

Juni 2024

MAJ INVEST MÅNED

Energiomstillingen vil præge global økonomi





Maj Invest, 17. juni 2024
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør i Maj Invest

Energiomstillingen vil præge global økonomi

Global økonomi er fortsat stærk. USA er som oftest drivkraften, men også i Europa ser der ud til at være fremgang. Det er godt nyt for udviklingen på finansmarkederne.

Verdenssamfundets store problem er derfor ikke udviklingen i global økonomi, men derimod den energiomstilling, vi står over for. Energiomstillingen vil præge alt fra politik og økonomi til tendenser på aktiemarkedet de næste 25 år, og derfor kræver den, at man tænker sig om. Øvelsen er langt fra nem. Grønne brændsler er fortsat langt dyrere end de fossile, og selv grøn elektricitet kan blive dyrt, hvis man skal tage højde for de perioder, hvor vinden ikke blæser, og solen ikke skinner.

På aktiemarkedet fortsætter AI med at være det store tema, og det med god grund. AI kommer til at påvirke en lang række sektorer og industrier og kan være med til at øge produktiviteten mærkbart.

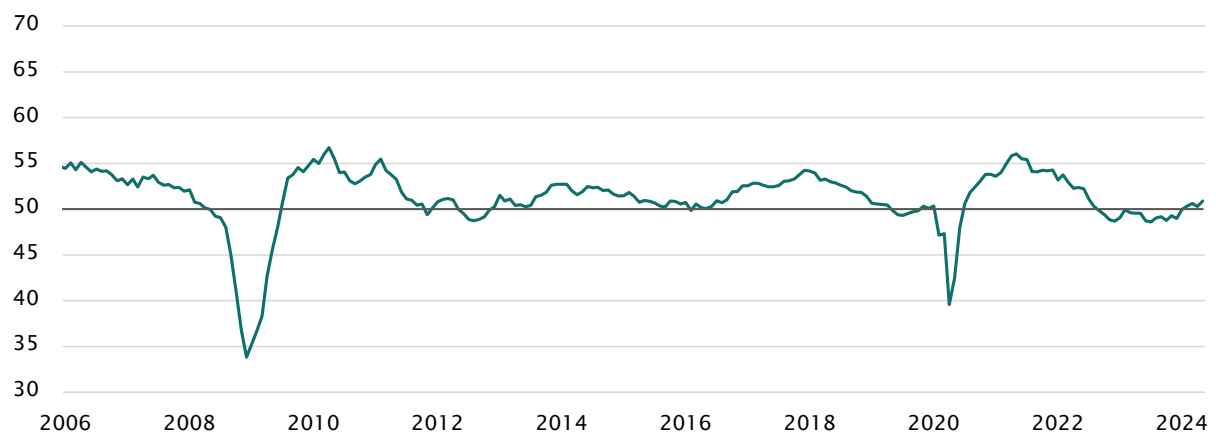


USA viser styrke

Global økonomi vokser. Den indikator, som bedst illustrerer dette, er det globale PMI-indeks. Hvis dette tal er over 50, betyder det, at den globale industri oplever øget aktivitet – se figur 1. USA er bedst positioneret. Fremgangen er bredt forankret i alle dele af den amerikanske økonomi. USA har masser af billig energi, et stærkt kapitalmarked med stor risikovillighed og en teknologisektor, som drives af innovation og nytænkning. I kølvandet på USA ligger de store asiatiske økonomier, der fungerer som værksteder for verden. De store lande i Asien står stærkt, fordi de kopierer USA, hvad angår teknologi og risikovillig investering i fremtiden. Europa står derimod svagt, da energipriserne fortsat er høje i EU, arbejdsstyrken falder, og den kritisk vigtige teknologisektor er langt bagud i forhold til USA og Asien.

