

September 2024

MAJ INVEST MÅNED

Seks økonomiske megatrends dominerer verden



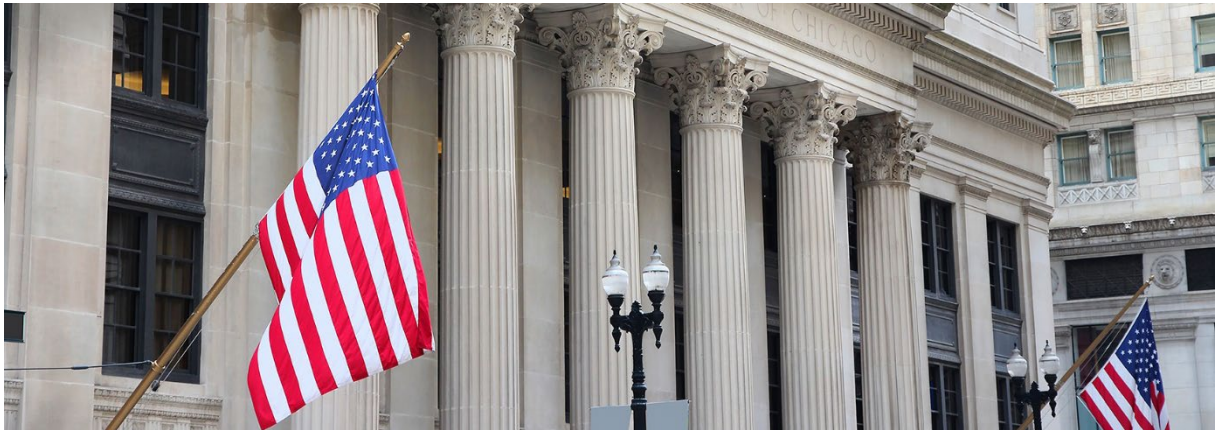


Maj Invest, 9. september 2024
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør i Maj Invest

Seks økonomiske megatrends dominerer verden

Global økonomi har siden sommeren 2022 været præget af en række markante økonomiske bevægelser – man kunne kalde dem for de seks megatrends. Nogle er nye, og andre har vi kunnet observere i flere år. For det første har den globale vækst stabiliseret sig omkring 3 pct. med USA som den egentlige motor i hele systemet. For det andet har Kina placeret sig som en sikker nummer to, dog præget af voldsom overinvestering og overkapacitet, som dæmper den historisk høje vækst. Det kan på sigt gøre Kina til en slags kopi af Japan – blot i en fem gange større udgave. Den tredje trend er et Europa i en strukturel krise ramt af mangel på energi og mangel på arbejdskraft. Dette er en opskrift på stagnation. Den fjerde megatrend består fortsat af de relativt høje globale renter. De globale obligationsmarkeder har været styret af centralbankernes lempelige politik i mere end 10 år. Men ingen pengepolitiske chefer tør fortsætte dette eksperiment, og derfor er tiden med nulrenter definitivt slut. Den femte megatrend handler om klima og grøn energi. Her har kineserne sat sig på hele forsyningskæden. Kineserne dominerer vindindustrien, solindustrien, atomkraft, batterier, mineraler, elbiler og alle de underleverandører, der er helt nødvendige i den grønne omstilling. Den sidste og måske vigtigste megatrend handler om det teknologiske førerskab. Her er "slaget" næsten afgjort. USA har sat sig massivt på teknologisk innovation, cloud og datacentre, softwareplatforme, sociale platforme og nu også kontrollen med AI-modellerne. Det eneste land, som måske kan udfordre USA på dette område, er Kina – men USA's førerskab er solidt.

