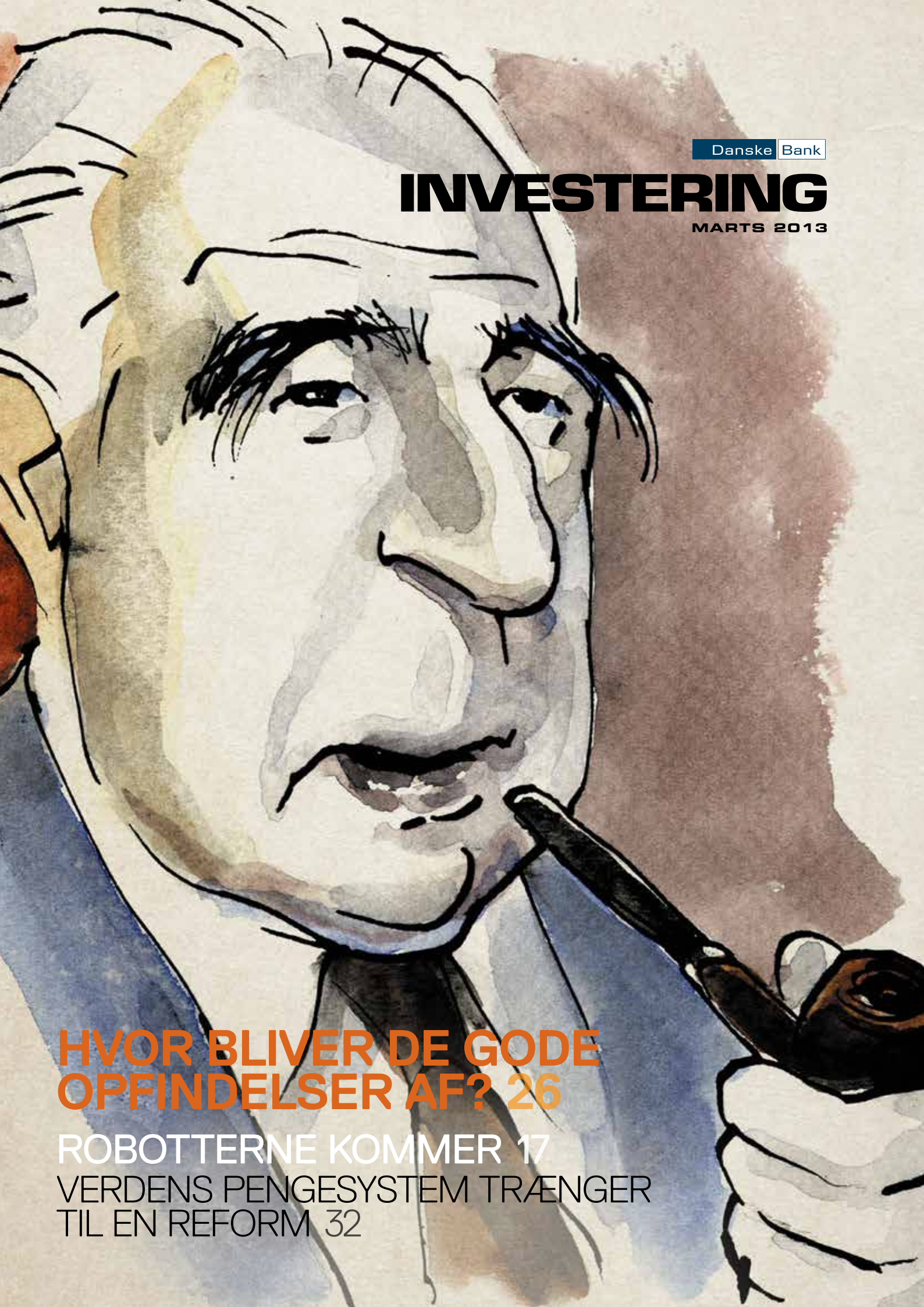


A watercolor illustration of a man's face, looking slightly to the right. He has dark hair and is wearing a blue suit jacket. His hand is visible at the bottom right, holding a dark pen. The background is a mix of light and dark brown washes.

Danske Bank

INVESTERING

MARTS 2013

**HVOR BLIVER DE GODE
OPFINDELSER AF? 26**

ROBOTTERNE KOMMER 17
**VERDENS PENGESYSTEM TRÆNGER
TIL EN REFORM 32**

INVESTERING



INVESTERING på iPad

INVESTERING udkommer på iPad med bl.a. videoklip og interviews. Magasinet og App'en er gratis og kan hentes i App Store.

INVESTERING udkommer 6 gange årligt.

Som udgangspunkt skrives leder og alle artikler i magasinet af daglig chefredaktør Flemming Østergaard - der kan dog være enkelte undtagelser fra tid til anden. Tanken bag den redaktionelle linje er at for at investere bedst muligt, skal man forstå, hvordan verden hænger sammen og udvikler sig. Hvordan økonomiske, politiske, erhvervsmæssige, videnskabelige, teknologiske, demografiske, miljømæssige og sociale trends påvirker verden.

Magasinet kan downloades gratis til iPad. Foretrækker du iPad-versionen alene, er du velkommen til at kontakte banken og afmelde den trykte version.

Udgiver:

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

Chefredaktør:

Flemming Østergaard.

Redaktionspanel:

Flemming Østergaard, Chefredaktør
Allan Soon Lorentzen, Ansvarshavende
Henrik Hansen
Christian Sand Kirk
Jes Linnet
Jesper Simonsen
Lars Skovgaard Andersen

Redaktion afsluttet den 26. februar 2013.

Koncept:

Danske Capital, Group Wealth Management

Kommentarer, spørgsmål, ris og ros bedes sendt til flste@danskebank.dk

Forside:

Nobelprisvinder i fysik, Niels Bohr, lancerede for 100 år siden sin atommodel, som var revolutionerende for fysikken.

Disclaimer:

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

FINANS & ØKONOMI 04

STRATEG: VERDENSØKONOMIEN ER I FREMDRIFT

GLOBALT PERSPEKTIV 10

GLOBALISERINGENS BAGSIDE

INSOURCING - GLOBALISERINGENS NYE TREND

ROBOTTERNE KOMMER

AKTIVALLOKERING 22

DEN SCHWEIZISKE PROFESSOR HARRY HÜRZELER MENER, AT RÅDGIVNINGEN SKAL VÆRE MERE FORSIGTIG, LANGSIGTET OG HELHEDSORIENTERET

PASNINGSLØSNINGER 24

HELHEDSORIENTERET FORMUERÅDGIVNING VIA FORMUEPROGNOSE

VIDENSKAB & TEKNOLOGI 26

HVOR BLIVER DE GODE OPFINDELSER AF?

FINANS & ØKONOMI 32

VERDENS PENGESYSTEM TRÆNGER TIL EN REFORM
EUROEN OVERLEVER - MÅSKE

SKAT & PENSION 41

KAPITALPENSION ERSTATTES AF ALDERSOPSPARING

INVESTERINGSBEVISER 42

DEN SVÆRE KUNST AT SLÅ MARKEDET



MENS VI VENTER PÅ OPSVINGET

MARLENE NØRGAARD

Direktør for Private Banking Danmark, Danske Bank

Japan og eurozonen er i recession, og USA viste negativ vækst i sidste kvartal af 2012. Det globale opsving siden 2009 er mildt sagt sløvt, og det betyder, at den høje ledighed stadig er her. Værst i EU med 10,7 pct., noget mindre i USA med 7,9 pct.

Men dette er højt, når vi er i opsvingets femte år. I 2011 blev 117.000 jobs skabt i juli, og New York Times skrev: US Reports Solid Job Growth. Men 12 mio. amerikanere mistede deres job i recessionen, og de 117.000 var ikke engang nok til at følge med befolkningstilvæksten. Økonomen Laura D'Andrea Tyson beregnede at, selv om jobskabelsen næsten blev fordoblet til 208.000 jobs pr. måned, som var gennemsnittet i 2005, så skulle vi frem til 2023, før gabet fra recessionen var lukket igen. Ikke opmuntrende – slet ikke når gennemsnittet i 2012 var 181.000 jobs pr. måned.

Ikke desto mindre er optimismen lige nu ganske stor hos mange. Boligmarkedet i USA er vendt, Kina er ikke endt med en hård landing, euroen ser ud til at overleve, og tillidsindikatorer peger på, at virksomhederne er mere klar til at skruer op for de investeringer, de har været tilbageholdende med.

Om det berettiger, at vi nærmer os nye rekordhøjder i de store aktieindeks, er mere tvivlsomt i og med, at økonomierne ikke er fulgt med, som de plejer i et opsving. Og med store offentlige gældsbyrder, der vil lægge en dæmper på finanspolitikken i årevis samt ligeledes forgældede forbrugere, der er forsigtige med så høj ledighed, så er det svært at få øje på den stærke efterspørgsel, der skal løfte det hele.

Og det er måske et permanent problem, vi ser konturerne af. Historien indikerer således, at stadig stigende strukturel ledighed bliver en af vores udfordringer. Indkomstudviklingen og efterspørgselen i de rige lande begyndte at miste luften i takt med globaliseringen og den teknologiske udvikling, der for alvor begyndte at accelerere for 30-40 år siden. Som modsvar optog de

rige lande flere lån, så de kunne skabe flere offentlige jobs og projekter - undervejs suppleret med ekspansiv kreditpolitik og nye låntyper til forbrugerne. Dette førte som bekendt til kreditboblen, hvis eftervæer vi stadig lider under – herunder også, at mere gæld i samme tempo over de næste 40 år er udelukket.

Men globalisering og teknologisk udvikling er her stadig. Nogle virksomheder er begyndt at hente en del produktion hjem igen, fordi lønbesparelsen ofte ikke er så stor længere. Mest udpræget i USA, som i kraft af deres shale gas og –olie har en billig energikilde, som bl.a. Europa ikke har. Men insourcing kan ikke hindre at stadig flere jobs bliver overtaget af computere og maskiner.

"We are being afflicted with a new disease of which some readers may not yet have heard the name, but of which they will hear a great deal in the years to come – namely, technological unemployment."

John Maynard Keynes, 1930

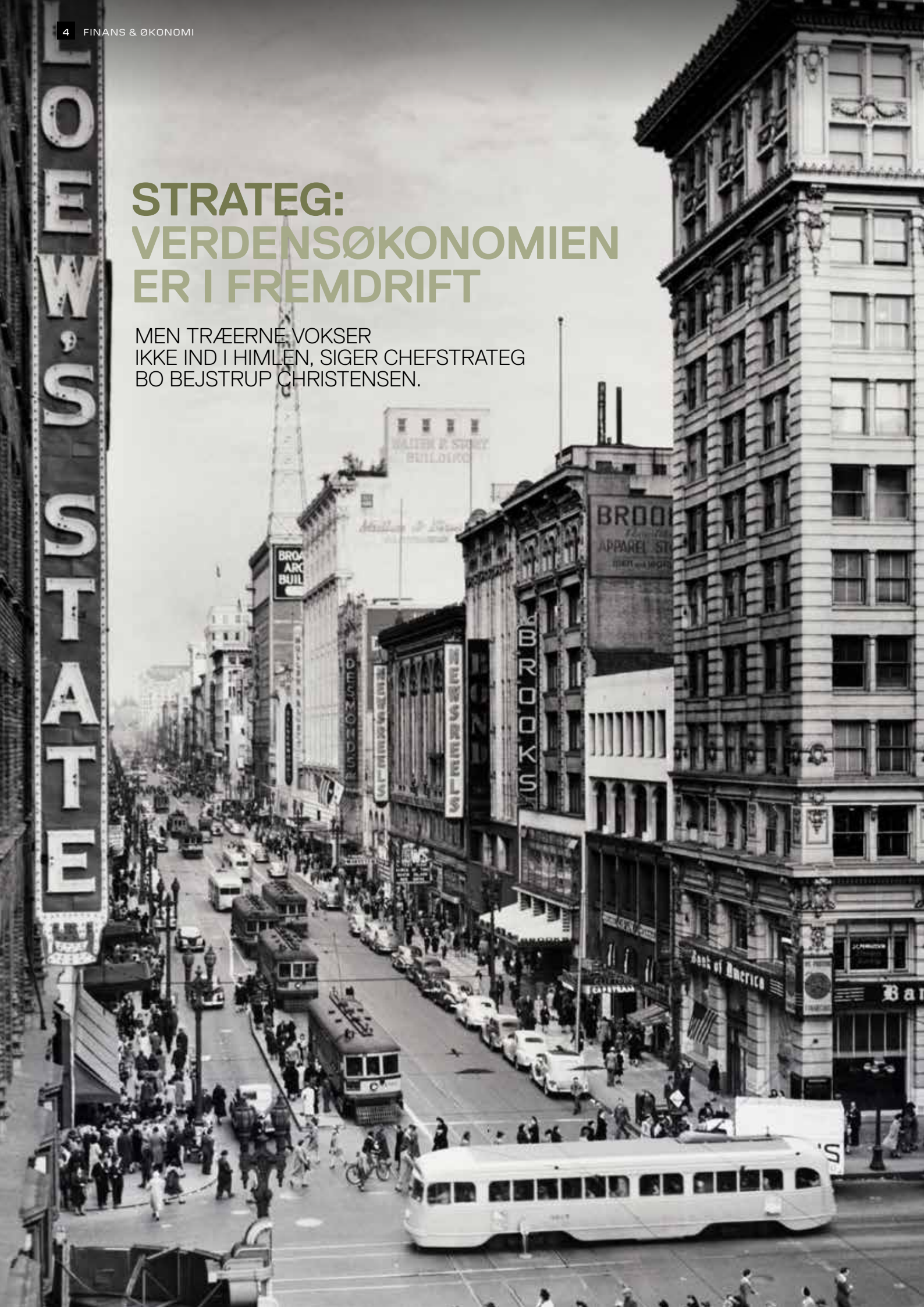
Vi er på vej ind i en verden, der forekommer mere foranderlig end nogensinde, og det bliver særdeles udfordrende for den enkelte borger at planlægge og styre sin personlige økonomi optimalt.

På den baggrund og med mange aktuelle økonomiske, politiske og finansielle risici lurende under overfladen kan vi kun gentage vores overordnede anbefaling: Du bør anskue din økonomi ud fra en helhedsbetragtning. I den proces bør du støtte dig til bankens rådgivere og kaste et blik på de forskellige passningsprodukter, som banken tilbyder i forskellige udgaver alt efter hvor kompleks din personlige økonomi er.

I den forbindelse er det værd at nævne, at Morningstar for fjerde år i træk har kåret Danske Invest som Danmarks bedste investeringsforening på aktier – og at finanStidsskriftet Euromoney for ottende gang ud af 10 mulige har kåret Danske Bank som bedst i Danmark til Private Banking.

STRATEG: VERDENSØKONOMIEN ER I FREMDRIFT

MEN TRÆERNE VOKSER
IKKE IND I HIMLEN, SIGER CHEFSTRATEG
BO BEJSTRUP CHRISTENSEN.



HISTORISK SET

Aktierne stiger 10 pct. i opsvingets femte år
JP Morgan har i en analyse påpeget, at USA er præcis, hvor de burde være i den økonomiske cyklus. Typisk er aktierne mere end fordoblet, når det fjerde år i opsvinget er gået. I det femte år stiger markedet typisk 10 pct., og det er også hvad de fleste analytikere forventer i år. I det lys ser det lave VIX indeks og den bullish stemning fornuftig ud. Men realøkonomien er ikke fulgt med, som den plejer. USA er i det svageste opsving siden 2. verdenskrig.

Et nyt år er i fuld gang, men indgangen til det var præget af usikkerheden om USA's såkaldte "fiscal cliff" – udløbet af en række midlertidige skattelettelser og offentlige udgifter, som - hvis de ikke blev imødegået – ville være så stort et økonomisk chok for amerikansk økonomi, at den ville gå i recession. Og der var lagt op til drama i de forudgående forhandlinger, fordi det krævede en kompromisløsning mellem på den ene side Republikanerne, der altid kræver skattelettelser og udgiftsbesparelser – og på den anden side Demokraterne, der kræver det modsatte. Et kompromis kom i hus, men forløbet var mere underholdende end befordrende for tilliden til de amerikanske politikere.

Sagen er nemlig den, at mange Republikanere har skrevet under på, at de aldrig vil hæve skatterne. Derfor lod de reelt "fiscal cliff" træde i kraft. Men kun til lige over midnat 1. januar 2013. Dermed steg skatterne automatisk, hvilket altså ikke var et brud på Republikanernes løfte om aldrig aktivt at medvirke til at hæve skatterne. Kort efter midnat kom så et nyt lovforslag på bordet, som de kunne tilslutte sig aktivt – og som gik ud på lidt mindre skatteforhøjelser, nemlig i form af at det kun var husholdninger med indkomster over 450.000 USD, der ville blive ramt. Republikanerne kunne således med oprejst pande erklære over for deres vælgere, at de havde formået at få skattelettelser igennem for de fleste mennesker.

SVAG VÆKST

IMF forventer i 2013 en vækst på 2 pct. i USA, 1,2 pct. i Japan, -0,2 pct. i eurozonen og 5,5 pct. i udviklingsøkonomierne.

Denne løsning fejede imidlertid ikke hele problemet med "fiscal cliff" af banen. Dels undlod politikerne at hæve gældsloftet, dels udskød de blot diverse beskæringer i det offentlige forbrug til d. 1 marts. Efterfølgende har de to partier dog suspenderet gældsloftet – foreløbig til maj – og med visse regnskabstricks kan det amerikanske finansministerium trække den endelige afgørelse helt til august. Men som situationen er nu, træder diverse opstramninger i kraft 1. marts, hvis ikke der gøres noget.

"En ting er, at det gør ondt, når finanspolitikken strammes. Men kender forbrugere og virksomheder ikke de fremtidige skatteprocenter, så holder de igen med forbrug og investeringer, og det er med til at svække opsvinget", siger strateg i Private Banking, Bo Bejstrup Christensen, der også har ansvaret for Danske Banks overordnede aktivallokering.

Måden, som det amerikanske politiske system fungerer på, virker heller ikke ligefrem befordrende for amerikanernes tillid til systemet. Ifølge meningsmålinger fra American National Election Studies var 76 pct. af amerikanerne i 1964 enige i udsagnet: "Du kan stole på regeringen i Washington til at gøre, hvad der er rigtigt stort set altid eller det meste af tiden". I slutningen af 70'erne var andelen under 50 pct., i 2008 var det 30 pct. og i januar 2010 var det 19 pct.

"Tilsvarende viser den seneste "approval rating" af Kongressen en historisk lav tillid i befolkningen til politikerne. Der er en enorm kløft mellem Republikanere og Demokrater i denne tid, og det er først fremmest Republikanerne, der er skyld i den. Partiet er i en identitetskrise og har vidt forskellige holdninger, som gør det meget vanskeligt at nå frem til en fælles front, så man kan nærme sig Demokraterne i realistiske kompromisløsninger. The TEA-party – Taxed Enough Already – mener, at grunden til, at de tabte præsidentvalget, var, at de ikke hårdt nok har gjort op med statens størrelse, mens partifæller som Jeb Bush siger, at det er nødvendigt for partiet at gå tættere mod midten. Trods disse stridigheder er vores holdning dog stadig, at hver gang en af disse udfordringer som fiscal cliff og gældsloftet kommer helt tæt på, så bliver den løst, men den politiske divergens hindrer den visionære reformpolitik. Nogen mener, at vi i Europa er gået for hårdt til stålet med stramninger - det som amerikanerne trods alt har gjort er, at de ikke har givet tilsvarende stød til økonomien, og det er derfor, de har et opsving, mens Europa faktisk er i recession. Den nu afgåede finansminister Timothy Geithner blev i 2009 spurgt af The Economist om, hvad han mente skulle gøres ved det amerikanske budgetunderskud. Hans svar var "først vækst" – og det hænger sammen med, at amerikanerne har studeret deres historie meget. I midten af 30'erne var man kommet ud af Depressionen, men strammede så finanspolitikken, så man igen røg i recession i 37-38."

