev erklæret. Men først i 2003, da implementering af "opkalderen betaler" blev indført skete der for alvor noget, og det blev dramatisk. Det blev starten på en krig på opkaldsafgifter, da også flere private selskaber trådte ind på markedet. I dag er Indien Nokias næststørste marked.

Analogien er til at få øje på. Og historien viser også, at når elektricitet bliver tilgængeligt, så opstår der en massiv efterspørgsel efter energiforbrugende apparater såsom lamper, blæsere, kølere, vandkølere, air condition, vaskemaskiner osv. Dette skal ses i sammenhæng med, at den disponible indkomst i befolkningen er støt stigende, samt at regeringen konstant bestræber sig på at hæve livskvaliteten for de fattigste.

Disse forhold gør det attraktivt at investere i de indenlandske selskaber, som producerer de elforbrugende apparater.

Direkte investeringer i selskaberne er én mulighed, men en anden er udnyttelse af vækstpotentialer via investeringsforeninger, der naturligvis har øje for det massive vækstpotentiale, men begrænser risikoen ved spredning på mange aktier.

RELEVANTE INVESTERINGSMULIGHEDER

Volkswagen, der for kort tid siden købte en 20 pct. andel i Suzuki, som har en meget stor markedsandel i Indien.

Danske Invest India er et eksempel på en relevant investeringsforening.

Vær opmærksom på risikoen ved investering i Emerging Markets. Ganske vist skønnes betydeligt risikoen mindre end for 10-20 år siden, men bryder euro-krisen ud på ny og eskalerer til en finanskriser, vil investorerne generelt blive risikoaverse, og det vil kunne ramme Emerging Markets hårdt - ligesom der er andre risici ved Emerging Markets økonomier, som ikke findes i samme grad i de udviklede lande.

Renteforhøjelser udskydes

ECB strammer først pengepolitikken i andet halvår 2011.



EU's vedtagelse af den massive redningsplan i kombination med ECB's historiske indgriben, som kritikere mener går udover centralbankens mandat, der er at sikre en lav og stabil inflation, varsler en tid med særligt stor fokus på økonomisk disciplin i eurozonen. Det koster på væksten, og det betyder, at det ikke er tiden at stramme pengepolitikken. Danske Banks renteanalytikere tror nu, at ECB tidligst hæver renten i andet halvår af 2011. Inflationen er nu heller ikke skræmmende, men selv om der er en chance for, at inflationen stiger til 2 pct. i efteråret, ventes ECB at se gennem fingre med det, fordi gældskrisen vejer så tungt på den politiske agenda.

Også Danske Banks forventninger til Federal Reserves stramminger er rykket længere ud i horisonten – fra november 2010 til januar 2011. Årsagen er, at også det amerikanske opsving er skrøbeligt, selv om der har været en hel del opmuntrende tegn på det seneste.

STEJL RENTEKURVE

Udsigterne til en fortsat lempelig pengepolitik en rum tid endnu på et tidspunkt, hvor økonomierne i de to store regioner er ved at rejse sig, betyder, at de korte renter vil være lave og de lange renter noget højere, fordi der naturligt nok er forventninger om, at inflationen stiger ude i fremtiden og pengepolitikken vil blive strammet op. Rentekurven er med andre ord relativt stejl.

Det betyder, at man ikke får særligt store rentebetalinger på de korte obligationer, mens afkastet er mere interessant på de længere. I takt med at opsvinget får bedre fat, vil de korte renter stige og rentekurven vil blive mere flad. Men det vurderes ikke at ske foreløbig, som den økonomiske udvikling tegner sig.

For at imødegå denne udvikling bør man som investor indrette sig ved, at porteføljen overvejende er baseret på kortere flex-obligationer 3-5 år. Man bør supplere med 30-årige 5 pct. realkreditobligationer. Selv hvis 4-2041 mod forventning skulle stige til kurs 97, der af Realkredit Danmark vurderes som det niveau, der kan udløse en stor konverteringsbølge, så vil 5-2041 ikke blive berørt, da konverteringsgevinsten ved kun at springe et enkelt point i kuponrente er for lille.

LÅNTAGERE MED FLEXLÅN KAN GLÆDE SIG

Danske Banks renteprognose peger på, at FlexLån F1 til december fastsættes omkring 1,55 pct. Men det vil til den tid også stadig være attraktivt at optage 30-årige 5 pct. Renten på 5-2041 ventes til december kun at handle med en rente 5 bp over det aktuelle niveau. Det vurderes, at 4-2041 ikke når højere op i kurs end i dag, hvor den med og uden afdrag handles til hhv. kurs 95 og 93.

For den mere spekulative investor kan også 6-2041 være en mulighed, da den i sagens natur giver en højere rente end 5-2041. Obligationen handles til kurs 104 og er derfor fuldt ud konverteringsmoden, men de ekstraordinære opsigelser til juliterminen er lavere end ventet. Men opstår et reelt alternativ i 4-2041 vil det billede kunne ændre sig markant.

UDLAND OG KREDIT

Af udenlandske obligationer kan nævnes statsobligationer i SEK og NOK. Norge har store overskud på både statsbudget og betalingsbalance samt andre positive økonomiske forhold. Renten på godt 2 pct. på 2-årige stater er næsten dobbelt så høj som på tilsvarende danske, og en investering i de norske statsobligationer kan desuden være en god idé, hvis den finansielle uro blusser op på ny, da de norske papirer understøttet af de stærke fundamentale forhold i et vist omfang vil kunne nyde godt af investorflugt til "sikre havne". Desuden forventes NOK at styrkes over det næste års tid.

Valutastyrkelse skal være den primære begrundelse for at gå ind i svenske statsobligationer. Også Sverige er kendetegnet ved et stort betalingsbalanceoverskud samt et budgetunderskud på kun om 3 pct. af BNP – det halve af gennemsnittet i EU og en fjerdedel af USA's. Her er renten kun marginalt højere på 2-årige stater og faktisk lavere længere ude på kurven.

