



Økonomisk Ugebrev

TEMA Rating: Den modne, erfarne og solide CEO topper

Vejen til toppen af dansk erhvervsliv er lang og trang, når det gælder om at få en placering i elitedivisionen blandt de mest beundrede og respekterede topchefer i dansk erhvervsliv. Det er et af budskaberne i dette års DirektørRating i Økonomisk Ugebrev, hvor knap 30 aktieanalytikere har bedømt topdirektørerne for de 60 største børsnoterede selskaber - ud fra CEO'ernes ledelsesevner set fra et aktionær-synspunkt. I Økonomisk Ugebrevs årlige DirektørRating har vi i mere end ti år fået de analytikere, som sidder tættest på, til at vurdere topdirektørernes ledelsesevner. Ratingen er dermed blevet en institution, hvor betydningen understøttes af, at fire ud af de fem ringeste placerede CEO'ere i sidste års rating ikke er direktør for et børsnoteret selskab i dag.

Årets DirektørRating bringes i denne udgave som et seks-siders tema med ratingtabeller og en vurdering af de mest opsigtsvækkende skift siden sidste års rating, herunder vurdering af de ni "nye" direktører, som er tiltrådt eller børsnoteret siden sidste år. Det kommer måske ikke som den store overraskelse, men der er stor stabilitet i den kreds af CEO'ere, der tilhører elitedivisionen - og som kommer fra seks større selskaber, nemlig FLSmidths Jørgen Huno Rasmussen, Novozymes' Steen Riisgaard, Novo Nordisks Lars Rebién og A.P. Møllers Niels Smedegaard Andersen. Måske heller ikke så overraskende er det, at også Coloplasts Lars Rasmussen og Carlsbergs Jørgen Buhl Rasmussen nu har befæstet deres position i elitedivisionen.

Men så alligevel: Jørgen Buhl Rasmussen har skullet bruge tre år på at kæmpe sig frem i topgruppen. Og det

har såmænd ikke været fordi, der ikke er blevet leveret resultater fra stort set første dag. Det handler langt mere om tillid, altså troværdig kommunikation, om analytikerens kendskab til personens menneskelige, ledelsesmæssige og strategiske evner - og så selvfølgelig om, at der leveres tilfredsstillende økonomiske resultater. Både Coloplast og Carlsberg har de seneste år været inde i en meget solid udvikling, og de to topchefer har uden tvivl vundet tillid hos analytikerne.

Der lægges afgørende vægt på erfaring fra tidligere chefjobs, kendskab til branchen, hvorved interne rekrutteringer bliver stadig mere udbredte og samtidig er gennemsnitsalderen for den nye CEO steget. Kendetegnet for begge de "nyere" topchefer er netop, at de er internt rekrutteret. Kendetegnet ved elitedivisionen af topchefer er også, at de står bag selskaber med meget fokus på selskabsledelse, CSR og i de fleste tilfælde præcis og fyldestgørende regnskabsrapportering. Men frem for alt giver de indtryk af, at de har styr på tingene, og driver forretningen fremad med en god balance på både kortsigtede resultater og langsigtet forretningsudvikling.

At CEO'erne i topgruppen ikke kan hvile på laurbærene viser en sammenligning med resultaterne i DirektørRatingen for fem år siden. På de seks øverste pladser fra 2006 er der kun to gengangere i dag, nemlig Jørgen Huno Rasmussen og Steen Riisgaard. Andre med en topplacering dengang var bl.a. Peter Straarup fra Danske Bank og Niels Jakobsen fra William Demant.

[Læs mere side 7-12...](#)

LÆS I ØKONOMISK UGEBREV NR. 20/2011

NYHEDSANALYSER

- Side 2 [Skærpet jagt på bindende videresalgspriser](#)
- Side 4 [Servicefradrag giver overskud i Sverige](#)
- Side 6 [Gå efter vækst og øget cash flow på én gang](#)

OVERBLIK

- Side 14 [Internationale nyhedspluk fra ugen](#)
- Side 15 [Lovforslag, bekendtgørelser og rapporter](#)

TEMA: DIREKTØRRATING 2011

- Side 9 [Vindere og tabere - tabellerne](#)
- Side 11 [Ditlev Engel får dumpekarakter af analytikere](#)
- Side 12 [Straarups afløser skal findes eksternt](#)

MARKEDSANALYSER

- Side 20 [Guld fortsætter med at sætte rekord](#)
- Side 22 [De lange renter er faldet for meget](#)

Skærpet jagt på bindende videresalgspriser

Meget tyder på, at konkurrencemyndighederne nu vil skærpe indsatsen mod ulovlige bindende videresalgspriser, vurderer ekspert i konkurrencepraksis, Niels Rytter fra Konkurrencerådgivningen.dk i dette indlæg. Han baserer sin vurdering på en netop afsagt dom ved retten i Svendborg, hvor et selskab blev idømt en bøde på en halv mio. kr. En skærpet indsats mod bindende videresalgspriser er dog ikke nævnt i den handlingsplan for at skabe mere konkurrence, som regeringen fremlagde for nylig.

”Erik Jørgensen Møbelfabrik A/S, direktøren samt salgs- og marketingchefen i virksomheden er dømt for at fastsætte bindende videresalgspriser ved at aftale med visse forhandlere, at de udelukkende må skilte med de vejledende udsalgspriser på bestemte designmøbler. De er samtidig dømt for at forbyde udsalgsannoncering af møblerne. Retten i Svendborg har idømt Erik Jørgensen Møbelfabrik en bøde på 500.000 kr. Direktøren og salgs- og marketingchefen skal begge betale en bøde på 25.000 kr.,” skriver **Konkurrencestyrelsen**, som også linker til selve **dommen**.

Siden 2007 er der ellers kun konstateret overtrædelse af forbuddet mod fastsættelse af bindende videresalgspriser i otte sager. I fem af sagerne er der udstedt store bøder. Med andre ord hører det til sjældenhederne, at konkurrencemyndighederne får statueret et eksempel på dette

felt, selvom det må anses for en af de største forhindringer for skabelse af effektiv konkurrence. Antallet af sager skal ses i forhold til, at det ikke lykkedes for konkurrencemyndigheden at løfte bevisbyrden for overtrædelser af forbuddet før 2007, jf. sagerne mod Levi Strauss og The Swatch Group Nordic AB fra 2003 og 2005 (se boks nedenfor). Baggrunden for, at der er kommet flere domme er, at det er blevet lettere at fremskaffe afgørende bevismateriale ved kontrolbesøg, og at anklagemyndighed og domstole i takt med den skærpede konkurrencelovgivning har øget interessen for konkurrencesager.

Håndhævelse af forbuddet mod anvendelse af bindende videresalgspriser er en vigtig forudsætning for vel fungerende konkurrence. En mere effektiv håndhævelse af forbuddet vil være et klart signal om, at det er risikabelt og dyrt at fastsætte - eller bare at forsøge at fastsætte - bindende videresalgspriser i efterfølgende omsætningsled. Det må hilses velkomment, at myndighedernes indsats på dette område nu ser ud til at blive forbedret.

Fem bødesager for overtrædelse af forbuddet over fire år, inklusive den præventive effekt heraf, er dog slet ikke nok til at bringe det danske prisniveau på linje med de europæiske lande, vi normalt sammenligner os med. Men det er et nødvendigt bidrag hertil.

redaktion@ugebrev.dk

SAGER OM BINDEDE VIDERESALGSPRISER 2003-2011

- Københavns Byret har den 26. november 2010 idømt Lise Aagaard Copenhagen A/S bøder på tilsammen 625.000 kr. for overtrædelse af forbuddet mod bindende videresalgspriser for troldekugle-smykker ved at forbyde at videresælge på Internettet med rabat.
- Den 24. november 2010 påbød Konkurrencerådet Witt Hvidevarer A/S, at ophøre med at indgå aftaler med forhandlere ved salg af selskabets robotstøvsugere og -gulvvaskemaskiner om bindende videresalgspriser og at håndhæve disse ved at fratage eller reducere forhandlernes rabatter.
- Den 27. oktober 2010 afgav Scandlines tilsagn om at fjerne et forbud mod videresalg af selskabets billetter fra dets forretningsbetingelser. Efter det oplyste havde forbuddet ikke været bragt i anvendelse.
- Louis Poulsen Lightning A/S har den 8. september 2010 udenretligt vedtaget en bøde på 1.300.000 kr. for overtrædelse af forbuddet mod bindende videresalgspriser ved at kræve og håndhæve at forhandlerne skilte med selskabets vejledende videresalgspriser og følger disse.
- Den 29. april 2009 påbød Konkurrencerådet OK a.m.b.a. og OK-Benzin A/S at undlade at indgå aftaler om bindende bruttopriser, herunder hindre forhandlere i for egen regning at nedsætte priserne uden at miste avancestøtten af prisnedsættelsen og uden at give forhandlere karantæne fra avancestøttesystemet.
- Valsemøllen af 1899 A/S har den 24. november 2008 udenretligt vedtaget en bøde på i alt 1.100.000 kr. for overtrædelse af forbuddet mod bindende videresalgspriser ved i en samarbejdsaftale om videresalg af forskellige melprodukter m.v. at kræve Valsemøllens gældende bageriprisliste overholdt.
- Hempel A/S har den 6. februar 2007 udenretligt vedtaget en bøde på i alt 2.000.000 kr. for overtrædelse af forbuddet mod bindende videresalgspriser ved i forbindelse med videresalg på det danske marked af yacht-produkter (skibsmaaling og lak) at fastsætte og kræve de af selskabet fastsatte vejledende videresalgspriser overholdt.
- Retten i Gentofte frifandt den 21. marts 2005 The Swatch Group Nordic AB for SØK's anklage om overtrædelse af forbuddet mod bindende videresalgspriser ved at kræve, at 3 forhandlere ikke måtte sælge med rabat til Lærernes Indkøbscentral.
- Østre Landsret frifandt den 23. oktober 2003 Levi Strauss International for en anklage om at anvende bindende videresalgspriser. Anklagen baserede sig på en prisundersøgelse, der viste ringe spredning i detailpriserne.

Frygt for tabt provenu blokerer EU-selskabsskat

EU-Kommissionens idé om at samle selskabsskatten i alle 27 medlemslande i en helt ny og fælles europæisk selskabsskattebase virker ikke realistisk, hvis man spørger skatteordførerne på Christiansborg. Som gennemgået i den seneste udgave af Økonomisk Ugebrev er tanken, at selskabernes skattemæssige grundlag skal gøres op og fordeles på de lande, hvor virksomhederne har aktiviteter. Men politikerne frygter for at tabe skatteprovenu på op mod syv mia. kr., når selskabsskatten gøres op ud fra en fordelingsnøgle af omsætning, medarbejdere, lønomkostninger og størrelsen af selskabets aktiver. Erhvervslivet har ellers udtalt sig begejstret for projektet, fordi det vil reducere de administrative byrder til skatteopgørelser i mange lande, og det vil også lukke hullet for ulovlig transfer pricing.

”Som udgangspunkt lyder det da som en god idé, men når man dykker ned i detaljerne, så er der en række problemer. Dels det provenumæssige, hvis Danmark taber store skatteindtægter. Dels er vi bekymrede for, om Danmark pludselig skal være afhængige af eks. grækernes evne til at inddrive selskabsskatter. Hvis forslaget ender med at kræve enstemmighed, så tvivler jeg også på, at landene kan blive enige om, at fordele skatteprovenuet,” siger Mads Rørvig, skatteordfører fra Venstre (V).

”Jeg ser flere administrative byrder, ikke færre, i en fælles europæisk selskabsskatte base. Der er fare for, at det vil gøre tingene mere kompliceret for virksomhederne. Derudover er der en lang række problemer med bl.a. værneregler, så man ikke kan snyde med selskabsskatten. Men vi afventer et mere konkret udspil, og så vil vi se nærmere på præmisserne,” siger Mike Legarth (K).

Tvivl om resultater

EU Kommissionen hævder ellers, at der er store administrative besparelser for virksomhederne. Ifølge undersøgelser udført for Kommissionen ventes en fælles europæisk selskabsskatte base for en stor virksomhed at sænke de skatterelaterede udgifter til at åbne en ny filial i en anden medlemsstat med 62 pct. **Omkostningerne** for en mellemstor virksomhed forventes at falde med 67 pct.

Efter en høringsrunde i dansk erhvervsliv viser der sig også stor opbakning til kommissionens forslag. Samtidig bliver det tilsyneladende også lettere for erhvervslivet at håndtere den meget omfattende dokumentation til transfer pricing, da flytning af overskud mellem EU-landene bliver helt irrelevant. Alle de store erhvervsorganisationer mener også det vil lette administrative byrde og de ser positivt på forslaget. Men udover at så

tvivl om det bliver lettere eller vanskeligere at håndtere selskabsskatten, så frygter politikerne mere for tab af skatteprovenu, hvor Skatteministeriet peger på områder med syv mia. kr. i skatteindtægter. ”Vi er imod forslaget både principielt og i praksis. Vi mener ikke, at vores skattepolitik skal bestemmes af EU, men vi støtter bilaterale aftaler mellem landene. Helt konkret er vi imod, fordi det betyder et stort provenutab for Danmark,” siger skatteordfører Frank Aaen (EL).

Han mener heller ikke, at det løser særlig mange problemer omkring transfer pricing, hvor den danske stat gik glip af op mod 15 mia. kr. i tabte skatteindtægter i 2009. Det var i hvert fald, hvad skattemyndighederne hævdede indkomsten med hos selskaber, der var mistænkt for at snyde med skatten ved ulovligt at flytte overskud mellem forskellige lande. ”Vi tror ikke på, at det vil løse transfer pricing problemet, da de største problemer formentlig er uden for EU,” lyder det fra Frank Aaen.

Urealistisk?

Ifølge skatteministeriet drejer det sig primært om strammere afskrivningsregler på nogle områder, ingen særregler for kulbrinteindkomst, ingen beskatning af aktieavancer og udbytter på porteføljeaktier og væsentligt færre værneregler i kommissionens udspil. Det er her skatteprovenuet når omkring syv mia. kr. De danske politikere ser ikke ud til at stå alene med deres bekymringer. I forrige uge kommenterede Storbritanniens premierminister David Cameron, at skatteharmonisering ofte har to tilhængere: ”Dem, som vil øge skatterne, og dem som vil sænke skattekonkurrencen inden for EU. Jeg er ikke enig med nogle af dem,” lød det fra **premierministeren**.

Holland har allerede afvist EU-Kommissionens udspil. Derudover har Polen, Bulgarien, Sverige, Malta og Irland ifølge internationale medier udtrykt bekymring.

Direkte adspurgt om det realistiske i projektet, siger den tidligere udenrigsminister Niels Helveg Petersen: ”Jeg tror slet ikke, en fælles EU selskabsskat er en realistisk mulighed. Der er alt for mange kompromiser, og jeg kan ikke se, hvordan det kan virke med at fordele selskabsskatten mellem så mange lande på en rimelig måde. Men på det principielle plan lyder det godt, jeg kan bare ikke se, hvordan det nogensinde vil se dagens lys,” siger skatteordfører Niels Helveg Petersen (R), der også er formand for skatteudvalget.

Carsten Vitoft
cv@ugebrev.dk

Servicefradrag giver overskud i Sverige

Svenske erfaringer viser, at det sandsynligvis bliver en overskudsforretning for de offentlige kasser at give økonomisk fradrag for service i de private hjem. Det er konklusionen i en ny **analyse** fra Sveriges største arbejdsgiverforening, Företagarna, som er baseret på de seneste års faktiske erfaringer med ordningen. De svenske ordninger er langt hen ad vejen kopieret i det forslag, der i øjeblikket er til **politisk behandling** i Danmark.