McKinsey Global Institute har i en analyse påvist, at fra slutningen af 40'erne til 1990 fulgte recession og opsving i USA et simpelt mønster. Først vendte BNP tilbage til før-krise niveauet, og derefter tog det kun seks måneder i gennemsnit, før beskæftigelsen også var tilbage. Men mønstret blev brudt. Efter recessionen i starten af 90'erne tog det beskæftigelsen 15 måneder at nå tilbage på før-krise niveauet efter at BNP havde gjort det. Og ef-

DE RIGE LANDE ER FORGÆLDEDE

Økonomen Keynes' råd til regeringer var at stimulere med offentlige midler i krisetider og spare op i vækstperioder. Men det råd er tilsyneladende gået hen over hovedet på ikke blot amerikanske men også andre vestlige regeringer. I 1980 var USA's offentlige gæld 42 pct. af BNP, i dag er det 107 pct. I samme periode steg UK's gæld fra 46 pct. af BNP til i dag 88 pct. De fleste europæiske lande, inklusiv Tyskland har i dag gælds niveauer over 80 pct., og nogle som bl.a. Italien og Grækenland har langt større gældsbyrder. Japans offentlige gæld var i 1980 50 pct. af BNP, i dag er det 236 pct.

ter krisen i starten af 00'erne tog det 39 måneder. I det nuværende opsving kræver det optimisme at tro, at det nås efter 60 mdr. – og McKinsey har talt om op mod knap 80 mdr.

”Man skal være påpasselig med den slags sammenligninger, for der er sket store strukturelle ændringer i økonomien i den periode. I slutningen af 40'erne udgjorde fremstillingssektoren op mod 40 pct. af økonomien mod i dag under 10 pct., og den sektor er mere volatil og konjunkturfølsom end servicesektoren. Det der har kendetegnet recessionerne før 1990 er, at boligmarkedet har reageret først. Men når renten sættes ned, har det til gengæld også reageret hurtigt i positiv retning. Og det sætter gang i byggesektoren, som typisk også opsluger en stor del ufaglært arbejdskraft. Men i de senere recessioner har beskæftigelsen udviklet sig svagt, og især efter den seneste har boligmarkedet ikke reageret som tidligere på pengepolitiske lempelser. Det ser dog ud til at ske nu.”

Men at boligmarkedet har reageret stadig mere trægt på rentenedsættelser i de tre recessioner siden 1990 hænger vel naturligt sammen med, at renten i forvejen i selve vækstperioden forud var meget lav allerede. I øvrigt med den begrundelse, at inflationen målt på forbrugerpriser holdt sig lav, og uden hensyntagen til, at boligpriserne steg markant. Og dette kombineret med de lave renter fik folk i vækstperioden til at optage mere gæld. Førstegangskøbere var nødt til det for at købe de dyrere boliger, mens eksisterende boligejere belånte friværdien. Så kom recessionen, gælden var høj, og renten kunne ikke komme meget længe ned, så det er helt naturligt, at boligmarkedet reagerer meget langsommere denne gang. Og her er vi vel ved sagens kerne – at der er for meget gæld i systemet i dag, og det vil tynge, når renterne nødvendigvis må stige i opsvinget. Systemet er jo nærmest bygget på, at vi skal optage mere gæld og øge forbruget – hvis vi sparer for meget op, så går vi tilbage i recession, idet 60-70 pct. af BNP i vestlige lande typisk udgøres af privatforbruget.

”Det er en svær diskussion, om der er for meget gæld derude. Renteudgifterne er på rekordlave niveauer, så de tager ikke så meget af folks indkomst. Renteudgifterne vil stige i takt med

et stærkere opsving, stærkere inflationsforventninger og dermed stigende renter, men i takt med det stiger beskæftigelsen og indkomstniveauet også. Men der er en klar tendens til, at jo mere veludviklet et land er, desto højere er gælden. BIS (Bank of International Settlements) har i analyser ikke kunnet finde en sammenhæng mellem størrelsen af husholdningers gæld og den fremtidige vækst, men det har de derimod for virksomheders gæld. Har virksomheder samlet set en gæld over 80-90 pct. af BNP, virker det hæmmende for væksten, og i den forbindelse er det positivt, at amerikanske virksomheder ligger under den grænse. Andre undersøgelser har vist, at offentlige gældsbyrder også har en smertegrænse omkring 90 pct. af BNP, og da mange vestlige lande er lige omkring eller over den, så er det en kendsgerning, at offentlig gæld vil gøre ondt i mange år. Vi har også et problem i banksektoren, som stadig slikker sårene efter finanskrisen – de har stramme betingelser for lån til boligkøb, og det betyder, at mange førstegangskøbere er lukket ude. Hvad angår balancen mellem opsparing og forbrug – forestil dig, at du en dag vågner og vil gøre noget ved din gæld. Lad os sige din indkomst er 100 kr. om måneden og du p.t. bruger dem alle på privatforbrug. Fremover vil du kun bruge 90 og afdrage de 10 på lån, og hvis alle andre gør det samme, så falder økonomien tilbage drevet af faldet i det private forbrug. Men hvis du ikke hæver opsparingskvoten yderligere, så vil økonomien stabilisere sig på det lavere niveau og kan i teorien begynde at vokse igen fra det lavere niveau, mens du samtidig sparer op.”

Det hævdes, at amerikanerne har levet over evne i mange år – at de ligefrem har haft negative opsparingskvoter, da det gik vildest for sig i 00'erne. Det viste tallene i hvert fald.

”Det så ud til, at opsparingskvoten blev negativ allerede i starten af 1999, og det er sket flere gange siden. Men faktisk har revideringer af nationalregnskaberne hver gang påvist, at opsparingen har været noget større end først antaget. På intet tidspunkt har amerikanerne haft nul eller negativ opsparing, og det ser ud til, at de som andre lande med høj gæld har haft pæn opsparing de senere år. Ifølge de seneste tal så er den amerikanske opsparingskvote aktuelt 3,6 pct., men vi ved jo altså ikke hvad den præcist er. Faktum er bare, at der har været en markant stigning siden finanskrisen, og så længe der ikke er kommet noget stort chok, så mener vi ikke, den vil ændre sig markant.”

Hvilken slags chok kunne det være?

”Det kunne være finanspolitiske stramninger, som svækkede folks tillid til opsvinget og fik dem til at spare mere op. Vi mener dog, det er mest sandsynligt, at folks tillid til opsvinget vil stige, idet vi er af den overbevisning, at boligmarkedet er vendt. Det kan ændre forbrugernes psykologi, bankernes balancer og skabe en positiv spiral – herunder styrke beskæftigelsen. Selv om økonomien har skabt 5 mio. nye jobs siden økonomien bundede ud, så har beskæftigelsen i byggesektoren ikke rokket sig,

og idet den tabte 2 mio. jobs, så er der et stort potentiale her. Vi er optimistiske med hensyn til USA's vækst, men den bliver ikke stærk som følge af den relativt stramme finanspolitik. Men boligmarkedet bliver afgørende."

I 2012 udsendte Boston Consulting Group (BCG) en rapport, der forudsagde at mange amerikanske virksomheder vil hjemflage en del af produktionen, af flere årsager, men især fordi der ikke længere er så stor lønmæssig fordel, og fordi USA nu som følge af sit fokus på shale gas og -olie står til en meget billige energiforsyning i de kommende år. Den spåede trend er siden bekræftet af mange virksomheders planer, men der er dog delte meninger om hvor mange arbejdspladser, det egentlig vil skabe. BCG's estimat på helt op til 5 mio. frem mod 2020 anses af de fleste for lige lovlig optimistisk.

"Vores holdning er også, at det er for optimistisk. USA's skifergas og -olie giver dem imidlertid en ubestridelig fordel, men det er ikke noget, der løser landets større udfordringer."

Ja, for USA har mange andre problemer at slås med i form af bl.a. faldende kvalitet i uddannelsessystemet, forældet infrastruktur osv. og udsigt til en enorm pensionsbyrde.

"USA falder tilbage i internationale sammenligninger på flere fronter, men man skal dog også lige huske, at mange af de stærke udviklingsøkonomier er i en catch up proces fra lave niveauer. Og USA har problemet med at være en global leder. Hver gang de skal opfinde noget, så skal de innovere, mens kineserne kopierer i vid udstrækning. Men der er noget om, at amerikanerne er faldet tilbage på uddannelse. I andre lande er det relativt flere, der tager en videregående uddannelse. For 40-50 år siden var tendensen, at børn blev højere uddannede end deres forældre, men den udvikling er klart gået i stå i USA. Og infrastrukturen er i en elendig forfatning, men Obama var i sin indsættelsestale også inde på, at staten har en rolle, og det er bl.a., at den skal investere i infrastruktur."

USA'S UDFORDRINGER

For år tilbage havde landet altid den største andel af college studerende i verden – i dag er det faldet tilbage til en 14. plads. USA's føderale finansielle støtte til forskning og udvikling er faldet til halvdelen af niveauet i 1960, mens det stiger i lande som Kina, Singapore og Sydkorea. Det offentlige universitetssystem – engang kronjuvelen i USA's offentlige uddannelsessystem – eroderes af budgetbesparelser. Og så er der infrastrukturen. USA's infrastruktur blev rangeret som verdens femtebedste af World Economic Forum for et årti siden, men er faldet støt siden og er i dag nr. 25. I 2009 gav The American Society of Civil Engineers USA's infrastruktur bundkarakter og estimerede, at reparation og renovation ville koste 2.000 mia. USD. Selv om tallet kan være en overdrivelse, idet ingeniørerne har en interesse i de jobs, der vil følge med, så er det en kendsgerning, at USA falder langt efter andre lande. Det handler ikke blot om forsømte veje og broer. USA's lufttrafikstyringssystem er forældet og kræver en opgradering, der vil koste 25 mia. USD. Energienettet er også forældet, og det fungerer ofte så dårligt, at mange husholdninger er begyndt at anskaffe sig deres egen elektricitetsgenerator. Landets vandværk er gamle og utætte, og mobilnet og bredbåndsnet er langsomme sammenlignet med mange andre udviklede lande.

Men han bebudede lignende planer allerede i sin første periode.

"Det gjorde han, men han havde mange andre ting, der fyldte agendaen. Og problemet i dag er, at miljøet stadig ikke er til at øge de offentlige investeringer. Folk vil ikke have højere skatter, men de vil have de samme ydelser. Det kan de bare ikke få, hvis budgetunderskuddet og gælden skal under kontrol. I det lys er det vanvittigt, at Republikanerne ikke vil hæve skatterne. USA har også et af verdens mest ineffektive sundhedssystemer, og der har Obama også lovet at sætte ind med effektiviseringer. Men altså, bundlinjen er, at USA på sigt må skære offentlige udgifter ned, hæve skatterne og investere i fremtiden."

USA har brug for reformer, men det samme kan man i høj grad sige om Europa. De forvoksede velfærdssystemer blevet for dyre i drift, og det blev også pointeret af den tyske forbundskansler Angela Merkel ved World Economic Forum i Davos i januar. 8-25-50, sagde hun. Europa står for 8 pct. af verdens befolkning, 25 pct. af verdens økonomi, og ikke mindre end 50 pct. af de sociale udgifter.

"Europa skal reformere, og det gør vi jo. Vi gennemfører pensionsreformer og arbejdsmarkedsreformer i fx Spanien og Italien, og arbejdsmarkedets parter i Frankrig har med en socialistisk præsident i spidsen lavet en aftale om et mere fleksibelt arbejdsmarked - det som tyskerne gjorde i 00'erne. Det hele drejer sig om er at hæve den potentielle vækstrate. Kan vækst så løse hele problemet? Nej, de fremtidige pensionsforpligtelser er ikke finansierede i dag, og værktøjerne er at pensionsalderen skal op, ydelserne ned eller højere skatter."

I Danmark har vi i særdeleshed udfordringerne i et løbsk velfærdssystem illustreret af, at kun tre af landets 30 kommuner har flere mennesker i arbejde, end der er pensionister, sygemeldte og børn. I bestræbelserne på at sikre et lige samfund er man tilsyneladende gået for vidt med de sociale ydelser, og det gælder også en række andre europæiske lande. Og det har medvirket til at svække konkurrenceevnen i den globaliserede verden.



DET DEMOGRAFISKE PROBLEM

Den industrielle verden bliver forældet i et tempo aldrig tidligere set. Skrækeksemplet er Japan, hvor det estimeres, at befolkningen vil falde fra 127 mio. i dag til 47 mio. ved udgangen af dette århundrede. Men Europa er ikke langt bagefter, og bl.a. Tyskland og Italien står over for noget, der minder om Japan. Således vil Tysklands befolkning falde fra i dag 82 mio. til 72 mio. i 2050 – det samme niveau som i 1960. USA har faktisk en fordel her, idet immigration og lidt højere fødselsrater forventes at bringe den amerikanske befolkning op på 423 mio. i 2050 fra 315 mio. i dag. Men USA får også mange pensionister og USA er kendetegnet ved et dyrt pensionsprogram, især i forbindelse med sundhedssektoren. Hvis man ser på den arbejdsdygtige del af befolkning i forhold til pensionisterne, så er den andel i dag 4,6. Men allerede om 25 år vil der kun være 2,7 i arbejde pr. pensionist. Det betyder, at der ikke er nogen vej uden om for amerikanerne – de må til at betale mere i skat. Third Way, en tænketank i Washington, har beregnet, at Social Security, Medicare og Medicaid samt renter på gælden samlet set vil koste 18 pct. af BNP i 2029. Hvilket tilfældigvis er det, som regeringen i gennemsnit har hentet ind i skatter årligt gennem de seneste 40 år – som til gengæld har skullet dække alle offentlige udgifter.

”Standardsvaret fra politikere er, at vi skal uddanne os noget mere og det er langt hen ad vejen rigtigt. Men vi kan ikke alle være raketforskere. Folk i Kina og andre steder med langt lavere indkomster vil til enhver tid arbejde meget mere for at sikre deres fremtid og mad på bordet, end folk i den vestlige verden, hvor arbejde ikke er et spørgsmål om overlevelse men mere er et spørgsmål om man vil have råd til den nyeste iPhone. Men vi gør dog noget rigtigt i Europa. Og det markerede ECB-chefen Mario Draghi i en nytårstale i januar, hvor han bl.a. sagde, at de tiltag som The Economist nævnte som nødvendige for Europas fremtid i efteråret 2011, rent faktisk blev gennemført – til trods for, at den kritiske avis betegnede det som ”helt og aldeles uden for rækkevidde”. Draghi ønskede altså at markere at ja, Europa har store udfordringer, men der bliver altså gjort noget ved det. Derfor bør vi have tillid til fremtiden.”

Morgan Stanley peger i en ny analyse på, at det er slut med BRIK-landenes høje vækstrater. Det er kun i meget sjældne tilfælde sket, at et land har opretholdt så høje vækstrater i mere end et årti. Og BRIK og andre udviklingsøkonomier blev i høj grad løftet af den høje efterspørgsel fra de rige lande op gennem 00'erne. Men nu mangler der efterspørgsel, og der begynder at opstå flaskehalse. Morgan Stanley peger på, at Kina har nået det såkaldte ”Lewis turning point”, som går ud på, at et overskud af arbejdskraft fra landet er ved at være udtømt.

”Det bekræfter en holdning, som vi faktisk har haft længe. Vi er klart bekymrede for, at fx Kina står til en markant lavere vækst end for 5-10 år siden. Vi har en teori om, at de kan vokse 6-7 pct. årligt det kommende årti. Du nævner selv ”Lewis turning point” – den arbejdsduelige befolkning faldt for nyligt for første gang med 3 mio. mennesker. Man skal dog bare huske på, at selv om det sker, er der stadig masser af mennesker, der bor og arbejder på landet, men vi går fra en positiv situation til en mindre positiv. Det der for alvor bekymrer os i dag er en potentiel boligboble. Den er der ikke i dag, men ser vi 4-5 år frem er det investeringer og produktion, der skal løfte væksten – ikke noget uproduktivt som boligmarkedet, hvor der i øjeblikket investeres mange penge. Den anden del af historien er, at Rusland og Latinamerika er vokset stærkt, men det har i nogen grad været drevet af Kina. Ser man på landenes eksportpriser i forhold til importpriser, så har Latinamerika og Rusland set meget høje eksportpriser på deres råvarer, og det er især Kina, der har været stor bidragsyder med deres råvareefterspørgsel. Kina vil stadig have høj råvareefterspørgsel, men der vil ikke være vækst i den. Ser man på fx Brasiliens samlede produktivitetsvækst fra 2000 til 2011, så er den nul, men 3,5 pct. i Kina – noget der bekræfter vores vurdering. Så vi er klart med i den skole, der er bekymret for de langsigtede udsigter for Kina og herunder også andre lande i Emerging Markets. Ikke fordi vi mener at kollaps er forestående, men fordi vi mener at den økonomiske vækst vil være markant lavere.

Og nu til det investeringsmæssige. Hvordan udmønter alle disse holdninger og vurderinger sig i jeres anbefalinger?

”Overordnet set har vi stadig overvægt på aktier og kreditobligationer, og det har vi været siden sommeren 2012. Det har været baseret på forventningen om, at den globale vækst ville accelerere fra det tidspunkt, hvor USA var midlertidigt svækket, tilliden til eurozonen var i bund, og Kina var begyndt at lempe igen. Vi fik ret, men nu er USA ved at være, hvor de skal, Kina er på vej op, og der er tegn på, at Europa er på vej ud af recessionen. Til gengæld er der ikke tegn på yderligere acceleration, og det er den forventning vi synes er afspejlet i markedets forventninger lige nu. Der er flere forhold, der kan give lidt svaghed på de finansielle markeder på den korte bane. Vi har den kørende diskussion om finanspolitikken i USA, tvivl om reformkursen i euroens pressede lande og dårlige nyheder fra Cypern. Et meget lille land, men som har behov for en rekapitalisering af banksystemet, som måske vil koste op mod 50 pct. af BNP. Overordnet set går vi fra en meget positiv tilgang til risikable aktiver til at være mere afventende. Vi anbefaler stadig virksomhedsobligationer, selv om man ikke skal regne med samme afkast som de senere år. Vi anbefaler obligationer i Emerging Markets, men også at man stadig har danske stats- og realkreditobligationer for at sikre porteføljen mod uforudsete begivenheder.”

GLOBALISERINGENS BAGSIDE

OUTSOURCING
HAR EN BAGSIDE,
DER IKKE BURDE
KOMME BAG PÅ
NOGEN





For 30 år siden begyndte mange vestlige virksomheder at konstatere, at de ikke tjente lige så mange penge som før. Især lønomkostningerne vejede tungt, en afspejling af de stærke fagbevægelser. Så mange begyndte at se sig om efter alternativer uden for hjemlandets grænser. Især i de såkaldte Emerging Markets – som Kina og Korea.

Dette blev starten på en voldsom outsourcing af arbejdspladser, først og fremmest i fremstillingsindustrien, som tog yderligere fart, da Muren faldt i 1989, og Indien kort efter startede en markant liberalisering, der åbnede landet op for udenlandske virksomheder. Kombineret med Kinas gradvise overgang til en mere markedsorienteret økonomi siden 70'erne var der tale om, at Vesten på 15-20 år pludselig havde fået adgang til en arbejdsstyrke på 1,5 mia. flere mennesker – til langt lavere lønninger.

Outsourcingen tog yderligere fart op gennem 90'erne, og samtidig eksploderede informationsteknologien og internettet blomstrede op. I det store og hele var effekterne af denne fase af globalisering godartede for alle.

Færre jobs var ganske vist tilgængelige for Vesten selv på hjemmefronten i fremstillingsindustrien, men til gengæld opstod der nye jobs højere op i værdikæden, og bredden og variationen af jobmuligheder for forskellige niveauer af uddannelse steg. Og Vestens forbrugere oplevede, at man kunne købe mange forskellige varer for få penge – som kun få år tidligere havde kostet langt mere og været uden for rækkevidde for mange.

