

MAJ INVEST UPDATE | MAJ 2023

BIG PICTURE

Bliver det en hård eller blød landing?





Artikel til Børsen den 1. maj 2023
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør i Maj Invest

Bliver det en hård eller blød landing?

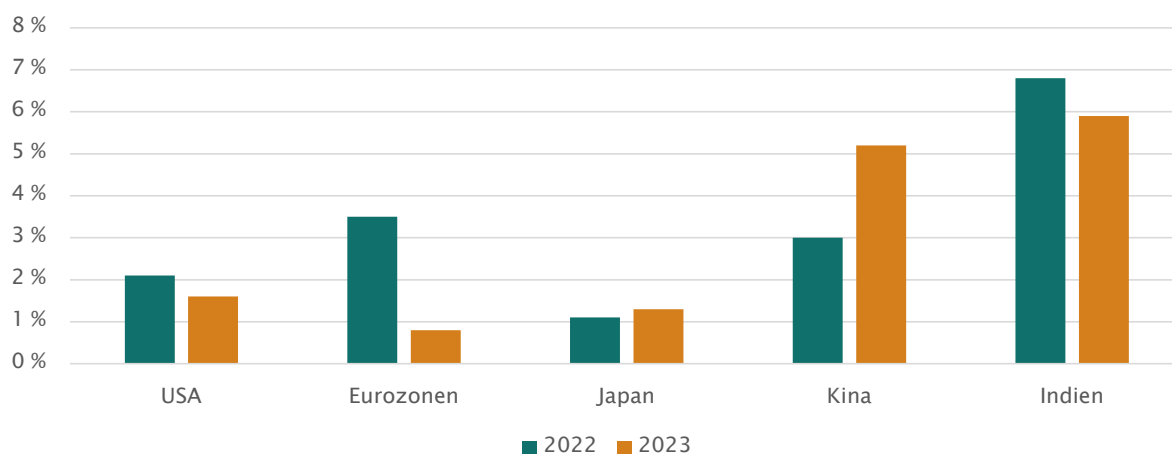
IMF har netop offentliggjort sin halvårsrapport. Det blev til en forside på Financial Times med en udtalt bekymring for en hård landing. IMF frygter et finansielt pres på systemet grundet rentestigningerne, den store gæld og den fortsatte risikoadfærd blandt investorerne. Frygten for en hård landing og recession deles af J.P. Morgan og flere andre investeringsbanker.

Overfor dette står finansminister Janet Yellen og Goldman Sachs, som mener, at det mest sandsynlige scenarie er en blød landing. Hvis man går lidt tættere på argumenterne, er det først og fremmest den stigende rente og stramningerne i bankernes kreditpolitik, som vurderes at ramme den amerikanske vækst. Omvendt er både husholdningerne og virksomhederne generelt velkonsoliderede, og derfor er kreditstramninger ikke nødvendigvis ensbetydende med, at væksten går helt i stå.



I figur 1 er vist hovedtal fra IMF's seneste rapport. Væksten i USA forventes nu at ramme 1,6 pct. i 2023, og IMF angiver sandsynligheden for et finansielt crash til at være omkring 15 pct. Særligt udviklingen i Silicon Valley Bank har vist, at der stadig er banker, som fører en for risikofyldt politik. Og det er netop dette forhold, som får IMF og J.P. Morgan til at forvente kreditstramninger. For eurozonen forventes en vækst på 0,8 pct., mens Kina forventes at komme igen med en vækst på godt 5 pct. og Indien med knap 6 pct. På denne baggrund forventer IMF fortsatte globale olieprisfald og en beskeden vækst i verdenshandlen. Resultatet vil være en klart faldende inflation, som forventes at komme helt ned på omkring 2,5 pct. i verdens mest udviklede lande. Dette dækker dog over betydelige forskelle mellem landene. Inflationen i Kina er allerede nede på omkring 1 pct. Omvendt har EU svært ved at komme derned på grund af de høje energipriser.