Hvis erfaringerne i Danmark kommer til at minde om de svenske, så er vejen banet for, at en skønnet udgift for de offentlige kasser på 4,4 mia. kr. frem til udgangen af 2013 i stedet bliver et rundt nul, eller endda en betydelig indtægt. Sker det, så er der en pæn chance for, at den midlertidige ordning kan ende med at blive lavet om til en permanent ordning.

Begyndte som midlertidig ordning

I Sverige begyndte man også med en midlertidig ordning som der nu er foreslået i Danmark, og den er efterfølgende blevet gjort permanent. Den første del af den svenske ordning var det såkaldte RUT-fradrag, der blev indført 1. juli 2007 og vedrører almindelige serviceopgaver i svenskernes boliger. I december 2008 blev det suppleret med ROT-fradraget, der gælder lønudgifter til boligrenoveringer og forbedringer. Ifølge rapporten fra Företagarna er det navnlig i 2010, at der har været tale om en stor fremgang i brugen af ordningerne. Mest populær er ROT-ordningen, der står for en andel på mere end 90 pct. målt i kroner.

Opgørelsen viser, at der i 2009 var i alt 410.000 personer, der benyttede en af ordningerne, og det voksede i 2010 til 1,2 mio. personer. Måler man i antal personer er det omkring tre fjerdedele, der bruger ROT-ordningen. Samlet har der i 2010 været tale om fradrag på 14,4 mia. svenske kroner.

Företagarna har regnet på, hvor mange jobs, det svarer til. Konklusionen er for ROT-ordningen, at det svarer til 38.000 fuldtidsjobs, og de antager i analysen, at halvdelen uden ordningen havde været sort arbejde, eller arbejde, der slet ikke var blevet udført eller var blevet udført af boligejeren selv. Under den antagelse har ordningen givet 19.000 fuldtidsjobs. Hvis det i stedet skønnes at 30 pct. ville have været sort arbejde eller ikke udført arbejde, så er effekten i nye hvide jobs 11.500. I rapporten skønnes tilsvarende, at der er kommet 5.000 nye hvide jobs under RUT-ordningen, så den samlede effekt er på 24.000 nye hvide jobs.

God forretning for staten

På baggrund af ROT-fradrag i 2010 på 13,1 mia. svenske kroner og 1,3 mia. kroner under RUT-ordningen har

Företagarna beregnet, at der har været en samlet omsætning inkl. materialer på 34 mia. kr. og at det har ført til skatteindtægter i form af moms og arbejdsgiverafgifter på i alt 14,5 mia. kr. Hertil kommer indkomstskatter mv. fra de virksomheder, der har udført arbejdet. Den samlede konklusion i rapporten er, at der for hver krone, der er givet i skatterabat, da er der kommet mellem halvanden og to kroner tilbage til staten.

I Danmark er Rockwool-fonden en af de institutioner, der er kendt for at anslå omfanget af det sorte arbejde. Her peger forskningschef Torben Tranæs på at midlertidige ordninger typisk etableres for at hjælpe med at løse et konjunkturproblem, mens permanente ordninger mere retter sig mod strukturelle problemer. Han hæfter sig ved, at den svenske ordning netop er permanent, hvilket er et vigtigt forhold, men at den jo også startede som en midlertidig ordning.

"Der er ingen tvivl om fortegnet, når det gælder effekten af den danske ordning, men vi kan ikke sige noget om, hvor stor den positive effekt vil blive," siger han. Derfor vil han heller ikke komme med bud på, hvor mange sorte jobs, der vil blive konverteret til hvide jobs.

Han peger på, at det nu er væsentligt at følge den danske ordning og sikre sig at man kan evaluere den. "Derfor er det fint, at der undervejs i den politiske behandling er stillet forslag om at følge den nye ordning, så uafhængige forskere kan vurdere forløbet," siger han.

Cheføkonom Jacob Thiel fra Håndværksrådet vurderer med stor usikkerhed, at der indenfor håndværksområdet kan blive tale om en jobeffekt på 2.000-6.000 fuldtidspersoner. "Det bliver meget spændende at se, og vi kan meget vel blive positivt overraskede, som det er sket i Sverige," siger han.

Jacob Thiel peger på, at der i forslaget til det nye servicefradrag er lagt op til en ordning, der er administrativt ganske fornuftig. "Det er positivt, at man etablerer det som et ligningsmæssigt fradrag, og at der ikke skal sidde en masse mennesker og godkende de enkelte arbejdsopgaver, som vi har set med tidligere ordninger. Dermed bliver den rent administrativt langt enklere, og det er positivt," siger Jacob Thiel.

Håndværksrådet ser helst ordningen gjort permanent. "Vi vil arbejde på at ordningen bliver gjort permanent, for så bliver adfærden også indstillet på det, og virksomhederne ved, hvad de har at rette sig efter. Med midlertidige ordninger er der risiko for "stop and go" effekter," siger Jacob Thiel.

Ejlif Thomasen
eft@ugebrev.dk

Kommentar

Fodslæbende banker skal nytænke struktur nu

Debatten om bankernes eksterne funding med statsgaranti er igen blusset op, efter formanden for Lokale Pengeinstitutter, Bent Naur fra Ringkjøbing Landbo-bank, på vegne af de mindre og mellemstore pengeinstitutter har udsendt et nødråb. Budskabet er, at brancheorganisationen gerne vil have forlænget den statslige garanti ved salg af bankernes egenudstedte obligationer. Statsgarantierne udløber fra næste år og senest i midten af 2013.

I bund og grund er problemet med bankernes eksterne funding opstået, fordi der de seneste 8-10 år er blevet opbygget et gigantisk indlånunderskud i den danske banksektor. Med andre ord har mange banker udlånt flere penge, end de har fået i indlån fra deres kunder. I "gamle dage" var det ellers god tone i sunde banker at holde en nogenlunde balance mellem indlån og udlån. Den ekstremt billige likviditet på det internationale lånemarked efter år 2003 gav dog en række banker blod på tanden. De lånte meget billige penge i især tyske banker og sendte dem videre som udlån til danskerne og erhvervsvirksomheder, ikke mindst spekulative ejendomsselskaber. Det har som bekendt allerede kostet en række af de allermest gearede banker livet, hvor blot skal nævnes Amagerbanken, Roskilde Bank og Fionibank.

De ekspansive har brug for hjælp fra staten

Også en stribe andre banker havde travlt med at ekspandere forretningen, så de i dag har stort indlånunderskud. Blandt de største er Danske Bank, men også en række andre mellemstore banker, eksempelvis FIH Erhvervsbank, som dog har en særlig fundingstruktur. Men bundlinjen er, at det nu er mange af disse ekspansive banker, som endnu engang har brug for hjælp fra staten. For både Danske Bank og FIH er løsningen på problemet, at de har en international kreditrating, som giver dem (dyr) adgang til det internationale lånemarked. Danske Bank har allerede én rating, og FIH får én med ATP som solidt moderselskab.

De mindre banker står derimod med et kæmpe problem. Måske derfor råber de nu "kreditklemme" for at få lempet en forlængelse af statsgarantien igennem. Det må i bedste fald betragtes som salgsgas uden reelt indhold. Selvom statsgarantien forlænges, vil det næppe betyde, at kreditvilligheden lempes. Forskellene mellem store og mindre banker bliver dagligt kridtet op i dagspressen.

Eneste gode grund til, at staten måske burde overveje at træde til er, at myndighederne har indført en ubehjælpssom Bankpakke III. Som bekendt er Danmark eneste EU-land, hvor man er gået foran på dette punkt,

og det koster nu generelt på danske bankers internationale kreditværdighed. Dermed har dette skridt været ekstremt samfundsskadeligt, og den tiltænkte "opdragende effekt" på bankerne har tilsyneladende endnu ikke været stor. Myndighederne bør også overveje en aftrapningsordning på statsgarantierne efter 2013 for at afbøde de værste skader for samfundsøkonomien.

Banker må finde sammen

Den bedste løsning ville være, at banker med store indlånunderskud fandt sammen med banker med store indlånsoverskud. Eller også bør de finde sammen i så store enheder, at de kan opnå en international rating. Samtidig skal alle banker finde ud af, om de vil være "små" og alene vokse i samme (moderate) takt som indlånet. Eller om de vil være så "store", at de kan opnå international funding. De aktuelle indlånunderskud på over 400 mia. kr. er dog kun en flig af bankernes udfordringer de kommende år. For det første skærpes kapitalkravene, herunder også vægtningen af de såkaldt risikovægtede aktiver. Usikre udlån kommer til at båndlægge langt mere kernekapital end tidligere, og derfor er "risiko" generelt ikke ønskelig i bankerne i disse år. Det klemmer uden tvivl kreditvilligheden.

For det andet betyder introduktionen af Basel 3-kravet, Liquidity Coverage Ratio (LCR), nye krav til bankernes langsigtede likviditetsberedskab. Dette beredskab vil typisk skulle finansieres til en høj effektiv lånerente, mens placeringen typisk vil ske kort til en lav rente, eksempelvis i pengemarkedet. Hertil kommer at den nye reguleringsmekanisme Net Stable Fund Ratio (NSFR) vil pålægge bankerne mere balance mellem løbetider i ind- og udlån. Det betyder, at kortsigtede indlån på anfordring groft sagt ikke kan anvendes til langsigtede udlån. Også det vil kræve mere langsigtet (dyr) ekstern funding.

Samlet set er det altså ikke kun banker med et aktuelt indlånunderskud, som fremover bliver mere afhængig af ekstern langsigtet funding. Det bliver også de fleste andre banker. Samtidig bliver det langt dyrere at drive bank, hvor også kampen om indlånskronerne meget vel kan drive indlånsrenterne op. Bundlinjen er, at selvom de nye Basel III-regler har en lang indkøringsperiode – og endnu ikke er endeligt på plads – er der et stigende pres på de danske banker om at tænke i nye strukturer, fusioner og skarpere forretningsmodeller. Men umiddelbart ser der ikke ud til at ske så meget.

Morten W. Langer
mwl@ugebrev.dk

Gå efter vækst og øget cash flow på én gang

Øget vækst bør fremover ikke koste likviditet; men bør ledsages af et stigende frit cash flow. Med den holdning gør stadig flere topchefer – blandt andet fra de hastigt voksende virksomheder Danfoss og Auriga Industries – op med den traditionelle opfattelse af forholdet mellem vækstfokus og pengestrømme.

Netop Danfoss og Auriga brændte indtil for få år siden betydelige mængder likviditet af i deres forsøg på at vokse. CFO Per Have fra Danfoss understreger, at et positivt cash flow – og det at kunne vokse samtidig med at cash flow'et stiger – nu er blevet en afgørende målsætning for Danfoss. Det frie cash flow skal i Danfoss i denne driftsperiode udgøre mindst 50 pct. af Ebit-driftsresultatet – også når koncernen vokser så kraftigt, som den har gjort siden begyndelsen af 2010.

”Vi skal vokse med et positivt cash flow. En cash margin på 50 pct. er et target, som vi allerede har nået, og så længe vi vokser organisk, ønsker vi at fastholde dette niveau - med mulighed for at sætte et nyt, der ligger endnu højere,” siger Per Have.

Positive free cash profile

Topchefernes holdning understøttes af det amerikanske universitet Georgia Tech, der i en ny undersøgelse, baseret på 2010-regnskaber, understreger, at ”det er en udbredt misforståelse,” at vækst nødvendigvis fører til et øget forbrug af likviditet. ”I virkeligheden er der mange virksomheder, der genererer et stigende frit cash flow i takt med at omsætningen stiger. Disse selskaber har, hvad vi kalder, en positive free cash profile,” skriver Georgia Techs forskere.

Universitetet har undersøgt mange hundrede virksomheder i 44 brancher. Et af de undersøgte selskaber er Danfoss' store datterselskab Sauer-Danfoss, der er børsnoteret i USA, og som præsterer en ”free cash profile” på plus 13 pct. Free cash profile opgives som en andel af omsætningen. En virksomhed, der har en positiv profil, vil producere et øget cash flow i takt med væksten, og ud fra denne målestok klarer Sauer-Danfoss sig ifølge Georgia Tech væsentligt bedre end sin branche ”machinery”, hvor free cash profile-medianen er minus 6,45 – og hvor Danfoss-konkurrenter som Eaton og Tecumseh har negative profiler.

Arbejdskapitalen reduceret

Sauer-Danfoss' meget positive profil kan til dels skyldes, at selskabet netop i 2010 løftede sig ud af et usædvanligt kraftigt tilbageslag i 2009, men profilen er også udtryk for, at hele Danfoss-koncernen i de seneste par år

har fokuseret meget stærkt på koncernens evne til at skabe likviditet. Per Have peger på tre årsager til Danfoss' stærkt forbedrede evne til at skabe likviditet. Dels er alle fabrikker blevet effektiviseret med et lean-program med faste målepunkter for alle processer i værdikæden, dels er arbejdskapitalen reduceret med cirka 50 pct. på to år, og dels skærer koncernen kraftigt ned på ny-investeringerne i den tidligere så investeringstunge virksomhed. Fremover skal de årlige investeringer i gennemsnit udgøre tre pct. af omsætningen.

Også Auriga Industries's topchef, adm. direktør Kurt Pedersen Kaalund, har i de seneste år prioriteret koncernens evne til at skabe likviditet meget højt.

Resultatet for første kvartal i år illustrerer, at Aurigas forretning (den landbrugsorienterede kemikalievirksomhed Cheminova) er endnu mere sæsonpræget end Danfoss', idet pengestrømmen fra driften i årets første tre måneder blev på minus 467 mio. kr., hvor den for hele året 2010 blev på plus 336 mio. kr.

Men der er – trods en vækst på 14 pct. i kvartalet – trods alt tale om en reduktion af arbejdskapitalen og en forbedring af cash flow i forhold til første kvartal 2010. ”Fremover skal en årlig salgsvækst på 10 pct. fremover forenes med en lavere vækst i arbejdskapitalen – og dermed likviditetsforbruget,” understreger Kurt Pedersen Kaalund.

Auriga har i løbet af et par år formået at få sine leverandører til at finansiere cirka 15 pct. af omsætningen – mod før 10 pct., og målsætningen er 20 pct. Lagerbindingen er samtidig bragt ned fra 35 til 30 pct. af omsætningen og skal videre ned til 25 pct. Men i Auriga er det, ligesom i Danfoss, særligt afgørende for den fortsatte forbedring af pengestrømmene, at investeringsbehovet bliver bragt ned. Begge koncerner satser på, at lægge en større del af produktionen ud til underleverandører.

Danfoss og Auriga er eksempler på virksomheder, der vil vokse organisk, samtidig med at likviditeten bliver forbedret og nettogælden formindsket, selv om de som henholdsvis maskinproducent og leverandør til landbruget egentlig befinder sig i brancher, hvor vækst ifølge Georgia Techs undersøgelse typisk koster på det frie cash flow – om end der også i disse brancher er vigtige undtagelser.

Netop i disse brancher – der udgør cirka 40 pct. af de undersøgte – kan det være afgørende, at man kan gøre sin virksomhed til en af disse undtagelser. Her kan en virksomhed skabe sig en ganske særlig konkurrencefordel, hvis den kan vokse, samtidig med at den øger sit cash flow.