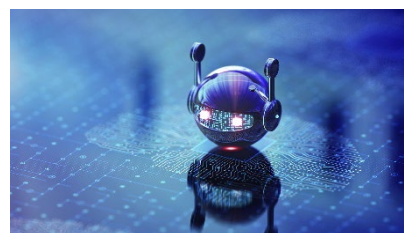
Figur 1. Global vækst peger fortsat op

PMI-indeks for industrien



Note: PMI over (under) 50 angiver positive (negative) forventninger for indkøbschefer.

Kilde: J.P. Morgan.



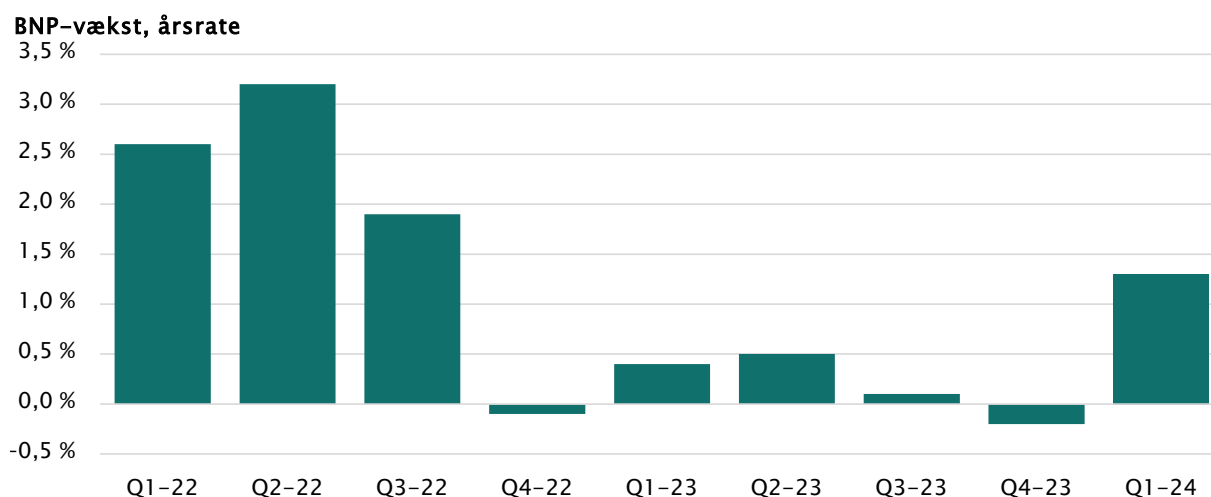


Europa oplever igen fremgang

Den gode nyhed i eurozonen er dog, at vækstraten igen er positiv – se figur 2. Det skyldes, at servicesektoren vokser, og at eksporten igen stiger. Men trækplasterne i Europa er ikke længere den tyske maskin- og kemiindustri, men derimod franske luksusvarer og nordiske life science-virksomheder. På klimaområdet var Europa tidligere førende på globalt plan, men de sidste 10 år er Europa langsomt blevet overhalet. Kina har satset stort og igennem massiv statsstøtte skabt grundlag for, at kinesisk industri udvikler grøn teknologi i verdensklasse.

Kineserne bruger deres finansielle og industrielle styrke til at skabe nye grønne industrigiganter. USA er på vej i samme retning med Biden-administrationens storstilede Inflation Reduction Act, IRA, som medfører enorme investeringer i grønne projekter. USA er på vej til at tage føringen i den teknologibaserede del af den grønne omstilling.

Figur 2. Væksten er tilbage i eurozonen



Note: Væksten er kvartal-til-kvartal omregnet til årsrate.

Kilder: Bloomberg og Eurostat.