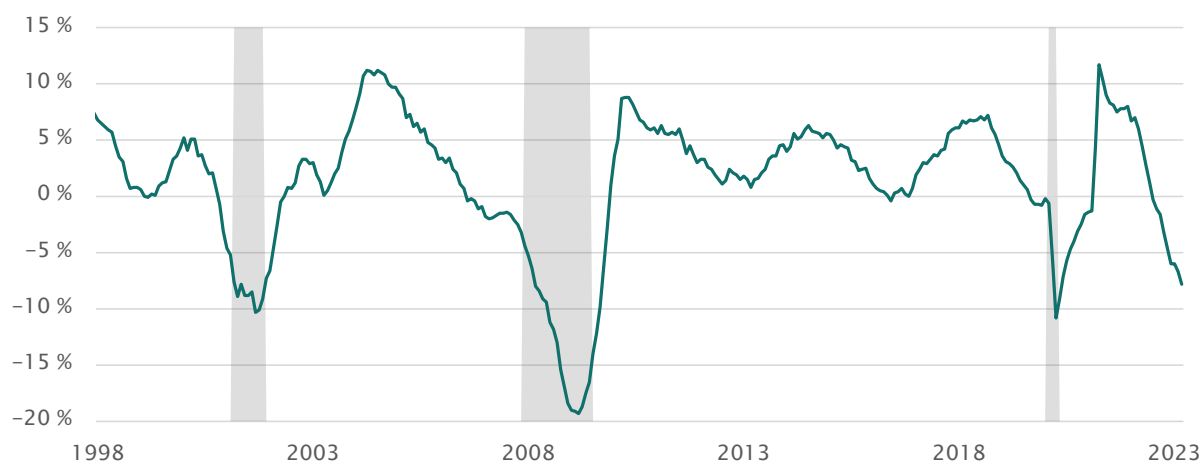
Figur 1: IMF er bekymret for en hård landing (BNP-vækst ifølge IMF)



Kilde: IMF.

Hvis man følger tendensen i de "ledende indikatorer", viser udviklingen samme trend – se figur 2. Her er indikatorerne gradvist forværret, og målt på denne måde er økonomien på vej mod en hård landing i USA. Det er svært at vurdere, hvorvidt dette mål er særligt præcist i den nuværende situation. Mange af de komponenter, der indgår som ledende indikatorer, er forventningsdata og således ikke udtryk for faktisk observerede datapunkter. Som indikator bruger man også meget ofte renteforskellen mellem korte og lange renter. Her siger man normalt, at en situation med korte renter på 5 pct. og lange renter på 3,5 pct. er udtryk for, at obligationsinvestorerne er næsten sikre på, at økonomien går i recession. Tankegangen er, at det betyder, at den korte rente snart bliver sat ned, og det vurderes at være ensbetydende med en investorforventning om recession og tilhørende pengepolitiske lempelser.

Figur 2: De ledende indikatorer er gradvist forværret (Indeks for den amerikanske økonomi)