Morten Sørensen
redaktionen@ugebrev.dk

TEMA Her er Danmarks dygtigste topdirektører

FLSmidths Jørgen Huno Rasmussen er landets dygtigste adm. direktør, viser Økonomisk Ugebrevs årlige Direktør-Rating af CEO'ernes ledelsesevner i de 60 største børsnoterede selskaber. Årets DirektørRating, som bygger på svar fra 27 aktieanalytikere i danske banker og børsrådgivere, viser, at analytikerne peger på hele fem topdirektører på en fælles 2. plads. Det drejer sig om Niels Smedegaard Andersen fra A.P. Møller-Mærsk, Lars Rebien fra Novo Nordisk, Steen Riisgaard fra Novozymes og endelig Jørgen Buhl Rasmussen fra Carlsberg, som ligger i gulddivisionen. På nær en enkelt direktør, nemlig for Jørgen Buhl Rasmussen, svarer alle placeringerne til resultatet i sidste års Direktør-Rating. Carlsbergs CEO er flyttet et lille hak op og er dermed kommet med i den eksklusive klub af de allerdygtigste topdirektører i børsnoterede selskaber.

I den efterfølgende sølvdivision med en meget flot vurdering af ledelsesevner er elleve topdirektører placeret. Af de elleve CEO'er bliver hele otte af dem vurderet højere end sidste år, og fortsætter nogle af disse direktører fremgangen næste år, vil de være meget tæt på en placering i gulddivisionen. Bent Naur fra Ringkjøbing Landbobank springer fra en 11. plads sidste år til en 8. plads i år. En del af forklaringen er antageligt, at mens der er væltet skeletter ud af rigtig mange banker det seneste år, så har Ringkjøbing Landbobank kørt rigtig flot igennem. Meget tyder i dag på, at den vestjyske bank som eneste meget ekspansive bank har håndteret udlånsvæksten uden efterfølgende at stå med massive udlånstab. Med andre ord er Bent Naurs ledelsespræstationer blevet sat i ekstra perspektiv det seneste år.

Bent Naur bliver efterfulgt af en kollega fra banksektoren, nemlig Nordeas koncernchef Christian Clausen på en 9. plads. Han får dog en lidt lavere bedømmelse end i sidste års rating. Nordea har sammen med Ringkjøbing Landbobank udmærket sig ved at være en af de få banker, der har klaret sig gennem finanskrisen uden de store skrammer. Næste bankdirektør på ranglisten er Spar Nords Lasse Nyby og Jyske Bank Anders Dam, som er sprunget fra sidste års bundplacering som nummer 50 til en middelkarakter som nummer 33.

Christian Sagild ligger også i sølvdivisionen. Han går tolv pladser frem på ranglisten - fra en 27. plads sidste år til en 15. plads i år. Efter Tryg Forsikring og forhenværende koncernchef Stine Bosses stribe af nedjusteringer sidste år, er også Topdanmarks stærke performance blevet sat i perspektiv. Tryg forklarede hovedparten af nedjusteringerne med generelle forhold, som også burde ramme de øvrige forsikringselskaber. Men Topdanmark viste en enestående robusthed, som nu bliver belønnet af analytikerne.

TDC's Henrik Poulsen går også solidt frem i dette års DirektørRating - fra en 24. plads til en 14. plads, på trods af et aktiesalg i efteråret, som efterfølgende udviklede sig meget negativt med et kursfald på ca. 20 pct., ikke mindst på grund af den skærpede konkurrence med discount mobiludbyderen Onfone. Efter TDC's overtagelse af Onfone er aktien steget pænt igen, og Henrik Poulsen har også de seneste år styrket lønsomheden i TDC ganske markant så telekoncernen nu ligger i en international topklasse.

Morten W. Langer
mwl@ugebrev.dk

Se tabellerne side 9

Daniscos Knutzen varetog aktionærinteresser

Daniscos Tom Knutzen rykker også lidt frem i dette års rating - fra en 18. plads sidste år til en 16. plads i år. Efter nogle år med lidt svage resultater, begyndte Tom Knutzen for alvor at levere varen for halvandet år siden. Efterfølgende er det blevet til en nærmest ubrudt stribe af opjusteringer kvartal for kvartal. Under opkøbsforløbet med Duponts belejring af Danisco - med ledelsens samtykke, har det været ivrigt debatteret, om Tom Knutzen mere varetog egne privatøkonomiske interesser end aktionærernes interesser. For at få analytikernes holdning hertil, har vi i dette års Direktørrating spurgt analytikerne, om de vurderer at ledelsen har varetaget aktionærernes interesser: Samlet set falder svaret ud til Tom Knutzens fordel, men holdningen er langt fra entydig. Af de 24 svar siger ni analytikere (38 pct.) ja til, at han har varetaget aktionærernes interesser på tilfredsstillende vis. Seks analytikere (25 pct.) siger nej, og endelig siger de resterende ni analytikere (38 pct.) "ved ikke".

DirektørRating: Sådan har vi gjort

Økonomisk Ugebrevs årlige DirektørRating tager udgangspunkt i udsendte elektroniske spørgeskemaer til i alt 113 aktieanalytikere og porteføljemanagere. De er blevet anmodet om at deltage i ratingen af direktørerne hos large- og midcapselskaber, der er noteret på OMX Nasdaq i København. 27 aktieanalytikere og porteføljemanagere har deltaget, hvilket svarer til en svarprocent på 24.

Respondenterne har givet en generel vurdering af direktørernes evner og dygtighed set ud fra et aktionær-synspunkt. Karakterskalaen går fra 1 (lavest) til 5 (højest). Respondenterne har kun givet karakterer til de direktører, hvor de har haft et tilstrækkeligt kendskab til selskabet og direktøren. Desuden har vi undladt at udregne ratingscore for de administrerende direktører, der har fået tre eller færre bedømmelser.

TEMA Her er taberne i årets DirektørRating

Søren Boe Mortensen, adm. direktør i Alm. Brand lander i år som bundskraber i Økonomisk Ugebrevs DirektørRating med en karakter på blot 1,3. Ni ud af tolv respondenter, der har bedømt ham, har givet den absolutte bundkarakter 1. Søren Boe Mortensen får således ikke mange point for, at hans selskab på sin vis har taget den ærefulde vej, når nu problemerne med Alm. Brand Bank var en realitet. Man kunne have valgt at lade Finansiell Stabilitet overtage banken, og dermed tørre tabet af på skatteyderne. I stedet lod man aktiemarkedet tage tabet, bl.a. gennem en aktieemission tidligere på året. Men det bliver straffet benhårdt af samme aktiemarked.

Ydermere: Selv om skaden er sket, og tabet ikke kan undgås, så mener samtlige respondenter tillige, at det vil styrke selskabets aktiekurs, hvis Søren Boe Mortensen forlader posten. 75 pct. mener endog, at kursstigningen vil være på mindst 10 pct. Dette på trods af, at en ny direktør næppe vil kunne lægge kursen meget om i et selskab, hvor næsten 60 pct. af aktierne ligger hos en forening, der formelt er styret af forsikringstagerne.

Overordnet er det dog fortsat Søren Boe Mortensen, som anses for at være hovedansvarlig for de seneste års dramatiske nedtur. Havde ejerforeningen ikke haft en milliard parat til at indskyde i frisk kapital, havde der ikke været et Alm. Brand Bank i dag. Havde der ikke været en "beskyttende" kontrollerende ejerforening, hvor bestyrelsesformanden og Søren Boe Mortensen har kørt parløb, havde CEO'en næppe heddet det samme i dag, som for ét år siden.

Også i dette års DirektørRating er bundlisten præget af finans og biotek. Samtlige direktører i de fem ratede biotekselskaber i midcap – NeuroSearch, Zealand Phama, Genmab, ALK Abello og Bavarian – har karakterer under 3. Bavarians Anders Hedegaard og ALK Abellos Jens Bager, der også blev vurderet sidste år, har endda fået et yderligere tryk nedad. Bavarian har som bekendt taget et enormt kursdyk dette forår, efter at der nu igen-igen skal hentes nye penge. De seneste års varselde store ordrer på koppevaccine er udeblevet, og der har været store problemer med indkøring af selskabets produktionsfacilitet. I ALK Abello har Jens Bager skuffet med en langsommere markedsindtrængning med græspollenpillen Grazac end forventet. Og i Genmab får den nye direktør Jan G. J. Van de Winkel kun en lidt bedre rating end sin forgænger Lisa Drakeman.

"Van de Winkel har fået landet en fin ændring af aftalen med GSK, og han har også fået sat gang i en del andre ting. Men for branchen generelt ser man billedet af de mange skuffelser, der har været de seneste 12-24

måneder," siger Thomas Bowers, biotekanalytiker i Danske Bank. Så hvad sektoren – og dens direktører – har brug for nu, er et par projekter der lykkes, og som giver investorerne nyt mod på og tillid til investeringer i biotek. Det handler ikke kun om dygtighed, men i høj grad også om held til at satse på de rigtige stoffer. Thomas Bowers mener, at det netop omkring valg af "de rigtige" stoffer er afgørende for, om dansk biotek kan komme tilbage. "Globalt set har biotekselskaber klaret sig udmærket, men vi mangler i høj grad nogle succeser her i Danmark," siger han.

Umiddelbart efter ratingen i 2010 trak NeuroSearchs daværende direktør Flemming Pedersen sig tilbage (for at blive CFO hos ALK Abello), og han blev senere afløst af Patrik Dahlen, der får den højeste karakter af biotekdirektørerne, nemlig 2,6. Dette kan muligvis af de øvrige direktører opleves som en uretfærdighed, da netop NeuroSearch har leveret en af de meget store skuffelser.

Sten Thorup Kristensen
skr@ugebrev.dk

Se tabellerne side 9

4 af 5 dumpe-direktører i 2010 Rating er væk

Fire ud af de fem lavest vurderede adm. direktører fra Økonomisk Ugebrevs DirektørRating 2010 er siden sidste års opgørelse forsvundet. Eller med andre ord – de er blevet fyret eller har selv sagt op. Sandsynligvis var det en tilfældighed, at Genmabs Lisa Drakemann allerede én uge efter offentliggørelsen af DirektørRating 2010 blev fyret. Det skete under omstændigheder, som stadig henstår i det uvisse. I dagene efter fyringen, som skete med dags varsel, var der indkaldt til pressemøde om hændelsen, men til alles overraskelse fortalte bestyrelsesformanden ikke noget om baggrunden. Sidste års absolutte bundskraber i ratingen, adm. direktør Dan Hammer fra Parken Sport & Entertainment, blev som bekendt også fyret. Det var dog ikke den store overraskelse, da han var Flemming Østergaards "mand" og adm. direktør mere af navn end af gavn. Kaj Erik Larsen fra Greentech lå også i ratingoversigtens bundgruppe. Siden har italienske GWM overtager kontrollen og direktørposten i Greentech. Endelig findes Amagerbankens tidligere adm. direktør Jørgen Brændstrup som bekendt ikke længere på listen. I forbindelse med det dramatiske opgør om magten om Amagerbanken, gik han sammen med bestyrelsesformand N.E. Nielsen. Amagerbanken har siden været en tur omkring Finansiell Stabilitet, og bankens privatkundedel blev forleden solgt til BankNordik.

De 30 bedste direktører 2011

Placering	Selskab	Direktør	Karakter	Respond.	Placering 2010	Karakter 2010	Op/ned
1	FLSmidth	Jørgen Huno Rasmussen	4,9	11	1	4,8	0,1
2	A.P. Møller - Mærsk	Nils Smedegaard Andersen	4,7	11	2	4,7	0,0
2	Carlsberg	Jørgen Buhl Rasmussen	4,7	10	5	4,6	0,1
2	Novo Nordisk	Lars Rebie Sørensen	4,7	10	3	4,7	0,0
2	Novozymes	Steen Riisgaard	4,7	10	4	4,7	0,0
2	Coloplast	Lars Rasmussen	4,7	9	-	-	-
7	DSV	Jens Bjørn Andersen	4,5	11	11	3,8	0,7
8	Ringkjøbing Landbobank	Bent Naur	4,4	10	6	4,6	-0,2
9	Nordea	Christian Clausen	4,3	9	10	3,9	0,4
10	Solar	Flemming H. Tomdrup	4,2	6	7	4,3	-0,1
11	Chr. Hansen	Lars Frederiksen	4,1	10	-	-	-
12	Satair	John Stær	4,0	8	17	3,4	0,6
12	William Demant	Niels Jacobsen	4,0	10	14	3,7	0,3
14	TDC	Henrik Poulsen	3,9	9	24	3,2	0,7
14	Topdanmark	Christian Sagild	3,9	9	27	3	0,9
14	Danisco	Tom Knutzen	3,9	8	18	3,4	0,5
14	DFDS	Niels Smedegaard	3,9	7	26	3,1	0,8
18	Royal UNIBREW	Henrik Brandt	3,7	7	-	-	-
19	Ambu	Lars Marcher	3,6	9	-	-	-
20	D/S Norden	Carsten Mortensen	3,5	11	12	3,7	-0,2
20	H. Lundbeck	Ulf Wiinberg	3,5	6	38	2,8	0,7
20	NKT Holding	Thomas Peider Hofman-Bang	3,5	11	16	3,6	-0,1
23	IC Companys	Niels-Ole Nørgaard Mikkelsen	3,4	9	13	3,7	-0,3
23	Jeudan	Per Wetke Hallgren	3,4	7	29	3	0,4
23	Bang & Olufsen	Tue Manton	3,4	8	-	-	-
26	Tryg	Morten Hübbe	3,3	9	-	-	-
26	Østasiatiske Kompagni	Niels Henrik Jensen	3,3	9	22	3,2	0,1
26	SimCorp	Peter Lorens Ravn	3,3	11	9	4	-0,7
26	SAS	Rickard Gustafson	3,3	4	41	2,6	0,7
30	Spar Nord Bank	Lasse Nyby	3,2	9	32	2,9	0,3

Note: Manglende tal fra 2010 skyldes skift i direktører, nynoteringer eller skift til midcap.

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

De 25 dårligste direktører 2011

Placering	Selskab	Direktør	Karakter	Respond.	Placering 2010	Karakter 2010	Op/ned
55	Alm. Brand	Søren Boe Mortensen	1,3	12	54	1,5	-0,2
54	Vestas	Ditlev Engel	1,7	10	20	3,4	-1,7
53	Bavarian Nordic	Anders Hedegaard	2,0	9	31	2,9	-0,9
52	Genmab	Jan G. J. Van de Winkel	2,1	7	-	-	-
49	ALK Abello	Jens Bager	2,3	11	34	2,9	-0,6
49	Vestjysk Bank	Frank Alex Kristensen	2,3	9	25	3,2	-0,9
49	Auriga Industries	Kurt Pedersen Kaalund	2,3	6	40	2,7	-0,4
47	Torm	Jacob Meldgaard	2,4	10	49	2,1	0,3
47	BankNordik	Janus Petersen	2,4	5	-	-	-
45	Sydbank	Karen Frøsig	2,5	10	-	-	-
45	Danske Bank	Peter Straarup	2,5	13	43	2,5	0,0
43	Zealand Pharma	David H. Solomon	2,6	9	-	-	-
43	NeuroSearch	Patrik Dahlen	2,6	8	-	-	-
40	Tivoli	Lars Liebst Poulsen	2,8	4	42	2,5	0,3
40	Københavns Lufthavne	Thomas Woldbye	2,8	4	-	-	-
40	Össur hf.	Jon Sigurdsson	2,8	6	-	-	-
35	United International Enterprises	Ulrik Juul Østergaard	3,0	5	-	-	-
35	Sparekassen Lolland	Lynge Thang Jørgensen	3,0	2	-	-	-
35	Per Aarsleff	Ebbe Malte Iversen	3,0	5	-	-	-
35	Pandora	Mikkel Vendelin Olesen	3,0	9	-	-	-
35	Flügger	Søren Peschardt Olesen	3,0	5	37	2,8	0,2
34	Thrane & Thrane	Walther Thygesen	3,1	8	19	3,4	-0,3
31	Jyske Bank	Anders Dam	3,2	12	50	2,1	1,1
31	Rockwool International	Eelco Lucas Dudok van Heel	3,2	11	23	3,2	0,0
31	Schouw & Co.	Jens Bjerg Sørensen	3,2	5	-	-	-

Note: Manglende tal fra 2010 skyldes skift i direktører, nynoteringer eller skift til midcap.

