

MAJ 2024

# MAJ INVEST MÅNED

Global vækst holder flyttedag





Maj Invest, 6. maj 2024  
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør i Maj Invest

## Global vækst holder flyttedag

Den globale vækst har været ujævnt fordelt siden finanskrisen. Sydeuropa blev i årene lige efter 2008 ramt af krise og var tæt på en egentlig økonomisk nedsmeltning. Kineserne klarede i første omgang frisag, men blev senere ramt af covid-krisen. Og de seneste fire år har alle lande i verden samtidig været ramt af covid, energiprisstigninger, inflation og dertilhørende rentestigninger. Ingen er gået helt fri. Men i dag – fire år efter – begynder der at tegne sig et mønster med betydelige forskelle.

Den amerikanske økonomi klarer sig bedst blandt de store udviklede økonomier. En blanding af meget aktiv finanspolitik med store offentlige budgetunderskud og en privat sektor, der drives af stor risikovillighed og investeringslyst, har skabt ny vækst. Dette er forstærket af den teknologiske førerposition, som USA har skabt takket være de ufatteligt stærke tech-giganter. Overfor dette står en europæisk økonomi, der er ramt af kriselammelse, finansiell overregulering, høje energipriser, mangel på arbejdskraft og tunge velfærdsopgaver, som i nogen grad blokerer for erhvervsinvesteringer.

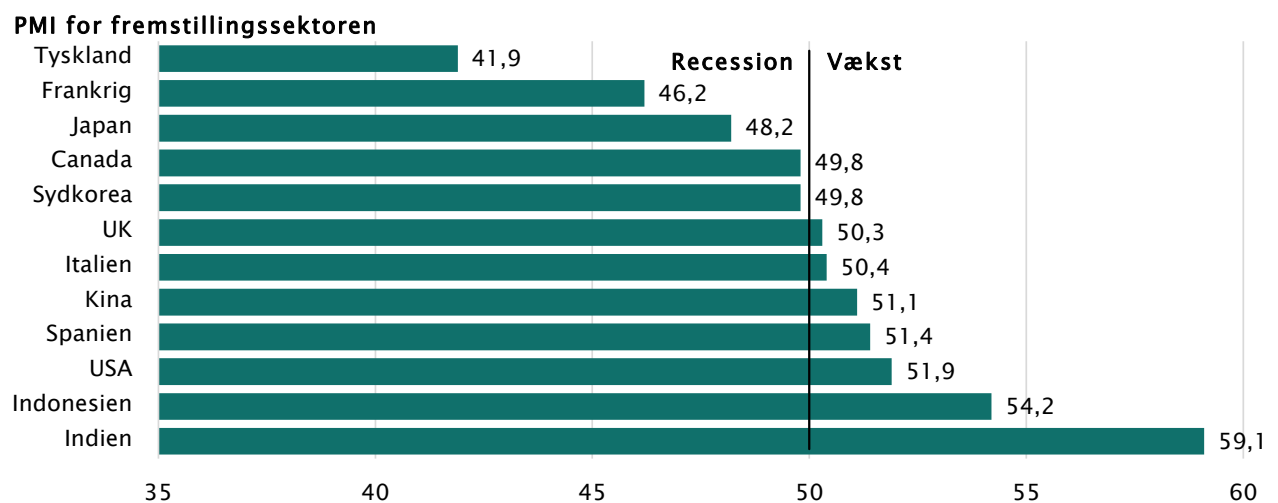
Vender vi blikket mod Asien, er der store bevægelser undervejs. Kinas vækst er tæt på at gå i stå. Landet er ramt af en gigantisk bolig- og gældsboble, som vil trække væksten ned i de næste mange år. Modstykket til dette er, at andre lande i Asien, herunder Indien, Indonesien og Vietnam, oplever høj vækst.