Og for de lande, som nød godt af den højere grad af international arbejdsdeling, var det også en vigtig fase i og med, at mange flere blev løftet ud af fattigdom, landenes økonomier blev styrkede, og de kunne forbedre uddannelse og andre vigtige institutioner i samfundet.

HØJT AT FLYVE...

I Vesten blev både økonomer, politikere og menigmand begejstrede for den nye tid. Dette var jo det ideelle samfund. Man gjorde noget for de fattige og fik selv en masse ud af det. Desuden var der jo dette mirakel med informationsteknologien, der

gav helt fantastiske muligheder og som i de mest IT-forblændende optik ville betyde, at økonomisk vækst aldrig mere ville blive afbrudt af irriterende nedture.

Den overdrevne optimisme blev som bekendt afspejlet i absurde forventninger til især IT-virksomheders indtjeningssevne og skabte en aktieboble. Vesten indledte det nye årtusind med et stort kollaps på aktiemarkedet.

Det førte på ingen måde til mindre globalisering. Tværtimod fik den efterfølgende krise i endnu højere grad virksomhederne til at sende produktion og andre arbejdsopgaver ud til den billige arbejdskraft i udviklingsøkonomierne.

Men globaliseringen begyndte at ændre karakter. I takt med at udviklingsøkonomierne blev større og rigere, så ændrede deres økonomiske strukturer sig også som en respons på kræfterne af komparative fordele. De begyndte at bevæge sig højere op i værdikæden, og i dag ser vi, at udviklingsøkonomierne i stigende omfang leverer high-value-added komponenter og serviceydelser, som var de rige landes eksklusive domæne for 30 år siden.

Dette er en proces, der vil fortsætte. Og det giver udfordringer for Vesten. Ikke mindst USA, der har været vant til at kunne påvirke verden i den retning de ønskede op gennem det 20. århundrede med brug af både efterretningstjenester, militær og politik samt en teknologisk innovation ingen andre kunne hamle op med.

AMERIKANSK ULIGHED BEDØVET MED BILLIGE LÅN

De rige lande har kunnet mærke effekterne af globaliseringen, ikke mindst den amerikanske middelklasse. The Congressional Budget Office i USA offentliggjorde for få måneder siden, at i perioden 1979-2007 fordoblede de rigeste 1 pct. af husholdningerne i USA deres andel af den samlede indkomst før skat, mens de nederste 80 pct. af husholdningerne oplevede deres andel falde. Og endnu værre: Mens gennemsnitsindkomsten for de rigeste 1 pct. blev tredoblet i reale termer, måtte de nederste 80 pct. nøjes med 20 pct. over de 30 år. Og først derefter kom finanskri-

WIDELY UNEQUAL SOCIETIES DO NOT FUNCTION EFFICIENTLY, AND THEIR ECONOMIES ARE NEITHER STABLE NOR SUSTAINABLE IN THE LONG TERM. TAKEN TO ITS EXTREME—AND THIS IS WHERE WE ARE NOW—THIS TREND DISTORTS A COUNTRY AND ITS ECONOMY AS MUCH AS THE QUICK AND EASY REVENUES OF THE EXTRACTIVE INDUSTRY DISTORT OIL- OR MINERAL-RICH COUNTRIES.”

JOSEPH E. STIGLITZ, NOBELPRISVINDER I ØKONOMI, I HANS NYESTE BOG, THE PRICE OF INEQUALITY.

sen og den efterfølgende dybe nedtur, hvis tømmermænd USA stadig plages af.

Harvard-økonomen David Moss har bemærket, at sidste gang uligheden var så stor i USA, var i slutningen af 20'erne, lige før den finansielle nedsmeltning. Moss har desuden lavet en graf over ulighed og bankkrak siden 1864 og konstateret, at der er en meget tæt sammenhæng. Når uligheden er stor, er der mange bankkrak.

En anden observeret sammenhæng, som økonomen Christopher Brown fra Arkansas State University har påpeget, er, at stor ulighed svækker efterspørgselen markant. Som andre økonomer, heriblandt Raghuram Rajan (der allerede i 2005 advarede om finanskrisen), også har påpeget, så begyndte efterspørgselen at miste luften i takt med globaliseringen og den teknologiske udvikling, der for alvor begyndte at accelerere for 30 år siden. De rige lande mistede mange jobs både til udviklingsøkonomier, automatisering og teknologisk udvikling generelt.

Men det var der råd for. De rige lande begyndte at optage flere lån, så de kunne skabe flere offentlige jobs og projekter og dermed holde efterspørgselen oppe. Dette er baggrunden for, at de fleste af de store rige lande stort set ikke har haft overskud på de statslige budgetter siden 70'erne. Men det var ikke nok med offentlig låntagning, da vi kom ind i 00'erne og globaliseringen, og den teknologiske udvikling nåede nye hastigheder. Der var behov for at stimulere forbrugerne til at bruge flere penge. Især i USA, hvor privatforbruget udgør 70 pct. af landets BNP, og landet var i knæ efter IT-boblens kollaps.

Løsningen var kredit. Federal Reserve satte den i forvejen lave rente ned til tæt på nul, og i 2003 lavede Kongressen reglerne om, så det blev lettere for folk med svag økonomi at optage realkreditlån.

“In a democracy, politicians and the public are unlikely to accept depressed spending power if they can help it. They can try to compensate by easing credit standards, effectively encouraging the non-rich to sustain purchasing power by borrowing. They

might, for example, create policies allowing banks to write flimsy home mortgages and encouraging consumers to seek them. Call this the “let them eat credit” strategy,” skriver Jonathan Rauch, co-editor for The Atlantic i National Journal.

Men det er bestemt ikke første gang, denne strategi er brugt.

“Hvor kynisk det end lyder, så har lettilgængelig kredit igennem historien været brugt som en lindrende lappeløsning af regeringer, der har været ude af stand til at adressere de dybere liggende bekymringer i middelklassen direkte,” skriver Raghuram Rajan i sin bog fra 2010, Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy.

Forskerne Marianne Bertrand og Adair Morse fra Chicago Booth School of Business har i en analyse fundet frem til at lovgivere, som repræsenterer vælgerkredse med højere ulighed historisk set har større tilbøjelighed til at støtte en lettere adgang til kredit. Adskillige papirer udarbejdet af IMF har konkluderet samme mønster med “let them eat credit”-tilgangen i adskillige lande. De konkluderer videre, at når kreditten eksploderer, så medfører det også ustabilitet og underskud på betalingsbalancens løbende poster.

Dette burde ikke være nogen overraskelse for lovgiverne. En økonomi, som er baseret på gæld, bliver mere sårbar over for chok. Når en recession kommer, så rammes økonomien dobbelt, idet bankerne kolliderer og det samme gør det gældsfinansierede forbrug. Og det er præcis det, der er sket både i 1920'erne og de senere år.

“Når – og det er dette, som tilsyneladende er sket i begge langvarige opbygningsfaser til de to kriser – de rige låner en stor del af deres indkomst til de fattige og middelklassen, og når uligheden stiger i adskillige årtier, så øges gæld/indkomst forhold tilstrækkeligt til at øge risikoen for en stor krise”, skriver IMF-økonomen Michael Kumhof og Romain Rancié.



INSOURCING

GLOBALISERINGENS NYE TREND

VESTEN BEGYNDER I STIGENDE GRAD AT HENTE
OUTSOURCEDE ARBEJDSPLADSER HJEM IGEN.

I 1960'erne, i takt med at den verden af forbrugsvarer, som vi nu lever i, voksede voldsomt, formulerede Harvard-økonomen Raymond Vernon en teori om livscyklens for sådanne produkter – en teori, der med forbløffende forudseenhed forudsagde den globale produktion af varer 20 år senere. Vernon skrev, at USA ville have en fordel i at lave nye high-value produkter som følge af sin velstand og teknologiske overlegenhed. Der var i første omgang sund fornuft i, at ingeniører, samlebåndsarbejdere og markedsføringsfolk arbejdede tæt på hinanden og forbrugerne for bedre at kunne få hurtig feedback og tilpasse produkt-design og fremstilling løbende. I takt med at markedet voksede og produktet blev standardiseret, så ville produktionen sprede sig til andre rige lande, produktet ville blive kopieret, og konkurrenter ville opstå. Og til slut, når produktet var modent, ville selve fremstillingen af det skifte fra rige lande til lavtlønslande. Som følge af den intensiverende konkurrence ville omkostninger blive det primære fokusområde. Og idet selve fremstillingen og markedsføringen af produktet var helt under kontrol, så ville der ikke være nogen grund til at producere det i USA længere.

Vernons teori holdt stik i mange år. Men i slutningen af 90'erne begyndte der at ske noget, som forstyrrede denne sammenhæng. Lavtlønnede kinesiske arbejdere havde på dette tidspunkt oversvømmet den globale markedsplads. Og med fremgangen i informationsteknologi var

mange virksomheder blevet overbevist om, at de kunne springe direkte til sidste led i Vernons cyklus. Man kunne lige så godt fra starten med et hvilket som helst produkt lade det producere på den anden side af Jorden.

Dette skifte ses tydeligt i data for USA's jobs. I fremstillingssektoren toppede antallet af jobs med 19,6 mio. i 1979. I de næste 20 år faldt dette antal langsomt som følge af outsourcing og den stadig tilegnelse af arbejdsbesparende teknologier, men det blev næsten udlignet af stigende efterspørgsel og den fortsatte introduktion af nye varer i USA. Men i 00'erne accelererede jobtabet voldsomt. Næsten 6 mio. jobs i fremstillingssektoren forsvandt mellem 2000 og 2010.

Trenden så uafvendelig ud. Fra januar 2010 til september 2012 er der dog nogle andre tal. 500.000 fabriksjobs blev skabt i denne periode, men det kunne jo blot være at nogle af de jobs, der blev tabt under recessionen, nu blev genskabt i opsvinget. Men der kan også ligge noget andet bag, nemlig insourcing, og der er flere forhold, der taler til USA's fordel:

- Oliepriserne er tre gange så høje som i 2000, hvilket gør skibstransport væsentlig dyrere end dengang.
- USA's boom i naturgas har reduceret omkostningerne ved at drive energiintensive fabrikker i USA. Naturgas koster nu fire gange så meget i Asien som i USA.

- Målt i dollars er lønningerne i Kina fem gange så høje som i 2000 – og de forventes at blive ved med at stige 18 pct. årligt.
- Arbejdskraft fylder en stadig mindre del af en produceret vares samlede omkostninger.
- Fagforeningerne har for længst i erkendelse af globaliseringens stærke kræfter anlagt en anden stil med bl.a. lavere lønkrav.

Boston Consulting Group (BCG) havde fat i emnet i en rapport i 2012, og konkluderede, at insourcing eller reshoring bliver et modeord i USA i de nærmeste år. Og selv om trenden stadig er i sine tidlige faser, så har adskillige store udenlandske producenter allerede annonceret planer om at bruge USA som en eksportbase for andre markeder – heriblandt Toyota, Honda, Nissan, Siemens og Rolls-Royce.

”I de kommende år, i takt med at europæiske og japanske virksomheder beslutter, hvor de skal placere ny kapacitet, kan vi forvente mange flere udmeldinger som disse. Produktion i USA tilbyder stadig mere overbevisende omkostningsfordele, ikke blot til forsyning af Nordamerika men også nogle af de vigtigste oversøiske markeder”, siger Michael Zinser, en medforfatter til BCG-rapporten.

BCG estimerer, at de gennemsnitlige fremstillingsomkostninger i USA i 2015 vil være hhv. 8, 15, 15 og 21 pct. lavere end i hhv. Storbritannien, Tyskland, Frankrig og Japan. Gennemsnitlige frem-

stillingsomkostninger i Kina vil stadig være 7 pct. lavere, men disse omkostninger inkluderer ikke transport, toldafgifter og andre udgifter. Og Kinas fordel er nu mindre end halvdelen af, hvad det var for et årti siden. Som BCG tidligere har påpeget, så er det – når man tager højde for de mange risici og skjulte omkostninger ved at styre forlængede globale forsyningskæder – lige så økonomisk at fremstille mange produkter i USA, hvis varerne også sælges i USA.

Arbejdskraft og energiomkostninger vil være særligt vigtige kilder til USA's konkurrencemæssige fordel i fremstilling. Justeret for forskelle i arbejderes produktivitet, som er betydeligt højere i USA, så er de gennemsnitlige arbejdsomkostninger i de andre store udviklede økonomier 20-45 pct. højere. For blot et årti siden kostede den samme USA arbejder 12 pct. mindre end den gennemsnitlige fabriksarbejder i Europa. Totalt set forventer BCG at USA via insourcing og øget eksport vil kunne skabe 2,5-5 mio. nye jobs frem mod 2020.

OUTSOURCING HAR SIN PRIS

Det er ikke blot økonomiske overvejelser, der får nogle virksomheder til at ændre strategi. Lou Lenzi er chef for design i GE Appliance og påpeger, at når en virksomhed selv står for opfindelse, design og markedsføring men outsourcer produktionen, så flytter en vigtig forståelse med ud.

”Det der kun så småt er ved at gå op for smarte virksomheder i USA er, at når du outsourcer fremstillingen af produkterne, så går hele din forretning med outsourcingen”, siger han til Atlantic Magazine.

Et eksempel var en mindre vandvarmer, som GE Appliance havde fået produceret i årevis i Kina. Men i 2009 begyndte man at overveje om produktionen skulle foregå på hjemmebane for at undgå, at produktet blev kopieret – et ry, som Kina med stor flid har gjort sig fortjent til.

I den proces begyndte man naturligt nok med at studere produktet nærmere. Og ingeniørerne opdagede til deres gru, at det var et umanerligt kompliceret og klodset design, der var alt for besværligt at samle. Så det endte med, at man redesignede produktet ganske kraftigt. Resultatet var, at materialeomkostningen blev reduceret med 25 pct., samleprocessen blev reduceret til to timer i Louisville fra 10 timer i Kina, og hvor det før tog fem uger at få produktet hentet hjem fra Kina, tog det nu en halv time fra produktionen til det lå på GE's lager.

Kritikere af outsourcing påpeger, at mange virksomheder ikke har gjort deres regnearbejde ordentligt. De har kun set på arbejdslønnen – ikke de skjulte omkostninger. Og det er bl.a. ingeniører i USA, der ikke kan tale med fabrikscheferne i Kina, og tid og penge brugt på at rejse til Kina og finde ud af hvorfor den ønskede kvalitet ikke blev leveret. Og så er der de skjulte omkostninger, der først

kommer senere. I starten bemærker man ikke, at man ikke længere har den samme føling med produktet, at innovationsniveauet falder ligesom kvaliteten også ofte gør det. Man finder også ud af, at distributionen af varerne ikke foregår så gnidningsfrit, som antaget – dårlig kvalitet, beskadigede varer osv.

GE er bestemt ikke alene i at bringe mere produktion tilbage til USA. Whirl-



[MADE IN USA]

En rapport fra Deloitte Growth Enterprise Services viser, at mange mellemstore amerikanske selskaber er optimistiske omkring fremtiden. De planlægger at udvide deres forretninger og investere i nye produkter og markeder, men de vil ikke ansætte nye folk. Deres plan er i stedet at fastholde og efteruddanne deres aktuelle arbejdsstyrke og forbedre produktiviteten via teknologi. En indikation af at den aktuelle ledighed ikke blot er af cyklisk karakter men strukturel.

pool henter produktion af håndmixere hjem fra Kina til Ohio; Otis vil lave elevatorer i South Carolina frem for Mexico; og Wham-O vil lave frisbees i Californien i stedet for Kina. Og listen er lang.

ISI Group, et konsulenthus, udsendte i august 2012 en rapport om, hvordan USA er på vej tilbage til en stærk industriel sektor, og en af forfatterne, Nancy Lazar, udtaler, at "dette er starten af en renæssance i fremstillingssektoren".

Det handler ikke bare om, at det er bekvemt at have produktionen i sin baggård eller, at det rent økonomisk ikke er den store fidus længere at sende produktionen ud til lande med lavere lønninger. Det handler også om, at produktcyklen er blevet kortere. Eksempelvis var det for kun få år siden antaget, at designet af et køleskab havde en levetid på syv år. I dag er der ingen model, der kan klare konkurrencen mere end 2-3 år. Det er et fænomen, der naturligvis ikke begrænser sig til hårde hvidevarer, men gælder de fleste forbrugervarer, ikke mindst de elektroniske. Og den stadigt accelererende teknologiske udvikling gør produktcyklen stadig kortere. Det betyder, at virksomhederne skal være oppe på dupperne med design og nye innovationer, og det gør det endnu mere problematisk at have selve produktionen på den anden side af Jorden.

En del virksomheder i Vesten forsøger at imødegå det med at have også R&D-afdelinger i lavtlønsøkonomierne – hvorved de også bedre kan sørge for at få tilpasset deres produkter til behovene i disse områder, der ofte er væsentlig anderledes end på hjemmebanen.

IKKE SLUT PÅ OUTSOURCING

At nogle vestlige virksomheder alligevel i en vis grad vender hjem mod USA eller andre vestlige hovedkvarterer, skal derfor ikke tages som udtryk for, at dette er afslutningen på globaliseringen. Hvis virksomhederne vil have en bid af kagen i det, der bliver verdens primære vækstområder i de kommende år, så kræver det et indgående kendskab til de lokale markeder, og det forudsætter, at man er til stede med både design, innovation, markedsføring og produktion. Men idet lønninger ikke spiller så stor en rolle som før 2000, så kan der være en idé i at flytte en del af produktionen hjem – typisk den del, der retter sig mod hjemmemarkedet.

"I think the era of inexpensive labor is basically over. People that are out there just chasing what they view as today's low-cost labor—that's yesterday's play-book", udtalte Jeffrey Immelt, adm. dir. for General Electric, i efteråret 2012.

Immelts ord er værd at bemærke, men de skal også tages med et gran salt. For Immelt er ikke blot direktør for GE, han er også formand for Obama-administrationens Council of Jobs and Competitiveness og har derfor også en politisk mission i at tale flere jobs hjem til USA.

Men spørgsmålet er, om det kan lade sig gøre. For nylig tog Federal Reserve det usædvanlige skridt at bekendtgøre, at man ikke piller ved renten eller de løbende opkøb af obligationer, så længe ledigheden er over 6,5 pct. – et skridt, der tydeligt illustrerer bekymringen over den amerikanske jobsituation.

Noget tyder på, at insourcing vil skabe en del amerikanske jobs. Men billedet er

anderledes for Europa. The Economist argumenterer for, at bl.a. Kinas betydning som en billig leverandør til Europa vil fortsætte med at stige. Det er der flere årsager til.

For det første er Europas arbejdsmarked stadig ret ufleksible og omkostnings-tunge, så selv om betingelserne i Kina og andre steder bliver mindre favorable, så er der stadig en betydelig arbejdsmæssig gevinst ved outsourcing.

For det andet har europæiske virksomheder ikke outsourcet lige så meget som de amerikanske. Kulturelle forhold er delvist forklaringen. Europa har således en høj koncentration af familieejede virksomheder, og de er mere tilbøjelige til at være loyale over for deres hjemland. Det er selskaber i Nordeuropa, der outsourcer mest, mens franske, spanske og italienske selskaber holdes tilbage af politiske og sociale pres. Desuden er der også restriktive regler for fyring af medarbejdere, og det betyder, at det er svært og dyrt at lukke ned på kapaciteten på hjemmefronten. Derfor er europæiske selskaber umiddelbart mest interesserede i at outsource mere, konkluderer The Economist.

Robotterne kommer



HVERKEN OUT- ELLER INSOURCING BLIVER DEN STØRSTE OVERSKRIFT FOR ARBEJDSMARKEDET PÅ LÆNGERE SIGT. STIGENDE AUTOMATISERING VIL FORMENTLIG FØRE TIL EN MEGET HØJ STRUKTUREL LEDIGHED, SOM DET VIL KRÆVE RADIKALE SAMFUNDSREFORMER AT IMØDEGÅ.