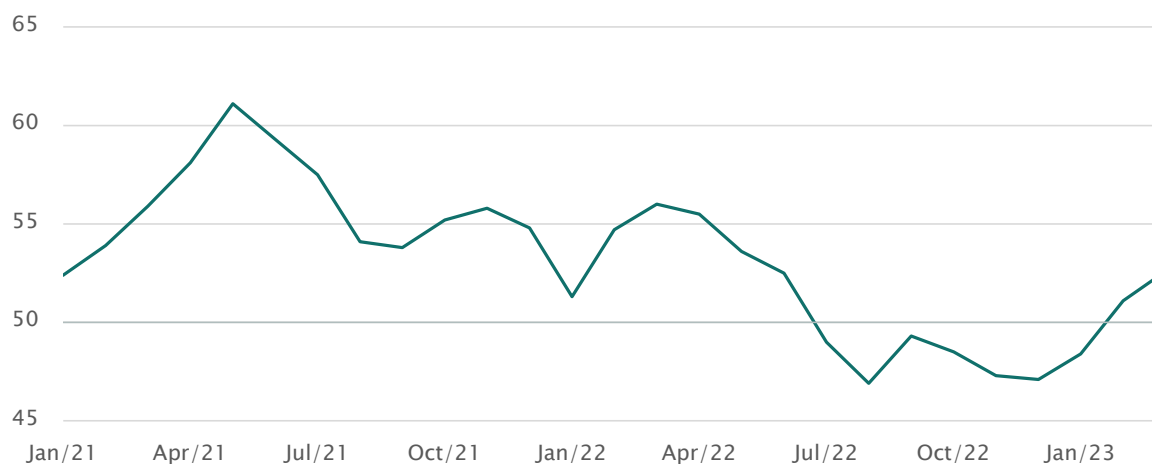


Note: Årlige ændringer i LEI-indekset, der er et sammensat indeks af 10 ledende indikatorer for amerikansk økonomi. Grå områder markerer recessioner i USA. Kilder: Bloomberg, Conference Board og NBER.

I Maj Invest lægger vi – i modsætning til ovennævnte – stor vægt på forbrugsefterspørgslen og på de såkaldte PMI-tal, som måler aktiviteten i det private erhvervsliv. PMI-tallet for USA og EU m.fl. er vist i figur 3 og ser faktisk bedre ud. Det forhold, at Kinas økonomi igen er åbnet, har stor betydning. Men endnu vigtigere er, at de globale virksomheder efterhånden er tilbage i normal drift. Efter covid var det umuligt at skaffe varer. Det førte til, at man som sikkerhed mod dette opbyggede for store lagre. Nedbringelsen af disse store lagre ramte global økonomi i 2022, fordi man nedsatte produktionen som følge af fyldte lagre. Nu er man omsider tilbage i en normal situation, hvilket betyder, at produktionen igen sættes op. Det giver den vækst og fremgang, som vi har set på det seneste. PMI-tallet er et indekstal med 50 som midtpunkt. Hvis PMI er over 50, er det ensbetydende med, at erhvervslivet forventer vækst og fremgang i de kommende måneder.



Figur 3: Erhvervslivets aktivitet viser fremgang i global økonomi (PMI for USA, EU m.fl.)

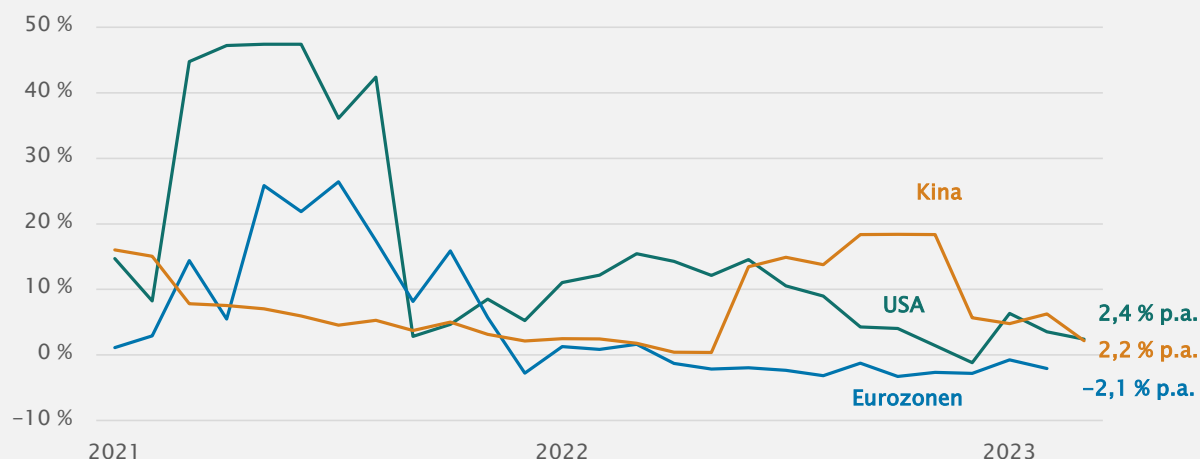


Note: Det sammensatte PMI er et vægtet gennemsnit af PMI-tallene for fremstillings- og servicesektorerne. Værdier over 50 indikerer en forbedring sammenlignet med måneden før.