Den gældsboble, som Kina befinder sig i, er langt større, end den vi oplevede i USA og EU under finanskrisen. Danmark blev også ramt dengang, fordi danske banker var for ivrige i deres udlånsaktivitet. De danske og europæiske bankudlån steg næsten 50 pct. hurtigere end BNP i løbet af relativt få år. I Kina er det langt værre. Siden 2010 er de kinesiske bankudlån steget med 100 pct. mere end kinesisk BNP. Det er den største bolig- og gældsboble, verden har set, og den vil trække kinesisk vækst ned i tempo de næste mange år. Overfor dette står, at lande som Indien og Indonesien har en relativt lav gæld og dermed mulighed for ekspansiv politik. Der er plads til vækst og ekspansion i disse lande. Dette styrkes af, at de fleste virksomheder i USA og Europa – på grund af geopolitiske spændinger i forhold til Kina – har besluttet at placere hovedparten af nye investeringer udenfor Kina. De nye vækstcentre i Asien er Indien, Indonesien og de mest udviklede ASEAN-lande.

I figur 1 er vist, hvordan den aktuelle industrivækst ser ud. Bemærk, at Indien og Indonesien fører an. Læg også mærke til, at USA ligger bedre end Kina, og at det i Europa er Tyskland og Frankrig, der ligger i bunden, mens Spanien og Italien er væsentlig bedre placeret. Man kan med rette spørge, om dette er kortvarige tendenser, eller om det er del af en ny megatrend?

**Figur 1. Indien og Indonesien fører an i den aktuelle industrivækst**



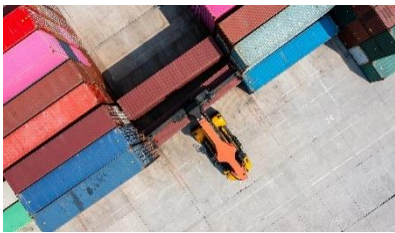
Note: PMI er for marts 2024. PMI-tal over 50 angiver stigende vækstforventninger blandt indkøbschefer.

Kilder: Bloomberg og S&P Global.



Det er svært at svare entydigt på. Hverken Spanien eller Italien har løst deres problemer knyttet til statsgæld, svage banker og tungt offentligt bureaukрати. De klarer sig bedre end forventet, men ikke specielt godt – Tyskland derimod er i en decideret strukturel krise.

En god nyhed er trods alt, at det ser ud som om, eurozonen har passeret bunden. Der er svag vækstfremgang, og det er håbet, at BNP-væksten i EU måske kan komme op på omkring 1 pct. i år.