Industrialiseringen blev mulig med de fossile brændstoffer, og gjorde mange arbejdsopgaver umådelig meget lettere. Fødevarerproduktion eksempelvis. I 1900 var 41 pct. af den amerikanske arbejdsstyrke beskæftiget i landbruget, i dag er det 2 pct. Færre mennesker kan lave mere, og det defineres af nogen som selve essensen af økonomisk vækst.

Industrialiseringen gjorde det også muligt at masseproducere andre varer. Produktionen er steget dramatisk op gennem det 20. århundrede og ind i dette, men samtidig har det krævet færre arbejdshænder. Men den proces er slet ikke slut endnu, tværtimod. Automatiseringen fortsætter og vil gøre stadig flere jobs overflødige.

New York Times beskrev i august 2012 forskellen på to af Philips' fabrikker. Den ene lå i Zhuhai i Kina, og den anden lå i Holland. Den kinesiske beskæftigede flere hundrede, mens den hollandske kun beskæftigede ganske få, som skulle overvåge robotterne. Der til gengæld arbejder døgnet rundt 365 dage om året, og ikke kræver hverken løn, pensionsbidrag eller kaffepauser.

Dette er fremtiden, og selv om nogle af giganterne i branchen for elektronikprodukter som f.eks. Apple stadig i høj grad bruger menneskelig arbejdskraft til lav løn, så er automatiseringen også lige om hjørnet her. Foxconn, der tager sig af fremstillingen af Apple's iPhone, bygger stadig nye fabrikker og ansætter tusindvis af arbejdere, men har også planer om at installere mere end en million robotter i de nærmeste år til at supplere arbejdsstyrken i Kina.

På en konference for automatisering i Chicago i 2011 tilbød Ron Potter, direktør for robotteknologi ved Factory Automation Systems i Atlanta, et regneark, hvor de selv kunne beregne, hvor hurtigt robotter betaler deres investering tilbage.

I et eksempel kostede et robotbaseret fremstillingssystem 250.000 USD og erstattede to maskinoperatører, der hver tjente 50.000 USD årligt. Over systemets forventede levetid på 15 år, ville det sørge for besparelser i arbejdskraft og produktivitet på i alt 3,5 mio. USD.

IPsoft er et amerikansk selskab, startet af Chetan Dube, tidligere professor i matematik på New York University. Han mener, at kunstig intelligens kan overtage det meste af de rutinepræge-

de opgaver inden for informationsteknologi og forretningsekspeditioner, som i dag er outsourcete til offshore lokaliteter.

"Det seneste årti handlede om at erstatte arbejdskraft med billigere arbejdskraft. Det kommende årti vil handle om at erstatte billigere arbejdskraft med automatisering," siger han til The Economist.

IPsofts kronjuvel er Eliza, en virtuel servicemedarbejder, som lærer på jobbet og kan besvare telefonopkald og føre samtaler. Adskillige multinationale selskaber afprøver i øjeblikket Eliza, og ved en amerikansk mediegent besvarer hun 62.000 opkald om måneden hos de ansatte i selskabets IT-afdeling. Hun er i stand til at løse to ud af tre problemer uden menneskelig hjælp. Hos en anden virksomhed har hun erstattet indiske Tata Consulting Services.

Det britiske selskab Blue Prism tilbyder også robotter. Prisen er maksimalt 15.000 GBP, og det skal ses i forhold til lønnen for en lokal IT-medarbejder på 80.000 GBP eller en outsourcet en af slagsen til 30.000 GBP. Robotterne kan ganske vist kun udføre rutinemæssige opgaver, men dem er der også mange af. Et teleselskab erstattede eksempelvis 45 medarbejdere offshore til i alt 1,35 mio. GBP årligt med 10 robotter til i alt 100.000 GBP. Selskabet brugte derefter de sparede 1,25 mio. GBP til at ansætte 12 nye i det hjemlige hovedkvarter til mere innovative opgaver.

ROBOTTEKNOLOGI ER IKKE NYT

Robotteknologi er på ingen måde et nyt fænomen. På bilfabrikker har en hær af robotter således i årtier været anvendt til forskellige arbejdsopgaver men hver især kun til en enkelt opgave. Men de generationer af robotter vi ser nu er langt mere avancerede end tidligere. På Tesla Motors, verdens førende producent af eksklusive elbiler, anvender man således robotter 2,5-3 meter høje, som kan udføre op til fire forskellige opgaver – svejse, lime, slå nitter i og installere komponenter - og hvor Terminator-ligheden ifølge New York Times ikke er langt væk. Otte robotter danser omkring hvert køretøj, der kun stopper 5 minutter på hver station på samlebåndet.

Teslas fabrik er relativt lille med en produktion på 20.000 biler årligt. Men konkurrenter tænker allerede i langt større skala med anvendelsen af fleksible robotter. Hyundai og Beijing

Motors etablerede for nylig en gigantisk fabrik uden for Beijing, som kan producere en million køretøjer årligt ved at bruge flere robotter og færre mennesker end konkurrenternes store fabrikker og med samme fleksibilitet som Tesla.

Men automatisering rammer meget mere end bilfabrikker. C&S er USA's største engrossælger og har et varehus nord for New York City, hvorfra en stor supermarkedskæde betjenes. I det gamle system bestod varehuset af godt 46.000 m² og flere hundrede mennesker var beskæftiget med at flytte varer rundt. I det nye system er der på langt mindre plads kun beskæftiget en håndfuld teknikere, som betjener 168 robotter.

Selv noget der ellers længe har været en ubestridelig fordel blandt mennesker, nemlig evnen til at kunne se, er robotterne nu også i stand til. Nogle robottyper har nemlig elektroniske øjne, der gør dem i stand til at udføre opgaver, som gamle robotter ikke kunne. Men takket være billige stereokameraer og softwareteknologi inspireret af Microsofts Kinect system, der registrerer bevægelse og bruges i X-box, kan robotterne hurtigt opfange de irregulære dimensioner af tilfældigt placerede objekter.

Mere menneskelige ser de japanske robotter ud, som skal bruges i betydelig udstrækning til at servicere den aldrende befolkning. Men som med tiden også vil udvikles til egentlige husholdningsrobotter, som kan varetage mange forskellige opgaver. Allerede i dag kan de mest avancerede japanske og koreanske robotter cykle, løbe, spille violin og trompet. Hvem ved, hvad de kan om 10, 20, 30 år?

Selv med så imponerende evner er visse jobs dog stadig uden for automatiseringens rækkevidde. Byggeriarbejde, som kræver, at arbejderne skal bevæge sig i mere eller mindre uforudsigelige stillinger og udføre forskellige opgaver, der ikke er gentagelser. Samlearbejde, som kræver følsom feedback som at placere fiber-glas paneler inde i fly, både og biler. Og samlearbejde, hvor kun

en begrænset mængde af produkter laves, eller hvor der er mange versioner af hvert produkt, som kræver dyr reprogrammering af robotter. Men det kommer. Gennembruddet, som mange bliver skræmt af at tænke på, og som handler om, at robotterne bliver i stand til løbende og øjeblikkeligt at programmere sig selv til nye opgaver og arbejdssituationer.

Automatiseringen berører mange andre områder allerede i dag. Virtuelle lærere på computerskærmene uanset hvor man befinder sig i verden. Rengøringsrobotter. Tjenerrobotter. Sekretærrobotter. Selvbetjening i lufthavne, butikker, biblioteker osv. Førerløse biler og fly. Robotkirurger, der ikke ryster på hænderne. Og 3D printing, der gør det muligt at producere alting uanset, hvor man er i verden.

”THE OBVIOUS QUESTION, AS SCROOGE ASKS THE GHOST OF CHRISTMAS YET TO COME IS: “ANSWER ME ONE QUESTION. ARE THESE THE SHADOWS OF THE THINGS THAT WILL BE, OR ARE THEY SHADOWS OF THINGS THAT MAY BE, ONLY?”

A Christmas Carol af Charles Dickens

ER DER JOBS NOK TIL ALLE?

Økonomer beskæftiger sig forbløffende lidt med de perspektiver, der åbner sig – at der måske ikke er jobs nok til os alle. Langt de fleste afviser faktisk på forhånd enhver diskussion om emnet med henvisning til ”the Luddite Fallacy”. Baggrunden er en bevægelse, ”the Luddits”, som for et par hundrede år siden hærgede i England ved at smadre vævemaskiner, der gjorde at deres jobs kunne overtages af mindre kvalificerede arbejdere til betjening af maskinerne og til en lavere løn. Økonomerne påpeger, at historien siden har vist gang på gang, at ny teknologi i første omgang ofte vil kunne gøre visse menneskelige arbejdsopgaver overflødige, men der vil altid opstå nye.

Dette var rigtigt under første fase af industrialiseringen med masser af nye jobs i fremstillingssektoren og senere i service-sektoren, der fylder meget i moderne økonomier i dag.

Det vil ske igen, mener mange økonomer. Den teknologiske udvikling går i dag bare så hurtigt, at det er svært, måske umuligt at forudsige hvor de nye jobs vil opstå. At vi i virkeligheden uddanner de unge generationer til jobs, som i mange tilfælde



ikke vil eksistere i fremtiden, men til gengæld får de andre muligheder, som vi ikke kender i dag.

Men spørgsmålet er, om der bliver jobs nok til alle. Hvis vi tager den ekstreme version, at alle jobs i fremstillingssektoren og servicesektoren inden for de nærmeste årtier kan varetage alle opgaver, så er der forsvundet en masse jobs, hvor mennesker før var nødvendige. Der vil stadig være brug for ingeniører, softwareudviklere, teknikere, videnskabsfolk osv. til at videreudvikle maskiner og robotter og forske i nye områder til gavn for alle. Et ofte fremført argument er derfor, at så skal vi bare løfte uddannelsesniveaet – dette argument er det typiske, når den enkelte nation skal forholde sig til problemet. Så gælder det om at sikre sig konkurrencemæssige fordele i forhold til andre. Men det skaber ikke et stabilt, globalt samfund. Desuden er der et generelt problem, som også gennemhuller det argument. Nemlig, at det langt fra er alle, der er i stand til at bestride sådanne jobs; det er ikke os alle, der er i stand til at tage de længere uddannelser. De fleste jobs i dag varetages af mennesker uden højere uddannelser.

Den gennemsnitlige intelligenskvotient er 100 – det er udgangspunktet for at måle en befolknings intelligens (den logiske). Og selv om historien viser, at den vokser med 3-4 points pr. årti i de udviklede lande, så der løbende skal justeres, så ændrer det ikke ved, at langt fra alle er i stand til at tage universitetsuddannelser o.lign. Der er lige så mange med en intelligenskvotient under 100 som over. Og hvor den teknologiske udvikling er eksponentiel, så udvikler den biologiske menneskelige intelligens sig i et helt anderledes adstadigt tempo. Vores hjerner kan simpelthen ikke følge med.

HVIS NU ROBOTTER LAVER DET MESTE...

Set fra virksomhedernes synspunkt er automatisering og robotter blot en økonomisk fordel. Man slipper for strejker og lønpres, og kan problemfrit lade robotterne arbejde i døgndrift. Men for et samfund som helhed bliver det problematisk. Moderne samfund i dag er drevet af at folk bruger penge, og har de ingen indkomst, så bruger de ikke penge. Så hvad gør man så?

Ser man på de amerikanske analytikere og kommentatorer,

” WHAT I DISCOVERED YESTERDAY WAS THAT WE ARE NOW SEEING FOR THE FIRST TIME WHAT HAPPENS WHEN QUANTITY BECOMES QUALITY

Garry Kasparov, 1996, dagen efter
at have tabt i skak til Deep Blue

der har berørt dette emne, så er det et fællestræk for dem alle, at de ser det som helt forfærdeligt, og vi kan få ledighedsprocenter på 50-60 pct. eller måske langt højere. De ser verden som en global konkurrenceplads mellem nationer, virksomheder og individer, og ingen af dem vover at komme med den alternative løsning. At den offentlige sektor, som i de fleste vestlige lande alligevel sidder på størstedelen af bl.a. sundhedssystemet, uddannelse, infrastruktur, renovation og energiforsyning med tiden også kunne sidde på produktionsapparatet og servicesystemet – og at staten så skulle udbetale penge eller levere varer og ydelser til de kronisk ledige borgere i samfundet.

Og forståeligt nok er det i første omgang en skræmmende tanke, for det lugter jo langt væk af kommunisme, og den model har som bekendt uden held været prøvet før. Og så alligevel ikke. I de kommunistiske samfund var der også stor ulighed – folk i magtfulde positioner havde det meget bedre end andre og det samme gjaldt folk (ikke de rebelske) med særlige talenter. I en vis forstand var der ikke den store forskel på kapitalismen og kommunismen. Kommunismen formåede bare ikke at stimulere den samme iværksætterånd og innovation.

I flere vesteuropæiske lande er tanken måske mindre skræmmende, måske især i de nordiske økonomier, som er karakteriseret ved at være verdens mest lige samfund med hård beskatning af de rige og gratis uddannelse og sundhedsydelser til alle. I et nyligt akademisk papir udarbejdet af bl.a. Jeffrey Sachs fra Columbia University's Earth Institute argumenteres for, at en omfordelingsskat er en del af løsningen til at skabe stabilitet i et samfund, hvor der permanent ikke er arbejde i traditionel forstand til alle.

Jeremy Rifkin, en anden berømt debattør og forfatter, der har ry for at stille spørgsmålstejn ved det bestående, tog fat i problemet allerede i 1995 med bogen *The End of Work*. Han tror ikke, at ny teknologi vil skabe tilstrækkeligt mange nye jobs, som det tidligere har gjort.

”Før i tiden hvor nye teknologier har erstattet arbejdere i en given sektor, er nye sektorer altid opstået til at absorbere de overflødiggjorte arbejdere. I dag oplever alle tre traditionelle

sektorer i økonomien – landbrug, fremstilling og service – teknologisk fortrængning, hvilket tvinger millioner til ledigheds-kørerne. Den eneste nye sektor, der er ved at opstå, er vidensektoren, udgjort af en lille elite af entreprenører, videnskabsfolk, teknikere, computer programmører, professionelle undervisere og konsulenter. Mens denne sektor er voksende, så forventes den ikke at absorbere mere end en brøkdel af de hundredvis af millioner, som vil blive elimineret i de næste adskillige deka-der i kølvandet på revolutionære fremskridt i informations- og kommunikationsvidenskaberne.”

Rifkin anbefaler som løsninger bl.a. en kortere arbejdsuge, en statsgaranteret årlig indkomst kombineret med krav om at arbejde for velgørende formål samt et skattesystem, der belønner frivilligt arbejde af forskellig slags.

”The end of work could spell a death sentence for civilization as we have come to know it. The end of work could also signal the beginning of a great social transformation, a rebirth of the human spirit. The future lies in our hands.”

Hvordan man end vender og drejer det, er automatisering af jobs noget, der ikke vil gå væk. Virksomhederne vil til enhver tid omfavne teknologi, der øger produktiviteten og mindsker deres omkostninger - men de vil også til enhver tid være afhængige af forbrugere, der har en indkomst, der gør, at de kan købe virksomhedernes produkter. Skal vi løse det dilemma kræver det, at vi tænker i nye baner, nye løsningsmodeller, nye samfundsstrukturer og reformer – frem for nationalisme, geopolitiske alliancer, valutakrige og andre løsningsmodeller fra det 20. århundrede. Hvor den udvikling ender, er umuligt at sige, men nogen let vej bliver det ikke.

DEN SCHWEIZISKE PROFESSOR HARRY HÜRZELER MENER, AT RÅDGIVNINGEN SKAL VÆRE MERE FORSIGTIG, LANGSIGTET OG HELHEDSORIENTERET



Ser man tilbage på udviklingen på de finansielle markeder siden midten af 90'erne, så har den været præget af voldsomme op- og nedture. Det har impliceret opbygning af store formuer, som i mange tilfælde er forsvundet igen. For mange private investorer har det været en grum virkelighed, som de ikke ønsker gentaget. Men det gør bankerne heller ikke, og derfor kigger finanssektoren sig selv efter i sømmene i dønningerne efter det seneste børs kollaps i 2008. Et af de spørgsmål, der naturligt dukker op, er om bankernes rådgivning har været god nok, og hvordan den kan blive bedre.

Det har Harry Hürzeler, professor på Swiss Finance Institute i Schweiz et bud på.

”I sidste ende er det rådgivernes opgave at hjælpe kunden med at opnå de personlige mål i livet, da de ofte har finansielle implikationer i form af ønsker om bolig, bil, sommerhuse, privatskoler osv. Målet for rådgiverne skal være at hjælpe med at gøre kunden i stand til at nå de mål. Skal vi splitte det op i delelementer, så kommer det naturligt til at handle meget om investeringer, men også noget med skat, forsikringer, pensionsplanlægning og boliglån. Det er ikke nok at rådgive om investeringer på de finansielle markeder – alle elementer i kundens privatøkonomi og fremtidige ønsker og behov skal integreres i en helhedsrådgivning.”

Det er ikke nogen let opgave. For at være i stand til fuldt ud at kunne dække en persons samlede privatøkonomi og ikke mindst det investeringsmæssige kræver det, at rådgiveren er i

stand til at basere sine råd på to forhold: Dels en god idé om hvor økonomien og de finansielle markeder, herunder både renter og aktier, er på vej hen. Og dels at man er i stand til at give et realistisk bud på risikoen.

Dette indebærer en stor udfordring. Som en kommentator skrev i Financial Times, så indeholder de fleste mainstream økonomiske modeller i dag - fem år efter at ”credit crunch” startede - stadig ikke en finansiell komponent, selv om finanssektoren i dag fylder langt mere i samfundsøkonomien end for blot 10 år siden. En IMF undersøgelse viser, at økonomer stort set aldrig er i stand til at forudsige recessioner. Og de fleste risikomodeller er baseret på en antagelse om, at kursændringer på de finansielle markeder følger en såkaldt normalfordeling, hvilket i årtier har været anerkendt i økonomikredse som en antagelse i strid med virkeligheden – der er langt flere ekstreme udsving end normalfordelingen tilsiger.

”Vi tager fejl i økonomiske forudsigelser, vi kan ikke forudsige økonomiske cykler, og vi bruger forkerte modeller. Vi ved med andre ord ikke, hvor vi står, så vores økonomiske eksposering skal kunne tåle store udsving. Her er det vigtigt at understrege, at tidsperspektivet skal være større end, hvad der traditionelt anvendes i rådgivningen. Forskerne Dimson, Marsh og Staunton har i meget omfattende analyser af aktiemarkedet i mange lande over en lang tidsperiode påvist, at hvis man investerer på det forkerte tidspunkt, så kan det tage mange år, før værdien af aktierne er tilbage på værdien i udgangspunktet. Meget længere end hvad der normalt er opfattelsen i definitionen af langt sigt. Konklusionen er derfor, at du som investor skal være mere forsigtig og tage dette tidsperspektiv med ind i overvejelserne. I den forbindelse er det vigtigt, at rådgiveren får kunden til at forstå, hvad risiko egentlig er. Oftest ved kunden ikke hvad volatilitet er og heller ikke, hvad en recession egentlig indebærer. Så der ligger en vigtig uddannelsesmæssig opgave her for rådgiveren, som skal sikre sig, at kunden ved, hvad forventet afkast og potentiel risiko er. Kunden skal forstå, at hvis han forventer et bestemt afkast, så har det også en risiko, og i den proces skal rådgiveren være forsigtig med ikke at gøre det for komplekst – det er en meget vanskelig opgave,” siger Harry Hürzeler og fortsætter:

”Rådgivernes mål er oftest i konflikt med kundens mål. Det skyldes et forkert setup, hvor bankerne giver gratis rådgivning og samtidig ønsker at sælge produkter til kunden. I stedet bør man tage en pris for rådgivningen og arbejde der ud fra. Dette er nu blevet påbudt ved lov i UK – bankerne skal adskille råd fra produkter og sætte pris på begge dele.”

Harry Hürzeler mener ikke, at det er hensigtsmæssigt, at kunderne selv varetager deres investeringer.

”Al erfaring viser, at hvis kunden gør det selv, så er han typisk meget emotionel i sin beslutningsproces, handler alt for ofte, køber på toppen og sælger på bunden.”