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

TEMA Sådan klarer de nye adm. direktører sig

Sydbanks nye adm. direktør Karen Frøsig er ikke kommet særligt overbevisende fra start, viser Økonomisk Ugebrevs årlige DirektørRating, hvor vi sætter fokus på analytikernes vurdering af ni "nye" CEO'er, som ikke blev bedømt i sidste års rating. Fire af de nye direktører bedømmes til at have ledelsesevner over middel af analytikerne. Det drejer sig om topscoren, Lars Frederiksen fra Chr. Hansen, som blev børsnoteret sidste år. Herefter kommer Bang & Olufsens nye CEO, det tidligere bestyrelsesmedlem Tue Mantoni, der får en nydelig karakter på forventet efterbevilling og antagelig på grund af tidligere stærke ledelsespræstationer. Endelig får også Trygs Morten Hübbe karakter over middel – og højere rating end den, analytikerne sidste år gav forhenværende koncernchef Stine Bosse.

Sydbanks mangeårige adm. direktør Carsten Andersen gik sidste sommer på pension, og han blev som bekendt erstattet ved en intern rekruttering af bankens juridiske chef Karen Frøsig. Hun har nu overtaget Stines Bosses position som den kvindelige chef, der har det største danske selskab under sig. I DirektørRatingen opnår hun karakteren 2,5 (svarende til en 45. plads) og altså et godt stykke under middelkarakteren 3,0.

Carsten Andersen, der fik en 15. plads i 2010, blev uden tvivl belønnet for, at han var en af de bankdirektører, der bedst har formået at styre sin bank helskindet gennem finanskrisen. Det har Karen Frøsig firet lidt på med noget større end forventede tabshensættelser i årsregnskabet for 2010. De ekstra hensættelser blev heller ikke forklaret særligt klart, men det blev dog oplyst, at Finanstilsynet havde været på tilsynsbesøg. Netop denne begivenhed afspejler måske, hvorfor analytikerne ser med en vis skepsis på Karen Frøsig. De kender hende ikke særligt godt endnu. Hun har ikke rigtigt fået mulighed for at træde i karakter.

Det mest omtalte direktørskifte fandt sted i Tryg, hvor Stine Bosse havde en meget høj profil – både i kraft af sin udadvendte stil og i kraft af sin status som den mest magtfulde kvinde i dansk erhvervsliv. Der gik dog dog ridser i lakken, da Tryg sidste forår præsenterede aktiemarkedet for flere nedjusteringer. I januar i år overlod hun så roret til sin mere anonyme næstkommanderende, Morten Hübbe. Selv om han også sad i den direktion, der leverede de skuffende resultater, kvitterer analytikerne og porteføljemanagerne med en lidt højere rating end Stine Bosse fik sidste år. "Tryg har præsteret et meget dårligt 2010, og Morten Hübbe har et medansvar for det. Men han bliver betragtet som en

hårdtarbejdende og dygtig mand. Udadtil er han som type mere en gammeldags tjenestemand. Men han vil formentlig kun ændre stilen lidt i forhold til forgængeren," vurderer en analytiker.

Den tidligere chef for IC Company, Mikkel Vendelin Olesen, overtog direktørstolen i Pandora ved sidste års børsnotering. For investorerne i Pandora har oplevelsen været blandet – og den seneste måned meget negativ. Efter op- og nedture ligger aktien markant uden emissionskursen i 210, efter en tur i 370. Vendelin har det med at være der, hvor der er store kursbevægelser: Da han tiltrådte hos IC Company blev årsforventningen kraftigt nedjusteret, med et efterfølgende kursfald. Nedjusteringen blev kraftigt kritiseret af den afgående CEO, som insinuerede, at der var tale om manipulation. Det efterfølgende år steg aktien igen markant, efter den ene opjustering efter den anden. Denne gang får Mikkel Vendelin Olsen en neutral 3,0-karakter af analytikerne, der tilsyneladende ikke rigtig ved, hvilket ben de skal stå på.

De nye direktører kan med et blik på listen få fornemmelse af den belønning i form af bedre rating, der venter dem, hvis de leverer tilfredsstillende resultater i de kommende år. Nogle af højdespringerne er således dem, der var relativt nye sidste år. Det er især udpræget for Christian Sagild, der satte sig for bordenden i Topdanmarks direktion i juni 2009, og som med en fremgang i rating på 0,9 til nu 3,9 er godt på vej op i superligaen. Jens Bjørn Andersen har haft et år mere til at vise sit værd som topchef for DSV. Men det er også gået selskabet godt, og med en fremgang på 0,7 i karakteren bliver han ratet som nr. 7 på listen. Et tilsvarende forløb, blot længere nede ad listen, ses for Ulf Wiinberg fra Lundbeck. Også han tiltrådte i sommeren 2008, og han fik sidste år blot karakteren 2,8. I år er den steget til solide 3,5.

Sten Thorup Kristensen
skr@ugebrev.dk

►► Lidt bedre ratings til fire ud af fem nye direktører

	2011		2010	
	Direktør	Karakter	Direktør	Karakter
Sydbank	Karen Frøsig	2,5 (45)	Carsten Andersen	3,6 (15)
Tryg	Morten Hübbe	3,3 (26)	Stine Bosse	3,0 (28)
B&O	Tue Mantoni	3,4 (23)	Kalle Hvidt Nielsen	3,2 (21)
Genmab	Jan G. J. Van de Winkel	2,1 (52)	Lisa Drakeman	1,4 (55)
Neurosearch	Patrik Dahlen	2,6 (43)	Flemming Pedersen	2,2 (45)

Note: Placering sidste år er angivet i parentes
Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

TEMA Ditlev Engel får dumpekarakter af analytikere

Vestas' koncernchef Ditlev Engel bliver i 2011-udgaven af Økonomisk Ugebrevs årlige DirektørRating udsat for en "nedjustering" uden sidestykke. Analytikernes gennemsnitlige vurdering af Engels ledelsesevner bliver denne gang sat ned fra 3,4 til 1,7, dvs. fra en karakter pænt over middel på 3,0 – til en karakter mellem ringeste og næstringeste karakter. Omregnes denne vurdering til den virkelige verden, er der tale om entydig dumpekarakter. Velkendt er det, at det seneste år har været ekstremt udfordrende for Vestas og Ditlev Engel. Meget tyder dog på, at analytikernes skepsis overfor Vestas' koncernchef mest skyldes mangel på tillid. Hvert kvartal det seneste år har således været præget af ekstrem svag kommunikation med investorpræsentationer, der har været grænsende til det pinlige, godt understøttet af en stribe udenoms svar eller ingen svar på analytikerspørgsmål.

Direktøren oversolgte

Fortrædelighederne startede sidste eftersommer ved fremlæggelsen af regnskab for første halvår 2010, som gav underskud. Analytikerne stillede spørgsmål ved, om Ditlev Engel fortalte hele sandheden om udviklingen i indtjeningsmarginalen på de store ordrer, og om hvorvidt salgspriserne var under pres. Han forklarede, at det ringe resultat alene skyldtes ringe kapacitetsudnyttelse, at overskudsgraden i 1. halvår var negativ.

Faktum var også, at den nedjusterede årsforventning dog fortsat krævede, at 2. halvår 2010 skulle ende med en omsætning på 4,3 mia. euro og 600 mio. euro i driftsoverskud, svarende til en overskudsgrad på 14 pct. Forventningen til hele 2010 blev sat ned til 6 mia. euro i omsætning og en overskudsgrad på 5-6 pct. - mod den tidligere forventning på 7 mia. euro i omsætning og 10-11 pct. i overskudsgrad.

I regnskabet for 3. kvartal kom så erkendelsen af, at ekspansionsplanen ikke holdt vand. Der meldes om fyringer af 3.000 medarbejdere og vage meldinger om 2011. Vestas har indtil dette tidspunkt set sig selv som en vækstvirksomhed. Ledelsens udmeldinger er kvartal efter kvartal blevet krydret med en kombination af mangelfuld og upræcis information om den aktuelle situation og en alt for optimistisk vækststrategi, trods generelt ringere markedsvilkår og overoptimistiske historier om, at Vestas ikke var påvirket af prispres og faldende efterspørgsel. Spørgsmål om, hvorvidt den generelle markedssvaghed ville ramme Vestas er den ene gang efter den anden arrogant blevet afvist uden nærmere forklaringer. Samtidig varsles det, at Vestas

måske vil ændre indtægtskriterium i regnskabsaflæggelsen, så indtægterne udskydes tidsmæssigt.

Regnskab med sminke

I november 2010 melder Vestas i en 33 siders børsmeddelelse om effekter af den varslede praksisændring: Indførelse af den nye praksis vedrørende indtægtsregistrering af supply-and-installation projekter betyder, at den historiske omsætning op til den 30. september 2010 er udskudt med 2,9 mia. euro, som vil blive indtægtsført i de kommende perioder, oplyser selskabet. Justeringen af tidligere års overskud betyder, at det tidligere bogførte overskud for 2009 reduceres med 64 pct., mens effekten for helåret 2010 er positiv på driftsresultatet med skønsmæssigt plus 40 pct., vurderer analytikere. Opfattelsen er, at ændringerne kan virke som regnskabsminke, som alene har til formål at dække over en negativ udvikling. Ingen andre vindmølleproducenter har fulgt samme IFRS-ændring.

Praksisændringen efter regnskabet for 3. kvartal gør det umuligt at vurdere indtjeningsudviklingen i 4. kvartal efter gammel praksis. Dermed ender selve regnskabet for 4. kvartal 2010 med at blive en non-event, mens analytikerne alene ser fremad: I de udmeldte forventninger er Ditlev Engel tilsyneladende mere realistisk end tidligere. Der forventes nye ordrer på ca. 7.000 MW i 2011, overskudsgraden forventes uændret på 7 pct. Om 2011-indtjeningen oplyses bl.a.: "Indtjeningen påvirkes af, at der i 2011 kun forventes et beskedent indtjeningsbidrag fra de nye produkter, at enkelte fabrikker ligger stille, mens de bygges om til V112-3.0 MW-produktion, (...) og at Vestas' organisation og hermed samlede omkostningsniveau afspejler forventningerne om en væsentlig stigning i forretningsvolumen inklusive service i årene frem mod 2015," hedder det.

Efter 1. kvartal 2011 får aktien endnu et tryk nedad. Selvom ledelsen på forhånd har meldt om underskud i 1. kvartal, svigter ordreindgangen i forhold til analytikernes forventning. Efter 1. kvartal var kun 700 MW af de 7.000 forventede MW i hus. Årsforventningen fastholdes, og der varsles overskud i 2. kvartal. Dermed bliver de næste kvartaler antageligt også helt afgørende for Ditlev Engels overlevelse som koncernchef for Vestas. Skal Vestas hente ny kapital, hvilket ikke kan afvises, kan Ditlev Engel blive meget kostbar for selskabet – og aktionærerne, vurderer analytikerne, der mener, at Vestas-aktien vil stige ved koncernchefens afgang. Heraf mener en tredjedel, at den vil stige mere end 10 pct.

Morten W. Langer
mwl@ugebrev.dk

TEMA Straarups afløser skal findes eksternt

Afløseren for Danske Banks koncernchef Peter Straarup, 60, skal findes eksternt, hvis det står til aktieanalytikerne. I Økonomisk Ugebrevs årlige DirektørRating har vi spurgt analytikerne om deres foretrukne afløser for Peter Straarup, som forventes at gå på pension inden for nogle år. Vi har bedt analytikerne om at pege på ét af de nuværende direktionsmedlemmer, som deres foretrukne kandidat, eller om de foretrækker en ekstern kandidat, altså én ny topchef rekrutteret udenfor banken.

Som det fremgår af tabellen foretrækker godt 30 pct. af analytikerne en ekstern kandidat, andre knap 40 pct. "ved ikke". Og som den foretrukne kandidat fra den nuværende direktion peges på bankens tidligere CFO og nuværende chef for den danske bankforretning, Tonny Thierry Andersen. Til gengæld peger kun 19 pct. af analytikerne på ham, hvilket næppe kan siges at være et overbevisende kandidatur.

Med andre ord står det efter analytikernes vurdering sløjt til, når det gælder oplagte interne kandidater til en ny koncernchef. Det understøtter hypotesen om, at Peter Straarup bliver siddende mindst 3-4 år endnu, og indtil der tegner sig et mere klart billede af en intern afløser. Den store andel "ved ikke" svar antyder sandsynligvis, at en stor andel af analytikerne forventer en intern rekruttering, men de kan blot ikke se den oplagte kandidat – endnu.

Tonny Thierry Andersen er for lidt over et halvt år siden forfremmet fra CFO til øverste chef for den danske bankforretning. Han har trådt sine barnesko i den finansielle sektor og været forbi både investeringsrådgivning, corporate finance og posten som kreditchef (i Forstædernes Banks datterselskab). Siden 1999 i Danske Bank, medlem af eksekutivkomiteen siden 2003, direktionen fra 2006. I et portræt på Danske Bank hjemmeside oplyses desuden, at han har vundet Danmarksmesterskabet i judo ni gange, og da Danske Banks direktion for nylig inviterede til pressekommissionen med direktionen for en snæver kreds af journalister, var Tonny Thierry Andersen uden tvivl den, der havde mest gennemslagskraft, bedste kommunikationsevner og karisma. Hans baggrund som CFO for Danske Bank gør ham måske også mere velegnet end en kreditmand, da bankens fremtidige lønsomhed i høj grad kommer til at handle om interne processer, internet-baserede udviklingsprojekter og effektiviseringer, som den traditionelle bankmand nok ikke har som kernekompetence.

Efter det oplyste hælder også en del af Danske Banks egne medarbejdere til, at Tonny Thierry Andersen aktu-

elt er det bedste bud. Men vurderingen er også, at hvis der skal ske en intern rekruttering indenfor de næste 2-3 år, så skal kandidaten køres i stilling nu. Samtidig lyder vurderingen, at Straarup vil sikre sit (gode) eftermæle ved at aflevere en toptunet bank, og det arbejde kan godt tage mindst et par år mere.

