

AUGUST 2023

# MAJ INVEST MÅNED

Gode økonomiske sommernyheder





Maj Invest, 15. august 2023  
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør i Maj Invest

## Gode økonomiske sommernyheder

Det er med global økonomi som med vejr og klima. Hvis man bruger tilfældige daglige observationer til sin analyse, får man ubrugelige resultater. Al erfaring tilsiger, at man skal fokusere på lange dataserier, for at forstå den underliggende udvikling. Mange synes, det er kedeligt, fordi konklusionerne ofte bliver mere gennemsnitlige. Til gengæld er træfsikkerheden større.

I Maj Invest har vi skarpt fokus på de lange dataserier, når vi vurderer det økonomiske landskab. Vi kalder de vigtigste sammenhænge for økonomiske fundamentaler. Vi analyserer data i et historisk perspektiv og får derved et samlet billede af global økonomi, som vi kalder Big Picture.

Lad mig på den baggrund kort opsummere den seneste globale udvikling.

Den største sommernyhed har været de høje temperaturer i mange lande. Fagfolk mener, at der bag denne udvikling ligger den såkaldte El Nino-effekt, som dækker over varmere havstrømme. Meget tyder derfor på, at den globale varmere rekord fra 2016 bliver slået i år. Verden bliver varmere, og vi skal have meget mere grøn teknologi. Men der er ikke grundlag for "klimapanik", hvor frygt og dårlige beslutninger trumfer gode og rationelle beslutninger.

USA havde i andet kvartal en vækst på 2,4 pct., mens eurozonen lå på 1,2 pct., når man omregner til årsrater. Det var bedre end forventet, og derfor opjusterede IMF sit globale væksts-køn til 3 pct. Kinesisk økonomi oplever en mindre vækstkrise og er i gang med at lancere finanspolitiske vækstpakker. Indien og ASEAN-landene har pæne vækstrater og overtager gradvist rollen som verdens værksted. Inflationen falder, men renten følger ikke med ned, hvorfor prisen på kapital – realrenten – stiger.



Figur 1 viser aktiviteten i globalt erhvervsliv. Det er tydeligt, at industriproduktionen i alle større lande er presset, mens servicesektoren oplever mærkbar fremgang og vækst. Presset på industriproduktionen skyldes den globale lagertilpasning ovenpå det boom i vareproduktionen, som fulgte efter covid-krisen. Mange har talt om, at verden i 2023 var på vej mod recession, fordi industriproduktionen blev ved med at falde. Men det har ikke været tilfældet. Der har alene været tale om en forskydning, idet efterspørgslen har rettet sig mod serviceydelser. Under covid-krisen købte forbrugerne fysiske produkter i nethandel, og efter covid-restriktionerne ophørte, har vi oplevet et boom i turisme, underholdning og restaurantbesøg m.v. Selvom fremstillingssektoren har været ramt, viser figur 1, at det slet ikke er på de niveauer, som vi oplevede under covid-krisen eller finanskrisen.

**Figur 1: PMI-tal tyder ikke på recession (J.P. Morgan Global Manufacturing PMI)**



Kilde: J.P. Morgan.