Han mener i stedet at rådgiverne bør fokusere på at rådgive om nogle få investeringsforeninger, der til gengæld har allokering i forskellige aktivklasser.

”Bankerne skal være påpasselige med ikke at oversælge deres historisk bedste investeringsforeninger, da al forskning indikerer, at konsekvent outperformance år efter år ikke kan leveres af en enkelt afdeling. Jeg siger ikke, at investeringsforeninger ikke har værdi – de giver dig god spredning over mange papirer, som du ikke selv kan opnå, og de giver dig i nogle tilfælde også mulighed for at komme ind på områder, du ikke selv kan nå som privat investor. Men rådgiverne bør frem for at love vedvarende outperformance i stedet påtage sig rollen som guide og lede kunden på bedst mulig vis i et turbulent miljø.”

Men at sikre kunden den bedst mulige styring af økonomien hvad angår investeringsmuligheder og renterisiko på lån, pensionsplanlægning m.v. er i sig selv en vanskelig opgave for rådgiverne i en verden, som er præget af ”boom og bust”-cykler – og disse store konjunkturudsving kan næppe forhindres. Allerede nu anes konturerne af nye aktivbobler. Store aktieindeks er tæt på rekordniveauerne fra før krisen uden at økonomierne er med, og Moody’s påpegede for nylig, at Investment Grade virksomheder i USA har adgang til den billigste kredit i 55 år. Og netop for billig kredit i for lang tid var årsagen til den nuværende krise – ikke desto mindre er det en tilsvarende ekspansiv pengepolitik, der skal bringe os ud af den.

”Man kan ikke have evig vækst på to pct. årligt, der må nødvendigvis igen og igen være ”wealth destruction”, fremkaldt af krige, naturkatastrofer og ikke mindst regeringer. Som det er nu

er vi godt på vej igen til ny gældsopbygning og aktivbobler, og ser vi på størrelsen af den offentlige gæld i mange lande, så tror jeg, at regeringerne på et tidspunkt vil blive nødt til at afskrive gæld, og det betyder at nogen vil tabe på det. Jeg tror ikke, at gælden kan betales tilbage i vores demokratiske system, politikere er meget fristede til at love mere end de har råd til, og det er en iboende dynamik i systemet, som de ikke kan stoppe. I Schweiz har vi direkte demokrati med vores folkeafstemninger. Vi skal ofte tage stilling til om f.eks. en offentlig ydelse skal opretholdes, og det betyder, at folk aktivt skal tage stilling til konsekvenserne. Eksempelvis havde vi en afstemning om, hvorvidt mindst seks ugers ferie skulle være lovpligtigt, men det blev afvist, da flertallet frygtede for konkurrenceevnen. En befolkning tager en større ansvarsbevidsthed på sig, når de selv skal tage hårde beslutninger.”

Harry Hürzeler er ikke enig med kritikerne i, at det kun er i et lille land som Schweiz, at et sådant system kan fungere.

”Men udfordringen er, at du skal uddanne folk i politiske emner. Vi har 10-20 folkeafstemninger om året, og sådan har vi gjort i 100 år. Det vil ikke være let pludselig at indføre noget tilsvarende i andre lande. Jeg vil ikke afvise, at de europæiske vel-færdssamfund kan kollapse, men historien viser dog også, at vi kan rejse os igen. Når der er smerte involveret, når en beslutning ikke længere kan udskydes, så er mennesker i stand til at tage de nødvendige beslutninger.”

HELHEDSRÅDGIVNING: Alle elementer i kundens privatøkonomi og fremtidige ønsker og behov skal integreres i en helhedsrådgivning.

AKTIVALLOKERING: Kunden bør anvende professionelt styrede fonde for at opnå den optimale aktivallokering og løbende overvågning - og undgår dermed, at egne følelser svækker beslutningsprocessen.

RISIKO: Rådgiveren skal sikre, at kunden har forstået, hvad risiko egentlig er.

HELHEDSORIENTERET FORMUERÅDGIVNING VIA FORMUEPROGNOSE

PRISER TIL DANSKE BANK

For ottende gang ud af 10 mulige har det internationale finansmagasin Euromoney for nylig udpeget Danske Bank Private Banking som vinder af årets Euromoney Award. Euromoney prisen uddeles hvert år på baggrund af en omfattende rundspørge blandt 380 banker, der vurderer hinandens tilbud og services ud fra forskellige parametre, som indtjening, produkter og services. Morningstar, et uafhængigt analyseinstitut, har for fjerde år i træk kåret Danske Invest til den investeringsforening i Danmark, der er bedst til aktier.

FORMUEPROGNOSE

I Danske Bank Private Banking har vi i mange år ydet det, vi kalder helhedsorienteret formuerådgivning. Det handler helt overordnet om formuepleje og formuebeskyttelse for kunder med en kompleks økonomi. Det vil sige alt fra den overordnede rådgivning om risiko, skat og forbrug for hele økonomien til den specifikke rådgivning om investering, pension, bolig, lån, arv, udenlandsk skat, testamente, generationsskifte, og meget mere. Og bliver det nødvendigt, trækker kundens Private Banker på eksperter og specialister, der har viden om særligt komplekse forhold inden for f.eks. investering, pension og skat.

Formueprognose har i mange år været et unikt værktøj for Private Bankeren i rådgivningen. Formueprognose er et værktøj, der giver dig overblik over økonomien både nu og i fremtiden. Man kan f.eks. se, hvordan ens økonomi bliver, hvis man gennemfører sine ønsker og drømme – eller hvad der skal til, for at det bliver muligt. Samtidig er det værktøjet til at pleje kundernes formue både på kort og lang sigt.

Der er nu en ny version af Formueprognose på vej, som også kan perspektivere risikoen. Man får altså både et overblik, der viser, om det er en god idé at øge eller sænke risikoen, og konvertere denne ændring til et øget eller sænket forbrug, eller hvad man har lyst til. Således kædes risikoen i den samlede økonomi sammen med muligheder for forbrug eller arveplanlægning.

Vi kan fremover beregne det interval, hvori formuen med en given sandsynlighed – og under givne forudsætninger – vil udvikle sig over livsforløbet. Det giver et bedre overblik over risikoen for den samlede økonomi og konsekvenserne af den. På den baggrund kan man bedre vurdere, om det svarer til ens behov, og man får mulighed for at optimere afkastet af formuen i forhold til den ønskede risiko. Dette billede af risikoen i ens økonomi er unikt.

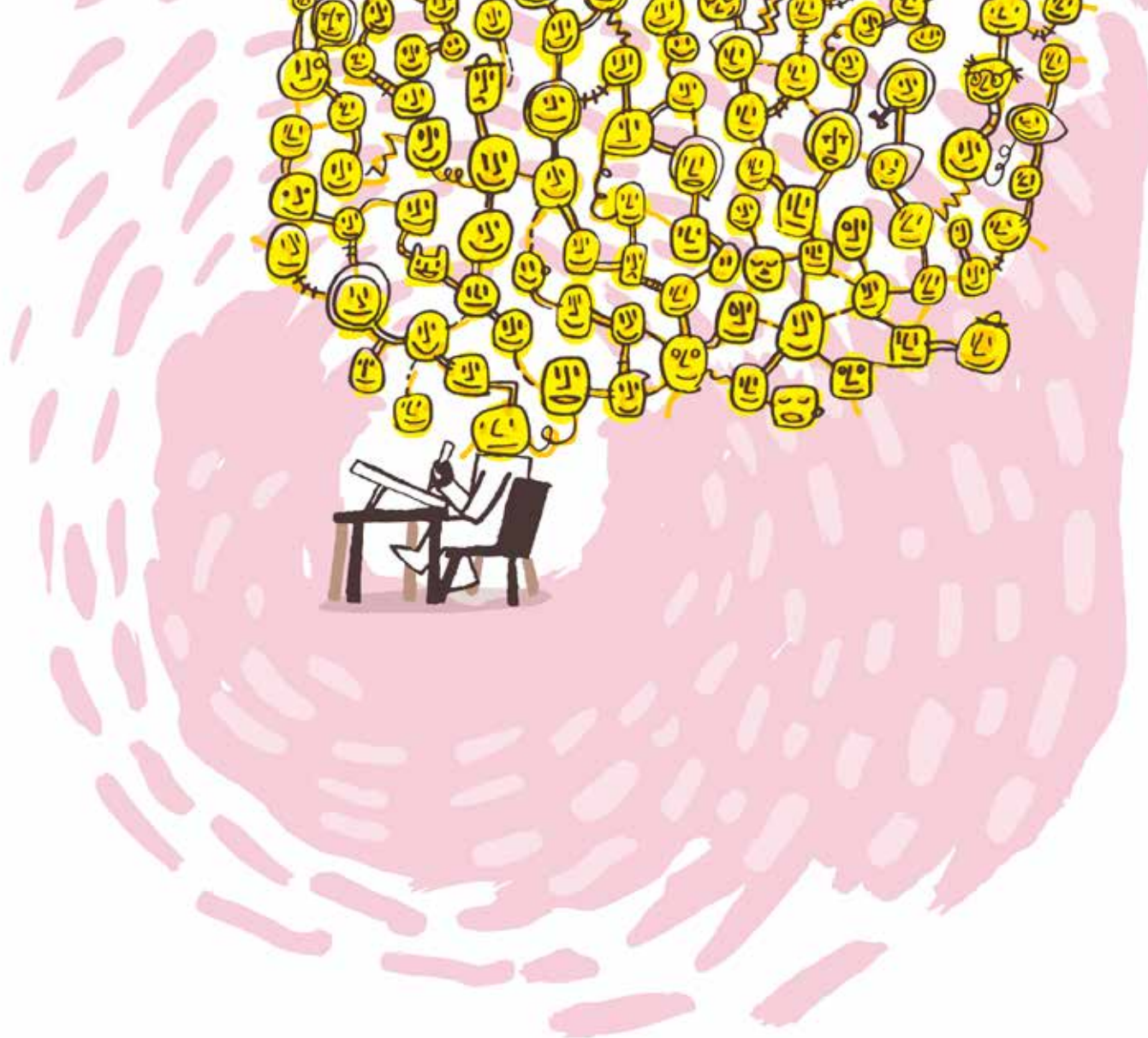
INVESTERINGSFORENINGER

At vælge imellem mange forskellige obligationstyper og på verdensplan over 50.000 aktier er for mange private investorer en uoverskuelig affære. Mange bankkunder efterspørger derfor investeringsforeninger, der giver dem mulighed for at sprede deres investeringer over mange forskellige værdipapirer, sektorer og obligationstyper og i visse tilfælde nå markeder, de ikke selv er i stand til med begrænsede midler. Dette er baggrunden for, at danske investeringsforeninger fylder en meget stor del af investeringslandskabet i Danmark, hvoraf Danske Invest er den største med over 300 afdelinger i ind- og udland.

FLEXINVEST FRI

Men også det store udbud af investeringsafdelinger er en tidskrævende affære at overskue, sætte sig ind i og løbende sælge fra og til porteføljen, hvorfor en stor del af kunderne også efterspørger løsninger, hvor også ansvaret for selve valget af investeringsafdelinger, herunder fordelingen mellem aktier og obligationer, er overladt til bankens professionelle eksperter. Dette dannede baggrunden for lancering af Flexinvest Fri i 2006.

Efter fastlæggelse af din investeringsprofil foregår investeringen via fire investeringsforeningsafdelinger, der investerer i korte danske obligationer (maks. varighed på tre år); danske obligationer (bredt spektrum af danske statsobligationer, herunder også realkreditobligationer); udenlandske obligationer (primært kreditobligationer i udviklede lande og Nye Markeder med forskellig kreditrating) samt aktier (udenlandske og danske aktier og samt aktiebaserede investeringsbeviser). Der sker en løbende op- og nedvægtning mellem de nævnte afdelinger - afhængigt af bankens syn på risiko/afkast ud fra den makroøkonomiske udvikling.



PRIVATE EQUITY OG HEDGEFONDE

Flexinvest Fri kan med fordel suppleres med andre aktivklasser. Private Equity er pga. krav til minimumindskuddet uden for de fleste privat investorers rækkevidde, men Danske Bank har en aftale med Partners Group, som giver adgang for beløb på 10.000 EUR. Private Equity består af kapitalfondes opkøbte og afnoterede virksomheder, der trimmes og effektiviseres til en senere notering. Sådanne investeringer giver en vis immunitet over for svingninger på børserne.

For kunder, der er indstillet på en højere risiko for en del af porteføljen, er Danske Invest's hedgefonde også en mulighed. DI Hedge Europæiske aktier har mandat til både at købe aktier på traditionel vis samt at indtage shortpositioner i aktier – dvs. man "skylder" aktien væk. En anden mulighed er DI Hedge Fixed Income Strategies, som har mandat til at bruge mere avancerede handelsstrategier end de traditionelle obligationsbaserede investeringsafdelinger.

DANSKE PORTEFØLJELEJE

Danske Porteføljepleje blev lanceret i efteråret 2012, rettet mod Private Banking-kunderne er som udgangspunkt en pasningsløsning, som samler flere forskellige aktivklasser under én hat. Produktet er baseret på tre pasningsløsninger: Danske Porteføljepleje Classic, Danske Porteføljepleje Extra og Danske Porteføljepleje Equities.

Fælles for alle tre er, at de indeholder globale enkeltaktier og aktiebaserede investeringsforeningsafdelinger. DP Classic og Extra er derudover baseret på obligationsbaserede investeringsforeningsafdelinger. DP Equities indeholder kun aktieinvesteringer.

Den mest avancerede version er DP Extra, som er baseret på et koncept, der ellers kun tilbydes store kommercielle og institutionelle kunder. Her er der udover enkeltaktier og investeringsforeningsafdelinger, baseret på både aktier og obligationer, også alternative investeringer så som valutafonde, aktiehedgefonde og råvarefonde – og med tiden flere aktivklasser i det omfang det er muligt.

MERCHANT FORMUEPLEJE

Merchant Formuepleje blev lanceret for 10 år siden. Produktet er for de mest formuende kunder, og konceptet afviger markant fra de traditionelle investeringsforeninger, idet forvalterne af kapitalen har frie hænder til at investere i værdipapirer uden de maksimale afvigelser fra givne benchmark, som investeringsafdelingerne arbejder under. Målet og eksistensberettigelsen for produktet er, at skabe et afkast over en længere periode, som er væsentlig bedre end gennemsnittet – og det har hidtil været gældende i produktets levetid, samtidig med at risikoen ikke har været større end, hvad der svarer til verdensindekset for aktier.

HVOR BLIVER DE GODE OPFINDELSER AF?



NOGLE MENER, AT VI HAR EN INNOVATIONSKRISE;
AT ALLE DE LAVTHÆNGENDE FRUGTER ER PLUKKET. ANDRE MENER,
AT DET KUN ER ET SPØRGSMÅL OM TID, FØR VI SER EN EKSPLOSION
AF OPFINDELSER, DER KAN ÆNDRE VERDEN RADIKALT.





Hvad er den største opfindelse egentlig – den der for alvor gjorde en forskel? Det er der selvfølgelig delte meninger om, men blandt dem der nævnes er hjulet, dampmaskinen, kondomet, telefonen, den elektriske pære, cyklen, bilen, den elektroniske skruemaskine, TV, PC, kamera, symaskinen, penicillin, flyvemaskinen... Og *The Economist* kunne ikke dy sig, da de for et par mdr. siden havde en større temaartikel om innovation. Forsiden blev prydet af et WC.

The Economist spørger, hvornår vi igen vil se en opfindelse af den kaliber. Nogen siger aldrig – at vi i det hele taget aldrig vil se en bølge af innovationer, som prægede det 20. århundrede. Blandt pessimisterne er Peter Thiel, stifter af Paypal samt Garry Kasparov, tidligere verdensmester i skak. I et indlæg i *Financial Times* hævder de, at vores indtryk af teknologiske fremskridt ikke er andet end en illusion.

"Igennem de seneste 40 år har verden villigt trukket sig tilbage fra en kultur af risiko og udforskning mod en af sikkerhed og regulering. Vi har kasseret et århundrede af "can-do" ambitioner bygget på hastige fremskridt i teknologi og erstattet det med en forsigtighed alt for tilfreds med gradvise forbedringer", skriver de to.

nutidens krise, men hele perioden efter 70'erne med bobler, kollaps og lønstagnation, så er den eneste mulighed at accelerere den teknologiske innovation.

"Mange investorer praktiserer en falsk form for langsigtet tænkning. Porteføljemanagers ser på afkastene i det 20. århundrede og projicerer dem langt ud i fremtiden. Morgendagens pensionister satser deres formuer på succesraterne for gårsdagens virksomheder. Men den enorme velstand afspejlet i de moderne kapitalmarkeder kom fra teknologiske bedrifter, der ikke kan gentages. Hvis ingen påtager sig risikoen ved at opfinde produkter og skaber nye industrier og nye profiler, så vil analyser af historiske afkast fra det 20. århundrede ikke være nogen bedre guide til fremtiden end at studere afgrødeudbytter fra det 10. århundrede. Uden innovation får troen på aktiemarkeder karakter af at være uden substans i virkeligheden", skriver Thiel og Kasparov og peger på, at dotcom-boblen i 90'erne var et tydeligt eksempel på, hvordan investorer fejlagtigt forvekslede "hype" med innovation. Og boligboblen i 00'erne var et andet eksempel, fordi det blev antaget, at boligpriserne ville stige i en verden af teknologisk drevet vækst – for det var altid sket før.

TEKNOLOGI GIVER VÆKST

Teknologi har historisk set været afgørende for vækst – defineret ved, at vi kan lave mere med færre kræfter. Før 1750 blev den generelle levestandard forbedret med en hastighed, der mindede om en gletschers. Næsten ikke værd at tale om. Landbruget i starten af 1700-tallet var ikke meget forskellig fra landbruget i "bibelske tider".

Det har økonomen Robert Gordon fra Northwestern University kigget på i sin analyse "Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds".

Han udfordrer her det konventionelle synspunkt blandt økonomer, at økonomisk vækst kan fortsætte i det uendelige, drevet af teknologiske innovationer, som til enhver tid løser snærende bånd, som opstår i et lukket system.

Gordon skriver ligeud, at hans analyse er bevidst provokativ og antyder, at ikke blot vil det vise sig, at økonomisk vækst var en éngangs foreteelse centreret i 1750-2050, men også at idet der ikke var nogen nævneværdig vækst før 1750, så er det nærliggende at antage, at der heller ikke vil være vækst efter 2100 i og med at innovationsprocessen "banker sit hoved mod muren af aftagende afkast". Faktisk er dette allerede tydeligt i meget af innovationssektoren, mener Gordon.

Han deler tiden siden 1750 ind i tre industrielle revolutioner. Den første, IR 1, omfatter dampmaskinen og jernbaner og tager sin begyndelse i 1750. Den næste, IR 2, er den, som fra 1870 er næret af de fossile brændstoffer og frembringer elektricitet, forbrændingsmotoren, rindende vand, indendørs toiletter, kommunikation, underholdning og kemikalier. Og den sidste, IR 3, er informationsalderen, startende fra 1960 og den vi stadig befinder os i, domineret af bl.a. computere, internettet og mobiltelefoner.

Gordon påpeger, at den vigtigste revolution var IR 2, og at den var hovedårsagen til den relativt hastige økonomiske vækst mellem 1890 og 1972. Men da først spin-off opfindelser fra denne revolution – som fly, air condition og interstate motorvejsnettet i USA – havde overstået deres introduktion og implementering, så var produktivitetsvæksten efterfølgende, i 72-96, meget langsommere end før. IR 3 leverede en væksttopblomstring fra 96 til 04, men det var kortvarigt, og væksten er siden faldet tilbage til niveauet i 72-96.