Morten W. Langer
mwl@ugebrev.dk

►► Analytikervar om Straarups afløser

Peter Straarup er for nyligt fyldt 60 år. Angiv venligst hvem af følgende, du helst ser som ny CEO i Danske Bank, når han fratræder

		Pct.	Svar
1	Tonny Thierry Andersen (danske forretninger)	19,2	5
2	Thomas F. Borgen (udenlandske forretninger)	7,7	2
3	Henrik Ramlau-Hansen (økonomidirektør)	0,0	0
4	Georg Schubiger (koncern service center)	0,0	0
5	Per Damborg Skovhus (koncernkredit)	0,0	0
6	Ekstern kandidat	30,8	8
7	Ved ikke	42,3	11
Total			26

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

Straarup får stadig karakter under middel

Danske Banks koncernchef Peter Straarup får stadig en karakter under middel af analytikerne. Gennemsnitskarakter er i forhold til sidste års DirektørRating kun steget fra 2,5 til 2,6 – og altså stadig ganske meget under middelkarakteren på 3,0. Bag den fortsatte negative vurdering af Peter Straarups ledelsesevner ligger efter det oplyste forhistorien fra før finanskrisen - med en ganske betydelig risikotagning og voldsom gældsgearing af egenkapitalen, blandt andet til opkøb i Finland, Nordirland og Irland. Det seneste regnskab for 1. kvartal 2011 viser, at det irske datterselskab fortsat tynger meget hårdt på den samlede bundlinje. Til gengæld er der fremgang i Sverige, Norge og Finland, hvor den økonomiske situation er bedre end i Danmark. Tilsyneladende har det ikke gjort det store indtryk på analytikerne, at Danske Bank faktisk har formået at hente tyve mia. kr. i ny aktiekapital, bakket op af de to storaktionærer A.P. Møller-Mærsk og Realdania. Efter det seneste kvartalsregnskab blev Danske Bank-aktien sendt på en gevaldig glidetur, og det var ikke mindst større tabshensættelser end ventet, der var en negativ overraskelse. Hos Moody's er Danske Banks internationale kreditrating to trin bedre fordi banken anses som systemisk vigtig, hvorved staten uanset bankafviklingsmodeller vil holde hånden under banken. Til gengæld er kreditspændet på usikrede bankobligationer ca. 50 pct. højere end eksempelvis for Nordea.

Overskrifter fra Nyhedsbrev for Bestyrelser og AU

Nyhedsbrev for Bestyrelser nr. 10 den 27. maj

- Shortsalg-mistanke trods lock-up i Pandora
- Frustration over forløb af Danisco-salg
- Rating: Den modne, erfarne og solide CEO topper
- Bankbestyrelser glider af på uafhængighedskrav
- Interview med Carsten Koch om offentlig-privat
- Lean virker faktisk bedre i kontoret end i fabrikken
- EU vil modernisere selskabsretten
- Oversigt: Internationale rapporter
- Bestyrelsen indgår aftale med ejeren
- Ansvarsforsikringer - og hvad de kan bruges til
- Årshjulet: Bestyrelsen skal have et mål

Nyhedsbrev for Bestyrelser henvender sig til bestyrelsesmedlemmer og deres rådgivere, samt direktører som gerne vil informeres om nye tendenser indenfor praktisk bestyrelsesarbejde og samarbejdet mellem direktion og bestyrelse. Der er i disse år stigende fokus på bestyrelsens rolle og måde at arbejde på. Normen for "godt" bestyrelsesarbejde er under hastig forandring. Bestyrelserne bliver mere aktive, engagerede og får dermed også et større ansvar. Det har samtidig skærpet bestyrelsesansvaret.

Modtag gratis to numre af Nyhedsbrev for Bestyrelser:

www.bestyrelsen.dk/intro

AktieUgebrevet nr. 18 den 22. maj

- Schouw styrer mod solid opjustering
- Underliggende vækst hos Ringkjøbing Landbobank
- Stigning på vej efter 30 % kursfald for Vestas
- Stærkt Pandora foran store udfordringer
- Brøndbyernes IF har stor 'skjult' pengekasse
- ALK-Abellós græspollentablet forsinkes i USA
- AktieUgebrevets Styrkeindeks
- Ustabil sidelæns bevægelse holder ikke
- Sorte skyer trækker op over aktiehimmel
- Storaktionær fortsætter opkøb i Topdanmark
- Vestas på vej tilbage efter styrtduk
- Pandora mister en femtedel af sin værdi

AktieUgebrevet indeholder korte analyser og kommentarer om enkeltaktier og om det generelle aktiemarked. AktieUgebrevets flagskib er to modelporteføljer, dels Basisporteføljen som består af solide danske aktier, dels Spekulationsporteføljen, som består af aktier typisk for den mere risikovillige investor. Afkastet har siden starten i august 2003 været markant bedre end markedet. Abonnenter modtager mails og/eller SMS ved køb og salg i de to modelporteføljer og ved vigtige begivenheder på aktiemarkedet.

Køb her seneste udgave af AktieUgebrevet:

www.aktieugebrevet.dk/udgivelser

Vil du videre i din rolle som bestyrelsesmedlem?

Læs mere om CfLs bestyrelsesdøgn på www.cfl.dk/bestyrelsen

cfl
Center for Ledelse



Globalt overblik

Internationale nyhedspluk fra ugen

GS: Kinesisk vækst på vej ned mod 8 pct. Det kinesiske [Shanghai aktieindeks](#) er nu igen i en langsigtet faldende trend, efter dyk ned gennem 200 dages glidende gennemsnit. Ud over et par korte ture ned under det glidende gennemsnit det seneste år, har mere massive brud også varslet generelle kursfald på de vestlige aktiemarkeder. Ifølge FT Alphaville har Goldman Sachs netop nedjusteret forventningen til den økonomiske vækst i Kina til otte pct. i 2. kv. "Our new GDP estimates show a significant slowdown in 2Q 11 to 8.0 percent q-o-q (significantly below trend), then recovering towards trend in 3Q 11 at 9.0 percent and returning to trend in 4Q 11 at 9.3 percent. This is both a sharper and more extended slowdown than we had previously forecast," hedder det på [FT Alphaville](#).

Kæmpe risikoophobning i EU-centralbank. Den europæiske centralbank, ECB, har milliarder af euro på balancen, som består af særdeles usikre værdipapirer, opkøbt i markedet for at understøtte finansielle institutioner og gældsramte stater under finanskrisen. "Since the beginning of the financial crisis, banks in countries like Ireland, Portugal, Spain and Greece have unloaded risks amounting to several hundred billion euros with central banks. The central banks have distributed large sums to their countries' financial institutions to prevent them from collapsing. They have accepted securities as collateral, many of which are - to put it mildly - not particularly valuable. These risks are now on the ECB's books because the central banks of the euro countries are not autonomous but, rather, part of the ECB system. When banks in Ireland go bankrupt and their securities aren't worth enough, the euro countries must collectively account for the loss. Germany's central bank, the Bundesbank, provides 27 percent of the ECB's capital, which means that it would have to pay for more than a quarter of all losses," hedder det i en artikel i tyske [Spiegel](#). De enkelte centralbanker bestemmer selv, hvilke papirer, de vil tage som sikkerhed. "The ECB has no obligation to supervise the central banks, nor does it have the ability to monitor individual central banks," forklarer en talsmand fra ECB.

Vækst i Eurozonen under klar opbremsning. Foreløbige PMI-data viser nu, at den økonomiske vækst er faldende i både fremstillingsindustrien og i servicesektoren. "Flash estimates for the Eurozone PMI in May 2011 by Markit, based on more than 80 percent of usual monthly replies, indicate that growth in both the manufacturing and the services sectors in the Eurozone has moderated. The flash manufacturing PMI fell to a seven-month low of 54.8 from

58.0 in April, while the flash services PMI fell to a five-month low of 55.4 from 56.7. Both the leading economies in the Eurozone reported marked lower growth in their manufacturing sectors, with Germany's flash PMI at 58.2 compared to 62.0 in April and France's flash PMI at 55.0 versus 57.5 in April. Germany's flash services PMI came in at 54.9 compared to 56.8 in April. Growth in France's services sector was quite stable, though, with the PMI registering 62.8 compared to 62.9 in April," skriver [Investmentpostcards.com](#).

Hvad sker der, hvis Grækenland går i default? Det engelske dagblad The Telegraph tegner et uhyggeligt billede af, hvad der kan ske, hvis Grækenland defaultter med sin statsgæld. En mulighed, der bliver stadig mere sandsynlig efter at redningspakkerne begynder at få indenrigspolitiske konsekvenser i de mere sunde EU-lande, blandt andet Tyskland (hvor Merkel nu har tabt tre delstatsvalg) og i Finland, hvor EU-modstanderne har vundet en stor valgsejr. "It is when, not if. Financial markets merely aren't sure whether it'll be tomorrow, a month's time, a year's time, or two years' time (it won't be longer than that). Given that the ECB has played the "final card" it employed to force a bailout upon the Irish - threatening to bankrupt the country's banking sector - presumably we will now see either another Greek bailout or default within days. What happens when Greece defaults. Here are a few things: Every bank in Greece will instantly go insolvent. The Greek government will nationalise every bank in Greece. The Greek government will forbid withdrawals from Greek banks. To prevent Greek depositors from rioting on the streets, Argentina-2002-style (when the Argentinian president had to flee by helicopter from the roof of the presidential palace to evade a mob of such depositors), the Greek government will declare a curfew, perhaps even general martial law. Greece will redenominate all its debts into "New Drachmas" or whatever it calls the new currency (this is a classic ploy of countries defaulting). The New Drachma will devalue by some 30-70 per cent (probably around 50 per cent, though perhaps more), effectively defaulting on 50 per cent or more of all Greek euro-denominated debts. The Irish will, within a few days, walk away from the debts of its banking system. The Portuguese government will wait to see whether there is chaos in Greece before deciding whether to default in turn. A number of French and German banks will make sufficient losses that they no longer meet regulatory capital adequacy requirements," hedder det i [The Telegraph](#). Investorerne øger nu kravet til risikopræmie på europæiske finansielle erhvervsobligationer, viser den seneste udvikling i [iTraxx Crossover Financials](#).

Christiansborgstof

Lovforslag, bekendtgørelser og rapporter

Forenkling af indberetning af personalegoder. Et lovforslag om forenkling af administration og indberetning af personalegoder til skattevæsenet bliver alt overvejende modtaget positivt, fremgår det af hørings svarene, fremsendt til **Folketingets Skatteudvalg**. Hovedpunkterne er, at indberetningspligten fremover flyttes fra virksomheden til den enkelte medarbejder. Samtidig etableres en bagatelgrænsen på 1.000 kr. Visse kritiske røster påpeger dog, at det kan virke u hensigtsmæssigt, at hvis beløbet overstiger 1.000 kr. så bliver hele beløbet pludseligt skattepligtigt. Samtidig omfatter det samlede beløb også jule- og jubilæumsgratiale, hvilket gør det vanskeligere at håndtere, lyder det. Under alle omstændigheder er der opbakning til de administrative lettelser i virksomhederne.

Ligger kapitalforvaltningen på for få hænder? Kapitalforvaltere går typisk efter kortsigtede afkast, og det er hverken i samfundets, virksomhedernes eller pensionskassernes interesse. Den problemstilling adresserer EU Kommissionen i grønbogen om god selskabsledelse, som **Folketingets Erhvervsudvalg** nu er blevet bedt om at forholde sig til (på grundlag af en summarisk og upræcis dansk oversættelse). Blandt andet hedder det, at "Ifølge Kommissionen kan manglende interesse hos aktionærene i at holde de finansielle institutioners ledelse ansvarlig føre til utilstrækkeligt ledelsesansvar og fremme overdreven risikotagning. Kommissionen sætter derfor i grønbogen fokus på, hvordan EU-landene kan forbedre aktionærers engagement og få dem til at interessere sig mere for bæredygtige afkast og langsigtede resultater i virksomhederne, og hvordan man kan forbedre forholdene for mindretalsaktionærer. Kommissionen giver i grønbogen en række forskellige bud på, hvad det er for udfordringer, man står over for, og hvad der kan gøres ved disse problemer. For det første finder Kommissionen, at incitamentsordninger i virksomhederne kan anspore formueforvaltere til at gå efter kortsigtede afkast. Mange formueforvaltere udvælges, evalueres og aflønnes på baggrund af kortsigtede relative resultater. Dette kan fremme manglende interesse hos aktionærene. Kommissionen spørger derfor, om EU skal træffe foranstaltninger om incitamentsordninger for resultatevaluering af formueforvaltere, som forvalter porteføljer for langsigtede institutionelle investorer?"

Kamp om forretning mellem revisorer og advokater. Advokatrådet og FSR er kommet op at slås om, hvorvidt advokater skal kunne afgive erklæringer om udstedelse af iværksætteraktier under iværksætterordningen, fremgår det af en **brevveksling** med Skatteministeriet, der indtil videre har åbnet døren for advokaterne. Hertil skriver FSR i et brev til ministeren, som i første omgang imødegås: "Det er efter FSR's opfattelse en misforståelse, at det skulle være konkurrenceforvridende, at alene en godkendt revisor kan påse opfyldelsen af betingelserne i stk. 3-5. Det er derimod konkurrenceforvridende, hvis advokater efter høringsfasen nu også får mulighed for at afgive en erklæring, når advokater ved afgivelse af erklæringer ikke skal opfylde samme høje krav som godkendte revisorer. Både det forhold at Skatteministeriet har indføjet advokaters mulighed for at afgive erklæringer og ministeriets kommentar til FSR's tilbud om at hjælpe med at udforme en særlig revisorerklæring viser, at ministeriet ikke er tilstrækkelig bekendt med de særlige krav, revisorer er underlagt. FSR vil derfor advare mod, at give advokater eller andre, uden tilstrækkelig baggrund til at afgive erklæringer, adgang hertil. At afgive erklæringer er godkendte revisorers kerneområde og revisorer er underlagt strenge etiske og faglige regler, der skal sikre kvaliteten af erklæringen."

Lettere adgang til billige udenlandske investeringsfonde. Danske banker kan meget snart risikere hård konkurrence fra billige udenlandske indeksfonde på investeringsforeningsområdet, hvor bankerne i dag henter milliardindtægter hvert år. Finanstilsynet har netop offentliggjort en rapport udarbejdet på baggrund af nye regler om grænseoverskridende virksomhed på UCITS-området, som træder i kraft i Danmark 1. juli 2011. "Reglerne medfører, at danske investorer får lettere adgang til at investere i investeringselskaber og investeringsfonde etableret i andre EU-medlemsstater. Disse investeringsprodukter kan ikke etableres i Danmark i dag. På den baggrund beskriver rapporten, hvordan mulighederne kan udvides, så danske investorer både kan investere i udenlandske og i danske investeringselskaber og investeringsfonde," hedder det på Finanstilsynets hjemmeside, hvor der henvises til **rapporten**.