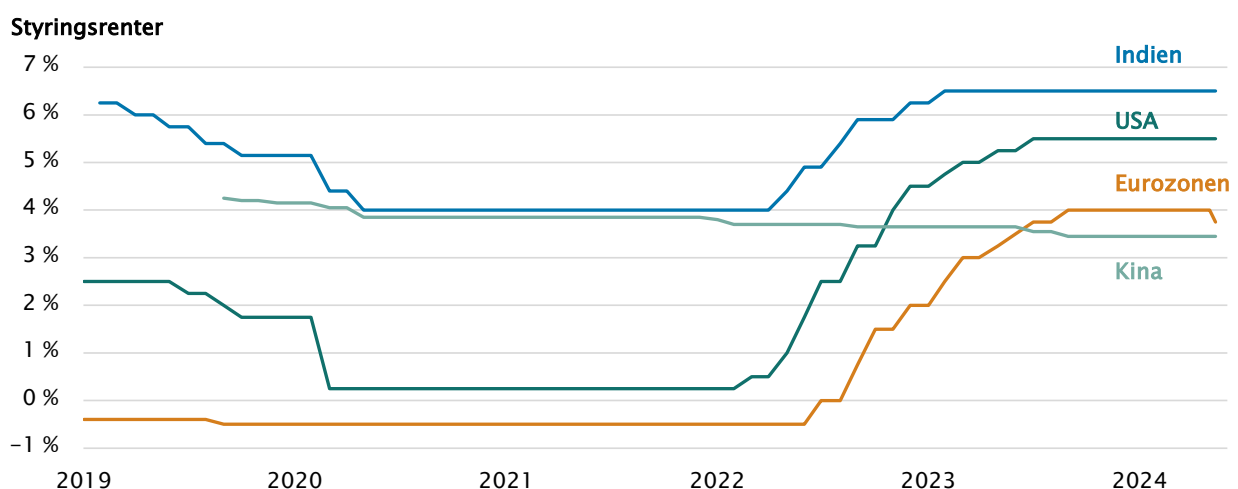
Rentelempelser er en realitet

Efter et par år med massive stigninger i de globale centralbankers styringsrenter – se figur 3 – er rentelempelser nu en realitet. Den Europæiske Centralbank blev den første af de fire viste regioners centralbanker til at sænke renten, og finansmarkedets forventninger er, at tendensen fortsætter. Både den amerikanske centralbank, Fed, og ECB forventes at sænke renten to til tre gange inden for de næste 12 måneder. Den kommende tids makroøkonomiske nøgletal bliver dog afgørende for udviklingen. Både ECB og Fed lægger stor vægt på, at inflationen skal fortsætte med at stabiliseres, og aktiviteten i økonomien skal dæmpes, før renten for alvor kan sættes ned. Med en global økonomi i pæn fremgang skal investorer og boligejere derfor forberede sig på, at renten nok ikke falder nær så hurtigt som forventet tidligere på året.

Der har med god grund været stor fokus på de vestlige økonomiers centralbanker, men nok så interessant er det, at styringsrenten i Kina slet ikke er sat op i denne omgang. Derimod har den kinesiske centralbank være nødt til at sætte renten ned. Årsagen skal findes i den kinesiske ejendomskrise, som har trukket dybe spor i den kinesiske økonomi. Samtidig har prisudviklingen i Kina været meget afdæmpet som resultat af den manglende indenlandske efterspørgsel. Rentestigninger har derfor aldrig været på tapetet.

Situationen i Indien har derimod været mere lig den, vi har set i USA og Europa. Inflationen har været højere end tidligere, og den økonomiske vækst viser fortsat imponerende fremgang. Også her har centralbanken derfor hævet renten, dog til et niveau, som ligner normalen fra før covid.

Figur 3. Første rentelempelse fra ECB er en realitet



Note: For USA anvendes Feds øvre grænse for styringsrenten. For eurozonen anvendes ECB's deposit facility rate. For Kina anvendes PBoC's etårige loan prime rate. For Indien anvendes RBI's repo rate.

Kilde: Bloomberg.