Gordon argumenter for, at opfindelserne i IR 2 var vigtigere end noget, der er sket siden. Hastigheden af transport var steget fra "hoof and sail" (hov og sejl) til Boeing 707. Indendørs temperaturen var meget variabel i 1900-tallet og tidligere, men er nu stabil og fuldt kontrollerbar. Men – og her kommer den afgørende pointe – disse ting og meget andet var ting, der kun kunne ske én gang. Eller sagt på en anden måde: Selve introduktionen af disse ting gav et voldsomt løft i produktivitet og vækst, men når først de er implementeret, så er de blot en del af hverdagen. Det samme kan man sige om urbaniseringen, der også var en vækstmæssig gevinst - den første virkelig store folkevandring fra land til by kunne kun ske én gang. Air condition, kvinders frigørelse og introduktion på arbejdsmarkedet kan heller ikke gentages - ligesom også elektriciteten kun kunne opfindes én gang og gøre en hel masse andre ting mulige fra TV og radio til internet og mobiltelefoner.

Gordon argumenterer for, at selv om innovation når op på samme hastighed som i de 20 år før den finansielle nedsmeltning i 2007-08, så står USA og andre vestlige økonomier over for seks "modvinde", som vil trække den langsigtede vækstrate ned til det halve eller mindre af den, der prægede perioden 1860-2007: Demografi,

globalisering, uddannelse, ulighed, energi/miljø samt forbruger- og offentlig gæld.

NY INNOVATION HÆVER IKKE LEVESTANDARDEN

Før i tiden var der færre mennesker, der arbejdede inden for R&D (forskning og udvikling), men ikke desto mindre peger en undersøgelse af forskere fra MIT og Northwestern University på, at de havde en større økonomisk værdi. I 1950 bidrog en gennemsnitlig R&D medarbejder således med en "total faktor produktivitet", der var syv gange større end en R&D arbejder kunne levere i 2000.

Tyler Cowen, økonomiprofessor på George Mason University, hører til den pessimistiske lejr i innovationsdebatten. Han peger på, at det ikke blot er USA men også stort set alle andre udviklede lande, der siden starten af 70'erne har oplevet afmatning i indkomstvæksten – og dette mener han netop er udtryk for, at de alle har nået et teknologisk plateau.

"Selv om Amerika leverer masser af innovationer, så er de fleste ikke gearret mod at hæve den gennemsnitlige levestandard markant. Det ser ud til, at vi kommer op med idéer, som kun relativt få mennesker nyder gavn af sammenlignet med de bredtbaserede fremskridt i tidligere årtier, hvor den moderne verden blev grundlagt", skriver Cowen i New York Times.

Han afviser ikke, at internettet kan levere en ny væksteksplosion. Men hidtil har nettet ikke leveret store makroøkonomiske gevinster - mange af internetets gevinster handler om sjov – spil, chat rooms, Twitter, Facebook, Youtube osv., og det er typisk kun grundlæggerne, der får økonomisk gevinst af det.

Umiddelbart forekommer mange af de teknologiske fremskridt netop at være rettet mod forbrugsgoder, som ikke hæver hverken levestandard eller produktivitet. Og det er påfaldende, at Apple ved ind-

gangen til 2013 var verdens største aktieselskab – et selskab, hvis største succes er en smartphone og en alternativ form for bærbar PC, to opfindelser, som andre opfandt for år tilbage, men som Apple formåede at genskabe i et nyt og mere attraktivt design.

OG NU TIL OPTIMISTERNE...

Selv om vi er i computer tidsalderen, som gør mange ting meget lettere, så er det ikke nemt at få øje på i produktiviteten. Som vækstforskeren Robert Solow konstaterede allerede i 1987, "så kan man se computeralderen overalt - undtagen i produktivitetstatistikken".

Men det kan der være en forklaring på. Således er der en klar historisk tendens til, at nye innovationer tager lang tid om at slå igennem på økonomierne. Forskere fra Boston College og Federal Reserve i San Francisco antyder således, at forsinkelsen mellem investeringer i informations- og kommunikationsteknologier og forbedringer i produktivitet er mellem 5 og 15 år. Faldet i produktiviteten som sås fra 2004 behøver således ikke at betyde, at der ikke er store gevinster i vente.

INFORMATIONSTEKNOLOGI OG ELEKTRIFICERING

Historisk set tager fuld udnyttelse af en teknologi langt længere tid end 15 år. Der gik omkring et århundrede fra James Watts opfindelse af dampmaskinen til bidraget fra teknologien toppede som bidragsyder til britisk vækst. Og der gik 40 år fra de første afgørende innovationer i elektricitet til generel elektrificering havde en bred indflydelse på hele samfundsøkonomien. Førnævnte Robert Gordon har også påpeget, at innovationerne i slutningen af det 19. århundrede faktisk drev produktivitetsgevinsten helt frem til starten af 1970'erne. Og på den baggrund kritiserer The Economist ham for

at antyde informationsteknologien er udtømt.

Forskellen er dog, at de mange opfindelser, der fulgte med introduktionen af fossile brændstoffer, medførte langt større samfundsmæssige ændringer, end informationsteknologien ser ud til at kunne medføre.

DEN DIGITALE REVOLUTION

Men sagen er også, at det endnu er uklart, hvad den digitale revolution kan føre til. Blandt de største optimister på den front finder vi mange videnskabsfolk, ikke mindst fremtidsforskeren og opfinderen Ray Kurzweil. Han påpeger hyppigt, at udviklingen inden for computerrelaterede områder på mange måder er eksponentiel. Og han fremfører gerne historien om kongen, der i begejstring over opfindelsen af skakspillet giver opfinderen lov til selv at vælge sin belønning. Og denne, som er en klog mand, beder om at få et gram ris for det første felt, to for det næste og så fremdeles. På den første række er ønsket til at overskue. Da halvdelen af brættet er fyldt, har kongen kun 100 tons ris tilbage. Og da der mangler et felt, før de går ind i den syvende række, er der tale om 500 millioner tons ris – hele verdens årlige risproduktion. Fortsættes til det sidste felt på brættet bliver mængden af ris en dyng højere end Mount Everest.

Kurzweil mener, at vi i relation til digital teknologisk udvikling kun er nået halvvejs på skakbrættet – og hans pointe er, at eksponentiel vækst altid snyder i starten. Men som tiden går, vil væksten blive enorm – hvilket bl.a. betyder, at computere let vil kunne udføre opgaver, som i dag er helt umulige.

Erik Brynjolfsson og Andrew McAfee på MIT bruger samme analogi og regner sig også frem til, at vi er halvvejs på skakbrættet – eller rettere, det var vi i 2006. Argumentet er som følger: Idet US Bureau of Economic Analysis inkluderede "Information Technology" som en kategori af erhvervsinvesteringer for første gang i 1958, så kan det bruges som startåret. Og hvis man bruger Moore's lov om fordobling af antallet af transistorer på et integreret kredsløb for hver 18 mdr., så havde vi i 2006 haft 32 fordoblinger og var dermed halvvejs på skakbrættet.

Moore's lov varer ikke ved for evigt af fysiske årsager – allerede nu er Pentium chips' tyndeste lag blot 20 atomer på tværs – og når det når 5 atomer, er det slut, siger den berømte fysiker Michio Kaku.



Men så er der andre aspekter såsom kapaciteten af algoritmer. Hastigheden i løsningen af et bestemt optimeringsproblem blev fra 1988 til 2003 forbedret med en faktor 43 mio., fordelt på en faktor 1000 i processorhastighed men hele 43.000 i software algoritmer. Der arbejdes også med andre typer computere som f.eks. molekylære computere og kvante computere. Allerede i 2009 gjorde Yale-forskere store fremskridt inden for det sidste ved

at bygge en kvantebit processor, der som den første kunne fastholde kvantebits (qubits) i en solid tilstand. Det har store perspektiver. Hvor den normale byte således kan repræsentere tal mellem nul og 255, når den anvender alle sine otte bit, så kan en kvantebyte (qubyte) repræsentere alle 256 på samme tid og dermed behandle enorme mængder af data parallelt og ekstremt hurtigt.

Kvantecomputere, Googles selvkørende bil, Watson – Jeopardy supercomputeren, de utrolige robotter i Japan og øjeblikkelige computeroversættelser af høj kvalitet er blandt de første eksempler på de digitale innovationer vi allerede nu ser på anden halvdel af brættet – men der vil komme masser af innovationer, vi slet ikke kan forestille os endnu.

Det interessante er, at computere, internettet og hele den digitale revolution under ét falder ind under den kategori, man kalder General Purpose Technologies (GPT). Teknologier, der – som dampmaskinen, elektricitet og forbrændingsmotoren – er i stand til at omforme samfundet og løfte produktiviteten på tværs af alle sektorer og industrier.

Selv-kørende biler og husholdningsrobotter bliver hverdag, og der er ingen tvivl om, at digitalisering og de mange nye videnskabsdiscipliner, der spirer frem, også vil ændre verden på mange måder. At kunne arbejde med enorme datamængder inden for alle forskningsområder giver enorme muligheder og vil blive en stor hjælp inden for alt fra medicin, miljø, energi, bioteknologi, nanoteknologi, kunstig intelligens, robotteknologi, genetik og digital fremstilling, hvor der til sidstnævnte er knyttet meget store forventninger til 3D printing. Dette gi-

ver mulighed for allerede i dag at lave alt fra lampeskærme og briller til kundetilpassede kunstige lemmer, og visse bioteknologiske selskaber eksperimenterer endda med at printe 3D versioner af organer. Med 3D printeren vil hvem som helst uden hensyntagen til geografisk placering med tiden kunne printe stort set hvad som helst fysisk, hvis bare man har de digitale arbejdstegninger.

Dermed nærmer vi os en vigtig pointe, som også Erik Brynjolfsson og Andrew McAfee fokuserer på i deres bog, *Race Against The Machine*. At den teknologiske udvikling går så hurtigt, at mennesker ikke kan følge med og dermed vil mange blive arbejdsløse – der er ikke nogen økonomisk lov, der siger, at teknologisk udvikling løfter alle i samfundet. I virkeligheden er det dette, som har gjort, at medianindkomsten er stagneret gennem de seneste 30 år. Indkomstudviklingen er ikke udtryk for manglende teknologisk innovation. Ganske vist har vi ikke set de mere håndgribelige revolutioner som dampmaskinen og elektricitet, men der er et hav af innovationer, som med accelererende styrke gør menneskelig arbejdskraft overflødig, medmindre den er højt uddannet og ikke kan erstattes af maskiner.

Men også videnstunge eller motorisk krævende jobs bliver erstattet i fremtiden. Man har eksempelvis allerede i dag computere, der kan skrive et referat af en baseballkamp, og Google er så langt i deres proces med selvkørende biler, at de forventes introduceret om 10 år i samfundet.

Hvordan skal man imødegå den udvikling? At samfundet sørger for mennesker, der står til permanent ledighed, er en løsning, men en dårlig én, skriver de to forskere. Man bør satse på uddannelse, men selv uddannelser kan blive overhalet, hvis de er baseret på den traditionelle tilgang fra det 20. århundrede, hvor computere først begyndte at blive hvermands eje i de sidste 10 år. Den teknologiske digitale acceleration skal derfor i langt højere grad integreres i uddannelserne fremover

– vi skal ikke kæmpe mod maskinerne, vi skal arbejde sammen med dem, skriver de to forskere. Og virksomhederne skal i langt højere grad være i stand til at tilpasse sig den teknologiske udvikling og udvikle sig med den. På den måde kan der udvikles masser af nye jobs, hvor vi ikke så meget sælger fysiske ting til hinanden men ydelser i form af "bits".

Ray Kurzweil har den samme holdning – at vi skal tage computerne til os, ikke betragte dem som fjender. Men han mener det meget bogstaveligt. I og med at den teknologiske udvikling tilsiger, at computere eller rettere kunstig intelligens omkring 2045 vil være så udviklet, at en enkelt computer til 1000 USD vil overgå alle menneskehjerner tilsammen, og derfra vil den teknologiske udvikling gå så hurtigt, at ingen vil kunne forudsige den. Kurzweils løsning er derfor, at vi skal smelte sammen med computere – at vi skal blive cyborgs.

Den tid, den sorg (?). Lige nu er vi i 2013, og Erik Brynjolfsson og Andrew McAfee påpeger, at selv om mange globale problemer i dag virker overvældende, så er den digitale revolution udtryk for overflod, ikke knaphed. Bedst udtrykt ved internettet, som er "det største lager af information, som nogensinde har eksisteret i menneskets historie. Det er også et hurtigt, effektivt og billigt verdensomspændende distributionsnetværk for al denne information. Og endelig er det åbent og tilgængeligt, så flere og flere mennesker kan deltage, få adgang til alle dets idéer og bidrage med deres egne."

INNOVATION SKAL VÆRE MERE MÅLRETTE

Mange forbundne hjerner udtænker flere idéer end mange separate, og deri ligger et væld af potentielle løsninger på verdens udfordringer.

Og dem er der mange af. En ting er dog slående ved mange ekspertvurderinger af fremtidens teknologi. Der er ofte en overvældende fascination af teknologiske fremskridt og innovationer i sig selv, uden den store skelen til om de rent fak-

tisk medvirker til at løse fundamentale problemer eller blot er endnu en underholdende opfindelse fra forbrugerindustrien. Men det nytter ikke noget at lovprise mobiltelefonernes udbredelse i de fattige udviklingsøkonomier, hvis det er langt lettere at få adgang til dem, end det er at få adgang til sunde sanitære systemer og rent vand.

Mange innovationer har unægteligt gjort tilværelsen meget lettere på den gode måde – f.eks. de fossile brændstoffer og den "grønne revolution" i landbruget (forædling, kunstgødning, pesticider), som ændrede tilværelsen dramatisk for hele kloden og betød, at verdens befolkning kunne vokse enormt. Fra at være 2 mia. mennesker i 1930 er vi i dag 7 mia. og vi bliver mange flere, siger prognoserne. Men dette kombineret med vores ekstremt ressourcekrævende og miljøbelastende levevis betyder, at vi i dag støder mod en række fysiske grænser, som ikke blot kan fjernes med vindmøller, genmodificerede afgrøder, sporadiske indkøb af økologiske madvarer i supermarkedet, et 3D TV eller en iPhone 5, 6 eller 7. Verdens enorme ulighed er et andet problem, som dybest set er kilden til krig, terrorisme og ustabile regimer. Og så er der den globale opvarmning, som ingen gider tale om længere, selv om det i videnskabskredse ikke længere er til større diskussion om det er menneskeskabt.

Disse problemer kræver mere end blot teknologisk innovation på markedsvilkår. Det kræver radikale politiske kursændringer og reformer, bekæmpelse af lobbykræfter, der repræsenterer eksisterende teknologi og derfor ihærdigt modsætter sig nye – samt statsstøttet forskning og udvikling, der retter sig mod de store problemer.

Et af disse er energi. Hvis man længes efter den næste store teknologiske revolution, så vil intet andet end en gratis eller billig energikilde til alle uanset geografisk placering være en innovation, der et langt stykke hen ad vejen kan medvirke til at løse mange globale problemer på én gang.



U. S. S. R.

UNITED KING

VERDENS PENGESYSTEM TRÆNGER TIL EN REFORM

Conference of representatives from 44 governments on currency, payment and trade questions in the postwar period, Bretton Woods, New Hampshire, USA, 1-22 July 1944.



DEN 15. AUGUST 1971 VAR DEN OFFICIELLE START PÅ DET FINANSIELLE OG ØKONOMISKE ROD, VERDEN NU BEFINDER SIG I, MENER NOGLE. OG BAG KULISSENE FØREGÅR DER HELT OP PÅ CENTRALBANKNIVEAU DISKUSSIONER OM MONETÆRE REFORMER, DER SIKRER ET MERE STABILT SYSTEM.

Bretton Woods, New Hampshire 1944. Der er begyndt at tegne sig et mønster i krigens udvikling. Tyskerne og japanerne er pressede på alle fronter, og en afslutning på krigen er ved at være tæt på. På den baggrund er nogen begyndt at bekymre sig om tiden derefter, og derfor holdes der et internationalt topmøde i Bretton Woods. På dagsordenen er et ønske om at skabe et stabilt, globalt finansielt system.

Det besluttes, at den amerikanske dollar (USD) skal være den globale reservevaluta. Ganske vist havde man tidligere i en lignende global aftale (guldstandard) anvendt guld, men USD vælges, fordi den på det tidspunkt anses for at være lige så god som guld.

Landene bliver altså enige om at fixe deres valutaer i forhold til USD, og USD selv bliver bundet op på guld til en pris på 35 USD pr. ounce. Dette betød, at lande rundt om i verden kunne veksle deres valutaer for USD, som de så kunne omveksle til guld. Dette skabte et system, hvor alle valutaer reelt var understøttet af guld. For at undgå logistikken med at sende guld rundt i hele verden, når lande vekslede deres valutaer for guld, blev det normalt opbevaret sikkert i USA.

Tiden gik, freden kom, og genopbygningen af verden startede under stor optimisme. Og med et BNP, der tegnede sig for ikke mindre end *halvdelen* af det globale, følte USA sig som verdens

ubestridte hersker og kunne gå på vandet. Men i 60'erne begyndte USA at få budgetunderskud. Lyndon B. Johnsons "Great Society"-program, Apollo-projektet og ikke mindst Vietnamkrigen kostede mange penge.

Det gjorde andre lande bekymrede. Der var noget, der tydede på, at USA brugte flere penge, end de havde guldreserver til. Franskmændene var de første, der sagde, at de ville have guld i stedet for dollars, og snart fulgte flere lande efter. De begyndte at veksle deres dollars til guld og krævede fysisk levering, da de følte, at Federal Reserve trykkede flere dollars end det guld, der skulle bakke det op. Guldet strømmede ud af USA og for at stoppe det, gik præsident Nixon på TV-skærmen d. 15. august 1971 med en vigtig meddelelse. Han bekendtgjorde, at en "emergency suspension of the gold convertibility system" var nødvendig for at beskytte det amerikanske folk.

Bretton Woods-systemet blev afskaffet. Og udviklingen siden da kunne tyde på, at det hverken var i amerikanernes eller resten af verdens interesse.

BRETTON WOODS GAV DISCIPLIN

"Alle de problemer vi ser i dag i det monetære system er direkte følger af beslutningen i august 1971 om at droppe et fast link til guld. Det, som guld gjorde, var at pålægge regeringerne disci-

plin - det gav disciplin på regeringernes udgifter”, siger James Turk, adm. dir. for GoldMoney Foundation i dokumentarfilmen *End of the Road*.

”Under det gamle system, hvis du havde et budgetunderskud, så ville der ske det, at guld strømmede ud af dit land, indtil der igen var en balance. Men uden guld som backing, så havde landene kroniske underskud”, siger Jim Puplava, President og Chief Investment Strategist i PFS Group.

Den manglende finanspolitiske disciplin er slående. Ikke blot har USA ikke haft overskud på statsbudgettet siden 1971 med undtagelse af et par år under Clinton; det samme gælder også adskillige andre vestlige lande som bl.a. Tyskland og Frankrig.

Ved at fjerne linket mellem guld og dollaren skabte Nixon et system, hvor alle valutaer var bakket op af ingenting. Dette er kendt som en fiat valuta. Fiat er latin og betyder ”lad det ske”.

”Fiat valuta er en valuta, som er bakket op af ingenting undtagen regeringers løfter. Fiat er et latinsk ord, og det betyder basalt en valuta, som cirkulerer med magt. Hvis folk har tillid til den valuta, og hvis der er tilstrækkelig regeringsmagt, så er det muligt at cirkulere valutaen i en periode, indtil folk taber tilliden til valutaen”, siger James Turk.

Med valutaer, der ikke længere er bakket op af noget virkeligt eller håndgribeligt, så er deres værdi kun målt i forhold til hinanden. Og med farvel til guldet blev det en evig fristelse for de forskellige lande at svække deres egen valuta, så de ad den vej kunne forbedre deres konkurrenceevne og øge eksporten til lande med stærkere valutaer.