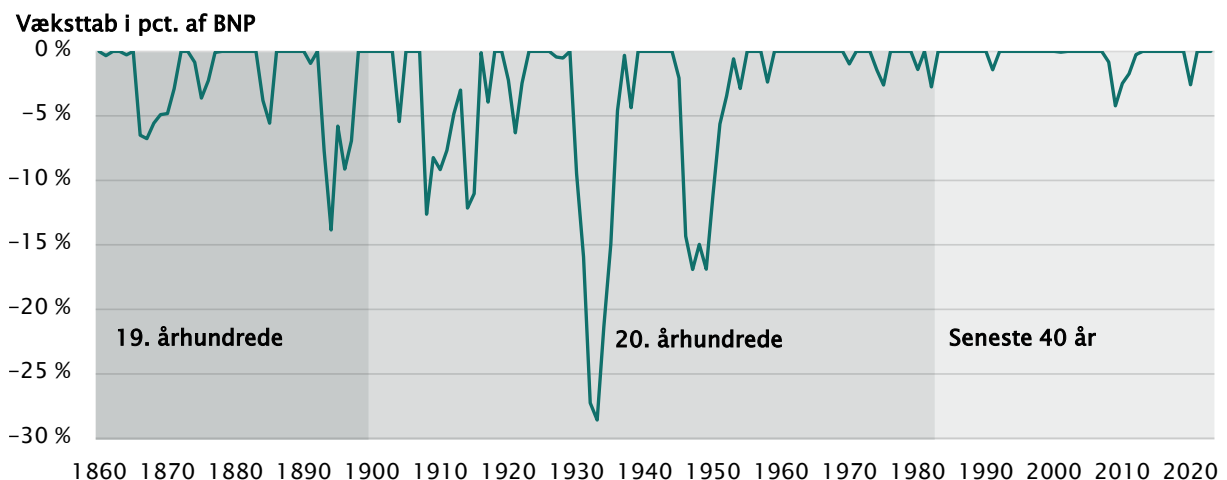
I de næste afsnit vil vi belyse en række af disse megatrends. Det ser ikke lovende ud for EU. Vi er fastlåst i en situation som den japanske. Mangel på energi, en aldrende befolkning og sikkerhedspolitisk afhængighed af USA. Heldigvis er der mange andre vigtige forhold, som definerer succesfulde lande. Og hvad angår velstand, sammenhængskraft og sundhed er en række europæiske lande, herunder Danmark, blandt de mest succesfulde i verden.



USA er i front på stort set alle områder

USA har befæstet sin lederposition som økonomisk og finansielt centrum. Udviklingen er imponerende. Landet er kommet bedst ud efter covid-krisen og Ukraine-krisen. Væksten er relativt høj og stabil. USA er verdensmester i at føre effektiv økonomisk politik. I figur 1 er illustreret, hvor stabil landets økonomi er blevet. Antallet af økonomiske recessioner er over tid reduceret mærkbart. For 100 år siden var der økonomiske recessioner i 30–40 pct. af tiden. I dag er recessioner meget sjældne og kortvarige, mens det, man kalder økonomiske ekspansioner (som den, vi er inde i lige nu), ofte strækker sig over op til 10 år.

Figur 1. Amerikanske recessioner siden 1860



Note: Væksttabet er et drawdown, der måler det procentvise fald siden seneste top. Drawdown er baseret på årlig real BNP pr. capita. 19. århundrede angiver 1860–1899. 20. århundrede angiver 1900–1982. Seneste 40 år angiver perioden fra og med 1983.