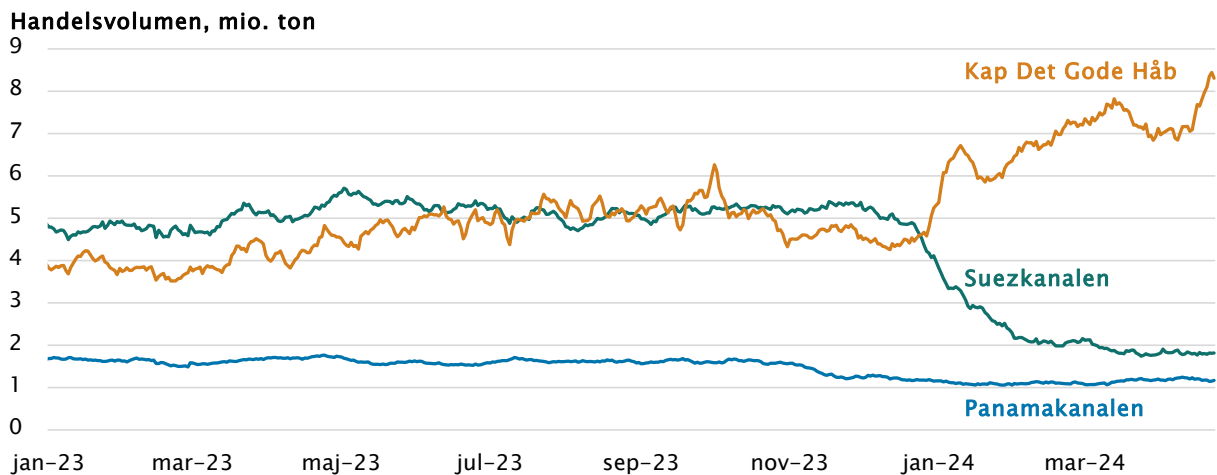


### Verdenshandlen flyder gennem nye ruter

For et par måneder siden var der stor bekymring blandt økonomer for situationen i Suez. Omkring 15 pct. af global handel sejles igennem Suezkanalen. Terror fra Houthi-bevægelsen fik handelstrafikken til at gå helt i stå, og det var frygten, at dette kunne give flaskehalse i de globale produktionskæder, for ikke at tale om stærkt stigende fragtrater og et inflationspres herfra. Det har vist sig at være forkert. Sejladsen går nu omkring Sydafrika og Kap Det Gode Håb – se figur 2. Det er lidt dyrere, og det tager ti dage mere, men verdenshandlen er næsten upåvirket.



**Figur 2. Verdenshandlen er næsten upåvirket af Houthis-bevægelsens terror ved Suez**



Note: Handelsvolumen er vist i et 14-dages glidende gennemsnit til og med 23.04.2024.

Kilder: IMF Portwatch og Maj Invest.

Den globale økonomi er derfor fortsat i vækst. USA er kommet styrket ud af de store tilpasninger, og mange emerging markets-lande er i varig vækst.

Man skal dog stadig som investor være opmærksom på de stigende risici. De geopolitiske spændinger mellem USA og Kina er ikke blevet mindre. Og den amerikanske økonomi er udfordret af den stigende statsgæld, som for længst har passeret 100 pct. af BNP. Der er stadig et godt stykke vej op til de 150 pct., som i 2010 trak Grækenland ind i finansielt uvejr. USA er stadig langt fra dette, men gælden begynder at blive et problem, fordi den jo fortsat vokser hurtigere end BNP, og derfor har IMF netop "flaget" denne risiko. På samme måde er kinesisk økonomi under skærpet overvågning. Det internationale kreditvurderingsinstitut Fitch har netop sat den langsigtede kreditværdighed for Kina ned på "negativt outlook". Med andre ord er global økonomi i pæn vækst, men det er ikke langtidsholdbart, medmindre de to nævnte problemer håndteres.