Kilde: Bloomberg.

Den allerbedste indikator for global vækst er formentlig udviklingen i forbrugsefterspørgslen. Det private forbrug tegner sig for mere end 60 pct. af al efterspørgsel. Det betyder, at udviklingen i detailhandlen giver den bedste forståelse af vækstudsigterne. Privatforbruget i USA er på størrelse med privatforbruget i EU og Kina lagt sammen. Derfor er "den amerikanske forbruger" i virkeligheden "den vigtigste", når det gælder udviklingen i global BNP-vækst. I figur 4 er vist de aktuelle vækstrater for detailhandlen i USA, EU og Kina, der anvendes som proxy for privatforbruget. Med en vækst på 2-3 pct. i det amerikanske privatforbrug bliver der lagt en bund under væksten. Hertil kommer, at Kinas åbning betyder vækst i privatforbruget på 10 pct. hos dem. Så selvom vi i Europa er tilbageholdende med at forbruge, vil global økonomi formentlig komme igennem 2023 med lave, men trods alt positive vækstrater.

Figur 4: Privatforbruget lægger en bund under amerikansk økonomi (Vækst i detailhandlen)



Note: Væksten er vist som et 6-måneders glidende gennemsnit af den månedlige vækst omregnet til årsrater.

Kilder: Bloomberg, Eurostat og U.S. Census Bureau.