Handelen med kreditobligationer – dvs. virksomhedsobligationer – gik fuldstændig i stå i ugen op til vedtagelsen af EU's redningsplan som følge af, at investorerne flygtede ud af risikable aktiver. Man kunne simpelthen ikke sælge sine kreditobligationer selv om man gerne ville, da frygten for Finskrisen II lammede markedet. Om end der stadig er en vis skepsis omkring redningsplanen og de sydeuropæiske landes vilje til at stramme op, så er det vores forventning, at vi i de kommende måneder vil se en "normal" risikovillighed blandt investorerne. Og da vi samtidig forventer et globalt opsving, der fortsætter de gode takter, så er kreditobligationer stadig en mulighed for den risikovillige investor. Det anbefales dog, at man ikke investerer i enkeltpapirer, men investeringsforeninger som Merchant Invest Globalle Kreditobligationer.

Kontakt din investeringsrådgiver for at høre om de nævnte obligationer og investeringsforeninger passer til din investeringsprofil.

Udligningsskatten er landet

Lovforslaget om udligningsskat påvirker den fremtidige beskatning af større pensionsudbetalinger.

HVORDAN ENDER UDLIGNINGSSKATTEN?

Udligningsskatten skal ifølge lovforslaget betales af pensionsudbetalinger over et bundfradrag på 362.800 kr. (2010-niveau). Bundfradraget reguleres årligt. Udligningsskatten starter på 6 pct. i 2011 og nedsættes gradvist, således at der fra og med indkomståret 2020 ikke skal betales udligningsskat, se tabellen.

SATSER FOR UDLIGNINGSSKATTEN

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Skat	6 pct.	6 pct.	6 pct.	6 pct.	5 pct.	4 pct.	3 pct.	2 pct.	1 pct.

Er du gift, og har den ene af jer personlig indkomst under bundfradraget, kan I overføre op til 121.000 kr. (2010-niveau) til den anden ægtefælle. Du kan se i eksemplet, hvordan overførselsmuligheden virker i praksis.

EKSEMPEL: OVERFØRSEL AF BUNDFRADRAG MELLEMLÆGTE ÆGTEFÆLLER

Ægtefælle 1:

Løbende pensionsudbetalinger	450.000 kr.	450.000 kr.
------------------------------	-------------	-------------

Ægtefælle 2:

Folkepensionens grundbeløb	65.376 kr.	
Lønindkomst efter arbejdsmarkedsbidrag	46.000 kr.	111.376 kr.

Ægtefælle 2 skal ikke betale udligningsskat, da pensionsudbetalingerne ikke overstiger bundfradraget på 362.800 kr.

Ægtefælle 2 har en personlig indkomst på 111.376 kr., hvorfor ægtefælle 1's grundlag for udligningsskat kan nedsættes med 9.624 kr. Beløbet beregnes som 121.000 kr. reduceret med ægtefælle 2's personlige indkomst på 111.376 kr.

Ægtefælle 1 skal således betale udligningsskat af 450.000 kr. reduceret med bundfradraget på 362.800 kr. samt det overførte beløb fra ægtefællen på 9.624 kr. Udligningsskatten udgør herefter 6 pct. af 77.576 kr., svarende til 4.654 kr.

HVILKE PENSIONSUDBETALINGER

RAMMES AF UDLIGNINGSSKATTEN?

Som udgangspunkt skal der betales udligningsskat af alle løbende pensionsudbetalinger. Som eksempler kan nævnes,

- Udbetalinger fra arbejdsmarkeds-pensionsordninger (både livsvarige og tidsbegrænsede).
- Udbetalinger fra private pensionsordninger (både livsvarige og tidsbegrænsede).
- Folkepension
- Udbetalinger fra ATP
- Tjenestemandspensioner og lignende ordninger
- Ministerpensioner og pensioner til folketingsmedlemmer

KAN DU NEDBRINGE

UDLIGNINGSSKATTEN?

Er udbetaling af dine pensionsordninger ikke påbegyndt, er det muligt at opdele pensionsordningerne. På den måde kan du tilstræbe, at din pensionsordning bliver opdelt i flere pensionsordninger af en størrelsesorden, som gør, at udbetalinger fra den enkelte ordning i perioden 2011-2019 kan holdes indenfor bundfradraget på 362.800 kr. (2010-niveau).

Det er ikke muligt at nedbringe udligningsskatten ved at foretage nye pensionsindbetalinger. Udligningsskatten beregnes alene på grundlag af bruttoudbetalingerne fra dine pensionsordninger.

Har du spørgsmål til udligningsskatten, er du velkommen til at kontakte din pensionsrådgiver i banken.



Sommerhusudlejning til lav skat

Potentielle købere og trængte sommerhussælgere bør være opmærksomme på de lempelige regler for sommerhusudlejning.

Hvis du udlejer et sommerhus, som du selv benytter privat, beskattes overskuddet som kapitalindkomst. Skattereformen nedsatte skatten på kapitalindkomst markant, og hvis lovforslaget om fjernelse af skattefriheden på blåstemplede obligationer vedtages, vil sommerhusudlejning i særlige situationer blive endnu lempeligere beskattet i.

TO METODER TIL AT REGNE OVERSKUDET UD PÅ

Du kan vælge mellem to forskellige metoder, når det skattepligtige overskud skal opgøres. Bundfradragsmetoden eller den regnskabsmæssige metode.

Renteudgifter er fradragsberettigede i kapitalindkomsten efter de almindelige regler.

BUNDFRADRAGSMETODEN

Indkomsten ved udlejningen opgøres efter standardiserede regler, og uden mulighed for at fratrække faktiske udgifter.

I stedet gives der først et skattefrit bundfradrag på 7.000 kr. i lejeindtægten, og derefter er 40 pct. af den reducerede lejeindtægt også skattefri, se eksempel 1.

EKS.1 BUNDFRADRAGSMETODEN

Årlig bruttolejeindtægt	110.000 kr.
- bundfradrag	-7.000 kr.
	103.000 kr.
- 40 pct. heraf	-41.200 kr.
Lejeindtægt til beskatning	61.800 kr.

Skatteministeren har fremsat lovforslag, der skal forhøje bundfradraget til 10.000 kr. fra og med 2010, og samtidig skal bundfradraget reguleres én gang årligt. Lovforslaget forventes vedtaget inden sommerferien. Ved bruttolejeindtægt forstås lejeindtægten inklusive særskilt betaling for forbrug, herunder el, gas, varme, telefon og lignende.

Ved anvendelse af bundfradragsmetoden skal der betales fuld ejendomsværdiskat for hele året.

