

JANUAR 2024

MAJ INVEST MÅNED

2024 vil byde på økonomisk vækst og positive investeringsafkast





Maj Invest, 8. januar 2024
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør i Maj Invest

2024 vil byde på økonomisk vækst og positive investeringsafkast

Det seneste år er økonomisk set gået langt bedre end forventet. Den globale vækst har været på 3 pct., inflationen er næsten normaliseret, renterne er faldet tilbage efter deres himmelflugt, og aktiemarkederne har det godt. Danske aktier steg omkring 10 pct. sidste år, og globale aktier steg omkring 20 pct. De eneste områder, som fortsat er ramt af store kursbevægelser, er de såkaldte "klimaaktier" og de meget kapitalkrævende ventureinvesteringer.

Den største udfordring, man som investor mødte i 2023, var de geopolitiske spændinger, som ikke blev mindre – snarere tværtimod. Vi har krig i Ukraine og Gaza, ligesom vi har stigende militære spændinger mellem Kina og Taiwan. Vi ser med Trump i førersædet en markant polarisering i USA. Samme tendenser gør sig gældende i en række større europæiske lande. Verden er geopolitisk set i rød zone, som vi siger i Maj Invest. Nogle finansfolk vil mene, at vi har en del grå svaner, der svømmer rundt i finansmarkederne og let kunne forvandles til sorte svaner. En sort svane er et finansielt udtryk for en massiv krise, der er umulig at håndtere, og som derfor betyder, at man ikke længere råder over de strategier, man ellers normalt bruger til at afdække risici med.

På denne baggrund er mange økonomer og investorer skeptiske her ved indgangen til 2024. I Maj Invest ser vi lidt anderledes på mulighederne. Vi vurderer, at global økonomi i 2024 vil opleve vækstrater på omkring 3 pct. i gennemsnit, ligesom vi vurderer, at de stigende lønninger – som nu stiger hurtigere end inflationen – vil betyde, at der snart kommer vækst i privatforbruget og dermed plads til en lille vækstfremgang.

I det følgende gives en kort analyse af de tre store økonomiske zoner i verden samt en vurdering af, hvad det betyder for renteutviklingen og aktiemarkederne.



De amerikanske forbrugere er fortsat i fin form

I USA sidder forbrugerne med nøglen til økonomisk fremgang. Privatforbruget står for mere end to tredjedele af det amerikanske BNP, og forbrugslysten er derfor afgørende for den amerikanske vækst. Den gode nyhed er, at den amerikanske forbruger finansielt set har det godt. Arbejdsløsheden er rekordlav, og samtidig vokser lønningerne nu hurtigere end inflationen. Det betyder højere realløn og en amerikansk forbruger, der i 2024 fortsat kan øge sit forbrug – se figur 1. Reallønsfremgangen er bredt funderet, og tal fra det amerikanske finansministerium, U.S. Treasury, viser faktisk, at det primært er de lavest lønnede i det amerikanske samfund, der oplever den største lønfremgang. De lavtlønnedes forbrugskvote er erfaringsmæssigt høj, og lønstigningerne slår derfor her i endnu højere grad direkte igennem til øget forbrug. De amerikanske forbrugere står derfor stærkt på trods af de høje renter. Det giver grobund for fortsat vækst i den amerikanske økonomi i 2024.

Figur 1. USA: Reallønnen vokser igen



Note: Reallønsvæksten er vist for den private sektor.
Kilder: Bloomberg og Bureau of Labor Statistics.

Samtidig investerer de amerikanske virksomheder på livet løs. Præsident Bidens finanspolitiske pakker, "Inflation Reduction Act" og "CHIPS Act", har i samspil med et øget fokus på at hjemtage produktion fra Kina fået amerikanske virksomheder til at investere massivt i nye produktionsanlæg og grønne løsninger. Disse investeringer ser ud til at fortsætte, og det vil sprede sig som ringe i vandet til resten af økonomien og bidrage positivt til væksten.