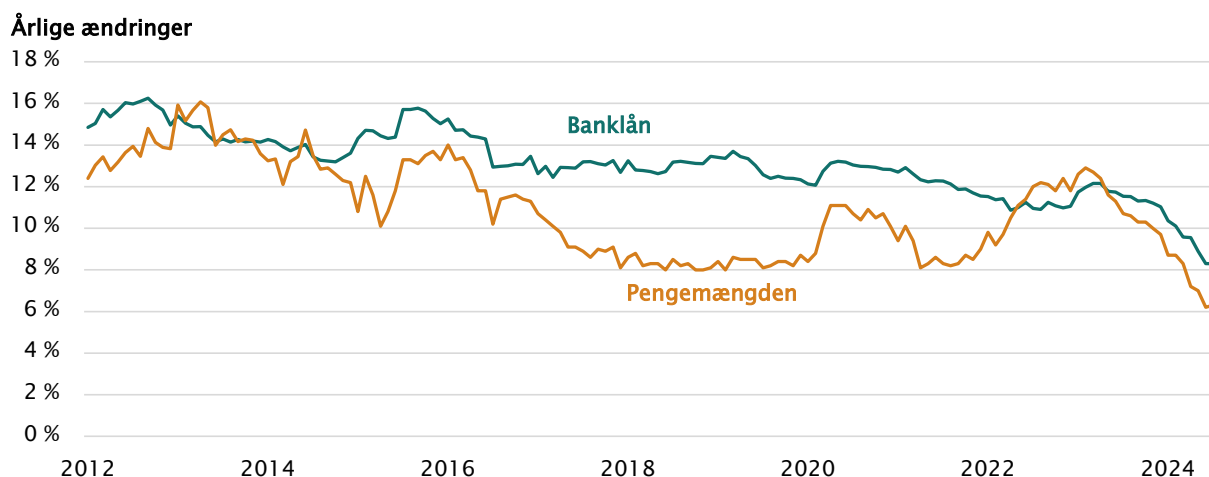
Kilde: Louis Johnston og Samuel H. Williamson, "What Was the U.S. GDP Then?" MeasuringWorth, 2024.

Kina bevæger sig modsat. Efter en økonomisk succes med stabil højvækst i mere end 25 år ser det ud til, at Kina har ramt "muren". Landet er præget af voldsomme ubalancer, hvoraf det største er opbygningen af en kolossal gældsbyrde og verdens største overinvestering i industrikapacitet, infrastruktur og boligbyggeri. Af figur 2 fremgår, at dette "eventyr" er ved at slutte. Der er ikke længere vækst i bankudlån, og derfor kommer der heller ikke nogen væsentlig vækst i pengemængden. Udlandet er også begyndt at holde igen med direkte investeringer i Kina, der tidligere udgjorde meget betydelige kapitaltilførsler, med en årlig vækst

omkring 10–15 pct. Nu er det modsatte gældende – kapitalen søger væk fra Kina. Samtidig er befolkningen og dermed også arbejdsstyrken faldende. Kina kommer sandsynligvis igennem dette, for de er trods alt ikke alene om at have en udfordrende demografi, men prisen er en lav vækstrate.



Figur 2. Finansiering af kinesisk vækst (vækst i banklån og pengemængden)



Note: Pengemængden er M2, dvs. al likvid kapital. Årlige ændringer baseret på beløb målt i CNY.

Kilder: Yardeni, Bloomberg, The People's Bank of China.

Man må aldrig undervurdere kineserne, men denne økonomiske cocktail er ikke nem at håndtere. Set med kinesiske øjne er der enkelte lyspunkter. Hvad angår grønne teknologier, er Kina blevet dominerende. Landet har sikret sig adgang til store dele af de kritiske råvarer, og resten af verden kan ikke komme uden om Kina, når det angår den grønne omstilling. På nogle teknologiske områder er Kina også tæt på at indhente USA. Men det ændrer næppe det faktum, at Kinas vækstrate vil ligge underdrejet i mange år. Det er blevet svært for kineserne at finde nye vækstimpulser, da man ikke længere holder byggeriet kunstigt i live. De kinesiske forbrugere har ikke samme tilbøjelighed til at forbruge, som man eksempelvis har i USA og til dels i Europa, og når privatforbruget ikke kan tage over som økonomiens drivkraft efter mange års massivt offentligt forbrug, vil væksten lide under en lavere efterspørgsel i store dele af økonomien. At man samtidig har udsigt til fortsat handelskonflikt med USA, vil næppe gøre dette problem lettere at håndtere.