REGNSKABSMÆSSIG METODE

Vælger du regnskabsmetoden, kan du reducere lejeindtægten med de faktiske udgifter,

EKS.2 REGNSKABSMÆSSIG METODE

Lejeindtægt inkl. betaling for forbrug		110.000 kr.
Udgifter til forbrug	12.000 kr.	
Udgifter til vedligeholdelse*	5.000 kr.	
Andel af ejendomsskat*	6.000 kr.	
Udgifter	23.000 kr.	23.000 kr.
Lejeindtægt til beskatning		87.000 kr.

* beregnet forholdsmæssigt ud fra den del af året, hvor ejendommen har været udlejet.

der har direkte forbindelse med udlejningen.

Derudover kan fradrages faktiske udgifter, som er afholdt til vedligeholdelse af indbo og inventar. En forholdsmæssig andel af ejendomsskat kan dog kun fradrages, hvis sommerhuset udlejes i mindst 6 uger om året. Se eksempel 2.

Det skattepligtige overskud medregnes i kapitalindkomsten.

Ved regnskabsmetoden nedsættes ejendomsværdiskatten forholdsmæssigt for den del af året, hvor ejendommen har været udlejet.

HVILKEN METODE SKAL DU VÆLGE?

Du skal være opmærksom på, at hvis du først én gang har anvendt den regnskabsmæssige metode, så kan du ikke senere vælge bundfradragsmetoden.

Som eksemplerne viser, vil bundfradragsmetoden i et normalt udlejningsår typisk være mere fordelagtig end den regnskabsmæssige metode. Er udlejningen derimod forbundet med væsentlige større udgifter, for eksempel til afskrivning og vedligeholdelse, kan det dog være mere fordelagtigt at anvende den regnskabsmæssige metode.

HVORDAN BESKATTES OVERSKUDET?

Den effektive beskatning af lejeindtægten afhænger af, om du i forvejen har positiv eller negativ nettokapitalindkomst.

Ved negativ nettokapitalindkomst udgør skatten ca. 34 pct. af 61.800 kr. eller ca. 21.000 kr.

Har du positiv nettokapitalindkomst op til 40.000 kr. årligt (80.000 kr. for ægtefæller)

udgør skatten ca. 37,5 pct. af 61.800 kr. eller ca. 23.000 kr.

Har du positiv nettokapitalindkomst ud over 40.000 kr. årligt (80.000 kr. for ægtefæller) udgør skatten ca. 52,5 pct. af 61.800 kr. eller ca. 32.500 kr.

Skattesatsen på 52,5 pct. vil fra og med 2010 gradvist blive nedsat således, at den ender på 43 pct. i 2014, hvis lovforslaget om fjernelse af skattefriheden for blåstemplede obligationer vedtages

INDBERETNING AF LEJEINDTÆGT

Udlejningsbureauernes brancheorganisation forhandler p.t. med Skatteministeriet om en mulighed for, at udlejningsbureauerne fra og med 2011 kan indgå en frivillig aftale med udlejer om, at bureauet indberetter lejeindtægten til SKAT. På nuværende tidspunkt kendes det endelige indhold af en sådan aftale ikke, og skatteministeren har i samme forbindelse udtrykt ønske om i stedet at indføre en tvungen indberetningsordning ved udlejning gennem bureau. En tvungen ordning kan ifølge skatteministeren kombineres med en yderligere forhøjelse af bundfradraget.

SKAL SOMMERHUSET SÆLGES?

Har du benyttet sommerhuset til privat formål i ejerperioden, kan du sælge det skattefrit efter den såkaldte "parcelhusregel".

Har sommerhuset ikke været anvendt privat, skal eventuel avance medregnes i kapitalindkomsten. Tab ved salg af sommerhuset kan ikke fratrækkes direkte, men kun modregnes i andre skattepligtige ejendomsavancer.

Skatten af sommerhuse i udlandet

Sommerhuse i udlandet skal medregnes på den danske selvangivelse på samme måde, som hvis huset var beliggende her i landet.

Verden er blevet mindre, og det er ikke læn- gere et særsyn, at personer i Danmark er- hverver sommerhuse beliggende i udlandet. Danskerne udgør således det største antal udlændinge, der besidder sommerboliger og ødegårde i vores naboland, Sverige.

Men mange har også gennem tiden erhver- vet sommerhuse under varmere himmel- strøg, typisk i Middelhavslande som Spani- en og Frankrig, men det er også oppe i tiden at købe sommerboliger på fjernere destina- tioner som f.eks. i Thailand.

Spørgsmålet i denne forbindelse er, hvil- ke skattemæssige konsekvenser det har at er- hverve et sommerhus i udlandet, når du bor i Danmark og dermed er fuldt skattepligtig her i landet.

UDLEJE AF SOMMERHUSET

Når du udlejer dit sommerhus beliggende i udlandet, skal du opgøre resultatet af ud- lejningen efter de samme metoder, som hvis huset var beliggende her i landet. Der henvi- ses i den forbindelse til artiklen s. 36.

Derudover skal du anvende et såkaldt nettoprincip. Det indebærer, at blandt an- det renteudgifter vedr. lån til erhvervelse af sommerhuset skal fragå i over-/underskud af udlejningsaktiviteten.

Udviser resultatet opgjort efter danske regler et underskud, kan dette fratrækkes i anden dansk indkomst.

Hvis udlejningen af sommerhuset deri- mod giver et overskud opgjort efter danske regler, skal du beskattes heraf som en kapi- talindkomst.

Har du betalt skat i udlandet af et evt. overskud af udlejningen, vil du i de fleste til- fælde undgå dobbeltbeskatning ved at ned- sætte den danske skat med den faktisk be- talte skat i udlandet. Du kan ikke få nedslag med et større beløb end den beregnede dan- ske skat af resultatet af udlejningen.

EJENDOMSVÆRDISKAT

Når du bor i Danmark, skal du også betale ejendomsværdiskat af et sommerhus belig- gende i udlandet.

Kun ganske få lande har en offentlig ejen- domsvurdering, som vi kender det i Dan- mark. I disse få tilfælde – f.eks. i Sverige –

lægges den lokale vurdering til grund. Der sker dog korrektion med en såkaldt afstands- procent, der er udtryk for forskellen imellem handelsværdien og den offentlige svenske vurdering.