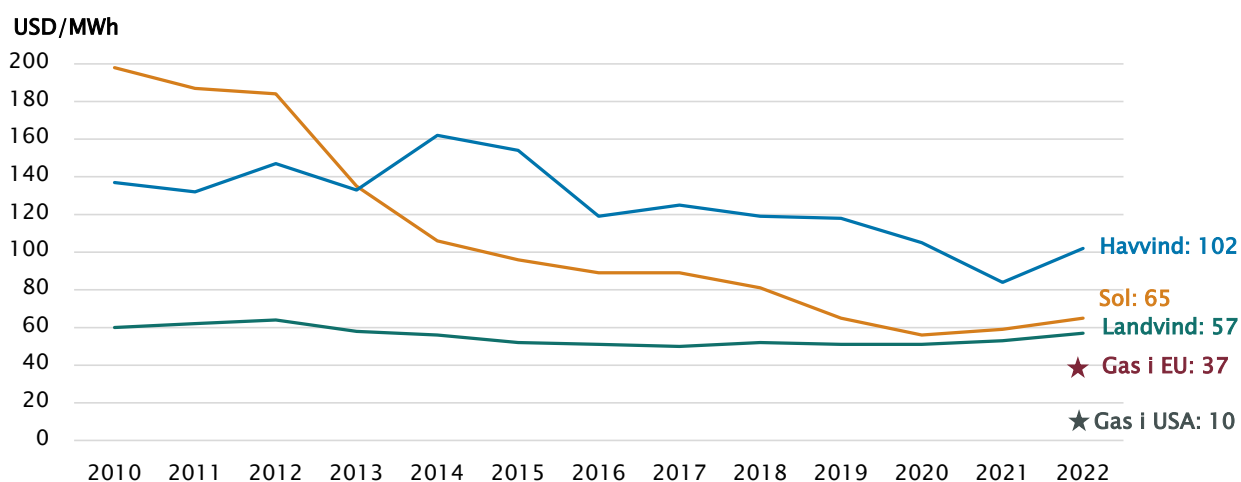


Grøn energi er nødvendig, men omkostningsfuld

Imens finansmarkedets øjne er rettet mod centralbankernes beslutninger, står verdenssamfundet over for mere alvorlige problemstillinger. Verdens energiforsyning skal i de kommende årtier nytænkes, og selvom energikilder som sol og vind er mulige alternativer til dele af den fossile energi, er man nødt til at implementere dem klogt.

Af verdens samlede energiforbrug kommer kun 20 pct. fra elektricitet. Grøn elektricitet fra f.eks. sol og vind er let at producere og er blevet markant billigere i løbet af de sidste årtier – se figur 4. Det er meget positivt. Man glemmer dog ofte, at der vil være lange perioder, hvor solen ikke skinner, og vinden ikke blæser. For at sikre, at der altid er elektricitet til rådighed, er man nødt til også at have stabile energikilder, der nemt kan aktiveres og levere strøm, når hullerne fra sol- og vindenergi opstår. Det giver høje ekstraomkostninger, og det bør man huske, når man taler om grønne energikilder som billige i forhold til fossile pendanter.