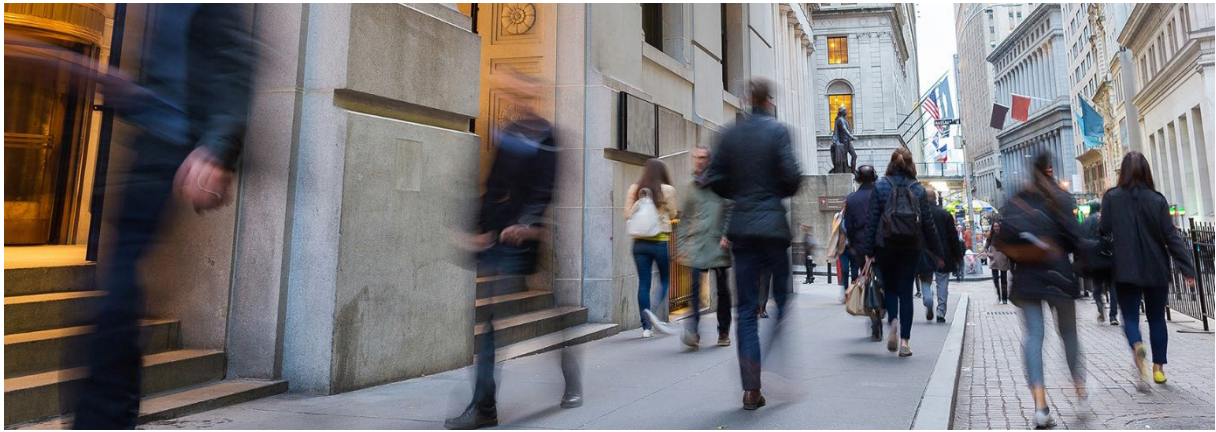


Europa er sakket agterud

Ligesom Kina kæmper Europa med en række udfordringer. Særligt på energifronten er Europa sat tilbage. Krigen i Ukraine medførte store prisstigninger på næsten alle typer energi. Det skyldes især, at Rusland lukkede for den billige gas, som særligt Tyskland var stærkt afhængig af. Men selvom energipriserne er faldet tilbage igen, har man ikke løst den underliggende udfordring, der består i Europas afhængighed af energiimport. Det er nødvendigt at opbygge grønne energikilder, men det vil tage årevis, og det vil blive meget dyrt. Derfor er Europa ringere stillet end både USA, der er nettoeksportør af energi, og Kina, der trods en betydelig energiimport samtidig er det land, der uden sammenligning har det største forspring, når det kommer til konkurrencedygtig grøn energi.

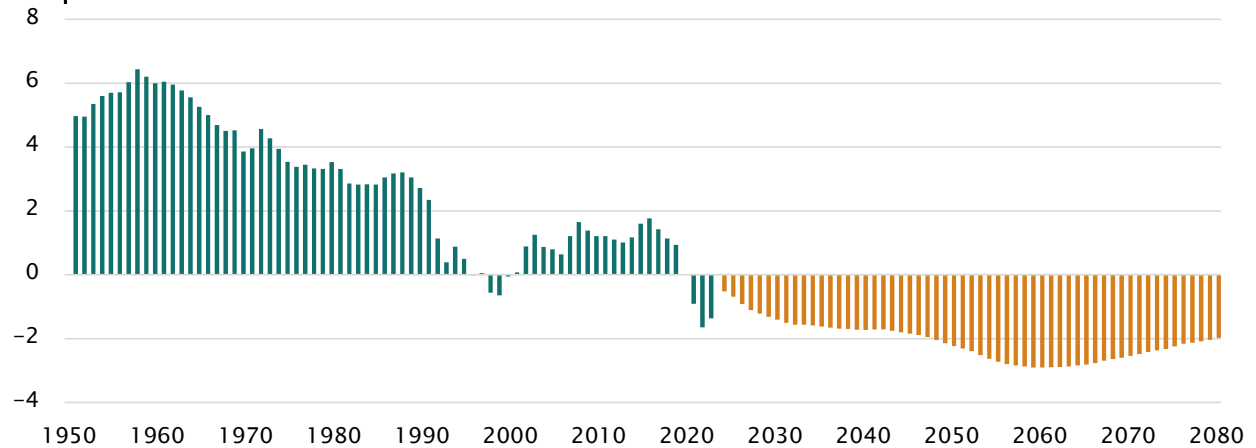
Et andet svagt punkt for Europa består i den problematiske demografi vist i figur 3. En faldende befolkning vil nødvendigvis medføre et fald i fremtidens arbejdsudbud. Det vil skabe store udfordringer for Europa, da kravene til produktivetsforbedringer vil blive større. Selvom man måske er i den lejr, der mener, at arbejdsmarkedet kan tilpasse sig udbud og efterspørgsel tilstrækkeligt ved blot at regulere prisen på arbejde – lønnen – er det svært at komme uden om, at der i en lang række fag simpelthen er behov for fysisk arbejdskraft. Jo færre vi bliver, desto mere produktive skal alle blive. Det kan formentlig godt udfolde sig i et vist omfang, men produktivetsforbedringer kommer ikke af sig selv.