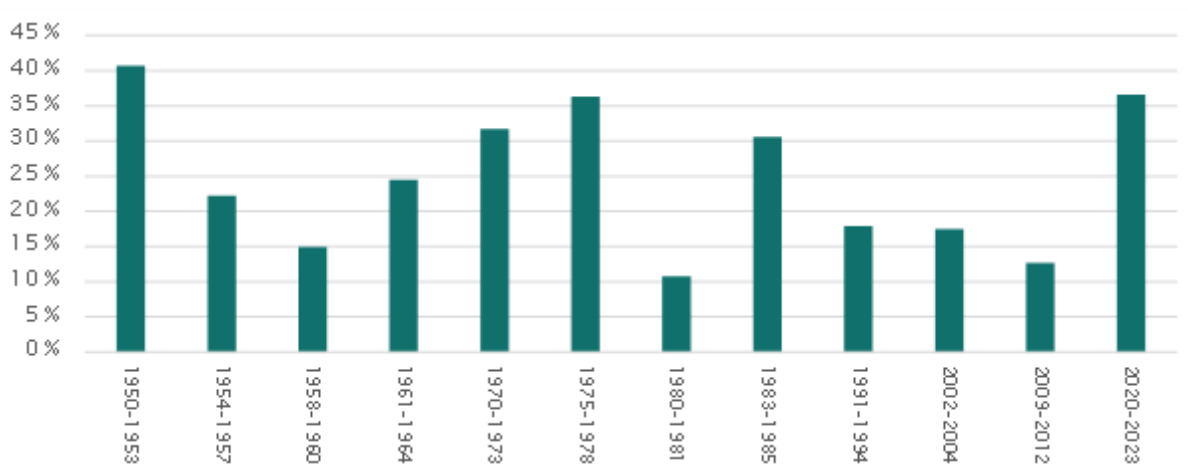
I USA er den positive udvikling særlig markant. Væksten ligger nu over 2 pct., og arbejdsløsheden er rekordlav på 3,5 pct. Inflationen er faldet til 3 pct., men ligger fortsat højere end i årene før covid-krisen. Det betyder, at BNP målt i nominelle termer vokser med mere end 5 pct. Som det fremgår af figur 2, er den nominelle BNP-udvikling i USA efter covid-krisen derfor den stærkeste vækstfremgang efter en recession siden 2. verdenskrig. Det betyder, at den samlede omsætningsudvikling i amerikansk erhvervsliv også muliggør det stærkeste comeback i erhvervslivet, der er målt efter en økonomisk krise.

Bemærk, at vi normalt måler økonomisk vækst korrigeret for inflation, altså realvækst. Figur 2 illustrerer imidlertid godt, hvordan erhvervslivet igen og igen tilpasser sig.

Heri ligger også en forklaring på, hvorfor det amerikanske aktiemarked har så flot en kursudvikling. Aktiemarkedet reagerer rationelt. Men den voldsomme nominelle økonomiske vækst bliver fremover mere afdæmpet.

Prisudviklingen er gået ned i gear, og vi er på vej mod mere normale tider med 2 pct. vækst og 3 pct. inflation. Tidligere på året fik enkelte bankers dårlige risikohåndtering flere til at frygte en bankkrise i USA. Frygten drev relativt hurtigt over, og nu viser Feds årlige stresstest af bankerne også, at banksystemet er modstandsdygtigt. Rapporten konkluderer ligefrem, at de største banker er i stand til at overkomme selv en dyb recession. Den amerikanske banksektor bør derfor ikke give særlig anledning til bekymring for amerikansk økonomi.

**Figur 2: Stærkeste vækst efter en recession siden 2. verdenskrig (BNP-vækst, løbende priser)**



Note: Væksten er målt i nominelt BNP fra recessionens slutning og de første 13 kvartaler af opsvinget eller til opsvingets afslutning. Kilde: Bloomberg og Maj Invest.



I eurozonen ser det anderledes ud. Her var væksten i andet kvartal 1,2 pct. omregnet til årsrater, men ulige fordelt. Frankrig og Spanien oplever en pæn positiv vækst, mens Tyskland er hårdt ramt af eksporttilbagegang og en stagnation i bilindustrien. Som nævnt tidligere er det nemlig primært fremstillingssektoren, der har været presset, og her er flere europæiske lande som Tyskland og Italien udsatte.

Når lagertilpasningen efter covid-perioden er tilendebragt, og lagrene igen skal fyldes, vil lande med en stor grad af industriproduktion dog med stor sandsynlighed opleve en rekyl i væksten.

Ser man på forbrugslysten i eurozonen, ser denne ud til at være mærket af den fortsatte inflation og de stigende renter – se figur 3. Tallene viser udviklingen i detailhandelen, når man justerer for prisstigningerne, og her er det tydeligt, at forbruget er faldet tilbage. Den mere positive vinkel er dog, at reallønnen igen oplever fremgang. Lønningerne i eurozonen stiger i øjeblikket med 4–5 pct. årligt, mens inflationen de seneste tre måneder omregnet til årsbasis ligger på omkring 1 pct. Det vil skabe bedre betingelser for den europæiske forbruger fremadrettet, selvom udviklingen langt fra vil være så stærk som i USA.