Figur 4. Grønne energikilder er faldet i pris, men ikke nok



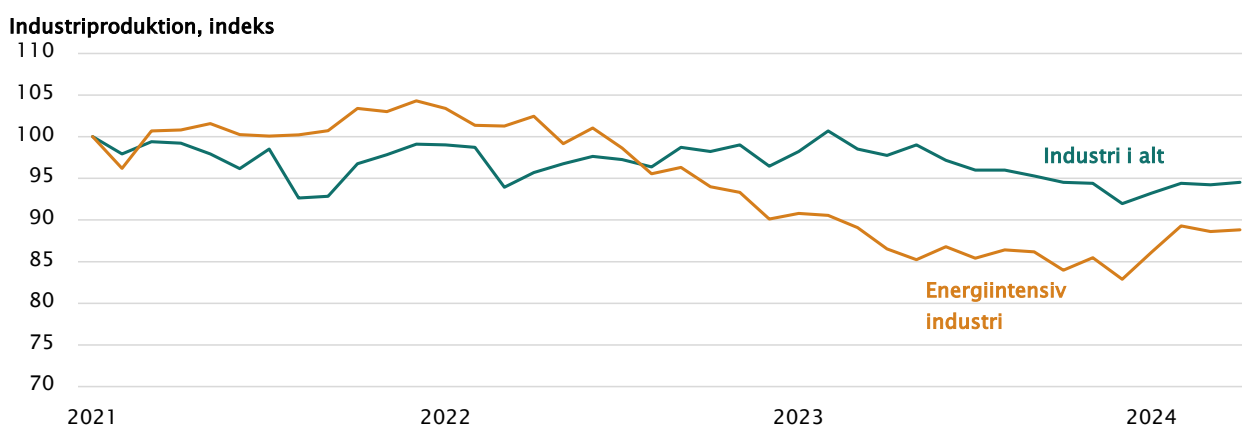
Note: Havvind, sol og landvind er opgjort ved LCOE, der angiver den gennemsnitlige omkostning i dollar pr. MWh i hele anlæggets levetid. Gas er den gældende pris pr. 11.06.2024. Tallene viser ikke de ekstra omkostninger til stabile energikilder, der skal fylde hullerne, når sol og vind ikke leverer strøm.

Kilder: Bloomberg, Rystad og Maj Invest.

Brændsler udgør de resterende 80 pct. af verdens samlede energiforbrug. Fossile brændsler er billige og er en af hovedårsagerne til den store velstandsfremgang, vi har oplevet siden den industrielle revolution. Derfor er omstillingen til de grønne brændsler væsentligt sværere end til den grønne elektricitet. Allerede i dag ser vi, hvor stor betydning prisen på energi har. Den europæiske gas koster 37 dollar pr. MWh mod kun 10 dollar pr. MWh i USA – se figur 4. Europæisk energi er altså næsten fire gange så dyr som den amerikanske, og derfor er tysk industri lige nu under voldsomt pres. Som det fremgår af figur 5, er produktionen i tysk energikrævende industri faldet med mere end 10 pct. på få år.



Figur 5. Tysk industri er presset af højere energipriser



Note: Indeks januar 2021 = 100. Energiintensiv produktion angiver et simpelt gennemsnit af fem fremstillingskategorier: Kemikalier og kemiske produkter, basismetaller, koks og andre raffinerede olieprodukter, andre ikke-metalliske mineralprodukter samt papir og papirprodukter.

Kilder: Bloomberg, Eurostat og Destatis.

Med indfasning af grønne brændsler kan dette blive meget problematisk. I øjeblikket er grønne brændsler fortsat på et tidligt stadie og mange gange dyrere end fossile brændsler. Selvom verden har brug for foregangslande, kan EU derfor ikke gå enegang på området. Det vil simpelthen ramme den europæiske økonomi for hårdt. EU bør indfase de nye teknologier lidt efter lidt og med statsstøtte, som det vi ser i USA og Kina. Derfor er det også positivt, at EU har givet de første subsidier på 720 mio. euro fra The Hydrogen Bank-programmet til nye hydrogenprojekter i Spanien, Portugal, Finland og Norge. Det er dog kun et lille skridt på vejen. Indtil de grønne brændsler er konkurrencedygtige, er naturgas og olie nødvendige for at holde den europæiske energiforsyning stabil.



Kina er 10 år foran inden for grøn energi

Kina er klart foran både Europa og USA, når det kommer til grøn energi. Landet har været langt hurtigere end resten af verden til at investere i og opbygge en grøn industri.

Samtidig har kineserne tidligt indset det store behov for forskellige komponenter i den grønne omstilling. Kina sidder derfor solidt på den globale grønne værdikæde. Både i produktion af solceller, vindmøller og elbiler er kineserne det dominerende produktionsland. Tal fra IEA viser, at Kina i gennemsnit på tværs af grønne teknologier står for 65 pct. af produktionen.