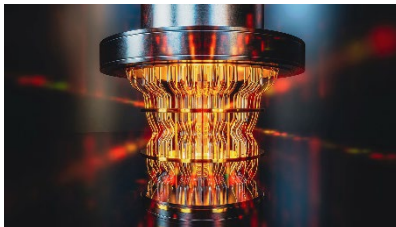
Figur 3. Europa mangler arbejdskraft (årlig befolkningsvækst)

Mio. personer



Note: De grønne søjler markerer realiserede vækstrater opgjort 1. juli. De orange søjler markerer estimerede vækstrater.
 Kilde: UN Population Division.

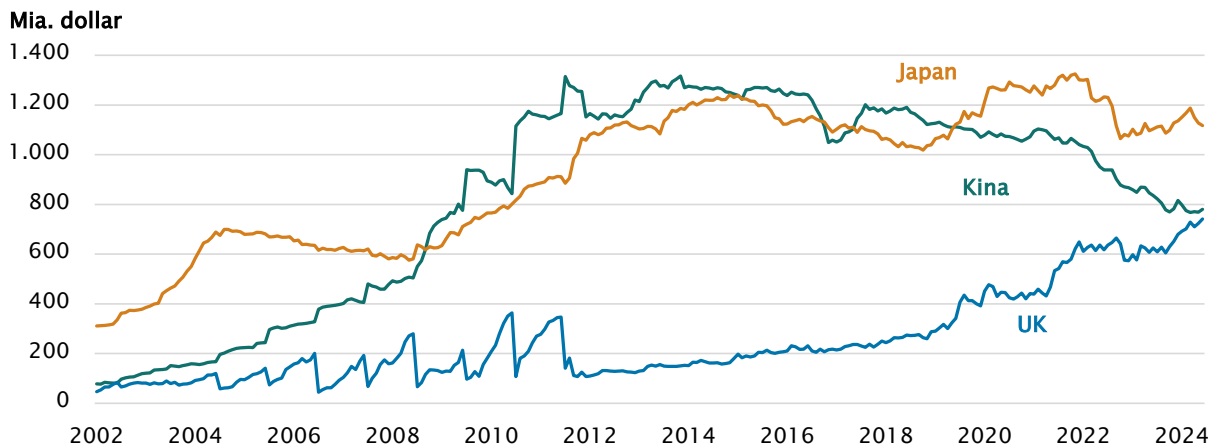
Deri ligger endnu en udfordring for Europa. For mens USA har skabt gode rammevilkår for virksomheder inden for teknologi og energi, er Europa langt bagud. Langt de fleste IT-virksomheder, der i disse år oplever stor vækst, ligger i USA eller Asien. Europa er rent ud sagt saktet agterud, når det gælder teknologi, energi og arbejdsstyrke.