I eurozonen er der lys for enden af tennellen

Anderledes står det i øjeblikket til i eurozonen. Industrien i særligt Tyskland er sat kraftigt tilbage af højere energipriser og en aftagende global efterspørgsel. Samtidig er privatforbruget i regionen som helhed presset – se figur 2. Eurozonen befinder sig derfor i øjeblikket på randen af recession eller i bedste fald nulvækst. Fremadrettet ser det dog lidt lysere ud. Den svage udvikling i privatforbruget siden starten af 2022 kan i høj grad tilskrives de kraftige prisstigninger, der fulgte i kølvandet på problemerne i forsyningskæderne og de voldsomme stigninger i energipriserne. Inflationen i eurozonen er nu under kontrol, men det stramme europæiske arbejdsmarked presser fortsat lønningerne op. Derfor oplever mange europæiske husholdninger igen fremgang i reallønnen, og det kan være med til at give vækst i privatforbruget. Desuden er udlån til forbrugerne igen begyndt at stige, hvilket også kan være med til at skubbe forbruget op. Samtidig er der indikationer på, at den globale industrikonjunktur, som længe har været presset, snart vender. Tal for industrien og eksporten i Korea og Taiwan, der historisk har været gode indikatorer for den globale industrikonjunktur, tyder på en vending. Det vil være særdeles godt nyt for regionens største økonomi, Tyskland, hvor industriproduktioner udgør en stor del af økonomien. Så på trods af den nuværende stilstand i eurozonen ser fremtiden lidt lysere ud økonomisk set.

Figur 2. Eurozonen: Privatforbruget målt ved detailhandelen er svagt



Note: Data er sæsonjusteret real detailhandel. Indeks 100 = 2015.

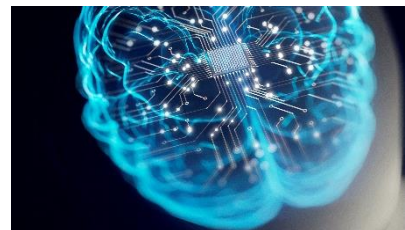
Kilder: Bloomberg og Eurostat.



Grønne investeringer er ikke nok for Kina

Kina er fortsat i store strukturelle problemer. Ejendomssektoren, der tidligere var en af de primære vækstmotorer, ligger i ruiner, og gælden er nu så stor, at en eller anden form for kinesisk finanskriser synes uundgåelig. For nylig var der dog et lille lysglimt i den kinesiske økonomi. Detailsalget i Kina voksede senest med 10 pct. målt på årsbasis, og selvom det var fra en lav base på grund af covid-nedlukninger i 2022, viser det stadig en vis styrke blandt de kinesiske forbrugere. Den kinesiske økonomi er dog langt fra så afhængig af privatforbruget, som det f.eks. er tilfældet i USA. I Kina fylder privatforbruget kun knap 40 pct. af BNP, og derfor vil selv en forbrugsvækst på 10 pct. kun bidrage med fire procents BNP-vækst.

Kina har derfor brug for en ny vækstmotor, hvis økonomien skal tilbage til de flotte vækstrater, der har været normen i de seneste 30 år. Meget tyder på, at det bliver umuligt. Kina har investeret massivt i alle dele af den grønne omstilling, og området kommer da også til at bidrage positivt til væksten i de kommende år. Det er bare ikke nok til at opveje vækstafmatningen fra den kriseramte ejendomssektor – se figur 3. Kina står over for strukturelle problemer, og selvom landet fortsat spiller en stor rolle i global økonomi, vil det ikke i samme grad som tidligere være en global vækstmotor. Heldigvis står andre lande i regionen klar til at tage over. Lande som Indien, Vietnam og Indonesien er kraftigt på vej frem og står klar til at overtage rollen som verdens værksted fra Kina. Væksten i disse lande vil derfor være med til at opveje den lavere vækst i Kina.