**Figur 3: Forbrugsvæksten aftager i eurozonen (Detailsalg ekskl. motorkøretøjer, indeks)**

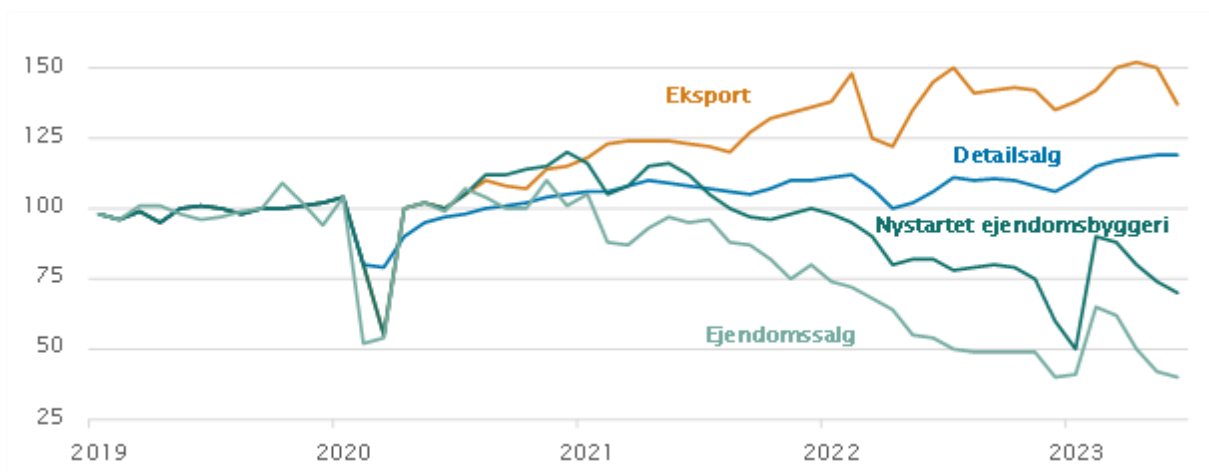


Note: Faste priser. Indekseringen starter i 2015, og tallene er sæsonjusteret. Kilde: Yardeni.



I Kina var de økonomiske forhåbninger store, da landet åbnede efter en lang periode med covid-nedlukninger. Genåbningen har dog skuffet markant. Økonomiens tidligere vækstmotorer, ejendomssektoren og eksporten, oplever nulvækst eller tilbagegang, og det lægger låg på den samlede vækst, da de to områder fylder omkring 50 pct. af økonomien – se figur 4. Fremadrettet vil det i højere grad være den indenlandske efterspørgsel, der skal drive den økonomiske vækst, men en aldrende befolkning og stor opsparingstilbøjelighed hjælper ikke denne udvikling på vej. At Kina nu oplever deflation og ikke inflation som resten af verden, viser tydeligt, at efterspørgslen i den kinesiske økonomi er underdrejet. Kina vil uden tvivl forsøge at få gang i økonomien med nye finanspolitiske pakker, men den kinesiske økonomi har ændret karakter og er presset på både kort og lang sigt. Positivt er det dog, at den kinesiske stat nu ser ud til at give de private virksomheder med stort vækstpotentiale større frihed. De har indset, at den kinesiske økonomi har brug for de innovationer, som det private erhvervsliv kan bidrage med.