I de tilfælde, hvor der ikke findes en god- kendt udenlandsk ejendomsvurdering, tages der udgangspunkt i anskaffelsesprisen. For ejendomme anskaffet efter 2002 bliver an- skaffelsesværdien ” indekseret ” tilbage til prisniveauet 2001 eller 2002.

Denne fremgangsmåde følger det princip, der anvendes ved fastsættelse af beregnings- grundlaget for ejendomsværdiskatten for ejendomme beliggende i Danmark.

UDENLANDSK EJENDOMSVÆRDISKAT

Hvis der i udlandet er betalt en skat, der kan sidestilles med den danske ejendomsværdi- skat, kan du få nedslag for den betalte uden- landske skat. Det er vigtigt, at der er tale om en tilsvarende skat og ikke en jordskat, som svarer til den danske grundskyld.

Som eksempel på en udenlandsk skat, som giver nedslag i Danmark, kan nævnes den svenske ”Fastighetsavgift”.

SÆRLIGT OM SOMMERHUSE I FRANKRIG

Som det vil være mange bekendt har det dan- ske skatteministerium opsagt den tidlige- re dansk/franske dobbeltbeskatningsaftale med virkning fra 1. januar 2009.

I den forbindelse blev der vedtaget en over- gangsregel, hvorefter danskere, der ejede fast ejendom i Frankrig den 28. november 2007,

er fritaget for dansk ejendomsværdiskat af den pågældende ejendom.

SALG AF SOMMERHUSET I UDLANDET

De danske regler for beskatning af avan- ce ved salg af sommerhuse i udlandet er de samme som ved salg af sommerhuse belig- gende i Danmark.

Det betyder, at såfremt sommerhuset har været benyttet til privat brug af ejeren, så vil en avance ved salg ikke medføre dansk be- skatning.

Uanset ovenstående kan salget godt udløse beskatning i udlandet, hvilket skal undersø- ges specifikt for det enkelte land gennem de lokale skattemyndigheder.

Hvis sommerhuset udelukkende er an- skaffet med henblik på udlejning, vil en re- aliseret avance udløse dansk beskatning. En evt. betalt skat af avancen i udlandet vil efter nærmere regler kunne modregnes i den be- regnede danske skat.

DANSK SELVANGIVELSE

Uanset med hvilket formål du har anskaf- fet sommerhuset i udlandet, skal der gives besked om det til SKAT via selvangivelsen.

Du skal således give besked om besiddel- sen af sommerhuset på selvangivelsen, blan- ket for ejendomsværdiskat af udenlandske ejendomme.

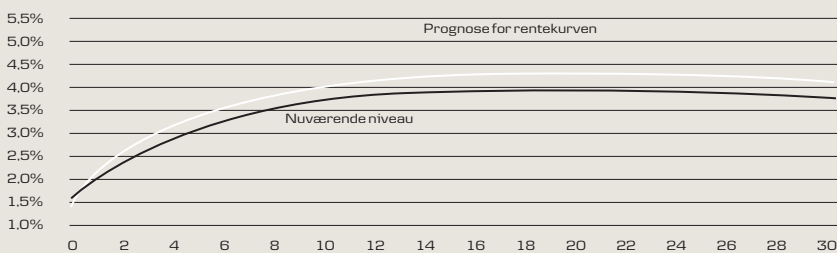
Blanketten nr. 04.053 kan downloades på SKATs hjemmeside www.skat.dk



Renteprogno­se - realkredit

	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
Indskudsbevisrenten	0.70	0.70	0.70	1.05
3 mdr. Euribor	0.68	0.65	0.65	1.00
6 mdr. Cibo­r	1.56	1.55	1.55	1.75
F1	1.27	1.35	1.45	1.75
F3	1.95	2.10	2.20	2.50
F5	2.68	2.75	2.85	3.25
F10	3.72	3.70	3.75	3.80
RD 5.0 A 10/01/2041	4.96	4.80	5.00	5.10

Prognose for rentekurven



Kilde: Reuters

Løbetid (År)

Renteprogno­se - statsobligationer

DKK	Repo-renten	3 mdr. Cibo­r	2-årig stat	5-årig stat	10-årig stat
Spot	1.05	1.28	1.08	2.22	2.94
+ 3m	1.05	1.25	1.20	2.35	3.10
+6m	1.05	1.25	1.25	2.40	3.20
+12m	1.05	1.50	1.65	2.55	3.30
EUR	Refi-renten	3 mdr. Euribor	2-årig stat	5-årig stat	10-årig stat
Spot	1.00	0.68	0.73	2.18	2.94
+ 3m	1.00	0.65	0.70	2.40	3.10
+6m	1.00	0.65	0.75	2.70	3.20
+12m	1.00	1.00	1.25	2.90	3.30
USD	Fed Funds	3 mdr. Libor	2-årig stat	5-årig stat	10-årig stat
Spot	0.13	0.42	0.85	2.24	3.53
+ 3m	0.13	0.25	1.10	2.60	3.90
+6m	0.13	0.35	1.30	2.75	3.75
+12m	1.00	1.25	1.75	2.80	3.50

Valutaprogno­se

	Spot	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
USD/DKK	606.0	620	648	587
EUR/DKK	744.2	744	745	746
JPY/DKK	6.35	6.50	6.50	5.70
GBP/DKK	874.5	885.7	897.6	909.8
DKK	531.2	539.1	543.8	529.1
SEK/DKK	77.8	78.3	79.3	88.1
NOK/DKK	96.4	97.3	98.0	98.2
EUR/USD	122.9	120	115	127
USD/JPY	92.0	95	99	102
USD/GBP	144.0	143	139	155

Notationen er som følger:

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

Råvareprognose

	Spot	2010 kv. 3	2010 kv. 4	2010 - gns.	2011 - gns.
Olie - NYMEX WTI (USD/tønde)	76	87	91	86	94
Olie - ICE Brent (USD/tønde)	80	86	90	85	93
Aluminium (USD/t)	2.105	2.400	2.350	2.337	2.475
Kobber (USD/t)	7050	8.100	8.400	7918	8.613
Zink (USD/t)	2.070	2.400	2.450	2.389	2.525
Nikkel (USD/t)	23	25	27	24	27
Guld (USD/oz)	1.230	1.100	1.150	1.103	1.163
Matif Mill Hvede (EUR/t)	134	118	123	122	134
CBOT hvede (USD/bushel)	494	495	525	507	580
CBOT Majs (USD/bushel)	373	415	440	411	476
CBOT Soyabønner (USD/bushel)	960	1.050	1.100	1.030	1.063

Obligationsoversigt

Følgende oversigt viser obligationer, der aktuelt er relevante investeringsobjekter for private investorer - både for private midler og pensionsmidler.