Figur 3. Kina: Væksten i grønne investeringer overhales af fald i ejendomssektoren



Note: Tal fra 2023 og frem er forecast. Tallene dækker over et lavvækstscenarie.

Kilde: Goldman Sachs.

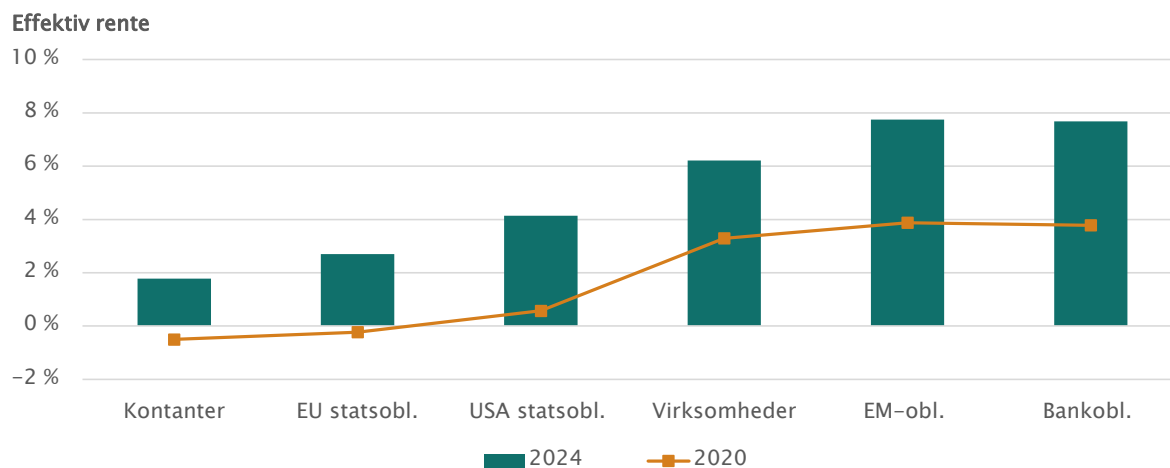
De tre store økonomiske zoner er i forskellig sundhedstilstand ved indgangen til 2024. Det er dog vigtigt at huske på, at den amerikanske økonomi med længder er den toneangivende, når det gælder den globale vækst. Vækstimpulsen fra de amerikanske forbrugere og virksomheder er betydelig, og sammen med en bedring af tilstanden i eurozonen og stor fremgang i lande som Indien tyder det på stabil global vækst i 2024.



Renterne er toppet, og aktierne er tilbage på den langsigtede trend

Den aftagende inflation har fået obligationsrenterne til at falde kraftigt tilbage i de seneste måneder. Finansmarkedet forventer nu, at begge de store centralbanker Fed og ECB vil sænke styringsrenten markant i 2024, og det har også fået renterne på statsobligationer med 5–10 års løbetid til at falde. Renterne er dog stadig på et højt niveau sammenlignet med perioden mellem finanskrisen og covid-krisen, og derfor er obligationer fortsat interessante. Det direkte afkast i form af rentebetalinger varierer alt efter risikovillighed, men er over hele linjen markant højere end i lavrenteperioden – se figur 4. Ud over det høje direkte afkast skaber obligationer en bedre sikkerhed i porteføljen end aktier, da de typisk oplever mindre kursfald i krisetider.

Figur 4. Solide obligationsafkast



Note: Kontanter angiver en gennemsnitlig indlånsrente for opsparingskonti uden binding på tværs af Jyske Bank, Nordea og Danske Bank i 2023. For 2020 er kontantrenten et estimat. Virksomheder angiver et gennemsnit af renten for investment grade- og high-yield-obligationer. EM er emerging markets.