Ingen grund til at frygte finansielle problemer i USA

Kina har i de seneste to årtier været den største køber af amerikanske obligationer sammen med Japan. Derfor har man i nogen tid frygtet, at Kina ville sælge stort ud af de amerikanske statsobligationer. Det kunne risikere at påvirke opfattelsen af amerikanske statsobligationer som et af de sikreste finansielle instrumenter. Det er nu tydeligt, at det har været en ubegrundet frygt. Efter covid-19 er Kina begyndt at reducere sin beholdning af amerikanske statsobligationer, og det er sket uden nogen effekt på den finansielle stabilitet. Der er nemlig rigeligt med potentielle købere af amerikanske obligationer, så obligationskurserne, og dermed renterne, har ikke afspejlet et brandudsalg. Tværtimod har bl.a. UK via den store internationale investorbasis i London købt amerikanske statsobligationer. USA er fortsat en sikker havn for kapital, se figur 4.

Figur 4. Beholdninger af amerikanske statsobligationer i Japan, Kina og UK



Note: Angiver udvalgte landes beholdninger af amerikanske statsobligationer.
Kilder: Bloomberg og US Treasury.

Den amerikanske statsgæld er dog stadig værd at holde øje med. Selvom økonomien har befundet sig i et meget langt opsving, når man ser bort fra den korte covid-recession, har der ikke været skruet ned for politiske ambitioner om skattelettelser eller initiativer, der finansieres gennem det offentlige forbrug. Statsunderskuddet er derfor stort, og der er ikke udsigt til umiddelbar bedring. Men det er dog ikke nødvendigvis et problem lige foreløbigt. For selvom gælden er vokset markant over de senere år, er formuen i USA vokset hurtigere. Der er dermed et voksende beskatningsgrundlag.

Samtidig er den finansielle sektor stærkere end nogensinde. De amerikanske banker er bundsolide, og deres solvensniveau (egenkapital) er mere end dobbelt så stort, som loven foreskriver. Uroen forbundet med kollapset af få amerikanske banker sidste år har kun fremhævet kontrasten til de øvrige banker i det finansielle system, der alle er godt kapitaliseret. Der er derfor ikke grund til at frygte finansiell uro i USA.

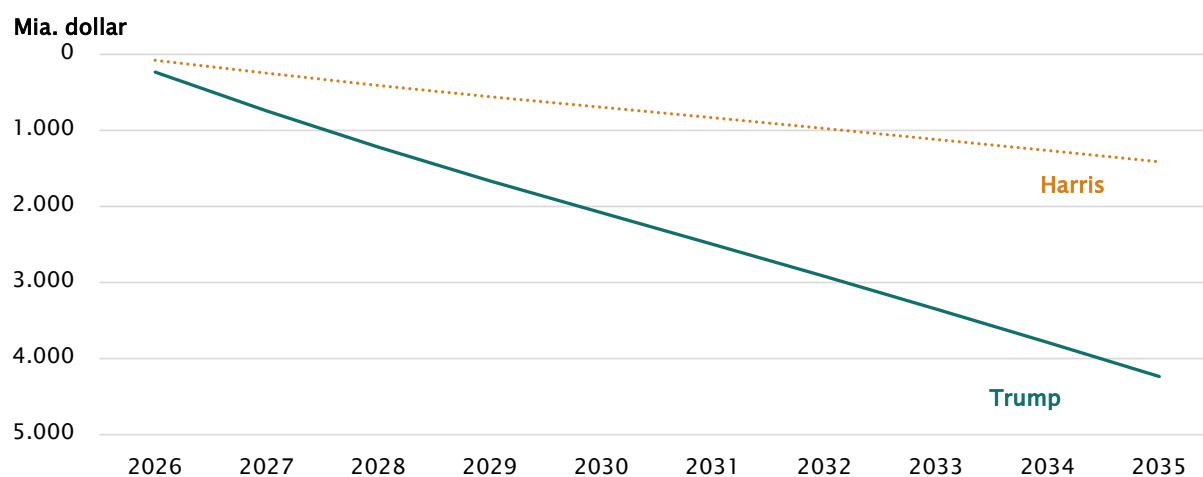


Et valg af Trump vil få væsentlige økonomiske følger

Selvom vi i Maj Invest anser den amerikanske økonomi som værende solid, er der desværre grundlag for en vis usikkerhed. Når amerikanerne skal til stemmeurnerne den 5. november, kan resultatet af deres valg få store konsekvenser – også økonomisk.