Rapportindeks

Aktuelle faglige nyhedsbreve og rapporter

Titel og link	Tema	Udgiver	Type	Udgivet
Personaleudgifter, reklame eller repræsentation? (ny)	Skat og moms	Beierholm	Nyhedsbrev	Maj 2011
Bl.a. "EU-domstolen afsiger ny dom af betydning for indehavere af EU-varemærker" (ny)	EU- og konkurrenceret	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	Maj 2011
Ændring i regnskabspraksis og regnskabsmæssige skøn (ny)	Skat og moms	BDO	Nyhedsbrev	Maj 2011
Bl.a. "Personalegoder og personaleforeninger" (ny)	Skat og moms	BDO	Nyhedsbrev	Maj 2011
5 nye IASB standarder vedrørende konsolidering og fælles kontrollerede virksomheder og aktiviteter	IASB	PWC	Nyhedsbrev	Maj 2011
Bl.a. "Iværksætteraktier"	Skat og moms	BDO	Nyhedsbrev	Maj 2011
Tema: Selskabsloven	Selskabslov	PWC	Nyhedsbrev	Maj 2011
Transforming Finance	CFO	KPMG	Rapport	Maj 2011
Nye krav om digital indberetning af årsrapport	Rapportering	KPMG	Nyhedsbrev	Maj 2011
Bl.a. "Ombudsmanden: For lang sagsbehandling i vurderingsankenævn"	Skatter og afgifter	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	Maj 2011
Bl.a. "Minimumskrav og evalueringskriterier - en ny praksis?"	Udbud	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	Maj 2011
Nye IFRS'er på vej fra IASB	IFRS	Deloitte	Nyhedsbrev	Maj 2011
Ny plan fra IASB - udskydelser til 2015	IFRS	Deloitte	Nyhedsbrev	Maj 2011
2011 Global Transfer Pricing Desktop Reference	Transfer Pricing	Deloitte	Rapport	Maj 2011
Bl.a. "Direktør eller funktionær" og "Tilknytningskrav ved virksomhedsovertagelse"	Arbejds- og ansættelsesret	Plesner	Nyhedsbrev	Maj 2011
CEO Survey: Store forandringer i bank- og kapitalsektoren	CEO	PWC	Nyhedsbrev	Maj 2011
Bl.a. "Nye regler om virkning af manglende anmeldelse af krav i forbindelse med overdragelse af nødlidende pengeinstitutter"	Insolvens & rekonstruktion	Gorissen Federspiel	Nyhedsbrev	Maj 2011
Bl.a. "Projekt som én samlet ydelse - momsberegning - byttehandel"	Skat og moms	Ernst & Young	Nyhedsbrev	April 2011
IAS 34 Delårsrapport 2011	IFRS	Deloitte	Nyhedsbrev	April 2011
Bekendtgørelse om overgang til årsregnskabsloven - høringsudkast	Regnskab	Deloitte	Nyhedsbrev	April 2011
Bl.a. "SKAT har fokus på grænseoverskridende aktiviteter"	Skat og moms	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	April 2011
Bl.a. "Dansk lovgivning savner en fælles løsning af cloud computing-reguleringen"	IT og outsourcing	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	April 2011
Bl.a. "UK Bribery Act 2010 i Dansk Perspektiv"	CSR	Gorissen Federspiel	Nyhedsbrev	April 2011
Bl.a. "Offentlig høring af forslag til Best Practice for Samarbejde i Fusionssager"	EU- og konkurrenceret	Gorissen Federspiel	Nyhedsbrev	April 2011
De nye rekonstruktionsreglers betydning for lejeforhold når en erhvervslejer tages under rekonstruktionsbehandling	Fast ejendom	Gorissen Federspiel	Nyhedsbrev	April 2011
Generationsskifte - Omstrukturering	Omstrukturering	Bech-Bruun	Nyhedsbrev	April 2011

Dansk KonjunkturBarometer

Moderat bedring på jobmarkedet

Økonomisk Ugebrevs KonjunkturBarometer for Dansk Økonomi viser en uændret score i forhold til seneste opdatering for to uger siden. Den samlede score ligger lige under den neutrale score på nul, hvorved vi fortsat forventer nulvækst i 2011. Den store usikkerhed knytter sig til 3. og 4. kvartal, hvor der er stor risiko for, at opbremsningen i den internationale vækst - og især tysk vækst - kan ramme dansk økonomi negativt.

Mens tysk økonomi det seneste år har performeret meget stærkt, uden den store positive effekt for dansk økonomi, ser det ud til, at Tyskland nu har toppet. Samtidig tyder stadig mere på, at kreditklemmen bliver strammet yderligere overfor SMV-segmentet i dansk erhvervsliv, da mange af bankerne ikke har forberedt sig til skærpede kapitalkrav og udløb af statslige funding garantier, der udløber i 2012 og 2013.

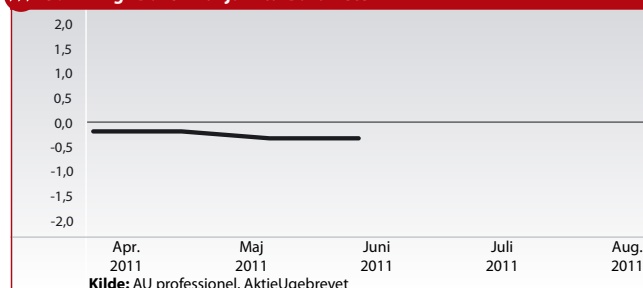
I det opdaterede konjunkturbarometer er signalet for bankernes udlån til erhvervslivet faldet yderligere tilbage. Ifølge bankerne er der svag låneefterspørgsel fra erhvervslivet, men samtidig erkendes det nu, at der er optræk til en ny kreditklemme. Det kan muligvis tage lidt af presset, at myndighederne nu er på vej med en række forskellige finansieringsordninger, som skal hjælpe SMV-segmentet med vækstmuligheder, og som har vanskeligt ved at finde egenkapital eller fremmedfinansiering.

Billedet for dansk erhvervsliv er, at virksomhederne fortsat skal fokusere meget på effektivitet og omkostninger, da marginalerne fremover bliver presset af højere råvarepriser og stagnerende salgspriser. Dermed vil mange store erhvervsvirksomheder i stigende omfang lægge andet end produktionsfaciliteter i lande med lavere omkostninger eller en mere oplagt geografisk logistisk placering. Væksten fra SMV-virksomhederne kan ikke ventes at komme i gang for alvor, før finansieringsmulighederne bedres.

Da ejerboligmarkedet samtidig viser stort set stagnerende priser, samtidig med at udbuddet de seneste måneder har nået nye rekordhøjder, er der risiko for at danskernes nettoformue bliver yderligere udhulet af prisfald på ejerboligerne på grund af udbudspres. Til gengæld ser det nu ud til, at arbejdsmarkedet er ved at komme lidt mere op i omdrejninger. Ved de seneste to opdateringer er antallet af ledige jobs i det private erhvervsliv steget på jobindex.dk, og den seneste måned er antallet af mere fagspecifikke ledige jobs steget fra 7.603 til 8.553. Det må alt andet lige afspejle et øget behov for at ansætte i erhvervslivet. Til gengæld kan den positive jobbølge hurtigt blive afsluttet, hvis det viser sig, at den internationale vækststopbremsning bliver forstærket. Både usikkerhed på de finansielle markeder, og vækstnedgang i Kina og USA kan hurtigt slå hårdere igennem i Europa.

Siden seneste opdatering i prognosemagernes konsensus skøn for BNP-vækst i Danmark stort set uændret på 1,7 pct. Danske Bank ligger fortsat i top med en skøn på 2,1 pct., mens Det Økonomisk Råd ligger i bund med et skøn på 1,1 pct. - efterfulgt af LO på 1,3 pct. Kun en enkelt af de ti prognosemagere har justeret sit skøn, nemlig Nordea, som har flyttet sit BNP-estimat fra 1,8 pct. til 2,0 pct.

Udvikling i Dansk KonjunkturBarometer



Dansk KonjunkturBarometer: De vigtigste konjunkturindikatorer

	Seneste	Forrige	Næste off.	Score	Ændring	Link	Forklaring
DILF ordreindgang	72	74	1. juni	2	0	http://www.dilf.dk	Nye ordrer iflg. DILF
Estimeret privatforbrug (mia. kr.) mdr.11/mdr.10	26,2	23,6	maj	-1	0	http://www.pbs.dk	PBS Dankortomsætning
Lastbiltransport mdr.11/mdr.10 (1.000)	92	88	maj	0	0	http://www.storebaelt.dk	Lastbiltrafik over Storebælt
Konjunkturbarometer Byggeri	-21	-16	maj	-1	0	http://www.statistikbanken.dk	Danmarks Statistik - økonomisk indikator
Konjunkturbarometer Industri	9	1	maj	1	0	http://www.statistikbanken.dk	Danmarks Statistik - økonomisk indikator
Stillingsannoncer for industri & service	8.553	8.026	-	-1	0	http://www.jobindex.dk	Jobindex.dk - stillingsopslag
Bilsalg	14.049	14.111	april	1	0	http://www.statistikbanken.dk	Nyregistrerede personbiler og varevogne
Annoncemsætning, dagblade	110	109	april	0	0	http://www.drrb.dk	DRRB Mediaindeks over dagblade
Boliger til salg (1.000)	86	83	maj	-2	0	http://www.boliga.dk	Boliger til salg på BOLIGA.DK
Ledige kontorer (1.000 kvm)	879	1.008	apr.	0	0	http://www.de.dk	Oline Lokalebørs-stat. for hovedstadsomr.
Udvikling i selsk. banklån (mia. kr.)	474	477	maj	-2	0	http://www.nationalbanken.dk	Nationalbankens Balancestatistik
Samlet konjunkturbarometer				-0,3	0,0		

Note: Forrige data er seneste offentliggørelse eller for 2 uger siden for markedsdata.

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

Internationalt KonjunkturBarometer

Signaler fra tyske indkøbschefer peger nedad

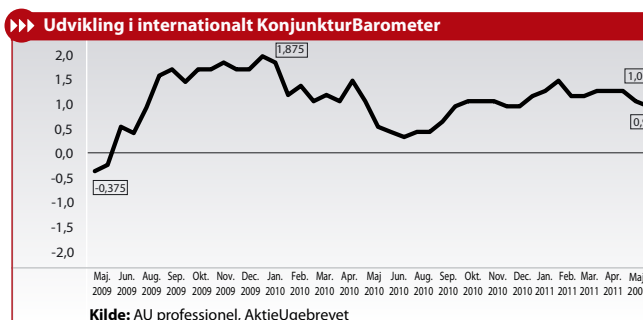
Økonomisk Ugebrevs internationale konjunkturbarometer viser fortsatte svaghedstegn, men endnu ikke noget, der kan ryste den svagt spirende væksthøjde. Barometerstanden ligger i denne opdatering på en score på 0,9, hvilket er et fald på 0,1 point siden seneste opdatering for to uger siden - i det samlede udfaldsrum mellem plus to og minus to. Denne gang er der kun en ændring i et enkelt af de ti signaler, nemlig for det amerikanske S&P 500 indeks, der også kan betragtes som en langsigtet ledende økonomisk indikator. Det toneangivende aktieindeks er faldet lige under 50 dages glidende gennemsnit, hvilket kan få negativ psykologisk betydning, med mindre der sker et hurtigt brud op igen. Samtidig bekræftes den negative undertone i markedet ved at det retningsgivende amerikanske halvlederindeks (sox.x) også er faldet under det mellemlange glidende gennemsnit.

Hovedparten af de øvrige signaler i konjunkturbarometeret er den seneste måned toppet ud, for nu at vise en svag vigende tendens. Det gælder ikke mindst IFO indikatoren fra de tyske indkøbschefer, hvor forventningsindikatoren nu har været vigende i fire måneder. I vurderingen af det aktuelle erhvervsklima er de tyske indkøbschefer dog fortsat stadig mere optimistiske, og de seneste måneder har deres optimisme oversteget toppen tilbage fra starten af 2007.

Der er stor spænding om de kommende data fra de amerikanske indkøbschefer, da deres ISM-måling tillægges meget stor betydning som indikator for udviklingen i USA's erhvervsliv - og i det hele taget i amerikansk økonomi. Delindikatoren for ordreindgang fra ISM viste solide 61,7 den 1. maj, men de regionale erhvervstillidsmålinger har de seneste uger peget i retning af et markant fald i ISM nu på onsdag. I Europa er det fortsat vanskeligt at se en varig løsning på den sydeuropæiske

statsgældsrisiko, og der har på det seneste været stadig mere retorik om nødvendigheden af, at Grækenlands eneste løsning er at trække sig fra Euroen. Indenrigspolitisk modstand i blandt andet Tyskland gør, at det ikke virker sandsynligt, at EU-landene blot igen skal komme med en stor pose penge til de gældsramte lande.

Mens Kina efter finanskrisen blev udråbt som det store trækdyr for den globale økonomi, kan opbremsningen i Kina nu trække den anden vej. Også her er de negative signaler moderate, blandt andet ligger det kinesiske PMI, efter tilbagefald, fortsat i 52,9 og altså pænt over neutrale 50. Men Shanghai-aktieindekset har de seneste uger taget et gevaldigt dyk under 200 dages glidende gennemsnit, og det kan meget vel være forvarsel om en større nedtur, ikke mindst fordi det kinesiske aktiemarked de seneste 4-5 år flere gange har vist sig at være ledende for de vestlige aktiemarkeder. Det negative scenarie understøttes også af den seneste måneds tilbagefald i en række vigtige råvarer, blandt andet CRB Raw Industrial, og denne gang tyder mindre på, at råvarepriserne efter tilbagefaldet blot gør et hurtigt comeback for at stige til nye højder.


Internationalt KonjunkturBarometer: De vigtigste internationale konjunkturindikatorer

	Seneste	Forrige	Næste data	Score	Ændring	Tendens	Link	Forklaring
S&P 500, Aktieindeks	1328	1348	-	1	-1	ned		Toneangivende USA-aktieindeks
ISM Fremstilling, Nye ordrer	61,7	63,3	1. juni	2	0	ned	ISM	Rundspørg amerikanske indkøbschefer
Conference board LEI, Ledende indikator	114	114,3		2	0	uænd.	CONFERENCE BOARD	Ledende økonomisk indikator
Conference board, Forbrugertillid	65,4	63,4	31. maj	1	0	uænd.	CONFERENCE BOARD	Måling af forbrugertillid
CRB Raw Industrial, råvarepriser	606	601	-	0	0	uænd.	CRBTRADER	Indeks for råvarepriser
OECD LEI, for Euroland	103,1	103,2	14. juni	0	0	uænd.	OECD	Ledende økonomisk indikator
IFO-forventninger, Erhvervstillid	107,4	107,7	24. juni	1	0	ned	IFO.DE	Rundspørg til tyske indkøbschefer
ITRAXX, Kreditmarked	126,4	126,5	-	2	0	uænd.		Forsikr.pris på euro. Erhvervsobligation
PMI Kina	52,9	53,4		1	0	ned	LIFUNGGROUP.COM	Ledende indikatorkilde
Baltic Dry Bulk Index	1464	1320		-1	0	uænd.		Fragtrater på tørlast
SAMLET KONJUNKTURBAROMETER				0,9	-0,1			

Note: Forrige data er seneste offentliggørelse eller for 2 uger siden for markedsdato.

Makrokommentar

Den spanske syge er over os

Den spanske syge eller "La Grippe" var en influenza, som fundamentalt ændrede verdensbilledet i årene 1918-19. Der døde flere mennesker som følge af La Grippe end under 1. verdenskrig og gennemsnitslevetiden faldt med ti år. Nu har Europa og til dels USA en ny form for spansk syge, nemlig faldende vækst og stadig højere gældsbyrder, skriver Steen Jakobsen, cheføkonom i Saxo Bank i denne kommentar.

Finanskrisen var en enestående mulighed for politisk at tage fat på de strukturelle ubalancer, som eksisterer i både Europa og USA. Men politikerne valgte i stedet at kaste mere likviditet ind i, hvad som essentielt er et solvensproblem. Man løste gældsproblemer med mere gæld og flyttede gælden fra een konto, den private/bankerne til den offentlige sektor, da denne teoretisk havde bedre muligheder for at finansiere gælden billigt. Det er imidlertid ikke længere holdbart. Den ene bail-out efter den anden betyder, at nogle lande slet ikke kan rejse penge i kapitalmarkederne (Grækenland, Irland, og Portugal). Mens andre lande som Spanien og Italien skal betale en stadig højere præmie for at gøre det.