Tidshorisont 0-3 år

Fondskode	Papir
DK0009279531	RD 6.0 A 10/01/2041
DK0009263227	RD 5.0 A 10/01/2035
DK0009774978	NYKREFRN 10/01/2011
DK0009281511	RD 2.0 01/01/2013
DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015

Tidshorisont 3-7 år

Fondskode	Papir
DK0009263227	RD 5.0 A 10/01/2035
DK0009272957	RD 5.0 Aio 10/01/2038
DK0009779531	RD 6.0 A 10/01/2041
DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015

Tidshorisont over 7 år

Fondskode	Papir
DK0009263227	RD 5.0 A 10/01/2035
DK0009272957	RD 5.0 Aio 10/01/2038
DK0009779531	RD 6.0 A 10/01/2041
DK0009281867	RD 2.0 01/01/2015

Obligationerne er udvalgt under antagelse af vedtagelse af lovforslaget om fjernelse af private investorers skattefrihed på kursgevinster på obligationer købt fra og med 27. januar 2010. Dette gør, at bruttoerter - ikke potentielle kursgevinster - er det primære kriterium for udvælgelse af relevante obligationer for en given tidshorisont og risikoprofil.

Lovforslaget ventes vedtaget, idet det er foresat med henblik på at sikre Danmark overholder EU-retten. En vedtagelse betyder, at det fremover bliver mere interessant for private investorer med frie midler at købe:

Obligationer med høj kuponrente. Disse er stadig interessante for pensionsmidler. Fremover bliver de også interessante for frie midler.

Floaters og capped floaters. Floatere er variabelt forrentede obligationer og dem, der er "capped" er obligationer med et renteloft. Typisk er disse sortstemplede obligationer - dvs. kursgevinster har ikke været skattefrie - og derfor har de ikke været interessante for frie midler.

Nulkuponobligationer. Obligationer uden rente, som udstedes til kurser væsentligt under kurs 100, hvorved afkastet udelukkende kommer i form af kursgevinster. Der forventes at blive udstedt papirer i dette segment med en løbetid, som gør, at investorerne vil kunne udnytte den gradvise nedsættelse af skattesatsen for positiv kapitalindkomst frem mod 2014 ved at investere i obligationer, hvor betalingerne falder senere.

Udenlandske obligationer. Bliver mere attraktive, når danske obligationer ikke har fordelene med skattefrie kursgevinster. Valutarisiko vil naturligvis fortsat være til stede, hvorfor den største interesse forventes rettet mod lande i eurozonen, primært kernelandene.

BEMÆRK: Du bedes kontakte din rådgiver for en snak om, hvilke obligationer, der er mest interessante for netop din investeringsprofil - samt hvordan du bedst muligt disponerer obligationer købt før 27. januar 2010.

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



VERDENSØKONOMIEN

Kort fortalt

Historisk stor hjælpepakke i EU

Natten mellem søndag d. 9. maj og mandag d. 10. maj blev EU's finansministre enige om en historisk stor hjælpepakke på op mod 720 mia. EUR for at sikre den finansielle stabilitet i eurozonen. Den Europæiske Centralbank annoncerede samtidigt ukonventionelle tiltag med henblik på at sikre likviditeten på de europæiske finansielle markeder.

Hjælpepakkerne kom i stand efter en længere periode, hvor markedssituationen kun forværredes. Det begyndte i Grækenland, hvor investorerne mistede al tillid til udviklingen i de offentlige finanser og mistilliden bredte sig som en steppebrand til lande som Portugal og Spanien, der også døjer med store budgetunderskud.

I dagene op til hjælpepakkens vedtagelse var det europæiske statsobligationsmarked stort set ikke-eksisterende, og det var en særdeles uholdbar situation. Nu er sikkerhedsnettet spredt ud, og det markerer et vendepunkt. Prisen for pakken bliver et øget pres for fremrykning af offentlige besparelser – især i lande med store budgetunderskud. Fremadrettet bliver der meget støj på linjen, fordi de finanspolitiske tiltag kommer til at gøre ondt, men på længere sigt skulle det gerne udmønte sig i en mere holdbar finanspolitik for alle eurolande.

Senere renteforhøjelser trods overraskende robust vækst

De gode nyheder fortsætter med at strømme ud af USA. Regnskabssæsonen har været meget stærk, og de seneste data indikerer, at opsvinget bliver stadig mere velfunderet. Der er nu overbevisende tegn på, at jobmarkedet er vendt rundt, hvilket betyder, at udsigterne for den amerikanske forbruger er markant forbedret resten af året.

Om end vi tvivler på, at det nuværende tempo i forbruget kan holde, er risikoen for en alvorligere afdæmpning i andet halvår reduceret kraftigt. Trods dette er der nu udsigt til, at Fed holder renten i ro længere end tidligere ventet. Uroen på de finansielle markeder udløst af Grækenland kommer til at forsinke normaliseringen af pengepolitikken i USA, da centralbanken vil gå mere forsigtigt frem. Endvidere køber den lave og fortsat aftagende kerneinflation centralbanken tid. Derfor er der nu ikke udsigt til renteforhøjelser før tidligt næste år.

Central- og Østeuropa ånder lettet op

Med redningen af euroen kan de østeuropæiske lande ånde lettet op. De husker kun alt for tydeligt, hvordan det gik, da kollapset af Lehman Brothers accelererede finanskrisen voldsomt. Investorerne blev ekstremt risikoaverse, og det ramte bl.a. de østeuropæiske markeder meget hårdt, hvor investorerne flygtede ud af både aktier, obligationer og valuta. Men selv da de globale finansielle markeder begyndte at falde til ro i starten af 2009, fortsatte salgspresset mod Østeuropa – og det skyldtes bekymring over banksektoren i regionen, som var i dyb krise. En del af det massive kursfald i valutaerne kunne dog også tilskrives en fundamentalt begrundet justering, da flere valutaer var overvurderet i flere lande, som var tyngt af massive underskud på betalingsbalancen.

