

JULI 2023

# MAJ INVEST KVARTAL

Global økonomi overrasker

**BIG  
PICTURE**





Af Jeppe Christiansen, adm. direktør i Maj Invest

Global økonomi fortsætter med at overraske. Tilpasningsevnen i erhvervslivet er imponerende. Vi er indtil videre kommet igennem både en markant stramning af pengepolitikken og en massiv energikrise i forbindelse med Ukrainekrigen. Væksten i EU har været tæt på 0 pct. i det seneste halve år, mens væksten i USA har været omkring 2 pct. og i Kina omkring 3 pct. Inflationen er klart på vej ned, men presset på arbejdsmarkedet og de knappe ressourcer er fortsat, og derfor er pengepolitikken ikke lempet endnu.

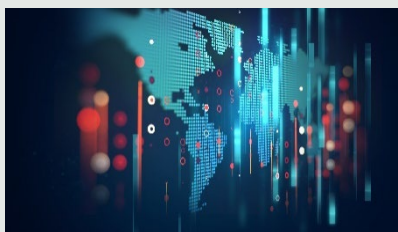
Kvartalet har været præget af behersket optimisme efter genåbningen af Kina. Samtidig har man i USA haft stort fokus på statsgældens vækst og heldigvis i sidste øjeblik opnået enighed om en forhøjelse af gældsloftet. Det betyder, at USA er tilbage på vækstsporet, og at dynamikken i amerikansk økonomi formentlig vil sikre en fortsat solid positiv global vækst.

I EU fortsætter man med at diskutere, hvordan grøn energi bedst støttes og styrkes. Den nye IPCC-rapport har ikke ændret retningen for energipolitikken. Der er fortsat fokus på transformation ud af fossil energi inden 2050, og i Nordeuropa har man politisk besluttet at styrke nordsøinvesteringerne i vindkraft. Desværre ligger problemet ikke i produktion af grøn vindstrøm, men derimod i, hvordan man sikrer en stabil forsyning med grøn strøm og en bedre rentabilitet i produktion af grønne brændsler, også kaldet e-fuels. Her mangler vi fortsat at se konkrete tiltag.

På det seneste har vi set en betydelig fokus på brug af kunstig intelligens (AI). Igen er amerikansk teknologi kommet i centrum. Microsoft har satset stort på ChatGPT, mens Nvidia råder over centrale dele af den teknologi, der bliver afgørende. Forventningens glæde er som bekendt størst, og aktiemarkedet har derfor trukket kurserne på mange teknologiaktier op i kølvandet på det store fokus på AI.

Det er værd at huske på, at AI har været undervejs i ti år. Den teknologiske udvikling er stort set som forventet. Der er reelt set ikke sket meget nyt.

Perspektiverne er store, men det er fortsat mennesker, som programmerer modellerne. AI og brugen af kunstig intelligens betyder formentlig, at det unikke ved mennesket – bevidsthed og intuition – bliver mere efterspurgt og dermed mere værd i fremtiden. Alt, hvad computerkraft kan producere, vil blive *commoditised* og konkurrenceudsat, hvorfor det på sigt bliver mindre værd.



“Without data, you’re just another person with an opinion.”

W. Edwards Deming

Siden markedøkonomiens gennembrud omkring år 1800 har aktiemarkedet været det mest lønsomme sted at placere sin opsparing. Specielt har aktier i de virksomheder, som fokuserer på kvalitet, produktudvikling og stabile overskudsgrader (value og cash flow), klaret sig bedre end gennemsnittet. I Maj Invest vurderer vi, at denne trend fortsætter i de næste mange år. Historien gentager sig ikke, men den følger de mønstre, som overlever historiens mange tests.

Renterne har i flere hundrede år ligget stabilt på et niveau omkring 5 pct., hvorfor vi vurderer, at de nuværende renteniveauer er tæt på en historisk stabil trend. Aktiemarkedet har historisk givet solide afkast og er altid kommet stærkt tilbage efter selv de største kriser. Det mest tydelige kendetegn for markedøkonomien har været, at efterspørgslen driver væksten og indtjeningen i erhvervslivet. Derfor har vi i Maj Invest stor tro på, at den konstant voksende efterspørgsel efter grønne løsninger vil styrke hele den værdikæde, som skaber grøn energi.

Vi anbefaler på den baggrund, at man fastholder sine aktieinvesteringer på trods af et globalt ustabilt geopolitisk regime. Vi anbefaler fokus på globale valueaktier og net zero-investeringer kombineret med globale obligationer, som er et stabiliserende element med pæne afkast.