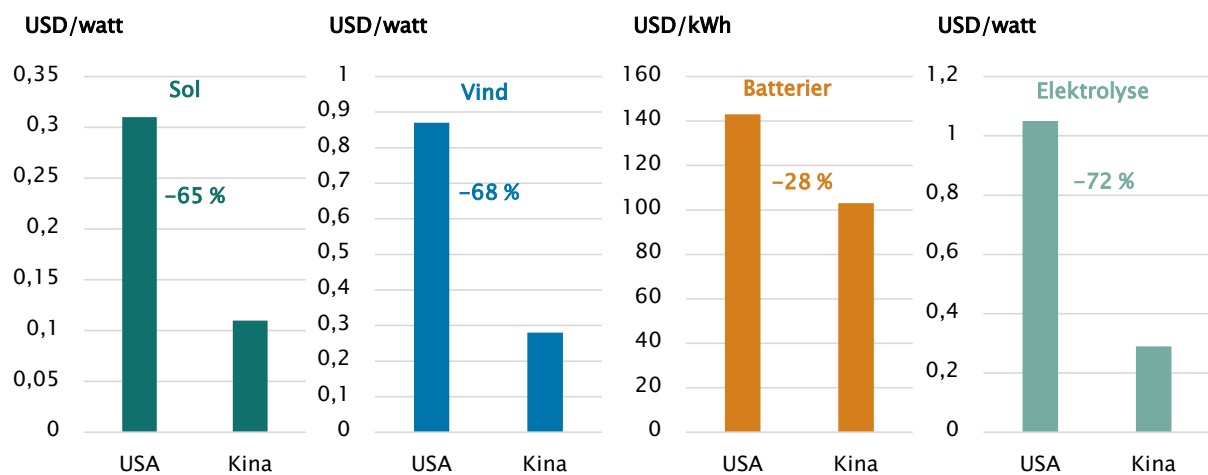
Særligt når det gælder de nødvendige metaller, har Kina placeret sig centralt. Kineserne har kontrol over råvarerne i store dele af Afrika og Sydamerika og står nu for 35–85 pct. af al forarbejdning af de mest kritiske metaller til elektrificeringen.

Alt dette betyder også, at Kina kan producere grønne teknologier, som er langt billigere end i Vesten, se figur 6. Kina er enormt konkurrencedygtig, når det gælder grøn energi og teknologi, og den vestlige verden har meget sent erkendt denne problemstilling. I USA er et af modsvarerne IRA, som giver store tilskud til grønne investeringer i landet. Samtidig har Præsident Biden indført markante toldsats på elektriske biler, batterier og solceller fra Kina, og EU forventes at følge trop på nogle af områderne.





Figur 6. Grønne teknologier er langt billigere i Kina



Kilde: Bernstein.