I dag er situationen væsentlig anderledes. Betalingsbalancerne ser langt bedre ud, og valutaerne betragtes som undervurderede (zloty, forint, koruna) eller fair prissat. Nu er eurokrisen afværget, og dermed er der i den kommende tid lagt op til, at investorernes

øgede risikoaversion også får dem til at vende tilbage til Øst- og Centraleuropa (CEE) i stigende grad med øget appetit på aktiverne.

Kina revaluerer snart yuan

I Asien vil den helt store fokus i de kommende måneder være på den kinesiske valutakurspolitik. Kina har siden midten af 2008 holdt valutakursen på yuan i forhold til US-dollar nogenlunde uændret. Der er dog et stigende internationalt pres på Kina for at lade yuan styrke, da der uden for Kina er bred enighed om, at yuan er betydeligt undervurderet.

Vi tror, at Kina meget snart vil revaluere, men den seneste usikkerhed på de globale finansielle markeder kan udskyde tidspunktet en smule. Vi mener dog fortsat, at Kina vil revaluere inden udgangen af 2. kvartal. For det første er en stærkere yuan efterhånden i Kinas egen interesse. Væksten i Kina virker solid og fokus rettes nu mere og mere mod den stigende inflation. Her kan en stærkere yuan gennem eksempelvis lavere priser på importerede varer bidrage til at holde inflationen i ave.

Endelig frygter Kina, at stigende protektionisme i Vesten mod kinesiske varer kan blive resultatet, hvis ikke Kina gør noget ved valutakursen. Risikoen er dog, at der opstår stigende politiske spændinger mellem USA og Kina i de kommende måneder, og det bliver vigtigere for Kina at demonstrere, at de rige lande ikke kan koste rundt med Kina, frem for at gøre det, som vil være det mest fornuftige for alle – også for Kina. Herudover vil en yderligere eskalering af gældskrisen i Europa i kunne udskyde en kinesisk revaluering på ubestemt tid.

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



Forbrugsgoder

Autoliv	(Norden)
Husquarna	(Norden)
Inditex	(Europa)
Nike Inc.	(USA)
Starwood Hotels	(USA)
Hasbro	(USA)
Honda Motor	(Asien)
China DongXiang	(Asien)
Volkswagen	(Europa)



Finans

Lazard	(USA)
China Construction Bank	(Asien)



Materialer

BASF	(Europa)
JFE Holdings	(Asien)



Forsyning

Fortum	(Norden)
China Resources Power	(Asien)



Sundhed

Novartis	(Europa)
----------	----------



Energi

Acery	(Norden)
Neste Oil	(Norden)
Technip	(Europa)
Royal Dutch Shell	(Europa)
Petrobras	(USA)



Industri

FL Smidth	(Danmark)
AP Møller-Mærsk	(Norden)
Securitas	(Norden)
Metso	(Norden)
Vallourec	(Europa)



Informationsteknologi

Nokia	(Norden)
Google	(USA)
Accenture	(USA)
Lenovo Group	(Asien)



Telecommunication services

China Unicom	(Asien)
Telenor	(Norden)



Forbrugsvarer

Danisco	(Danmark)
Swedish Match	(Norden)
Diageo	(Europa)
Colgate Palmolive	(USA)
Japan Tobacco	(Asien)

Bemærk

Disse aktier blev vurderet som interessante pr. 17. maj 2010. Vær opmærksom på, at Goldman Sachs' og Danske Banks holdninger kan være ændret efter denne dato.

Danske Markets Equities' forslag til sektorallokering

	Vægt i benchmark	Anbef. vægt i porteføljen
Forbrugsgoder	7,00%	-
Forbrugsvarer	12,00%	+
Energi	10,00%	+
Finans	25,00%	--
Sundhed	10,00%	++
Industri	11,00%	+
Informationsteknologi	3,00%	+
Telecom. services	7,00%	N
Materialer	9,00%	N
Forsyning	6,00%	N

Siden sidst er industri blevet opjusteret, idet Danske Markets Equities (DME) ser denne sektor som en vinder i det aktuelle globale miljø, hvor Emerging Markets udviser stærk vækst i forhold til OECD. Energi opjusteres, idet vi forventer stigende oliepriser i 2010/11 IT og sundhed fastholdes på overvægt med baggrund i attraktiv valuering. Finans undervægtes fortsat markant, idet den potentielle gevinst ikke står mål med risikoen.

Forklaring

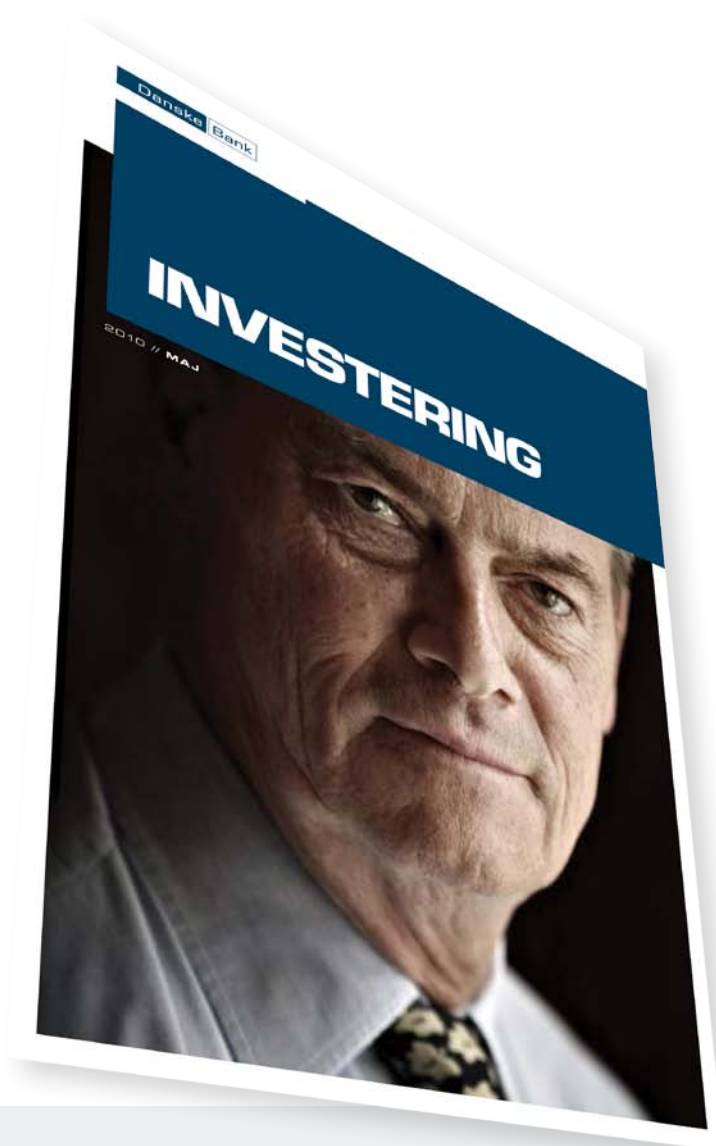
DJ Euro Stoxx 600 er det benchmark, som den aktuelle sektorallokering sættes i forhold til. De forskellige vægte for sektorerne angiver om den anbefalede vægtning afviger fra benchmarket.