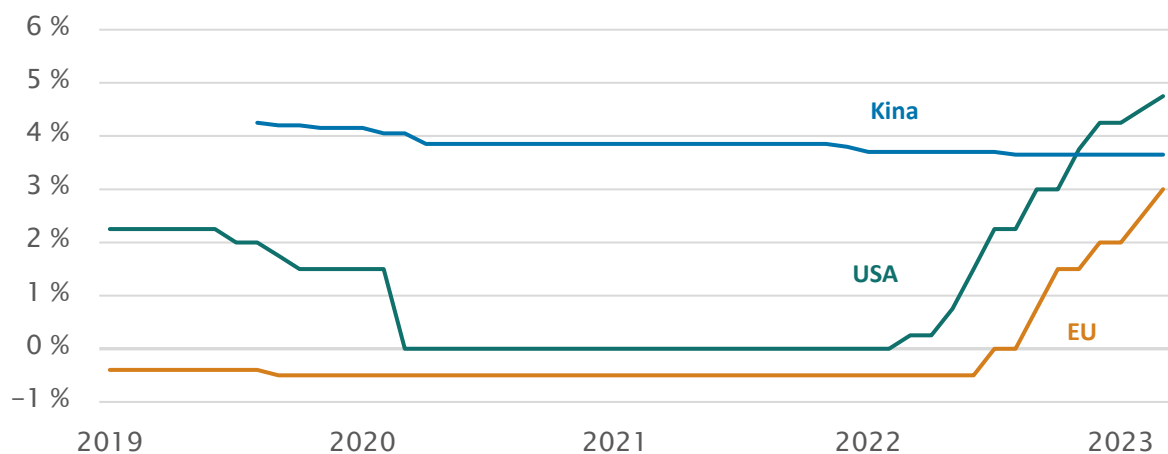


Alt i alt ser det ud til, at den globale BNP-vækst faktisk kan komme til at overraske positivt. Forventningerne hos investorerne er langt nede, og derfor vil dette formentlig overraske mange økonomer og strateger positivt. Til gengæld betyder det, at vi næppe får rentesænkninger lige foreløbigt. Hvis væksten overrasker positivt, vil det få centralbankerne til at fastholde den seneste og noget restriktive pengepolitik. Den amerikanske styringsrente er på kun 1 år blevet sat op fra niveauet 0 pct. til 5 pct. Markedet forventer, at styringsrenten vil komme ned på 4,5 pct. i slutningen af 2023. Men det kan man skyde en "hvid pil" efter, hvis væksten overrasker positivt. I så fald er der endda risiko for, at styringsrenten sættes mere op end de 0,25 procentpoint, markedet p.t. forventer. Det samme gælder Europa. Her er styringsrenten nu 3 pct. Hvis vi får vækstfremgang i EU, vil det give Den Europæiske Centralbank, ECB, en udfordring. På den ene side ønsker man af hensyn til Italien ikke for høje renter, men på den anden side vil man bremse inflationen. Derfor er situationen nok den, at der kan komme et opadgående pres på de europæiske renter, i takt med at vækstudsigterne forbedres.



I figur 5 er vist, hvor forskellig den pengepolitiske udvikling er i USA, Kina og Europa. Mens Europa og USA oplever rentestigninger, ser man den næsten modsatte udvikling i Kina. Her er centralbankrenterne konstante. Man har været gennem en nedlukning af store dele af Kina under tredje fase af covid. Væksten er langt under det normale, og der er en stor stigning i ungdomsarbejdsløsheden. Den kinesiske gældsætning fortsætter, men tilsyneladende lægger man pengepolitisk mest vægt på vækst og beskæftigelse. Der er ingen tegn på rentestigninger i Kina. Når det kan lade sig gøre for kineserne at have deres helt egen pengepolitik, skyldes det, at Kina finansielt set er indkapslet. Kinas finanssektor er ikke en del af det globale finansielle marked. Valutakursen er centralt styret, og kapitalbevægelserne er i stort omfang reguleret af de kinesiske myndigheder. Det så man tydeligt forrige år i forbindelse med Alibabas forsøg på at børsnotere sit bankdatterselskab ANT. Dette blev bremsset, og Alibaba blev sat under en slags administration. I Kina ønsker man at have fuld statslig kontrol med finanssektoren, og netop derfor kan Kina have en rentestyling, der adskiller sig fra resten af verden.

Figur 5: Der er ingen tegn på rentestigninger i Kina (Centralbankernes styringsrenter)

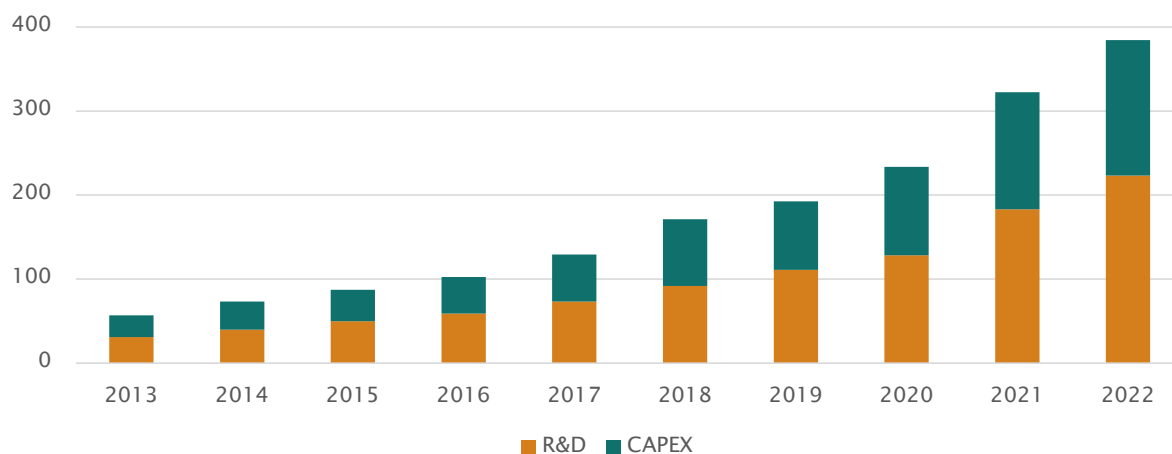


Note: Kina angiver PBoC's 1-årige Loan Prime Rate. EU angiver ECB's Deposit Facility Rate. USA angiver den nedre grænse for Feds styringsrenteinterval. Kilde: Bloomberg.