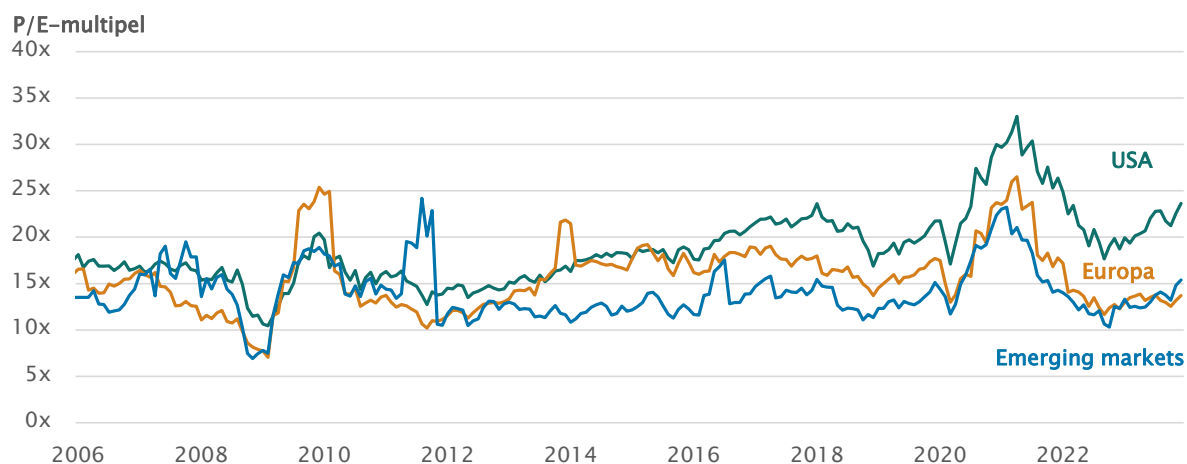
Kilder: Bloomberg, Jyske Bank, Nordea, Danske Bank og Maj Invest.

Meget tyder på, at renterne har toppet for nu, men man skal ikke forestille sig, at renterne igen har kurs mod nul procent. Hjemtagning af produktion til de vestlige lande og ubalancer på arbejdsmarkedet betyder, at inflationen på sigt kommer til at ligge lidt over centralbankernes ønske. Dertil kommer, at den aldrende befolkning i store dele af verden medfører en lavere opsparing, samtidig med at særligt klima- og forsvarsrelaterede investeringer stiger. Resultatet af begge tendenser er en højere rente, og derfor vil renterne ikke finde tilbage til det unaturligt lave niveau, vi så mellem finanskrisen og covid-krisen.

Vender vi blikket mod aktiemarkedet, er det på vej tilbage mod sin historiske trend efter flere år med store udsving. Pengepolitikken er normaliseret, hvorfor kapital igen har en pris. Derfor vil investorerne igen navigere efter de fundamentale økonomiske forhold, som dermed kommer til at styre aktiemarkedet fremfor de "gode historier", som drev markedet i nulrentemiljøet. Det vil være virksomhedernes evne til at skabe vækst i deres indtjening, der afgør aktiemarkedets afkast. Sådan har det været historisk, og sådan vil det også være fremover.

Som vist i figur 5, der viser regionale P/E-værdier, er aktiemarkedet i dele af verden heller ikke dyrt. Både i Europa og emerging markets handler aktierne til en pris per indtjeningskrone tæt på den historiske normal. Billedet er anderledes i USA, hvor P/E-værdierne er presset op af de store og dyre teknologiaktier. Ser man bort fra disse, er det amerikanske marked dog også ganske fair prissat. Aktiemarkederne vil derfor i høj grad følge udviklingen i indtjeningen i virksomhederne, og på baggrund af en pæn global vækst er afkastmulighederne fornuftige. I øjeblikket forventes indtjeningsvækst på ca. 10 pct. de kommende 12 måneder i det amerikanske S&P 500-indeks. Det er højere end ved samme tid sidste år.

Figur 5. Billige europæiske aktier



Note: P/E-multiplen er for de seneste 12 måneder og baseret på MSCI-indeks. Multiplen angiver prisen for en kroners indtjening.
Kilde: Bloomberg.