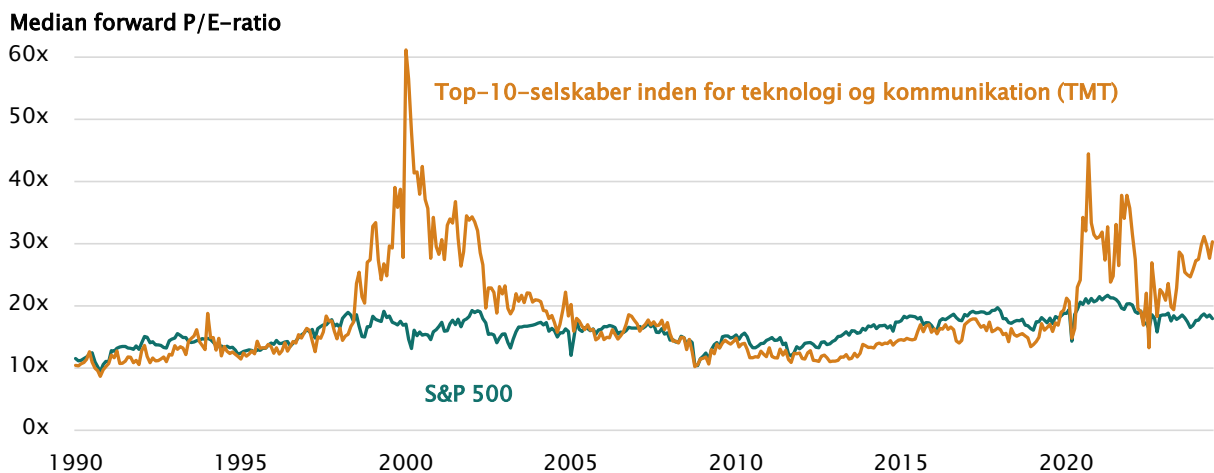
På trods af Kinas dominans er det glædeligt, at det globale erhvervsliv nu investerer massivt i grøn teknologi. Og heldigvis har vi al den teknologi, der skal bruges for at producere grøn energi. Vi mangler at bringe produktionen op i skala og at effektivisere og modernisere hele energiinfrastrukturen. Vi får brug for alle former for grøn energi: sol, vind, atomkraft, vandkraft, grøn brint, CO₂-fangst, biomasse, biogas og al den teknologi, som understøtter dette. Hertil kommer elektriske biler, batterier, varmepumper, elektrisk infrastruktur og teknologier, der optimerer og effektiviserer energiudnyttelsen. Der skal bruges masser af industriel kapacitet, og derfor er det vigtigt, at vi sikrer, at europæisk og tysk industri ikke udkonkurreres af amerikansk, kinesisk og øvrig asiatisk industri. Vi mistede skibsværfterne, men vi har ikke råd til at miste den grønne industri i Europa. Samtidig kan for stor afhængighed af fremmede nationer vise sig at være en risikabel strategi i det nuværende geopolitiske landskab.

Er vi på vej mod en ny AI-drevet aktieboble?

Det korte svar er nej. Aktiernes prissætning er til den høje side, men det kan til dels forsvares af de gode udsigter for vækst i virksomhedernes omsætning og indtjening. Vi er fortsat langt fra det, vi så under dot-com-boblen omkring år 2000 – se figur 7. AI-euforien er dog uden tvivl med til at presse priserne på udvalgte aktier op, og det skal man selvfølgelig have for øje.

Samtidig er det værd at bemærke, at den høje prissætning er drevet af få store virksomheder. Størstedelen af de globale aktier er derfor ikke urimeligt prisfastsat, og stiger den globale vækst som ventet, er der fortsat fine muligheder for vækst i virksomhedernes indtjening og positive aktieafkast.

Figur 7. De største teknologi- og kommunikationsselskaber trækker prissætningen op



Note: TMT angiver en gruppe af de ti største aktier i sektorkategorierne informationsteknologi og kommunikationsservices i S&P500 samt Amazon. Sektorkategorierne er som defineret i dag. Data er medianen af forward P/E, der angiver prisen over forventet indtjening de næste 12 måneder.

Kilder: Bloomberg og Maj Invest.

Verdensøkonomien er på ret kurs. Størstedelen af de økonomiske nøgletal peger på fortsat pæn vækst i de kommende år. Som resultat kommer renten ikke til at falde for alvor. Til gengæld er den solide økonomiske aktivitet godt nyt for virksomhedernes indtjening, og det bør have positive effekter på aktiemarkedet. Ud over en eksponering mod globale aktier taler den store fokus på energiomstillingen for, at grønne aktier kan udgøre en del af en bred aktieportefølje. Området vil opleve høj vækst de næste mange år, men det er vigtigt at sprede sine investeringer over forskellige dele af den grønne værdikæde. Teknologiaktierne er også svære at komme udenom. De er ikke urimeligt prisfastsat vækstudsigterne taget i betragtning, og der er masser af efterspørgsel, fordi alle produkter i dag indeholder teknologi.

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.