Nu er der to grundlæggende problemer: For det første manglende vækst og et samfund med for mange velfærdsgoder. Vi har borgere, som har vendt John F. Kennedy's berømte ord på hovedet: 'Spørg ikke, hvad dit land kan gøre for dig, men hvad du kan gøre for dit land' til 'Jeg, mig og min familie skal have maksimalt ud af de offentlige goder, så jeg ikke betaler for andre'. Det er måske okay i en situation med høj vækst, balanceret eksterne balancer og social lighed. Men desværre er Europa hurtigt på vej mod afgrunden, når det gælder muligheden for at opretholde disse rettigheder, samtidig med at den sociale ubalance kun bliver større og større. Spanien har i dag en ledighed på over 21 pct., og nogle steder en ungdomsarbejdsløshed på over 40 pct. Prisen bliver en markant faldende vækst og øget budgetunderskud. Spaniens gennemsnitlige årlige vækst over de sidste fem år er 0,74 pct. Det inkluderer endda en høj vækstperiode før krisen! Tilsvarende tal for Italien er endnu mere deprimerende med minus 0,4 pct. Den økonomiske spanske syge er den manglende vækst for Europa, selv hvis vi stabiliserer gælden, så er der ingen vækst til at drive Europa fremad og opad i velstand. Vi er i gældsfælde med faldende produktivitet og manglende politisk mobilitet.

Det leder mig til min markeds-mæssige og politiske præmis for al analyse i denne post-finanskrisetid: Alt er politisk drevet. Politikerne vil altid vælge at gøre ingen-

ting, så længe offeromkostningen er nul eller negativ – eller sagt på en anden måde – kun når offeromkostningen ved ikke at gøre noget ved de fundamentale problemer er højere, end ved ikke at gøre noget, vil der komme politisk bevægelse mod en løsning.

Interessant nok kan vi nu være tæt på dette da kansler Merkel er begyndt at føle sædet under hende brænde. Hun skal genvælges i 2013 – det år som regnes for helt afgørende for EU og dets overlevelse. Dermed risikerer Merkel at skulle føre valgkampagne mens yderligere hjælp til Grækenland, Portugal og sandsynligvis Spanien er på alles læber – næppe noget hun ønsker. Dermed er der for Merkel skabt en offeromkostning som er for stor – og netop derfor, tror jeg, vil vi se Tyskland forsøge at finde en mere konstruktiv løsning på gældsproblemerne i Sydeuropa, som omfatter den længe ventede "reprofilering" af gæld - som gældssaneringen kaldes i EU terminologi nu om dage.

Det er vigtigt at huske på at EU er et politisk eksperiment – og alene et politisk eksperiment. En løsning på problemerne i Europa skal baseres på en politisk løsning, og den eneste mulige politiske løsning er at Tyskland betaler gildet. Som denne [grafik](#) fra New York Times viser, så har Tyskland både oplevet øget konkurrenceevne og stigende betalingsbalanceoverskud siden Euroens indførelse. Euroen har betydet, at de svage lande ikke har kunnet devaluere deres valutaer mod Tyskland. Samtidigt har den tyske løntilbageholdenhed og produktivitet gjort, at landet i dag står stærkere end nogensinde. Desværre for Tyskland og Europa, så er en stor del af denne succes skabt via lave renter, som de sydeuropæiske lande fik ved at låne på Tysklands kredit – da euroen, fejlagtigt, i starten blev betragtet som en kredit, en sammenhængende økonomi. Det er ikke tilfældet, da den afgørende betingelse i Delors Rapporten – en koordineret finanspolitik – ikke har kunnet opfyldes. Landene bestemmer selv deres fiskale position under nogle meget løse regler.

Den interessante dynamik i manglende vækst, stigende gældsbyrde og manglende politisk mobilitet er, at selv hvis politikerne lykkes med at udskyde problemerne endnu engang, så er vi alligevel tættere på det tidspunkt, hvor regningen kommer tilbage til os i form af en recession 2.0. Jeg er ekstremt optimistisk på det individuelle menneskes evne til at klare en krise og en omstilling, men tilsvarende er jeg ekstremt negativ på den politiske vilje og evne til at gøre noget ved de substansielle ubalancer i vores samfund.

redaktionen@ugebrev.dk

Råvarer

Guld fortsætter med at sætte rekord

Guldprisen fortsætter med at sætte nye rekorder, og i begyndelsen af maj nåede prisen op på 1.576 USD pr. ounce (31,1 gram). Finanshuset Societe Generale har i lang tid anbefalet at købe guld i forventning om fortsatte lave renter i USA kombineret med markedets inflationsforventninger og en fortsat svækkelse af USD. Forventningerne bakkes nu op af et af verdens førende uafhængige guldanalysehuse, GFMS.

Societe Generale peger i sin seneste analyse på, at en af de mest interessante udviklingstendenser er, at der er sket en massiv vækst i investering i fysiske guldbarrer. ETF-fonde stod i 2010 for investeringer i 338 tons guld, og det svarer til omkring 12 pct. af den samlede produktion af guld. Den samlede efterspørgsel efter guldbarrer steg markant til 800 tons.

Finanshuset peger på, at der gennem 2010 var en effekt på guldmarkedet som følge af store finansielle spændinger sammen med inflationsbekymring, bl.a. som følge af risiko for overophedning i Kina. Men spørgsmålet er ifølge Societe Generale, om ikke alle disse usikkerheder allerede er indregnet i guldprisen. Således peger de i analysen på, at der er en sammenhæng mellem en faldende USD og en stigende guldpris ligesom det samme gælder med inflationsfrygten.

På den baggrund vurderer Societe Generale, at vi vil se guldprisen toppe inden for de næste 12 måneder. I øjeblikket ligger guldprisen på omkring 1.525 USD pr. ounce eller ca. 50 USD under rekorden for knap en måned siden. Samlet for året forventer finanshuset et gennemsnit på 1.475 USD pr. ounce og næste år et fald til 1.400 USD pr. ounce.

Stigende omkostninger

På produktionssiden registrerer GFMS løbende udviklingen i de samlede produktionsomkostninger, og her har der været tale om betydelige stigninger. De gennemsnitlige direkte produktionsomkostninger er det seneste år steget med 17 pct. til 557 USD pr. ounce. Indregnes samtlige omkostninger, så er vi oppe på en pris på 857 USD pr. ounce. Det er langt under den aktuelle markedspris, men det siger noget om, hvor langt ned prisen kan komme før udbuddet af nyudvundet guld ikke længere er rentabelt. Af den markante stigning i omkostninger er det dog kun omkring ti USD pr. ounce, der kan tilskrives de markant højere oliepriser.

Ser man på hvordan produktionspriserne svinger mellem de forskellige producenter, så viser det sig, at den region, der har de højeste samlede produktionspriser er Sydafrika med totale produktionsomkostninger på 961 USD pr. ounce. Derefter følger Australien med

816 USD pr. ounce og Latinamerika ligger lavest med kun 548 USD pr. ounce.

Tilbage til guldstandard

Mens Societe Generale forventer en snarlig top i guldprisen, så har Ian Gordon, der står bag analysehuset Longwave Group en forventning om, at vi kan stå over for et større kollaps i det finansielle system, og at det derfor igen vil være guld, der er den eneste sikre investering.

Baggrunden for hans vurderinger er en antagelse om at økonomierne bevæger sig i cykler over ganske lange perioder. Han er inspireret af den russiske økonom Kondratieff, der mente at økonomierne bevæger sig i meget lange cykler over adskillige årtier, og at disse gentager sig selv.

Ian Gordon har i et interview med "The Gold Report" for nylig peget på, at han forventer et kommende kollaps.

"Jeg vurderer at det i øjeblikket bliver værre, og i øjeblikket ser vi en række valutaer være under beskydning. Jeg er ikke sikker på, at EUR vil overleve året ud. Det eneste der skal til er, at et enkelt land vælger at forlade samarbejdet, og det kunne meget vel være Grækenland. Sker det, så vil hele valutasamarbejdet formentlig kollapse som et korthus. Også verdens reservevaluta, USD har været under beskydning, så jeg tror vi er ved at komme til et sammenbrud," siger Ian Gordon.

Han ser paralleller til 1931, og ud fra tanken om lange cykler peger han på, at der netop er forløbet fire tyveårsperioder, hvilket han anser for væsentligt ud fra den teoretiske baggrund han baserer analyserne på. "I 1931 så vi hele det monetære system bryde sammen, og vi vurderer at det samme vil ske igen, men at det denne gang vil have større implikationer, fordi det denne gang både vil ramme hele papirpenge-systemet og kreditmarkedet.

Ian Gordon forventer at vi derefter igen vil komme tilbage til guldstandard. "Papirpengesystemet er historisk set brudt sammen hver gang, og er blevet efterfulgt af store omvæltninger, og efter hvert sammenbrud er man vendt tilbage til guld. Jeg tror det samme vil ske igen. Vi har set en total mangel på disciplin i papirpengesystemet, og seddelpresserne er flere steder ude af kontrol, og parallelt med dette er der hele gældssiden, som også er ude af kontrol. De går hånd i hånd," siger han. Han mener, at den voldsomme gældsopbygning i en lang række lande betyder, at vi står over for en depression.

Hans anbefaling til investorerne er derfor at købe guld og aktier i guldminer, og at man efter hans vurdering maksimalt har to-tre år til at gøre dette, hvis man vil sikre sig.

Ejlif Thomsen
eft@ugebrev.dk

Kort rente

Én renteforhøjelse mere i år

Forventninger til renteforhøjelser fra ECB er nu dæmpet ganske betragteligt ned. De forventninger, der er indbygget i markedspriserne, er således faldet fra forventning om renteforhøjelser på 140 basispoint på 12 måneders sigt til nu kun det halve. Handelsbanken forventer kun en enkelt renteforhøjelse på 25 basispoint på 12 måneders sigt, mens Alm. Brand Markets forventer 25 basispoint i år, og måske det samme i første kvartal 2012, men så heller ikke mere.

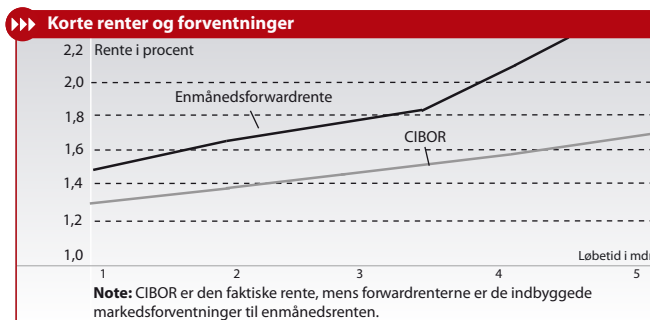
Skæver man til de anbefalinger, der på det seneste er kommet fra OECD, så anbefaler de faktisk, at ECB holder renten i ro, mens Fed i løbet af anden halvdel af 2011 hæver renten med 100 basispoint, så vi får samme niveau begge steder. Der er dog ingen i markedet, der forventer at Fed vil følge den anbefaling.

For den kommende uge er der navnlig to nøgletal, der vil blive fulgt med stor interesse, når det gælder forventninger til centralbankernes renteageren. Tirsdag bliver der for EUR-området offentliggjort foreløbige tal for inflationen i maj. Det er netop inflationen i EUR-området der tidligere har overrasket ved at være højere end forventet, og som er den direkte årsag til at ECB tidligere har hævet renten. Den generelle forventning i markedet er, at vi vil komme til at se en uændret stigningstakt på 2,8 pct. Handelsbanken vurderer dog, at det er meget sandsynligt med et lille fald til 2,7 pct. Det begrundes de med at de tyske inflationstal viste et fald fra 2,4 pct. i april til 2,1 pct. i maj. "Det så ud som om at energipriserne kun kunne forklare en del af faldet, og da fødevarerpriserne samtidigt steg pænt, må kerneinflationen være faldet tilbage, hvilket understøtter teorien om, at april-inflationsstigningen var overgjort pga. påskens betydning for højere priser blandt andet

på transport. Det er således nok for tidligt at udråbe et maj-fald til en vending i inflationsudviklingen. Vi forventer først at en vending vil være mere tydelig på den anden side af sommerferien – under forudsætning af at råvarepriserne ikke stryger i vejret igen," skriver Handelsbanken i en vurdering.

Fra USA kommer der arbejdsmarkedsrapport. "Her forventes beskæftigelsen ikke helt at kunne fastholde den positivt overraskende fremgang fra april på 244.000 personer, men der ventes stadig en fremgang tæt på 200.000 personer," vurderer Handelsbanken.

Ejlif Thomsen
eft@ugebrev.dk

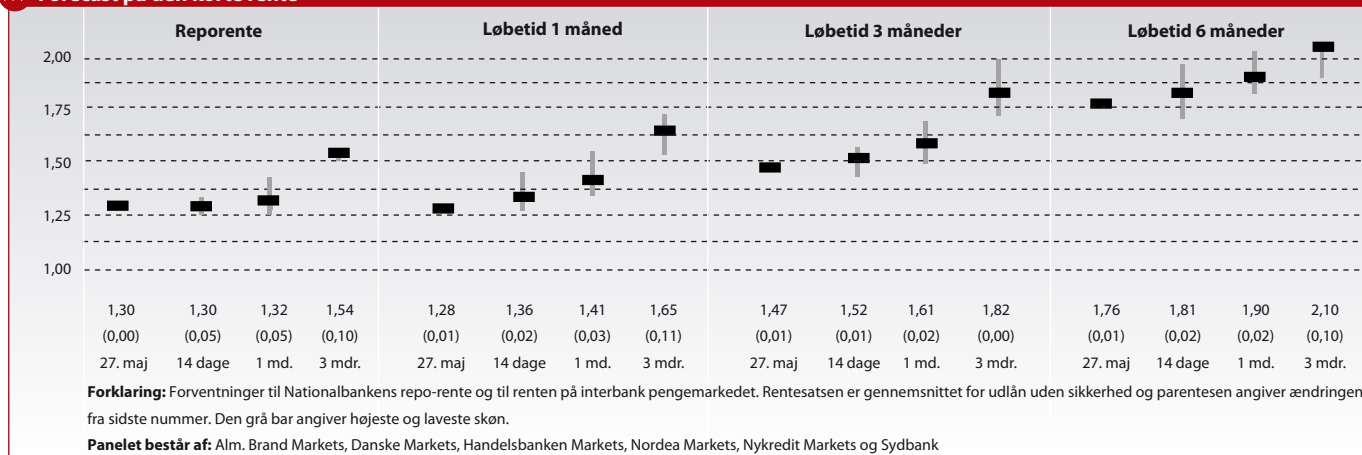


FRA-satser

Rentesaft i procent		
Start	3 mdr. frem	6 mdr. frem
Juni 2011	1,49/51	1,76/79
Sep. 2011	1,86/86	2,07/10
Dec. 2011	2,03/05	2,23/26
Mar. 2012	2,15/17	2,34/37

Note: Ud for Juni 2011 og 3 mdr. frem står 1,49/51. Det betyder, at man i dag kan aftale at placere indskud svarende til en tremåneders CIBOR på 1,46 pct. fra juni 2010 til sep. 2011. Tilsvarende kan man i dag aftale at låne svarende til en tremåneders CIBOR på 1,51 pct. fra dec. 2010 til mar. 2010.

Forecast på den korte rente



Lang rente

De lange renter er faldet for meget

I løbet af den seneste halvanden måned er såvel de amerikanske som de tyske og danske tiårige statsrenter faldet med op mod et halvt procentpoint. Chefanalytiker David Sommer Kacenenbøgen pegede dengang på, at navnlig de europæiske lange renter var kommet for langt op, og burde falde moderat de kommende tre måneder, hvorefter de skulle fortsætte opad. "Nu er de kommet temmelig meget ned, og der er måske tale om en overreaktion, men det er en kombination af flere forhold, der har drevet renterne så meget nedad på relativt kort tid," siger han.