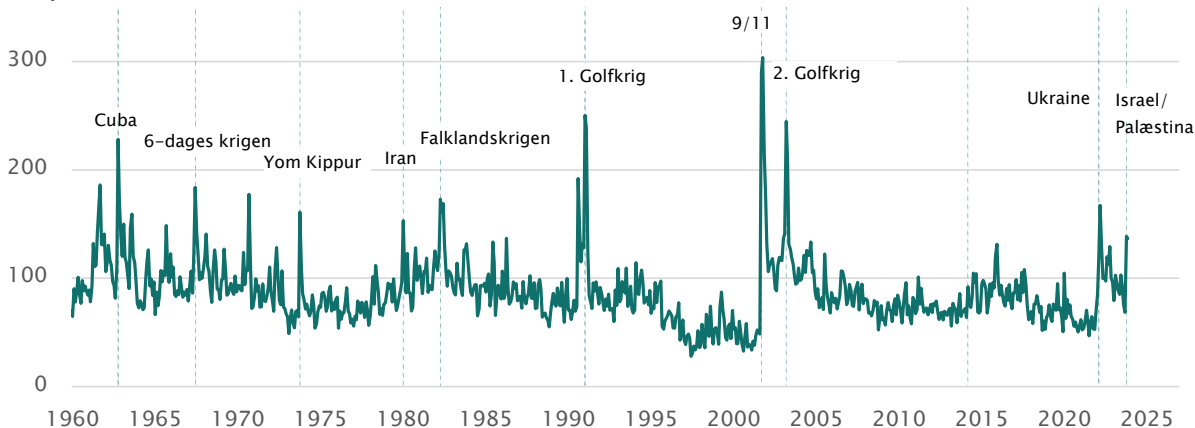


Geopolitik er fortsat i rød zone

Investering vil altid være forbundet med risiko, og en af de risikofaktorer, investorerne er nødt til at forholde sig til, er den geopolitiske udvikling. Krigen i Ukraine og senest udviklingen i Israel og Gaza sætter en tyk streg under, at geopolitikken fortsat er i rød zone. Senest har houthiernes angreb på en række skibe i Det Røde Hav skabt frygt for nye udfordringer i forsyningskæderne, da de store skibe i høj grad nu er tvunget til at tage den længere rute syd om Afrika. Konsekvenserne er stadig svære at vurdere, men viser, hvor uforudsigelig den geopolitiske udvikling er. Som det fremgår af figur 6, der viser et geopolitisk risikoindeks, er det dog langt fra første gang, at investorerne har skullet forholde sig til geopolitiske udfordringer. Som langsigtet investor skal man have geopolitikken med i det samlede risikobillede, men historisk har aktiemarkedet altid ganske hurtigt tilbagevundet eventuelle tab forbundet med den type spændinger.

Figur 6. Geopolitik i rød zone, men vi har set det mange gange før

Geopolitisk risikoindeks



Note: Det geopolitiske risikoindeks er baseret på nyhedsartikler om geopolitiske hændelser bragt i udvalgte aviser.

Kilde: Caldara, Dario and Matteo Iacoviello (2022), "Measuring Geopolitical Risk," American Economic Review, April, 112(4), s.1194-1225. Data downloadet fra <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> 3. januar 2024.

I Maj Invest vurderer vi fortsat ikke, at en global recession er lige om hjørnet. Særligt de amerikanske forbrugere har det godt, og noget tyder på, at den globale industrikonjunktur vil forbedres i løbet af året. Det kan give fortsat pæn økonomisk vækst i 2024. Det betyder også, at markedsrenterne nu ligger på et fornuftigt niveau, og at tanken om nulrenter ikke er relevant. Positive aktiemarkeder er afhængige af vækst i virksomhedernes indtjening, men med global økonomi på vej frem virker dette også sandsynligt. Vi ser muligheder i både aktier og obligationer, men som altid skal man sikre sig risikospredning. De seneste år har lært investorer, at det ofte er umuligt at forudsige de næste kortsigtede kursbevægelser.

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.