Det sidste element, som har betydning for vækstraten i global økonomi, er investeringsomfanget – særligt i erhvervslivet. Også her kan der være fremgang at spore. Dels igangsættes i disse år meget store grønne energiinvesteringer. Præsident Bidens finanspolitik med subsidier på 369 mia. USD er en saltvandsindsprøjtning, som får betydning. Ved investering i store grønne energianlæg får man fra 30 pct. og op til 70 pct. i statsstøtte. Men ikke nok med det. I store dele af erhvervslivet investeres rigtig meget i både software og hardware, herunder semiconductors, kunstig intelligens, cybersikkerhed og nye SoMe-integrerede løsninger som eksempelvis Metaverse. I figur 6 er vist, hvor store investeringer der i disse år gennemføres i verdens fem største IT-koncerner. Sidste år investerede de fem IT-giganter for i alt 384 mia. USD. Beløbet blev brugt på nyt produktionsudstyr mv. (capex) samt forskning og udvikling (R&D). Det beløb er på størrelse med Danmarks BNP.

Figur 6: Virksomhederne investerer i fremtiden (Big five tech-virksomheder, mia. USD)



Note: Big five tech-virksomheder udgøres af Alphabet, Amazon, Apple, Meta og Microsoft. R&D angiver investeringer i forskning og udvikling, og capex angiver investeringer i nyt produktionsudstyr mv.

Kilde: Bloomberg



For aktiemarkedet vil det være positivt, hvis vi undgår en hård landing. Det vil give bedre vækst og indtjeningsmuligheder og sandsynligvis kursfremgang. Aktiemarkedet kan på langt sigt give stigninger tæt på 7 pct. årligt. Omvendt vil en stærkere BNP-vækst betyde, at renterne ikke falder foreløbigt, men derimod kan risikere at blive presset op. Det vil "tage luften" ud af fremgangen i aktiemarkedet. For den langsigtede investor er det bedst at forholde sig i ro og glæde sig over, at man som aktieinvestor har fået solide positive afkast de sidste 25 år på trods af finanskriser, sydeuropæisk krise, covid-krise og Ukraine-krise. Det viser, hvor stabile aktieinvesteringer faktisk er på langt sigt.

Disclaimer

This material has been prepared by Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S ("Maj Invest"). The sole purpose of this presentation material is to provide general information. This presentation material should not be considered an offer, or invitation, to buy or sell any security, foreign currency or financial instrument.

This presentation material is not based on or customised to any investor's financial circumstances. This presentation material does not constitute professional consulting advice and should not be seen as such. This presentation material only provides general information on securities including investment certificates. The information in this presentation material should not replace individual professional counselling.

This presentation material is based on information from sources that Maj Invest finds reliable, but Maj Invest has no responsibility in relation to the accuracy of the information or for the consequences of decisions made on the basis of this presentation material, including potential losses.

Maj Invest and its parent company, and employees of Maj Invest may hold, trade and execute orders in securities, foreign currency and financial instruments mentioned in this presentation material. In addition, Maj Invest may provide investment and portfolio advisory services to customers mentioned in this presentation material, e.g. the mutual fund Maj Invest (Investeringsforeningen Maj Invest). Maj Invest has a co-operation agreement with the mutual fund Maj Invest about the distribution of and information about the mutual fund Maj Invest, and Maj Invest is paid for such service.

Evaluations in this presentation material are based on estimates and assumptions. Investment in securities including investment certificates is associated with risks. General movements in the market and incidents linked to securities can impact the development in market prices, and as a result prices may differ significantly from the expectations presented in this presentation material. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Estimates of future performance are based on assumptions that may not be realised.