N	Neutral - dvs. samme vægt i porteføljen som i benchmark
+	Overvægt med 10 pct. af sektorens vægt i benchmark
++	Overvægt med 20 pct. af sektorens vægt i benchmark
-	Undervægt med 10 pct. af sektorens vægt i benchmark
--	Undervægt med 20 pct. af sektorens vægt i benchmark

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

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

Sektor/Selskab	Land	Anbef.	Kurs		Land	Anbef.	Kurs		Land	Anbef.	Kurs
■ ENERGI				Ramirent	FI	S	7,7	Exiqon	DK	H	8,0
OLIE OG GAS Udstyr & Tjenester				Solar	DK	K	373,5	Karo Bio	SE	H	7,5
Acergy	NO	A	111,9	ERHVERVSSERVICE & -PRODUKTER				LifeCycle Pharma	DK	K	4,8
Aker Solutions	NO	H	97,9	G4S	GB	K	22,7	Neurosearch	DK	K	103,5
BW Offshore	NO	K	8,6	Gunnebo	SE	R	27,2	Q-Med	SE	S	74,0
Deep Sea Supply	NO	K	11,2	Lassila & Tikanoja	FI	A	14,6	TopoTarget	DK	A	4,3
Det Norske Oljeselskap	NO	K	28,1	Loomis	SE	K	76,8	FARMACI			
Fortum	FI	A	18,7	Niscayah	SE	R	13,0	Astrazeneca	UK	H	2850,0
Fred. Olsen Energy	NO	H	208,1	Securitas	SE	K	72,0	Lundbeck	DK	H	92,2
Petroleum Geo-Services	NO	H	79,4	Tomra Systems	NO	H	27,2	Meda	SE	A	62,0
Prosafe SE	NO	K	30,9	LUFTFART				Novo Nordisk	DK	A	461,0
Prosafe Production	NO	K	14,2	Finnair	FI	K	4,2	Orion	FI	H	14,0
Seadrill	NO	H	146,2	SAS Group	SE	AS	1,0				
Seawell	NO	K	19,0	SHIPPING				■ FINANS			
Sevan Marine	NO	K	8,6	A. P. Møller - Maersk	DK	K	45360	BANKER			
Subsea 7	NO	H	115,8	DFDS	DK	AS	405,0	Amagerbanken	DK	S	32,3
TGS-Nopec	NO	K	117,2	Mols-Linien	DK	S	48,0	Danske Bank	DK	IA	132,0
OLIE OG GAS				Norden	DK	S	240,1	DNB Nor	NO	K	66,1
Neste oil	FI	K	11,9	Torm	DK	S	52,0	Jyske Bank	DK	A	204,5
Statoil	NO	A	139,0	TRANSPORT				Nordea	SE	R	66,9
				DSV	DK	K	95,8	Pohjola Bank	FI	K	8,5
■ MATERIALER								Ringkjøbing Landbobank	DK	K	610,0
KEMIKALIER				■ FORBRUGSVARER				SEB	SE	H	45,6
Auriga Industries	DK	H	99,0	RESERVEDELE				Spar Nord	DK	A	63,0
Kemira	FI	R	9,2	Autoliv	SE	K	51,7	Svenska Handelsbanken	SE	A	196,2
Novozymes	DK	H	649,5	Mekonomen	SE	H	138,5	Swedbank	SE	H	74,2
Tikkurila	FI	A	15,6	Nokian Tyres	FI	A	19,2	Sydbank	DK	A	153,0
EMBALLAGE				VARIGE FORBRUGSGODER				Vestjysk Bank	DK	K	87,0
Brodrene Hartmann	DK	R	98,0	Bang & Olufsen	DK	H	61,0	FORSIKRING			
Huhtamäki	FI	A	8,4	BoConcept	DK	A	192,5	Alm. Brand	DK	A	75,5
METALLER & MINEDRIFT				Electrolux	SE	R	177,1	Sampo	FI	H	18,0
Outokumpu	FI	R	14,8	Husqvarna	SE	K	50,0	TopDK	DK	A	695,0
Outotec	FI	K	27,9	FRITIDSDUSTYR				TrygVesta	DK	H	359,8
Rautaruukki	FI	H	14,9	Amer Sports	FI	K	8,7	EJENDOMSSTYRING & UDVIKLING			
SSAB	SE	A	129,8	TEKSTILER & BEKÆLDNINGER				Citycon	FI	K	2,7
Talvivaara Mining Co PLC	FI	K	4,5	Björn Borg	SE	K	61,3	JM	SE	R	108,8
PAPIR & SKOV				IC Companys	DK	K	271,5	Sponda	FI	K	2,7
M-real	FI	H	2,6	Hennes & Mauritz	SE	H	452,0				
Stora Enso	FI	A	5,7	New Wave Group	SE	R	33,5	■ INFORMATIONSTEKNOLOGI			
UPM-Kymmene	FI	A	10,3	HOTELLER OG CRUISE LINES				E-SERVICES			
				Royal Caribbean Cruises	NO	K	200,1	Net Entertainment	SE	H	75,3
■ INDUSTRI				HOTELLER, RESTAURANTER & UNDERHOLDNING				Tradedoubler	SE	A	31,1
FLY & FORSVAR				Betsson	SE	A	103,8	IT-KONSULENTER			
SAAB	SE	A	98,8	Skistar	SE	H	121,3	Columbus IT Partner	DK	H	2,5
BYGGEPRODUKTER				Unibet	SE	K	161,5	EDB Business Partner	NO	K	16,7
Assa Abloy	SE	H	160,0	MEDIER				HiQ International	SE	R	32,4
Flügger	DK	H	435,5	Alma Media	FI	A	7,1	Semcon	SE	K	27,8
H+H International	DK	R	66,0	Cision	SE	A	6,1	Tieto	FI	R	15,2
Lindab	SE	H	78,5	CTC Media	FI	A	15,3	SOFTWARE			
Rockwool International	DK	H	518,0	Modern Times Group (MTG)	SE	A	414,1	Atea	NO	A	47,9
Uponor	FI	A	12,2	Sanoma	FI	K	15,4	Netop Solutions	DK	H	8,4
ANLÆG & MASKINTEKNIK				Schibsted	NO	A	143,7	IBS	SE	H	4,5