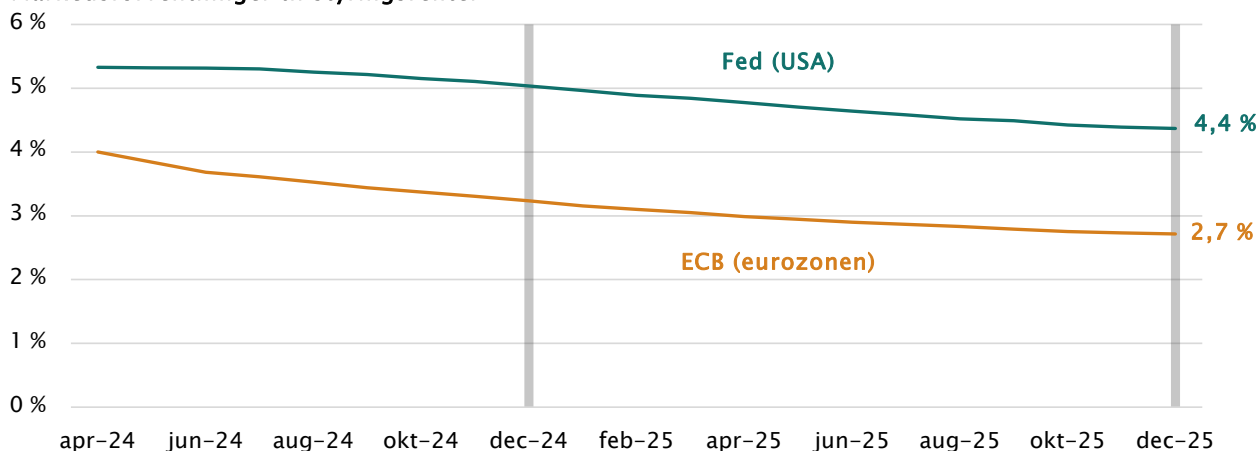
## Væksten har overrasket positivt

Den positive udvikling i USA giver en højere vækst, end mange havde forudset, og samtidig kan det fastholde inflationen på et lidt højere niveau, end man havde håbet. Dette har betydet, at centralbanken i USA nu ikke længere er helt så sikker på, at der bliver plads til rentelempelser. Lige nu er styringsrenten i USA på 5,5 pct. og inflationen er 3,5 pct. Det giver en realrente på 2 pct., hvilket er tæt på det historiske gennemsnit. I EU er styringsrenten kun 4 pct. og inflationen i det meste af EU-området omkring 2,5 pct.

Der er derfor stadig en mulighed for rentelempelser i de kommende måneder, men det er svært at se styringsrenterne falde meget mere end 1 procentpoint. Det ligger allerede i forventningerne, og derfor vil der næppe ske meget med boligrenterne i de næste mange måneder. I figur 3 er vist, hvad der forventes i finansmarkederne lige nu, og som det fremgår, har mange investorer åbenbart stadig en forventning om, at de europæiske renter kan komme helt ned omkring 2,50 pct. Vi kan håbe, der bliver plads til dette, men det er efter min opfattelse udtryk for en meget optimistisk vurdering.

**Figur 3. Finansmarkederne venter ikke store fald i styringsrenterne foreløbigt**

### Markedsforventninger til styringsrenter



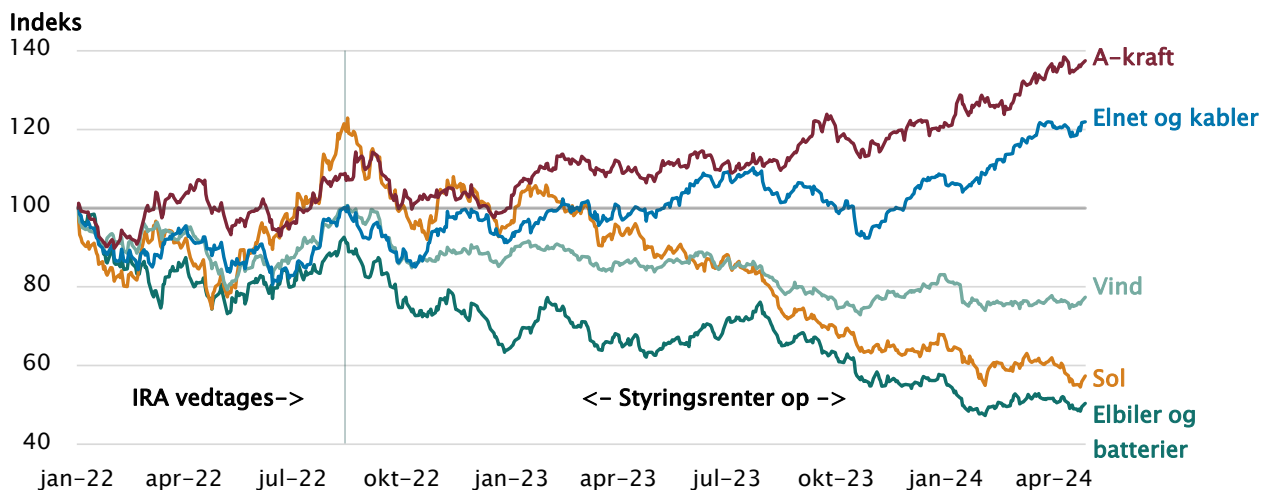
Note: Markedsforventninger pr. 02.05.2024.

Kilde: Bloomberg.

## Renteniveauet udfordrer den grønne energiomstilling

De stigende renter har givet mange udfordringer – og i særlig grad for hele den grønne energisektor. Kapital er ikke længere ”gratis”, og med grønne lånerenter, der nu ligger omkring 5 pct., ser mange grønne regnestykker helt anderledes ud. Batterifabrikker, solparker, vindfarme og brintrør er samtidig blevet dyrere at opføre. Og kombineres dette med de høje renter, giver det den grønne energiomstilling store udfordringer. De amerikanske og europæiske investorer er i venteposition. Med udgangspunkt i figur 4 kan man få en klar fornemmelse af, hvad der er sket de sidste 2 år. Børskurserne på alle aktier, der er centrale i den grønne omstilling, er faldet. Eneste undtagelse er atomkraft og elnet.