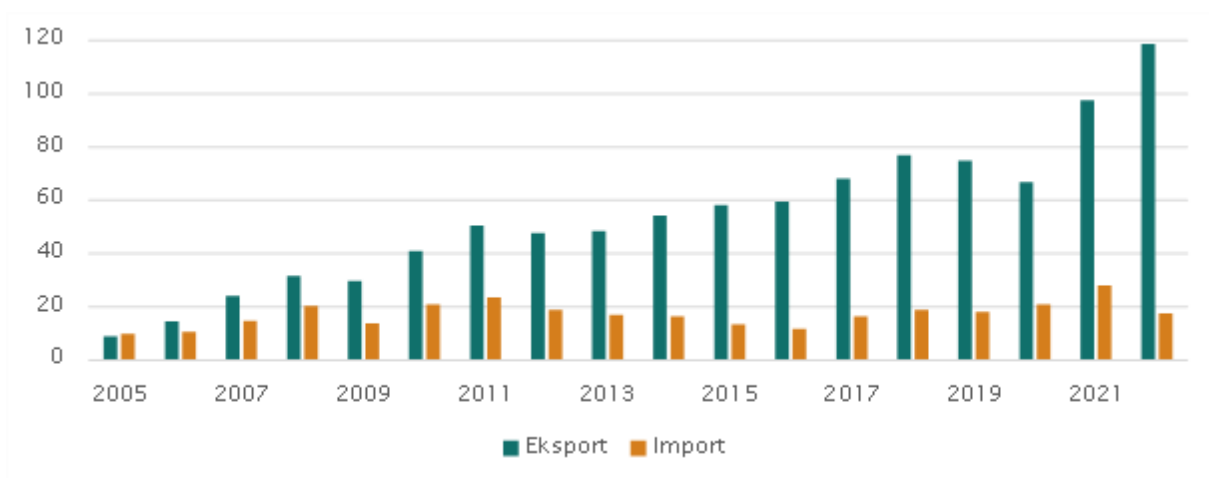
**Figur 4: Den kinesiske genåbning har ramt en mur (Indeks)**



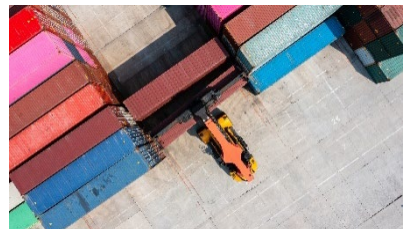
Note: Gennemsnittet for 2019 = 100. Kilde: Gavekal Dragonomics.

Imens Kina er i krise, står Indien klar i kulissen til at overtage rollen som østens vækstmotor sammen med ASEAN-landene. Figur 5 viser en stor stigning i samhandlen med Kina, og det er et godt udtryk for den øgede økonomiske aktivitet i Indien. Landet har gang i store investeringer i infrastruktur, og arbejdsstyrkens uddannelsesniveau er højt sammenlignet med lignende lande. Derudover er Indiens demografi positiv for den økonomiske udvikling, da befolkningen fortsat har en større andel af yngre end ældre. Det står i kontrast til en række af de vestlige lande og Kina. En lang række strukturelle tendenser ser altså ud til at understøtte den indiske udvikling som østens nye kraftcenter.

**Figur 5: Kina øger samhandelen med Indien (Mia. dollar)**



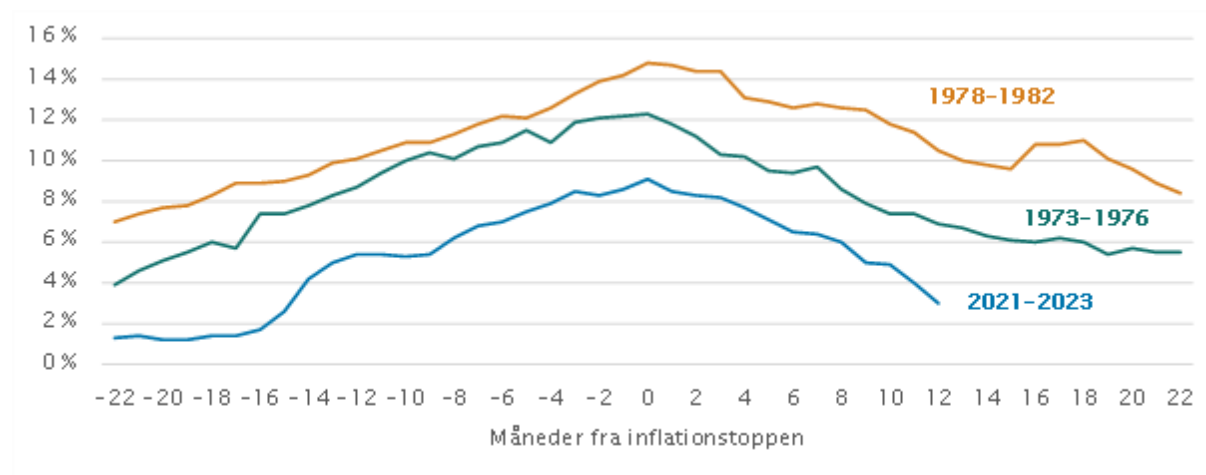
Kilde: IMF. Note: Grønne søjler er Kinas eksport til Indien.