I tilfældet af at præsident Trump skulle vinde, vil det derfor formentlig betyde en forlængelse af en række indkomstskattelettelser, der ellers står til at udløbe ved udgangen af 2025. En analyse af PIIE estimerer, at det vil øge det i forvejen betragtelige amerikanske statsunderskud med mere end 4.500 mia. dollar over 10 år, se figur 5. Til sammenligning er den økonomiske politik fra præsidentkandidat Kamala Harris ikke lige så gennemskuelig, da hun endnu ikke har fremført hele sit politiske program. Men The Economist vurderer ud fra hendes foreløbige kampagne, at det vil koste den amerikanske statskasse ca. en tredjedel af det, som en forlængelse af Trumps skattelettelser vil koste.

Figur 5. Trumps økonomiske politik (effekt på statsunderskud)



Note: Her angiver Harris en tredjedel (forventes af the Economist) af det samlede underskud, der estimeres at komme under Trumps forlængelse af TCJA, der bl.a. omfatter indkomstskattelettelser. TCJA = Tax Cuts and Jobs Act.

Kilde: PIIE Policy Brief: Why Trump's tariff proposals would harm working Americans, maj 2024.

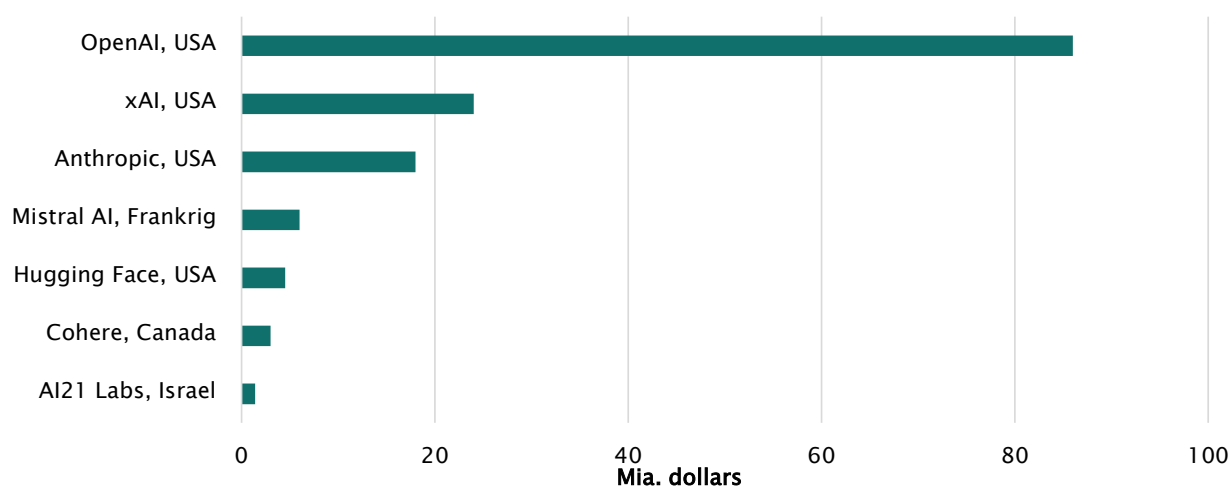
Dertil kommer handelskrigen med Kina, der under Trump vil indebære markant højere importtold. Det vil højst sandsynligt presse inflationen op igen. Trump har også udtrykt, at han ønsker at gøre op med den gældende praksis om, at centralbanken er uafhængig og blot skal styre pengepolitikken ud fra sit mandat om stabile priser og maksimal beskæftigelse. I stedet vil han selv styre centralbanken og styringsrenten. Den tidligere præsident Nixon havde samme idé og blandede sig også direkte i centralbankens fastsættelse af styringsrenten. Han indførte også en fastfrysning af alle priser og lønninger i USA. Selvom det til at begynde med var et populært tiltag blandt vælgerne, endte amerikanerne alligevel med en inflation, der kom ud af kontrol.