Figur 4. Store dele af den grønne energisektor er udfordret af højere renter



Note: Indeks 03.01.2022 = 100. Data til 29.04.2024. Totalafkast er inkl. geninvesteret bruttoudbytte målt i danske kroner og indekseret. Alle indeks er Bloomberg-aktieindeks på nær "Elnet og kabler", der er et Nasdaq-aktieindeks.

Kilder: Bloomberg og Maj Invest.

På langt sigt er de grønne aktier formentlig blevet for "billige", men der er heller ikke nogen løsning på den korte bane. Den grønne industri udfordres af Kina, som i stort set alle de grønne brancher har opbygget kæmpe stor produktionskapacitet. De kinesiske virksomheder sælger billige batterier, elektriske biler, vindmøller, solfarme og alt det, som hører hertil. Kineserne har de to største batterifabrikker i verden, og der er 100 producenter af elbiler i Kina. Kina er dermed verdens største producent af elbiler. På mange områder ligner det "dumping", og det kan potentielt true udviklingen af hele den grønne industri i EU. Heldigvis har man i EU etableret en innovationsfond og en investeringsfond med det formål at støtte grøn europæisk industri. Men det er en udfordring, og kinesisk industri er langt foran indenfor alle dele af den grønne industri. Europa er saktet bagud, men heldigvis har dansk erhvervsliv etableret sig solidt med virksomheder i verdensklasse indenfor grøn teknologi.



## Emerging markets bliver centrale for den grønne omstilling

Set i et længere perspektiv er mange emerging markets-lande placeret centralt, når det gælder den grønne omstilling. Kemi og metaller i form af kobber, litium, kobolt og nikkel bliver centrale, når det gælder elektrificering og produktion af batterier. En elektrisk bil er i virkeligheden et stort batteri med en "passagerkasse" sat ovenpå. Elektrisk infrastruktur har kobber som vigtigste bestanddel. Solceller kræver mineraler og kemisk viden. Alle de vigtige mineraler og den billige arbejdskraft til fremstilling af tilhørende udstyr finder vi i emerging markets. Aktierne i emerging markets har stået stille kursmæssigt de sidste 5-10 år, mens resten af verden med USA i spidsen er steget med 100 pct. Og hertil kommer, at de fleste emerging markets-valutaer også er blevet meget billige. I gennemsnit er de faldet med 50 pct. overfor dollaren, som det fremgår af figur 5. Hvis man er langsigtet investor og har en tidshorizont på 5-10 år, er aktierne i emerging markets en oplagt investeringskategori. De handler med 50 pct. rabat i forhold til amerikanske aktier, og de har et "råvareindhold", som er større, end det vi finder på de amerikanske og europæiske aktiemarkeder.

**Figur 5. Emerging markets-valutaer er faldet med 50 pct. overfor dollaren**



Note: Indeks januar 2009 = 100. Data til 30.04.2024.

Kilder: Bloomberg og J.P. Morgan.



## Det er vigtigt at have toplinevækst og indtjeningsevne for øje

Når man sammensætter en langsigtet investeringsportefølje, bør man også være opmærksom på, hvilke lande og virksomheder der er de mest succesfulde. I figur 6 har vi anskueliggjort dette. Det er efterhånden et faktum, at amerikanske virksomheder har placeret sig som de vigtigste, både når det gælder toplinevækst, indtjening og innovationskraft. De har samtidig adgang til det største kapitalmarked i verden med den stærkeste valuta og den mest fleksible og risikovillige kapital.