"For halvanden måned siden var der indregnet alt for store renteforhøjelser fra ECB's side. Disse forventninger er nu kommet ned efter mere bløde udtalelser fra ECB's side. Derudover er der en række tillidsindikatorer, der har vist en afbøjning, og man har faktisk fået en række nøgletal, der har overrasket lidt på den negative side. Endelig som tredje forhold er der sket en opblussen af gældskrisen i navnlig Grækenland," siger David Sommer Kacenenbøgen.

"Fundamentalt set skulle de lange renter dog ligge 20-30 basispoint højere end det vi ser nu, så jeg tror der er tale om en vis overreaktion i det fald, vi har set. Denne vurdering er dog uden indregning af risikoaversionen som følge af de græske problemer. Dermed kan man måske tillægge denne del de 20-30 basispoint," siger han.

Han vurderer, at en løsning på de græske problemer på kort sigt vil kunne give en rentestigning på omkring 25 basispoint. Men netop Grækenland som står over for en truende bankerot, hvis landet ikke får udbetalt næste lånetranche i løbet af juni, er det, der præger store

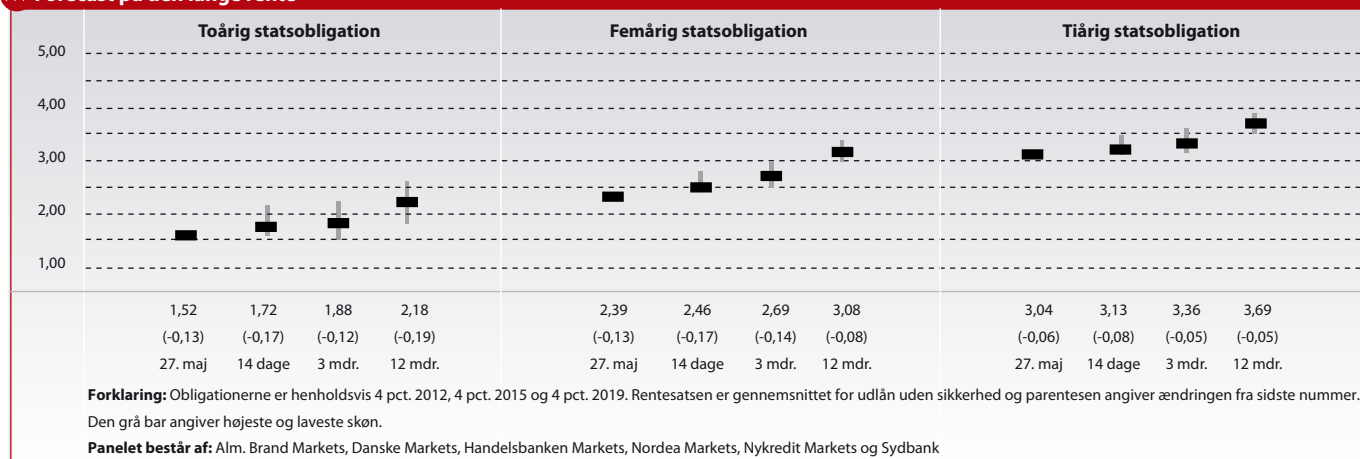
dele af de finansielle markeder, og altså også rentemarkederne. "Investorerne søger til de mest likvide markeder, når der er frygt, og det er de amerikanske og tyske statsobligationer. Jeg tror man bliver nødt til at erkende, at man har været for optimistisk omkring Grækenlands mulighed for at forbedre økonomien. De kan ikke forbedre så hurtigt, som det ligger i de aftaler, der er indgået, men der er en joker i spillet, som er kommet frem på det seneste. Det vedrører salg af aktiver for at skaffe penge," siger David Sommer Kacenenbøgen.

Foreløbig er det gået meget langsomt med salg af aktiver. En mulighed kunne være, at hele den proces blev lagt ud til en ekstern part for at sikre, at der faktisk sker noget.

På 12 måneders sigt fastholder David Sommer Kacenenbøgen en tysk ti-årig statsrente på 4,00 pct. Det betyder nu, at den tiårige rente skal stige omkring et procentpoint i stedet for det halve, som det så ud til for en måned siden. Også den amerikanske rentestigning på et års sigt fastholder han. "Det amerikanske arbejdsmarked har udviklet sig forholdsvis positivt, selvom de seneste tal kunne tyde på at den næste arbejdsmarkedsrapport bliver lidt svagere. Desuden forventer en positiv udvikling for de amerikanske bilfabrikker. Det er med til at understøtte forventningen om at renten kommer op på et års sigt," siger han.

Ejlif Thomsen
eft@ugebrev.dk

Forecast på den lange rente



Valuta

Gældskrise sender CHF i himlen

CHF er den seneste halvanden måned steget med næsten otte pct. i forhold til EUR, og det betyder at CHF de seneste dage har sat nye rekorder i forhold til stort set alle andre valutaer. I dansk regning steg prisen på en CHF fredag til 6,11 DKK.

”Selvom det er meget langt over det, de fundamentale forhold tilsiger, så kan CHF meget vel stige yderligere. Det der har drevet kursen voldsomt op på det seneste er gældskrisen i EUR-området,” siger cheføkonom Jacob Graven fra Sydbank.

”Når der er uro, så er det altid CHF der fungerer som flugtvaluta, men i den aktuelle situation, hvor det er gældskrise i først og fremmest Grækenland, men også Portugal, Irland og Spanien, da påvirker det CHF endnu mere. Forklaringen er, at Schweiz på alle de områder, hvor de andre lande har problemer, klarer sig flot. De har ingen gældsproblemer. De har endda overskud på de offentlige kasser. Og oven i dette kommer, at IMF faktisk har peget på, at Schweiz burde hæve renten. Dermed er der en lang række faktorer, der har drevet CHF-kursen så voldsomt op,” siger Jacob Graven.

For en uge siden ramte de fleste af de gældsplagede landes rentespænd til Tyskland det hidtil højeste niveau, og det der i øjeblikket er meget fokus på, er den næste lånetranche til Grækenland. Det skal ske i løbet af få uger. ”Sker det ikke, så går Grækenland bankerot i løbet af få uger, og så vil vi have en helt uoverskuelig situation. Hvis det sker, så vil CHF givetvis stige meget voldsomt, men det er helt umuligt at sige, hvor meget. Vi forventer dog ikke at det ender i en bankerot, alene fordi ingen vil kunne overskue konsekvenserne. Men IMF

er her fanget i et dilemma. For det står ganske klart, at Grækenland ikke har opfyldt de krav, der blev stillet for at få udbetalt næste del af lånet, og hvis IMF alligevel går med til at udbetale, så åbner man en ladeport for fremtidige problemer med lande, der ikke opfylder de krav, der bliver stillet,” siger Jacob Graven.

Jacob Graven forventer, at man vil ende med at finde en løsning, men de kommende uger kan blive ganske urolige. ”Det kan betyde yderligere stigninger i CHF-kursen, men en græsk løsning vil nok tage toppen af CHF-kursen. Jeg tror dog ikke på et større tilbagefald, for gældsproblemerne vil jo kun være foreløbig løst, mens de bagvedliggende problemer består,” siger han.

Der kan tænkes mange løsningsmodeller, men skulle IMF sige nej, så vurderer Jacob Graven, at EU selv vil prøve at løfte opgaven – om ikke andet, så for at undgå et Lehmann II forløb. Der er en udbredt frygt for at en bankerot vil kunne få det hele til at fryse til med uoverskuelige konsekvenser.

Derimod er der ikke i øjeblikket særligt meget fokus på renten. ”Det bliver totalt overskygget af gældskrisen, men jeg er overbevist om, at Schweiz ikke vil følge IMF’s anbefaling og hæve renten. Derimod kan man meget vel forvente at ECB hæver renten, og disse to ting tilsammen vil da ikke tale for en styrkelse af CHF – tværtimod. På længere sigt, så skal CHF-kursen ned igen, men det kan tage årevis før den kommer ned på et mere fundamentalt rigtigt niveau,” siger Jacob Graven.

Ejlif Thomsen
eft@ugebrev.dk

Forecast på de vigtigste valutaer

	Kurs nu	Forventninger til valutakurser om:				Pris inkl. 6 mdr. terminstillæg
		27.05.11	1 måned	3 måneder	6 måneder	
EUR	7,46	7,46	7,46	7,46	7,46	7,45
			(7,45-7,46)	(7,45-7,46)	(7,45-7,46)	
GBP	! 8,62	8,42	8,51	8,71	8,63	
		(8,31-8,49)	(8,30-8,63)	(8,47-9,03)		
SEK	0,84	0,84	0,85	0,85	0,83	
		(0,84-0,85)	(0,85-0,86)	(0,84-0,86)		
NOK	0,96	0,96	0,96	0,97	0,95	
		(0,96-0,97)	(0,96-0,98)	(0,96-0,98)		
CHF	!! 6,11	5,99	5,85	5,79	6,15	
		(5,92-6,08)	(5,65-6,14)	(5,52-6,21)		
PLN	1,87	1,91	1,92	1,98	1,87	
		(1,90-1,92)	(1,91-1,94)	(1,95-2,01)		
USD	!!! 5,25	5,14	5,13	5,46	5,27	
		(5,00-5,25)	(4,81-5,33)	(4,97-5,73)		
JPY	!! 6,47	6,32	6,24	6,49	6,51	
(X100)		(6,22-6,42)	(6,12-6,43)	(6,13-6,99)		
EUR/USD	!!! 1,42	1,46	1,46	1,37	1,41	
		(1,42-1,50)	(1,40-1,55)	(1,30-1,50)		

Note:

Udråbstegnene angiver graden af usikkerhed. !!! udtrykker største usikkerhed. Øverste kurs ved hver valuta er gennemsnittet af panelets forventninger. Tallene i parentes angiver laveste og højeste forecast. Terminstillægget i sidste kolonne er gennemsnit for køb og salg.

Panelet består af:

Alm. Brand Markets,
 Danske Markets,
 Handelsbanken Markets,
 Nordea Markets,
 Nykredit Markets,
 Saxo Bank og Sydbank

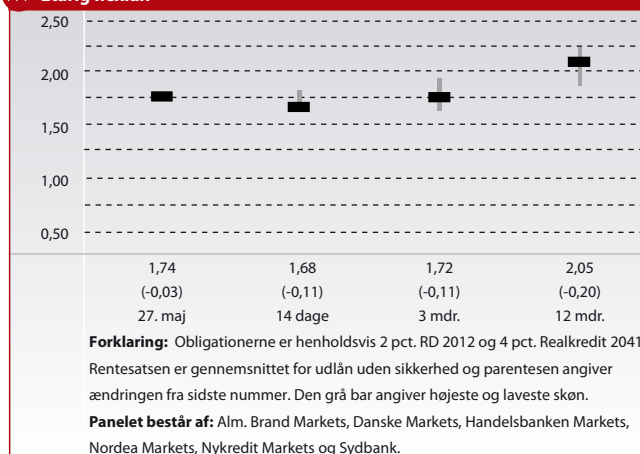
►► Finanskalender: Vigtige begivenheder på finansmarkedet 30. maj - 3. juni

Land	Nøgletal (periode)	Forventning (seneste)	Dato for offentligg.
Tyskland	Detailsalg	-0,1 Pct. (-3,5 Pct.)	30. maj
Euroland	Forbrugerpriser	2,8 Pct. (2,8 Pct.)	31. maj
Frankrig	Privatforbrug	4,4 Pct. (2,6 Pct.)	31. maj
Tyskland	Arbejdsløshed (sæsonkorrigeret)	7,0 Pct. (7,1 Pct.)	31. maj
USA	Case-Shiller huspriser	-3,6 Pct. (-3,3 Pct.)	31. maj
USA	Erhvervstillidsindikatoren Chicago PMI	62,3 (67,6)	31. maj
USA	Forbrugertillid	65,9 (65,4)	31. maj
Euroland	PMI-fremstilling	54,8 (54,8)	1. juni
UK	PMI-fremstilling	54,3 (54,6)	1. juni
USA	Salg af køretøjer	12,8 mio. (13,1 mio.)	1. juni
USA	ISM fremstilling	58,8 (60,4)	1. juni
USA	ADP arbejdsmarkedsrapport	178.000 (179.000)	1. juni
USA	ISM service	54,5 (52,8)	1. juni
USA	Nye ansøgere til arbejdsløshedsunderstøttelse	420.000 (424.000)	2. juni
USA	Enhedslønomkostninger	0,8 Pct. (1,0 Pct.)	2. juni
USA	Fabriksordrer	-0,5 Pct. (3,4 Pct.)	2. juni
Euroland	PMI-service	55,4 (55,4)	3. juni
UK	PMI-service	54,4 (54,3)	3. juni
USA	Beskæftigelse uden for landbrugssektoren	190.000 (244.000)	3. juni
USA	Arbejdsløshed	8,9 Pct. (9,0 Pct.)	3. juni

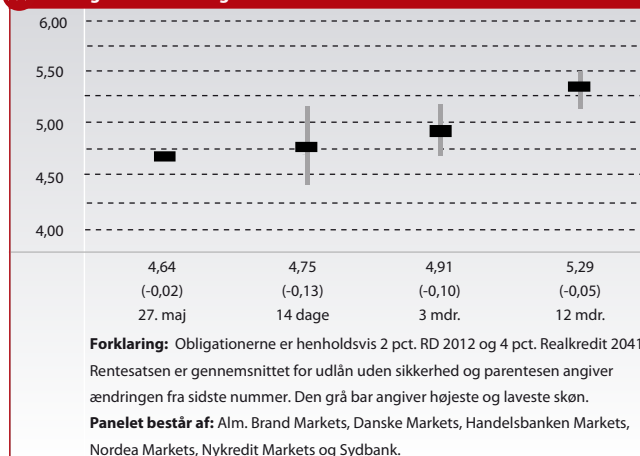
Note: Alle ændringer i procent er, medmindre andet er angivet, på årsbasis samt sæsonkorrigerede.

Kilde: Alm. Brand Markets

►► Etårig flexlån



►► 30-årig realkreditobligation



ØKONOMISK UGEBREV UDGIVES AF:

Økonomisk Ugebrev A/S
 Slagtehusgade 4-6, 1715 København V
 CVR-nr: 31760623
 Redaktionens tlf. 70 23 40 10
 Hjemmeside: www.ugebrev.dk
 E-mail: kontakt@ugebrev.dk

ABONNEMENT: John Bo Northrup, jbn@ugebrev.dk
ANNONCERING: John Sørensen, js@ugebrev.dk
ABONNEMENT: Helår 5.995 kr. Halvår 3.600 kr. eks. moms
 Læs mere om abonnementsvilkår på www.ugebrev.dk.
 Kontakt: Susanne Handberg, sh@ugebrev.dk

ANSVARSHAVENDE CHEFREDAKTØR OG DIREKTØR:

Morten W. Langer
REDAKTION: Ejlif Thomasen, Stephan Wedel Alsman, Carsten Vitoft, Morten Sørensen, Sten Thorup Kristensen, Lars Abild
REDIGERING OG LAYOUT: John Bo Northrup og Birgitte Bentzen
GRAFIK OG RESEARCH: Bettina Vester, Julie Flensburg-Madsen, Nicolai Vennekilde, Kia Marie Jerichau

DESIGN: Jakob Bekker
ISSN 1903-8666
BOGHOLDERI: Jørgen Olsen, jol@mm.dk

KOPIERING ELLER VIDERESENDELSE IKKE TILLADT