Vigtige AI-investeringer er centreret i USA

Europa er underrepræsenteret, når man ser på placeringen af de største teknologivirksomheder. I stedet er det USA, der dominerer på den front. Sociale medier, søgemaskiner, nethandel, styresystemer, mobiltelefoner og særligt kunstig intelligens (AI) er alle vigtige dele af den nye teknologiske værdikæde, og de største spillere er alle placeret i USA. Særligt hvad angår kunstig intelligens sker næsten alle investeringer i amerikanske virksomheder. De amerikanske investeringer inden for dette område er i sin helt egen superliga, se figur 6.

Dermed har USA en strategisk placering og værdiskabelse, som vi andre får svært ved at matche. Alene den amerikanske virksomhed Nvidia har i løbet af de seneste to år skabt en værdi på mere end 2.500 mia. dollar. Det er mere end den ottende største økonomi i verden, Italien, hvis BNP i 2023 svarede til ca. 2.250 mia. dollar.

Figur 6. USA alene i spidsen, når det gælder AI (markedsværdi)



Note: Angiver markedsværdi i maj 2024. En af hovedkilderne til finansieringen af franske Mistral AI er Microsoft, der har hovedsæde i USA.

Kilde: The Economist.

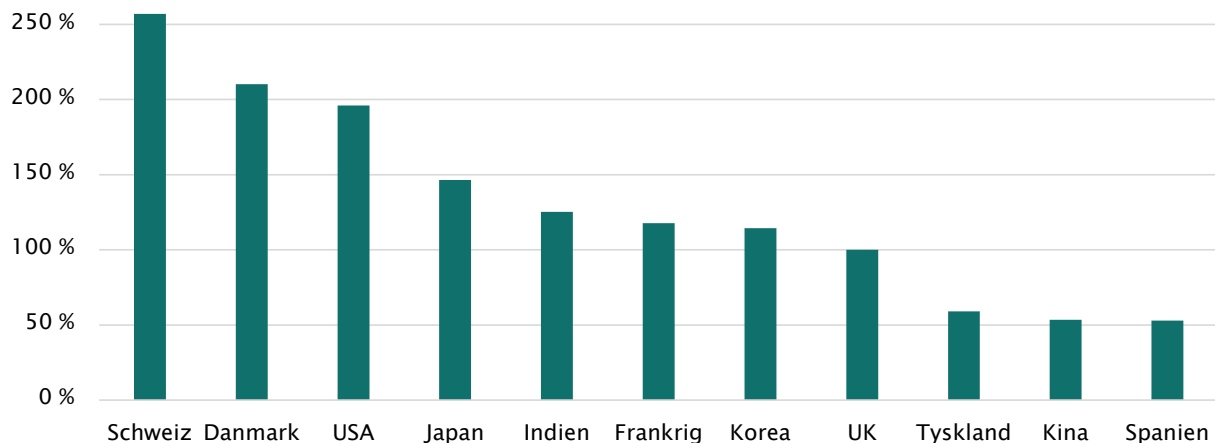


Dansk økonomi er en succeshistorie

Det er dog ikke kun USA, der kan bryste sig af store virksomheder. Danmark har skabt værdi som en innovativ handelsnation. Med vores købmændskab, gode uddannelsesmuligheder, teambaseret skandinavisk ledelse samt et fleksibelt arbejdsmarked har vi skabt forudsætningerne for, at danske virksomheder kan lykkes. Det ser vi resultatet af på det danske aktiemarked, der er mere end dobbelt så meget værd som hele det danske BNP. Målt på værdiskabelse slår vi dermed USA, se figur 7.

Figur 7. Danmark i verdenseliten

Markedsværdi som andel af BNP



Note: Data er for 2023.

Kilde: Bloomberg.

Det er i et vist omfang udtryk for Novo Nordisks succes, men der er faktisk en stor gruppe danske virksomheder, der klarer sig godt. Man skal derfor heller ikke se markedsværdien som udtryk for en finansiel boble. Det er snarere et udtryk for, at vi i Danmark har været dygtige til at udnytte den globalisering, der er sket de seneste 25 år.

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.