USA ER AFHÆNGIG AF UDLANDET

Siden 1975 har USA haft kronisk handelsunderskud. Det betyder, at USA har købt langt flere produkter fra resten af verden, end de har købt af USA. Japanerne og koreanerne sælger biler og elektronik til USA, Mellemøsten sælger olie, og kineserne tilsyneladende alting på supermarkedernes hylder. USA betaler for disse produkter med USD, og alle er glade. Men hvis landene ønskede at konvertere disse dollars tilbage til deres egne valutaer, ville deres valutaer stige i værdi og dermed svække deres konkurrenceevne.

I stedet investerer landene derfor deres dollarprofitter i amerikanske statsobligationer. Så lande over hele verden sælger deres varer til USA, de får USD i bytte, som er blevet lånt op-

rindeligt af Federal Reserve og har skabt IOU's (amr. statsobligationer). Og landene låner så deres USD profitter tilbage til USA ved at købe flere IOU's. Pengene fra disse lån bruges til at betale udgifter for den amerikanske regering såvel som tilbagebetaling af tidligere IOU's. Men for at gøre dette må større og større lån laves for at betale hovedstolen tilbage plus renterne. Ved at betale de gamle lån tilbage med nye og større lån, så ser det ud til, at hele verden har investeret deres hårdt tjente penge i et Ponzi scheme af episke proportioner.

”For at den amerikanske økonomi skal kunne fungere, må vi låne flere og flere penge fra resten af verden. Og jo flere penge de låner os i dag, desto flere penge er de nødt til at låne os i fremtiden, og hvis de nogensinde stopper med at låne os penge, så kollapse det hele, og vi kan ikke betale dem tilbage”, siger Peter Schiff, forfatter, CEO og Chief Global Strategist i Euro Pacific Capital Inc. og berømmet for at forudsige finanskrisen og samtidig advare om, at den efterfølgende krise ville være i årevis.

HVOR ER GULDET?

Guld har som f.eks. jord og ejendomme den fordel, at når man har købt det for egne penge, og rent fysisk har det, så har man ikke nogen ”modpartsrisiko” – i modsætning til f.eks., hvis man sætter penge i banken, køber aktier eller obligationer. Guld har i adskillige tusind år været populært i mange kulturer, og det går næppe af mode. Guld anses med andre ord for at være et sikkert sted at have sine penge. Prisen kan selvfølgelig svinge, men det kan aldrig blive værdiløst.

I tidens løb har det i høj grad også været et sted, hvor investorerne flygter hen, hvis de frygter trange økonomiske tider eller inflation. Guldprisen er en slags termometer, man bør holde øje med. Stiger den, er det en advarsel om at være forsigtig. Det var Alan Greenspan, daværende chef for Federal Reserve, naturligvis klar over, da han i maj 1993 ved et FOMC-møde udtalte:

”Hvis vi beskæftiger os med psykologi, så vil de termometre, man bruger til at måle det med, have en effekt. Jeg rejste spørgsmålet med Guvernør Mullins om, hvad der ville ske, hvis finansministeriet solgte lidt guld i markedet. Der er et interessant spørgsmål her, fordi hvis guldprisen knækkes i den kontekst, så vil termometret ikke kun være et måleinstrument. Det vil basalt set påvirke den underliggende psykologi.”

Dimitri Speck, forfatter til *Geheime Goldpolitik*, beskriver dette i sin bog, og hans teori er, at Federal Reserve få måneder derefter startede et jævnt salg af guld for at holde prisen nede og siden har andre vestlige banker gjort det samme. Speck argumenterer for, at prisdannelsen på guld siden dengang har været præget af mystiske pludselige store fald uden forbindelse til specifikke begivenheder eller bevægelser på andre finansielle aktiver. Lignende mønstre er set i sølv. Motivet var i udgangspunktet stigende bekymring om inflation – ikke nær af en løn-pris spiral men af generelle inflationsforventninger – og et ønske om at holde dollaren stærk, selv om de økonomiske problemer i USA blev stadig større. Hvis tilliden til den globale reservevaluta forsvandt, ville det få globale katastrofale konsekvenser.

Selv om centralbanker er i stand til at sælge deres landes guldbeholdninger på lovlig vis har de muligvis også undertrykt prisen på guld ved at bruge andre mere tvivlsomme metoder. Dimitri Speck og andre mener således, at vestlige centralbanker har lånt deres lands guld til såkaldte bullion banks. En bullion bank er en institution, der sælger guld med intentionen at købe det tilbage på et tidspunkt i fremtiden til en lavere pris. Med salgsindtægterne fra dette salg er det velkendt, at disse banker har købt amerikanske statsobligationer. Mens det ikke i sig selv er et problem, så rapporterer centralbankerne det guld de har, og det guld de har udlånt til disse bullion banks som én vare. Så hvor en centralbank kan hævde, at det har en vis mængde af guldreserver, så er meget af dette guld muligvis udlånt til en bullion bank, som måske har solgt guld for at købe amerikanske statspapirer.

Dette er generelt et problem med centralbanker og deres guld – den manglende gennemsigtighed. En ting er, at vestlige centralbanker for at undertrykke prisen på guld måske har solgt eller udlånt deres landes guldbeholdninger. Men fordi guld sjældent forlader de få kældre, de er gemt i, er der ingen der kan være sikre på, om de ikke sælger eller udlåner mere guld end de fysisk ejer.

Rygterne har svirret i årevis, også i politiske kredse. Peter Gauweiler, medlem af Forbundsdagen i Tyskland som repræsentant for CSU, besluttede på et tidspunkt i 2012 at grave i sagen, skriver Der Spiegel. Men det var ikke nok for ham, at han fik vist guld i Bundesbanks egne kældre. Næsten halvdelen af Tysklands samlede guldbeholdning på 3.600 tons (kun overgået af USA) ligger nemlig i New York. Derfor var det lige vand på Gauweilers mølle, da en hemmelig rapport fra den tyske un-

THE TRIFFIN DILEMMA

Den kinesiske centralbankchef Zhou Xiaochuan henviser specifikt i en tale i marts 2009 til The Triffin Dilemma som årsagen til nutidens finansielle rod. En teori, udtænkt af den belgiske fødte økonom Robert Triffin i 60'erne, som siger, at når en nations valuta bliver verdens reservevaluta, så vil hjemlige og internationale mål divergere.

Udstederen af reservevalutaen vil opleve stor efterspørgsel efter valutaen, som andre lande gerne vil have i valutareserven samt ikke mindst en stor efterspørgsel af udstederens statsobligationer, der anses for sikre – hvilket giver udsteder mulighed for at rejse kapital til en lav rente. På samme tid vil udstederen tage hensyn til sine hjemlige

dersørgelsesdomstol blev offentliggjort i efteråret 2012, som indeholdt stærk kritik af den tyske Bundesbank i Frankfurt. Rapporten efterlyste et bedre system til lagerbeholdning, inklusiv kvalitetscheck – og herunder blev det nævnt, at statuslisten over tyskernes guldbarrer hos Federal Reserve i New York er helt tilbage fra 1979/80. Angiveligt har tyskerne aldrig set deres guld, og derfor blev det også bemærket, at rapporten skrev, at den amerikanske centralbank i New York afviser af sikkerhedsmæssige årsager, at guldejerne kan besigtige deres guld.

Dette affødte stærke reaktioner i Berlin. Medlem af Bundesbank Carl-Ludwig Thiele blev kaldt til byen for at levere en forklaring til parlamentets budgetkomité. Han forsøgte at berolige med, at han for nylig havde besøgt New York og set noget af beholdningen. Men det stillede ikke Gauweiler tilfreds, idet han erklærede, at Bundesbank skal inspicere alle dens guldreserver i Paris, London og New York.

Han har siden fået politisk støtte, og seneste udvikling i sagen er nu (januar 2013), at Bundesbank har bebudet, at frem mod 2020 skal 300 tons guld hentes hjem fra New York samt det hele fra Banque of France i Paris (374 tons). Beholdningen i London (13 pct.) røres ikke, og 37 pct. forbliver altså i New York. Spørgsmålet om hvorvidt det hele er der, forbliver tilsyneladende ubesvaret. Men man kan undre sig over, at det skal tage syv år at hente guld hjem.

MONETÆR REFORM PÅ VEJ

Men det vigtigste i denne forbindelse er, hvorfor Tyskland gør det netop nu. Selv om det ikke er noget, der er på dagsordenen i mainstream medierne, så er det ikke nogen hemmelighed, at

industriens konkurrenceevne og sikre en sund hjemlig økonomi med handelsoverskud. Men begge dele - billige kapitalkilder og positive handelsbalancer - kan ikke lade sig gøre samtidig. Den stærke efterspørgsel efter statsobligationer og valutaen vil presse valutakursen op og svække konkurrenceevnen og de eksterne balancer – USA har nu haft underskud på handelsbalancen siden 1975 og underskud på betalingsbalancens løbende poster siden 1982 med undtagelse af et enkelt år. Udlandet har uden problemer finansieret USA's underskud og løbende gældsudstedelse ved at købe statspapirerne, men det har været baseret på tillid. Ikke fundamentale forhold for baseret på de mange års underskud på de eksterne balancer og den voksende

der bag kulisserne foregår diskussioner om mulige monetære reformer helt op på centralbankniveau. Både fordi der er voksende utilfredshed med at USA, hvis valuta er verdens reservevaluta nr. 1, fører en meget ekspansiv pengepolitik, som svækker dollaren og fremkalder valutakrige – men også fordi det aktuelle system har øget frekvensen og intensiteten af finansielle kriser efter sammenbruddet af Bretton Woods.

Guld kunne være et led i en monetær reform. I 2010 bidrog daværende præsident for Verdensbanken, Robert Zoellick, til debatten, da han i Financial Times skrev, at man burde overveje et nyt system som sandsynligvis skulle involvere dollar, euro, yen, pund og yuan – og med guld som et referencepunkt.

I den forbindelse er det interessant at bemærke, at centralbanker i 2012 købte flere tons guld, end de har gjort siden 1964 - 536 tons blev det til, en stigning på 17,4 pct. i forhold til året før, hvor interessen også var stor. Kendsgerningen er, at guld i stigende grad er blevet købt af centralbanker op gennem 00'erne, men ikke af de vestlige banker. Det har derimod været udviklingsøkonomiernes centralbanker, der har været på banen, især efter 2008. Det gælder lande som især Kina, Indien og Rusland, men også Mexico, Brasilien, Sydkorea, Thailand og andre har i stigende grad købt guld de senere år – alle lande, der indtil USA's første runde af QE (opkøb af obligationer) i 2009 var stor-købere af amerikanske statsobligationer.

Tidligere præsident i Frankrig, Sarkozy, efterlyste også en monetær reform, og folk som Mervyn King, chef i Bank of England, samt Zhou Xiaochuan, chef for Peoples Bank of China, har også talt åbent om det. Sidstnævnte har nævnt, at man burde lade sig inspirere af Keynes' forslag om en global valuta i 40'erne, og

pengemængde er dollaren overvurderet. Triffin forudsagde på den baggrund, at på et tidspunkt vil tilliden til dollaren forsvinde, og systemet vil kollapse.

Triffin formulerede sin teori under Bretton Woods. Allerede i 1960 kunne 1 USD kun købe 1/40 ounce guld selv om 1 USD i Bretton Woods var defineret som værende 1/35 ounce guld – et signal om at investorerne allerede dengang vidste dollaren var overvurderet. Da systemet var kollapsede i 1971, påpegede Triffin, at problemet var det samme, fordi dollaren stadig var verdens reservevaluta.

man kunne starte ud med IMF's Special Drawing Rights (SDR) til erstatning af dollaren som global reservevaluta på sigt – et af de forslag, som også er omtalt i en rapport udarbejdet af FN's Department of Economic and Social Affairs. SDR er en kunstig valuta, som består af USD, EUR, GBP og JPY, med vægte, der justeres hvert 5. år, og SDR repræsenterer et potentielt krav på andre landes frie valutaer. Xiaochuan foreslår, at SDR udvides til at indeholde alle verdens store valutaer og i vægtene kan evt. også inkluderes BNP.

IMF følger den samme tankegang og konkluderer i en analyse i 2010, at den bedste løsning måske netop kan være en gradvis introduktion af en global reservevaluta i stil med den "bancor" Keynes anbefalede allerede i 1941 som et led i forhandlingerne op til Bretton Woods. Bancor skulle udstedes af en global centralbank, og fordelene ved bancor ville være, at den ikke ville være knyttet så tæt som USD eller SDR til et enkelt land/gruppe af landes økonomiske udvikling, og derved ville det sikre større monetær stabilitet.

En eller anden form for monetær reform er i sigte i de nærmeste år, men hvordan den vil se ud er endnu uvist. Phillip Coggan, tidligere investeringsredaktør hos Financial Times og nu klummeskriver på The Economist, argumenterer i bog *Paper Promises: Money, Debt and the New World Order* således: Når et internationalt monetært system bryder sammen, så vil den største kreditor "still standing" designe reglerne for efterfølgeren – som UK gjorde i midten af det 19. århundrede og USA i 1944. På den baggrund mener han, at Kina vil designe den næste. —

EUROEN OVERLEVER

– MÅSKE

DET LYKKEDES AT OVERBEVISE DE
FINANSIELLE MARKEDER. NU SKAL
BEFOLKNINGER OG POLITIKERE LEVE OP TIL
TILLIDEN

Det så sort ud i løbet af 2012. Der var mange spekulationer om euroens muligheder for overlevelse. Om det skulle være uden Grækenland – og måske også uden Irland, Portugal og Spanien. Om det skulle være uden Tyskland – landet med det største checkhæfte. Om det overhovedet var realistisk at holde sammen på møntunionen, når landenes økonomiske forskelligheder er så store, krisen kradser og nationalistiske tendenser lurer under overfladen. Mange spådomme blev afgivet fra såkaldte eksperter – og især amerikanske økonomer var skeptiske med bud, der spandt fra Grækenlands uundgåelige exit til unionens sammenbrud.

Men så kom Super-Mario.

Mario Draghi havde efterfulgt Jean-Claude Trichet på posten som chef for ECB 1. november 2011, og det skulle vise sig at være et ganske klogt valg. Hvor Trichet ofte blev beskyldt for at have for lidt føling med markedet, udviste Draghi en anderledes stor indsigt. Han opbyggede stor troværdighed i markedet, og det helt afgørende gennembrud for Draghi kom i juli 2012, da han sagde dette:

”Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.”

Bag disse ord lå et løfte om, at ECB ville foretage støtteopkøb af obligationer i Spanien og Italien i det omfang, det var nødvendigt for at holde renterne nede. Dette blev afgørende, fordi markedet anså Draghi for at være en troværdig mand. Siden da er renterne i de trængte lande faldet markant og har fjernet frykten for, om euroen kan overleve eller ej.

”Efter Draghis udtalelse er risikoen for et sammenbrud i euroen priset ud af markedet – oven i købet uden at ECB har måttet købe en eneste spansk eller italiensk statsobligation. Draghi har en troværdighed og en magt som enhver centralbankchef drømmer om – at kunne få markedet til at makke ret bare med ord,” siger Frank Øland, analytiker i Danske Bank med ansvar for Europa.

FRA GÆLDSKRISE TIL SOCIAL KRISE

Men selv om de finansielle markeders tillid er sikret, så er der stadig potentielle uromagere. En af dem er Italien. Ved det italienske valg stemte således over halvdelen af italienerne antieuropæisk eller imod eurozonens sparekurs, og det har naturligvis affødt ny bekymring om Italiens fortsatte reformkurs og fremtid i det europæiske samarbejde - og skabt frygt for en ny opblussen af eurokrisen.

Man kommer heller ikke udenom, at en trussel mod euroen er selve den økonomiske situation. EU-Kommissionen har således for nylig nedjusteret prognoserne og forventer nu, at også 2013 bliver et år med negativ vækst i eurozonen - på -0,3 pct. mod -0,6 pct. i 2012.

”Vi har bevæget os fra en gældskrise til en social og politisk krise, idet vi står over for flere år med recession og høj ledighed i Spanien og Grækenland. Det kan give spændinger, perioder med social uro og fortalere for en udtrædelse af euroen kan få mere medvind. Spanien har også et andet problem for tiden, idet noget tyder på, at premierministeren og andre toppolitikere har modtaget bestikkelse.”

Avisen El Pais offentliggjorde således for nylig dokumenter, der tyder på, at politiske topfolk i Folkepartiet har modtaget penge fra private virksomheder via partiets hovedkvarter gennem to årtier – premierminister Mariano Rajoy alene har angiveligt modtaget 34.000 USD årligt gennem et årti. Det har ført til voldsomme protester i befolkningen, som netop under Rajoy og hans regering har måttet gennemleve omfattende offentlige nedskæringer.

Men selv om sagen skulle munde ud i politisk tilbagetræden og nyvalg vil det ikke ændre ved, at spanierne uanset hvem der sidder ved roret står over for svære år med en fortsat reformkurs og nedskæringer. En potentiel risiko er naturligvis om en ny regering vil følge den nødvendige kurs, og den usikkerhed vil kunne skabe uro i de finansielle markeder.

”Spanien har allerede fået gennemført en del strukturelle reformer, og lønningerne er faldet. Eksporten er allerede i bedring, og det vil gradvist forplante sig til et løft i den indenland-



ske efterspørgsel, om end privatforbruget dog fortsat vil være afdæmpet indtil boligmarkedet retter sig,” siger Frank Øland.

TYSK VALG OG CYPERN

Den tyske forbundskansler Angela Merkel har i den grad været forkæmper for at holde sammen på unionen, koste hvad det vil. Og det koster ikke mindst for tyskerne. Hvilket har medført, at et flertal af tyskerne i flere meningsmålinger således ønsker en tilbagevenden til D-Mark. Om de ville det, hvis de fik valget ved en folkeafstemning, er dog tvivlsomt, for i så fald ville det samtidig blive tydeliggjort, at konsekvenserne af at forlade euroen ville blive enorme, og i sidste ende muligvis føre til en så stor mistillid til det tilbageværende europoprojekt, at møntunionen ville kollapse. Uanset om den stadig kunne hænge sammen eller ej, ville reaktionen på de finansielle markeder være den samme. Den nye D-Mark ville stige dramatisk i kurs og medføre at Tysklands eksportsektor, verdens næststørste, ville blive ramt på konkurrenceevnen. Det tyske finansministerium lavede eksempelvis beregninger på et eurosammenbrud sidste år, som viste at tysk BNP alene i det første år ville falde 10 pct. og ledigheden ville stige til det dobbelte.

Merkel er trods sin kamp for euroen stadig den mest populære politiker i Tyskland, og derfor vurderer Frank Øland, at det tyske valg i oktober ikke er nogen trussel mod europoprojektet. Desuden er oppositionen endnu mere fortalere for euroen end den siddende regering.

Så er der Cypern. Den lille ø trækker ikke de store overskrifter, men faktum er, at det er det næste euroland, der må kaste håndklædet i ringen – banksektoren er så presset, at en rekapitalisering vil koste landet, hvad der svarer til 50 pct. af BNP.

”Markedet ved godt, at Cypern skal have hjælp. Små lande kan godt give store chok, men Cypern er alligevel så lille et land, at det ikke burde skabe den store uro,” siger Frank Øland.

FRANKRIG

Men det kan store lande. Og det går ikke ligefrem overvældende godt i Frankrig, et af euroens absolutte kernelande. Mens tys-

kerne har brugt tiden siden genforeningen med Østtyskland til at skære omkostninger og lave reformer på bl.a. arbejdsmarkedet, så har franskmændene sovet i timen og mistet konkurrenceevne. Og uden muligheden for devaluering af valutaen som løftestang har Frankrig tyet til offentlige udgifter og gæld. Det offentlige forbrug på nu knap 57 pct. af BNP er det højeste i eurozonen. Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster er blandt de højeste i euroen, og ledigheden er over 10 pct., særlig slemt for de unge med 25 pct.

Wolfgang Schäuble, tysk finansminister, bad ifølge Reuters i november 2012 sit økonomiske vismandsråd om at overveje en rapport over hvad Frankrig bør gøre. Lars Feld, medlem af vismandsrådet, sagde kort tid efter:

”Det største problem i øjeblikket i eurozonen er ikke længere Grækenland, Spanien eller Italien, det er i stedet Frankrig, fordi det har ikke foretaget sig noget som helst for virkelig at genetablere dets konkurrenceevne, og det bevæger sig endda i den modsatte retning.”