Figur 6 viser at top-2 i verden består af to amerikanske teknologivirksomheder. De har hver især skabt mere værdi, end den kinesiske stat gennem to statslige velfærdsfonde har kunnet mestre de sidste 25 år. De er større end Saudi-Arabiens samlede olieindustri, som er repræsenteret ved Saudi Aramco. De er også større end Norges oliefond. Værdien af bitcoins er også kommet meget højt op på listen – hvor længe det holder, ved ingen. Og vores egen succesvirksomhed Novo Nordisk er Europas mest værdifulde selskab og placeret i verdens top-20. Mest overraskende er, at Siemens, et af Tysklands mest værdifulde selskaber, har en markedsværdi, der kun svarer til 6 pct. af Apple. Tankevækkende.

**Figur 6. Amerikanske teknologivirksomheder er mere værd end de kinesiske statsfonde**

	Markedsværdi, mia. dollar
Microsoft	2.935
Apple	2.614
Kinesiske statsfonde	2.440
NVIDIA	2.076
Saudi Aramco	1.936
Norges statsfond	1.631
Bitcoin	1.017
Tesla	574
Novo Nordisk	560
LVMH	416
SAP	222
Siemens	149

Note: Markedsværdi for selskaber er pr. 02.05.2024. Markedsværdi for statslige velfærdsfonde er senest tilgængelige fra Sovereign Wealth Fund Institute. Norges statsfond er Norway Government Pension Fund Global. Kinesiske statsfonde er China Investment Corporation og SAFE Investment Company.

Kilder: Bloomberg og Sovereign Wealth Fund Institute.

Om 10 år ser listen helt anderledes ud. Der er formentlig selskaber på listen, som vi knap nok kender i dag. Meget sandsynligt er det, at flere AI-selskaber og energiteknologiselskaber ligger i toppen. Europas placering vil næppe forbedres. Europa står svagt, når det gælder demografi og naturressourcer. Vi har nogle af verdens mest velfungerende samfund og vil på den måde klare os godt, men skal man placere sin opsparing klogt, er en stor portion aktier i USA og emerging markets nok værd at overveje.

## Ansvarsfraskrivelse

Dette materiale er udarbejdet af Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S ("Maj Invest"). Materialet er alene udarbejdet som informationsmateriale. Materialet er ikke et tilbud eller en opfordring til køb/salg af værdipapir, valuta eller finansielt instrument.

Materialet tager ikke udgangspunkt i og er ikke tilpasset nogen investors personlige forhold. Materialet er ikke investeringsrådgivning og bør ikke opfattes som sådan, materialet giver kun generelle informationer om værdipapirer, herunder investeringsbeviser. Materialets informationer kan ikke erstatte individuel professionel rådgivning.

Materialet er baseret på informationer fra kilder, som Maj Invest finder troværdige, men Maj Invest påtager sig ikke ansvar for materialets rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af materialet, herunder eventuelle tab.

Maj Invest og dets moderselskab samt medarbejdere i Maj Invest kan udføre forretninger, etablere, afslutte, ændre eller have positioner i værdipapirer, valuta, finansielle instrumenter, som er omtalt i materialet. Maj Invest kan endvidere udføre investerings- eller porteføljerådgivning for kunder, som er omtalt i materialet, f.eks. Investeringsforeningen Maj Invest. Maj Invest har samarbejdsaftale om formidling af handel med og information om investeringsforeningsandele i Investeringsforeningen Maj Invest, og Maj Invest honoreres herfor.

Vurderinger i materialet er baseret på skøn og forudsætninger. En investering i værdipapirer, herunder investeringsbeviser, er forbundet med risici. Bevægelser i markedet generelt eller hændelser knyttet til værdipapirer kan påvirke kursudviklingen, som dermed kan adskille sig væsentligt fra det i præsentationsmaterialet forventede. Historiske og tidligere afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Vurdering af fremtidige afkast er baseret på formodninger, som måske ikke realiseres.

Materialet er beskyttet af ophavsretslovgivningen i Danmark. Materialet er til modtagerens personlige brug og må ikke udleveres, kopieres eller offentliggøres til andre uden Maj Invests tilladelse, andet end i det omfang det er nødvendigt til andre personer inden for samme organisation.