Højgaard Holding	DK	K	223,5	STORMAGASINER				Maconomy	DK	H	11,2
Monberg & Thorsen	DK	K	350,0	Stockmann	FI	H	27,7	Opera Software	NO	K	22,0
NCC	SE	H	111,8	DETAILHANDEL				Orc Software	SE	K	142,3
Peab	SE	R	41,3	Clas Ohlson	SE	K	122,3	Simcorp	DK	K	1030,0
Per Aarsleff	DK	K	488,0	Nobia	SE	K	33,2	KOMMUNIKATIONSUDSTYR			
Pöyry	FI	K	10,1					Eltek	NO	H	2,7
Skanska	SE	A	118,6	■ NÆRING & NYDELSE				Ericsson	SE	A	79,4
Trelleborg	SE	R	49,1	SUPERMARKEDER				GN Store Nord	DK	A	42,2
YIT	FI	A	15,5	Axfood	SE	R	203,5	Nokia	FI	K	8,8
ELEKTRISK UDSTYR				Hakon Invest	SE	R	119,3	RTX Telecom	DK	R	13,3
ABB	SE	A	140,4	Kesko	FI	H	28,3	Thrane & Thrane	DK	K	178,0
Renewable Energy Corp	NO	K	18,3	DRIKKEVARER				■ TELEKOMMUNIKATION			
Vestas Wind Systems	DK	K	312,1	Carlsberg	DK	K	446,9	TELEKOMMUNIKATIONSYDELSER			
MASKININDUSTRI				Harboe	DK	K	109,0	Elisa	FI	A	14,0
Alfa Laval	SE	H	104,2	Royal Unibrew	DK	K	206,0	Tele2	SE	A	117,6
Atlas Copco	SE	A	113,8	FØDEVARER				Telenor	NO	K	83,2
Beijer Alma	SE	A	108,5	AAK	SE	A	171,0	TeliaSonera	SE	A	47,3
Cardo	SE	R	217,0	Atria	FI	K	11,3				
Cargotec Corp	FI	K	23,3	Danisco	DK	K	399,2				
FLSmidth & Co	DK	K	396,0	EAC	DK	R	141,0				
Haldex	SE	R	75,0	HKScan	FI	K	8,3				
Hexagon	SE	R	114,0	Orkla	NO	A	47,9				
Kone	FI	K	32,5	TOBAK							
Konecranes	FI	K	23,4	Swedish Match	SE	K	162,5				
Lemminkäinen	FI	A	24,7	PERSONLIGE PRODUKTER							
Metso	FI	K	26,7	Oriflame	SE	R	401,5				
Morphic Technologies	SE	R	0,4								
Nibe	SE	R	74,3	■ SUNDHED							
NKT Holding	DK	H	310,0	MEDICINALINSTRUMENTER & -UDSTYR							
Opcon	SE	H	30,0	Ambu	DK	K	153,5				
Sandvik	SE	R	97,7	Coloplast	DK	A	642,0				
Scania	SE	A	118,8	Elektro	SE	H	183,0				
Seco Tools	SE	R	93,3	Getinge	SE	A	157,8				
SKF	SE	A	143,6	William Demant Holding	DK	S	372,2				
VBG	SE	K	88,0	BIOTEKNOLOGI							
Volvo	SE	A	85,7	ALK-Abello	DK	R	429,5				
Wärtsilä	FI	K	37,2	Bavarian Nordic	DK	K	267,5				
HANDEL & DISTRIBUTION				Biogaia	SE	H	88,0				
Cramo	FI	R	14,6	Genmab	DK	K	54,5				



Disclosure

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

Denne publikation er udarbejdet af Danske Capital alene til orientering. Publikationen er udarbejdet uafhængigt, udelukkende på baggrund af offentlig tilgængelig information og afspejler ikke vurderinger fra Danske Banks interne kreditafdeling. Publikationen er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge værdipapirer, valuta eller finansielle instrumenter. Publikationens informationer, beregninger, vurderinger og skøn træder ikke i stedet for kundens udøvelse af eget skøn over, hvorledes der skal disponeres. Efter bankens opfattelse er publikationen korrekt og retvisende. Banken påtager sig imidlertid ikke noget ansvar for publikationens nøjagtighed og fuldkommenhed. Banken påtager sig endvidere ikke noget ansvar for eventuelle tab, der følger af dispositioner foretaget på baggrund af publikationen. Yderligere og/eller op Danske Bank og dens datterselskaber samt medarbejdere i banken kan udføre forretninger, have, etablere, ændre eller afslutte positioner i værdipapirer, valuta eller finansielle instrumenter, som er omtalt i publikationen, ligesom banken kan udføre finansiell service for udstedere af nævnte værdipapirer, valuta eller finansielle instrumenter. Danske Banks aktie- og kreditanalytikere må ikke handle med værdipapirer, som dækkes af den pågældende eller af den analysesektion, som den pågældende er tilknyttet. Danske Capital og Danske Markets er divisioner af Danske Bank A/S. Danske Bank A/S har ophavsretten til publikationen, som er til kundens personlige brug og ikke til offentliggørelse nogetsteds.