Et lyspunkt var det derfor, at Francois Hollande, den socialistiske præsident, i januar i år fik gennemført en arbejdsmarkedsreform. Ikke så omfattende, som erhvervslivets ledere ønskede men et skridt på vejen. Kernen i reformen er en flexi-security model á la den tyske, der giver franske arbejdsgivere mere råderum til at få gennemført lavere lønninger og arbejdstid i en nedtur mod til gengæld at give afkald på fyringer.

Men reformen ændrer ikke på, at Frankrig stadig er en potentiel trussel mod euroens stabilitet. Der er lang vej endnu for fransk økonomi.

RULE BRITANNIA

”Britannia rule the waves. Britons never, never, never shall be slaves”. Den tidligere globale stormagt er som bekendt ikke med i euroen, men vrider sig nu i EU-tøjlerne. Premierminister David Cameron kæmper med en vælgerskare, der i stigende grad er utilfreds med de reformer, der er nødvendige for at få den tidligere kolonimagt på sporet igen og bringe ledigheden ned. Man kan sige, at det – når krisen kradser – altid er let at forfalde til at

søge syndebukke uden for landets grænser, men elementer i David Camerons tale peger dog ikke desto mindre på noget, som mange andre EU-borgere føler – at EU er vokset til at være en centraliseret magtinstitution, der eroderer demokratiet og følelsen af medbestemmelse i det enkelte land. Spørgsmålet er så, hvor langt UK er villig til at gå, hvor mange indrømmelser de vil få, og hvilke reaktioner det vil afstedkomme i andre lande. Er dette starten på et sammenbrud i selve EU-konstruktionen?

”Jeg føler mig ret sikker på, at EU-projektet ikke er i fare for sammenbrud, men vi skal selvfølgelig være opmærksomme på tendenserne i de forskellige lande. Hvad angår Camerons udspil, så ser jeg det lige så meget som en reaktion på, at EU-processen de senere år i stadig stigende grad har været drevet af et tæt samarbejde mellem Tyskland og Frankrig, og det er englænderne ikke begejstrede for. Men de er næppe interesserede i at melde sig helt ud af EU, da elementer som det indre marked også har været godt for UK, og en EU exit vil betyde, at de ikke længe sidder ved bordet i det europæiske og globale samarbejde. Nu er der lang tid til valget i 2017, og det giver Cameron gode kort på hånden til at få nogle indrømmelser fra EU. Det er også i EU's interesse, at alle medlemmer er tilfredse med at være med”, siger Frank Øland, der ikke forventer at briternes udspil igangsætter en bølge af nationale krav i EU.

EUROEN OVERLEVER - MÅSKE

Selv om Tyskland har en klar vilje til at holde sammen på euroen, de trængte lande har reformviljen og ECB har pengene til at afbøde de værste spændinger i det finansielle system, så er euroens overlevelse naturligvis ikke sikker. Ganske vist er det

10-årige rentespænd mellem Tyskland og de pressede lande faldet dramatisk (før det italienske valg). Eksempelvis Irlands er på 205 bp mod 1.125 i juli 2011. Grækenlands er 946 bp mod 4.680 i marts 2012, og Portugal, Spanien og Italiens spænd er kommet ned på hhv. 456 bp, 362 bp og 278 bp. Et stort fald men stadig noget højere renteomkostninger end i kernelandene.

På den økonomiske front er der ikke opmuntring at hente. I fjerde kvartal af 2012 var eurozonens samlede BNP stadig 3 pct. under toppen før krisen, mens USA's var 2,4 pct. over. Og for de pressede lande ser det slemt ud. Italiens BNP er fx på et niveau ikke set siden 2000, og Spaniens BNP er 6,3 pct. under før-krise toppen.

Martin Wolf, kommentator på Financial Times og af Foreign Policy og Prospect udnævnt til at være blandt verdens 100 største intellektuelle kapaciteter, påpeger, at der ikke er nogen vej udenom flere gældsafskrivinger i stil med dem Grækenland har fået. Jo mere de pressede lande selv skal tilpasse sig via faldende priser og lønninger desto hårdere bliver den reale gældsbyrde og med tiden så meget større behov for gældsafskrivinger. Med hårde opstramninger og reformer er det svært at se, hvor væksten skal komme fra til at afhjælpe byrden. Selv hvis man antager, at Italien og Spanien vokser med 1,5 pct. årligt herfra, så vil de stadig ikke nå før-krise toppen før 2017 eller 2018. Og selv så beskedne vækstrater tvivler Wolf på er mulige, da det er uklart, hvad der skulle drive efterspørgselen.

”Those who believe the eurozone's trials are now behind it must assume either an extraordinary economic turnaround or a willingness of those trapped in deep recessions to soldier on, year after grim year. Neither assumption seems at all plausible,” skriver Wolf. —

SPANIENS BYTTEØKONOMI

Med en generel ledighed på 25 pct., for de unge over 50 pct., massive offentlige nedskæringer og banker, der smækker kassen i, er der mange, der har det hårdt i Spanien. Men når folk er pressede, blomstrer også kreativiteten. Hvis job, penge og kredit bliver en mangelvare, så er der en anden metode. Man kan simpelthen bytte tjenester og varer. Der er siden 2008 opstået flere hundrede websites i Spanien, hvor man bytter alt muligt. Computereksperter bytter tid med en taglægger. En blikkenslager laver VVS-arbejde for rengøringsdamen. Mekanikeren ordner babysitterens bil. Biler byttes for motorcykler. Legetøj byttes for andet legetøj. En bylejlighed byttes med et hus på landet. Og så videre. Tid er penge, og på den baggrund er der opstået mange såkaldte tidsbanker, som har en form for alternativ valuta. Eksempelvis underviste psykologen Angels Corcoles på et seminar

for kvinder, men blev ikke betalt i euro. Derimod gav arrangørerne hende en check med et tilgodehavende på 10 timer i byttenetværket, som kunne bruges til f.eks. frisør, yogaundervisning eller tømrerarbejde, skriver Washington Post. Lignende projekter ses i Portugal og Grækenland. Foreløbig udgør disse alternative økonomier kun en minimal del af den samlede økonomi, men undgår sig ikke opmærksomhed fra regeringerne. Selv om det for de fleste deltagere simpelthen er en måde at gøre det lettere at overleve på, så er det ikke desto mindre et system, hvor skattevæsenet ikke er med. Dette er deltagerne klar over, og derfor ved de også, at hvis der bliver tale om meget mere end engangsydelser, så nærmer man sig farezonen. Dvs. man skal ikke påtage sig projekter på flere uger ad gangen, hvis man vil undgå, at myndighederne eller de arbejdende, skattebetalende konkurrenter begynder at kigge skævt til én.

KAPITALPENSION ERSTATTES AF ALDERSOPSPARING

FRA 1. JANUAR 2013 FÅR DU IKKE LÆNGERE FRADrag FOR INDBETALING PÅ EN KAPITALPENSION. I STEDET INDFØRES EN NY PENSIONSOPSPARING KALDET "ALDERSOPSPARING".

På aldersopsparingen er der ikke fradrag for indbetalingen, men udbetalingen er skattefri. Som på kapitalpensionen skal der kun betales 15,3 pct. i skat af afkastet, og der gælder de samme placeringsregler.

I 2013 kan du helt ekstraordinært ændre din eksisterende kapitalpension til en aldersopsparing. I så fald nøjes du med at betale en afgift på 37,3 pct. i stedet for 40 pct. ved udbetaling af kapitalpensionen på pensionstidspunktet.

På aldersopsparingen kan du indbetale op til 27.600 kr. om året. Den lave beskattning af afkastet på 15,3 pct. gør det til en interessant opsparingsform for de fleste. Til sammenligning beskattes afkast af opsparing i frie midler med 27–43,5 pct. i 2013 (27–42 pct. fra 2014). Beskatningen afhænger blandt andet af, om der er investeret i aktier eller obligationer.

Hvor kapitalpensionen krævede en vis tidshorisont for at være mere attraktiv end frie midler, så er den nye aldersopsparing fordelagtig uanset tidshorisonten.

I tabellen kan du se, hvor stor aldersopsparingen og gevinsten bliver, hvis begge

personer i et par sparer 27.600 kr. op om året i 10, 20 eller 30 år sammenlignet med en opsparing i frie midler med 42 pct. afkastskat.

En fordel ved aldersopsparingen er også, at du ikke selv skal opgøre dine skattemæssige gevinster og tab på dine investeringer. Det sker helt automatisk ligesom for andre pensionsformer. Gevinster og tab på investeringer i aldersopsparing beskattes årligt og opgøres efter lagerprincippet. For investeringer i frie midler sker beskattning af gevinster og tab som udgangspunkt først, når de realiseres. En anden fordel er, at det ikke er et krav, at man skal have en indtægt for at kunne indbetale på en aldersopsparing, i modsætning til kapitalpensionen.

Aldersopsparingen har dog ikke samme fleksibilitet som frie midler, idet den som udgangspunkt skal blive stående til pensionsudbetalingsalderen (60–62 år). Aldersopsparingen kan dog udbetales før pensionsalderen mod at betale en afgift på 20 pct., men det er sjældent en god idé.

På pensionsudbetalingstidspunktet bliver aldersopsparingen meget fleksibel. Her kan du hæve opsparingen på én gang eller i bidder, og du må gerne indbetale på aldersop-

sparingen, selv om du har fået en eller flere udbetalinger.

Du kan beholde aldersopsparingen frem til 15 år efter, at du har nået din pensionsudbetalingsalder. På grund af aldersopsparingens lave afkastbeskatning og store fleksibilitet i pensionsalderen vil det typisk være en fordel at bevare aldersopsparingen længst muligt og i stedet bruge de frie midler først.

TVIVLSTILFÆLDE

I de fleste tilfælde vil vi anbefale en ændring af kapitalpension til aldersopsparing. Der kan dog være enkelte tvivlstilfælde. Tal med din rådgiver om netop din situation.

	ALDERSOPSPARING 15,3% SKAT	FRIE MIDLER 42% SKAT	GEVINST
10 år	559.536	531.123	28.414
20 år	1.136.143	1.018.301	117.842
30 år	1.730.340	1.465.171	265.169

I eksemplet har vi regnet med et årligt afkast på 4,5 pct. før skat, og at aktiegevinster i frie midler beskattes hvert år. Beløbet er angivet i nutidskroner. Man betaler 42 pct. i skat af aktieindkomst over 48.300 kr. (96.600 kr. for ægtefæller), og fra 2014 af positiv kapitalindkomst over 40.000 kr. (80.000 kr. for ægtefæller). Der er altid risiko for tab ved investering.



DEN SVÆRE KUNST AT SLÅ MARKEDET

Tallene lyver ikke. 266 aktivt styrede afdelinger fra forskellige europæiske investeringsforeninger med fokus på europæiske aktier har over en femårig periode i gennemsnit leveret et afkast, der er 0,70 procentpoint lavere end benchmark. Så er sagen jo sådan set afgjort. De aktivt styrede ser ikke ud til at være pengene værd.

Men er det nu også hele sandheden? Graver man ned i tallene, tegner der sig nemlig et mere nuanceret billede. For nogle aktivt styrede afdelinger leverer faktisk afkast, der bør kunne få selv den mest kritiske ekspert til at tage hatten af. Tager man top 10 pct. leverer de nemlig et afkast, der er 28,53 procentpoint bedre end de passivt styrede afdelinger. Og tager man den bedste fjerdedel, er afkastet 16,77 procentpoint bedre. Der er altså stor forskel på, hvordan de aktivt styrede afdelinger performer.

DET HANDLER IKKE OM ENTEN ELLER

Hos analyseinstituttet Morningstar mener chefanalytiker Nikolaj Holdt Mikkelsen heller ikke, at valget mellem aktivt og passivt styrede afdelinger er så sort/hvidt, som nogle mener.

”Det virker lidt som om, at især tilhængerne af passiv forvaltning generelt har svært ved at acceptere den aktive investerings-tilgang, hvorimod jeg fornemmer mere tolerance den anden vej rundt. Denne sort/hvide tilgang er ærgerlig, for begge produkter har gode egenskaber, og det ene udelukker ikke det andet. I virkeligheden vil man ofte kunne skabe en endnu bedre portefølje ved at kombinere de to,” fortæller Nikolaj Holdt Mikkelsen.

Når Nikolaj Holdt Mikkelsen anbefaler både at bruge den aktive og den passive investeringsstrategi i sin portefølje skyldes det, at man ved eksempelvis kun at fokusere på de passive afdelinger fraskriver sig muligheden for et ekstra godt afkast. Og den mulighed får man med aktive fonde – især i det danske udbud af aktieafdelinger.

”Vi kan se af vores analyser, at danske fonde er ganske habile til at ’slå’ markedet på nogle områder, mens det kniber mere på andre. Og det er her, kombinationen af de to investeringstilgange kommer ind i billedet,” fortæller Nikolaj Holdt Mikkelsen.

KUN DE BEDSTE ER PENGENE VÆRD

Danske Invest har sit fokus på de aktivt styrede afdelinger, men tilbyder også en bred vifte af passive afdelinger til de investorer, der foretrækker denne form for investering. Og når det kommer til aktivt styrede afdelinger, bliver der brugt mange kræfter på at finde de bedste porteføljerådgivere til afdelingerne, netop fordi statistikken siger, at det kun er de allerbedste porteføljerådgivere, der slår markedet.

Og Danske Invest klarer sig godt. Generelt er danske investeringsforeninger sine europæiske konkurrenter overlegne, og blandt de danske foreninger ligger Danske Invest i toppen. De aktivt styrede aktieafdelinger i Danske Invest har over en femårig periode således i gennemsnit givet et merafkast efter omkostninger i forhold til benchmark på 12,8 procentpoint.

FIRE BYGGESTEN GIVER AMMUNITIONEN

Investeringschef i Danske Invest Robert Mikkelsen peger på de fire byggesten, som Danske Invests investeringsstrategi er bygget op omkring, som afgørende for succes med de aktivt styrede aktieafdelinger. Byggestenene går ud på at udvælge de bedste porteføljerådgivere, følge dem tæt og sikre, at de er lokalt til stede i de områder, de investerer i. Samtidig skal investeringerne være håndplukkede og ikke valgt ud fra en matematisk model.

”I Danske Invest ændrede vi vores strategi for snart 10 år siden. Vi fandt ud af, at hvis vi ville være blandt de bedste investeringsforeninger blev vi nødt til at arbejde sammen med de

PRIS TIL DANSKE INVEST MORNINGSTAR, ET UAFHÆNGIGT ANALYSEINSTITUT, HAR FOR FJERDE ÅR I TRÆK KÅRET DANSKE INVEST TIL DEN INVESTERINGSFORENING I DANMARK, DER ER BEDST TIL AKTIER.

bedste rådgivere. Vores hovedrådgiver Danske Capital har opbygget en stor viden og ekspertise om europæiske aktier og er blevet førende inden for det felt. Når det handler om aktier fra de fjernere dele af verden, har vi valgt at udvælge og indgå aftaler med de bedste eksterne porteføljeforvaltere i verden. Og den strategi har vist sig at bære frugt,” siger Robert Mikkelsen.

RÅDGIVER I VERDENSKLASSE

Han peger på Aberdeen Asset Management som eksempel. Aberdeen er rådgiver for Danske Invests afdeling Fjernøsten, Latinamerika, Nye Markeder og Nye Markeder Small Cap. Og rådgiverne har leveret afkast i verdensklasse.

”De afdelinger, som Aberdeen styrer for os, har slået alle konkurrenter af banen de seneste år. Ser du på 1 års sigt, 3 års sigt eller 5 års sigt er konklusionen den samme. Aberdeen har slået konkurrenterne – og benchmark – med flere længder. Et bevis på, at vi her har fundet de bedste,” siger Robert Mikkelsen.

Men også Danske Invest må indse, at arbejdet med at slå benchmark ikke altid er lige let. Ikke alle afdelinger ligger markant over benchmark, og den afdeling i Danske Invest, der har klaret sig dårligst, er Danske Invest Teknologi. Afdelingen har leveret et afkast over fem år det er ca. 10 procentpoint under benchmark. Dette afkast er efter omkostninger, og det er således den eneste af de aktivt styrede aktieafdelinger i Danske Invest, som ikke gennem den aktive investeringsstil har fået dækket nogle af eller alle omkostninger. Og det bliver der også arbejdet på at ændre.

”Det er også en del af vores strategi. Vi skal følge tæt op på vores rådgivere. Hvis de ikke leverer, skal vi sammen finde ud af, hvad der skal til for at øge afkastet. Det handler meget om hele tiden at have en proces i gang med rådgiverne, og det har vi konstant,” fortæller Robert Mikkelsen.

FORSKELLEN PÅ AKTIVT OG PASSIVT STYREDE AFDELINGER

Forskellen ligger i valget af aktier til afdelingen. De passive afdelinger investerer i aktier, så de ganske nøjagtigt følger et bestemt indeks, hverken mere eller mindre. Det giver investorer en sikkerhed for at få et afkast, der svarer til markedsudviklingen fratrukket omkostninger i afdelingen. De aktivt styrede afdelinger har en porteføljerådgiver til at udvælge bestemte aktier på baggrund af blandt andet analyser, virksomhedsbesøg og vurderinger af markedet. På den måde forsøger rådgiveren at sammensætte afdelingens investeringer på en måde, så afkastet over tid bliver bedre end markedet generelt. Det er dyrere at drive en aktivt styret afdeling, og derfor koster de også mere. For de ekstra penge får investorer altså muligheden for at få et afkast, der er bedre end markedet. Men der er ingen garanti.

DET KOSTER DET AT INVESTERE

I gennemsnit koster en investering i en aktivt styret aktieafdeling 1,55 pct. af den investerede kapital. Til sammenligning koster det i gennemsnit 0,63 pct. af kapitalen at investere i en aktiebaseret indeksafdeling i Danske Invest. Det betyder, at investorerne skal overveje, om han eller hun vil betale ca. 0,9 procentpoint mere for at have en porteføljeforvalter til at foretage en aktiv styring af sine aktieinvesteringer.

Omkostningerne i både aktivt og passivt styrede afdelinger dækker over administrationsomkostninger så som rådgivning, formidling og administration samt handelsomkostninger i afdelingen og omkostninger i forbindelse med køb og salg af beviser. På danskeinvest.dk kan du beregne, hvor meget det koster at investere i de enkelte afdelinger.

MØD VORES MAND I SÃO PAULO



På vej til sit kontor i São Paulo går Nick Robinson hver dag forbi et af Brasiliens førende stormagasiner. Sammen med sit team udvælger han latinamerikanske aktier for Danske Invest, og tilbage i 2005 investerede han i aktier i stormagasinet, der har butikker over hele Brasilien.

"Der er blevet 35 mio. flere i middelklassen i Brasilien de seneste år. Det skaber større købekraft, og vi forventer, at der vil blive endnu flere købestærke forbrugere i Brasilien i de

Når du investerer gennem Danske Invest, trækker du på lokal viden fra investeringseksperter over hele verden. Nick Robinson er én af dem.

kommende år. Kæden af stormagasiner har en stærk position med sine 11 forskellige brands målrettede forskellige kunde- og aldersgrupper. Samtidig har kæden en rigtig god ledelse – efter vores overbevisning en af de bedste i Brasilien."

Stor succes med kort

En af årsagerne til stormagasinet's store succes er lanceringen af et kundekort, som kunderne kan bruge i alle kædens stormagasiner.

"Kundekortet har været en stor

succes og er et af de områder, hvor det brasilianske stormagasin har mulighed for at vokse i fremtiden."

Vigtigt at kende ledelsen

Nick Robinson mødes jævnligt med ledelsen for at få et indblik i forretningsudviklingen og vækstmuligheder.

"Det er afgørende for os, at vi kender ledelsen og ved, hvad den står for, og hvor den vil hen."

Du kan møde Nick Robinson og flere investeringseksperter på danskeinvest.dk.