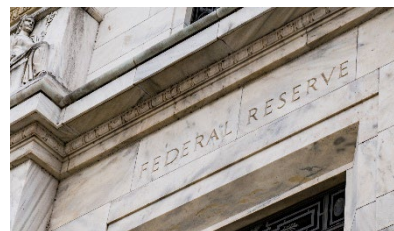


Mange investorerers øjne har de seneste par år været fokuseret på den globale inflationsudvikling. I USA er inflationen nu nede på 3 pct. på årsbasis, og meget tyder på, at det er tæt på den nye ligevægt. Efter store fald i energi- og råvarepriser er disse nu stabiliseret, og det stramme arbejdsmarked vil fortsat betyde pæn lønfremgang i USA. I figur 6 er de seneste års inflationsudvikling tegnet op sammen med to tidligere inflationsperioder, og de historiske paralleller er tydelige. I Europa er inflationen fortsat noget højere på 5,5 pct., men pilen peger ned mod de samme niveauer som i USA. I Kina er billedet omvendt. Her oplever man i øjeblikket faldende forbrugerpriser på 0,3 pct. sammenlignet med samme tidspunkt sidste år. Den kinesiske økonomi er i en transitionsfase, hvor den indenlandske efterspørgsel skal være den drivende faktor i stedet for eksporten og investeringer i infrastruktur. Om det lykkes for den kinesiske stat, bliver interessant at følge.

**Figur 6: Inflationen i USA er tæt på en ligevægt (Årlige inflationsrater)**



Kilde: Bloomberg og Maj Invest.





Faldet i inflationen har indtil nu ikke ført til tilsvarende fald i obligationsrenterne – tværtimod. Det har betydet, at realrenten er steget til det højeste niveau siden perioden omkring finanskrisen – se figur 7. En del af finansmarkedet forventer, at realrenten igen vil falde tilbage, men flere faktorer peger på det modsatte. Den demografiske sammensætning i både USA og Europa tyder på, at opsparingsraten de kommende år vil falde. Samtidig skal der investeres massivt i grøn energi og ny infrastruktur. Dette giver en ny ligevægt mellem opsparing og investering, som fortsat vil lægge et opadgående pres på realrenten. Det er derfor min vurdering, at realrenten i de kommende år kan stige yderligere herfra og i hvert fald ikke vil falde tilbage til de niveauer, som vi har været vant til i det seneste årti.

**Figur 7: USA's realrente har fundet et nyt niveau (10-årig inflationsbeskyttet statsobligation)**



Kilde: Bloomberg.

Overordnet set er global økonomi fortsat på vej frem – som så ofte før – trukket af amerikansk økonomi. De amerikanske forbrugere vil i de kommende år opleve reallønsfremgang, der vil understøtte forbrugsvæksten. Samtidig kan vi inden længe forvente, at lagrene igen skal opbygges. Det betyder øget aktivitet i industrien og et positivt bidrag til væksten.

Det samme vil ske i Europa, og udviklingen vil sende vækstimpulser til emerging market-landene. Risikoen for en global recession er derfor fortsat meget lav. Den positive økonomiske udvikling er godt for aktierne, som er ved at finde tilbage til deres langsigtede trend. Finansmarkedet er dog allerede ved at omstille sig til den positive økonomiske virkelighed, og både renter og aktier er steget pænt i de seneste måneder. Derfor er en del af de positive vækstforventninger allerede indregnet i aktiemarkedet.

## 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.