## Globale temaer og trends

Der har i kvartalet været meget fokus på det store amerikanske statsunderskud og den konstant stigende statsgæld. I USA skal Kongressen godkende forhøjelser af det såkaldte gældsloft, hvilket skaber et naturligt fokus på, om de konstante statsunderskud også er holdbare i længden. Gælden er nu godt 32.000 mia. dollar, og dermed udgør den omkring 98 pct. af BNP.

Efter betydelig strid mellem demokrater og republikanere er man blevet enige om, at gældsloftet forhøjes – men kun for en toårig periode. Risikoen for en lammende statsbankerotlignende tilstand fik begge parter til at bøje sig. Forinden havde finansminister Janet Yellen advaret om risikoen for en slags finansiell nedsmeltning.

Men det strukturelle problem er ikke løst. Statsgælden stiger næsten ukontrollabelt, og det vil på et tidspunkt sætte snævre grænser for den ellers så konstante amerikanske vækst. Mere om det i de næste mange udgaver af Maj Invest Kvartal – Big Picture.

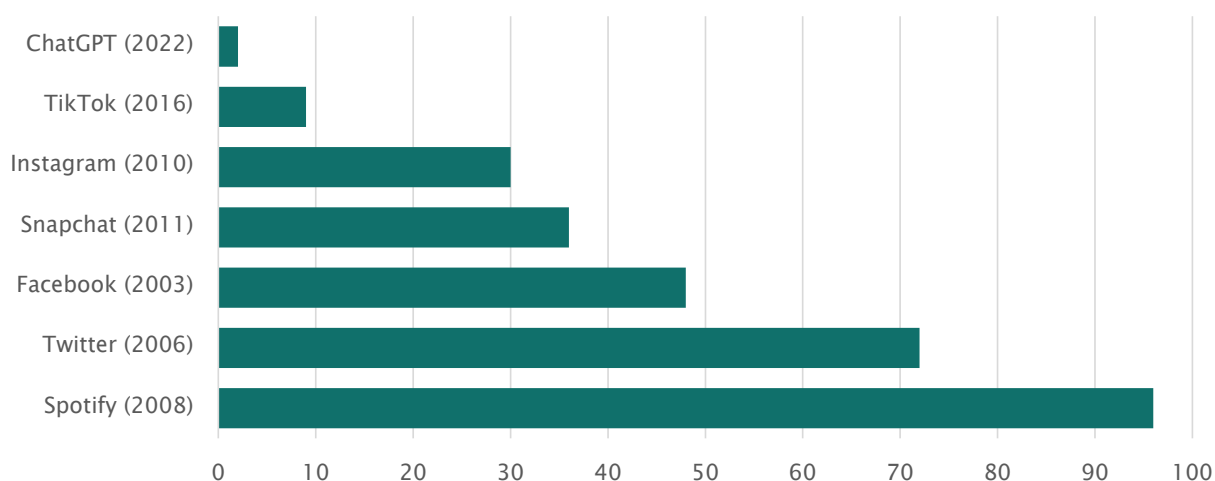
Et andet vigtigt strukturelt tema er den teknologiske udvikling særligt inden for kunstig intelligens. Udviklingen er som forventet. AI udvikles og forbedres konstant, og AI vil komme til at indgå i alle produkter og i alle virksomheders organisationer. AI kan overtage mange manuelle processer – også dem, vi troede kun kunne bestrides af dygtige medarbejdere.

Fremkomsten af ChatGPT har fået mange til at indse dette. ChatGPT kan både skrive og problemløse bedre end de fleste mennesker. I figur 1 på næste side er vist, hvor hurtigt denne AI-model er blevet udbredt. Og Microsoft, som står bag produktet, har på rekordtid fået en slags ejerskab til dette gennem sit partnerskab med OpenAI – skaberne af ChatGPT. Men AI kræver computerkraft og en række teknologiske komponenter, som Nvidia har IP-rettigheder til og patenter på. Derfor er Nvidia kommet i fokus, ligesom selskabets omsætning på dette område stiger eksponentielt.

Er det et nyt fænomen på aktiemarkedet, som får lige så stor betydning, som internettet fik? Det vender vi tilbage til senere i denne udgave af Maj Invest Kvartal – Big Picture.

Indtil videre kan vi konkludere, at det får betydning for os alle som forbrugere, forældre til børn under uddannelse og for os i vores daglige arbejdsfunktioner. Men hvor meget og hvor hurtigt ved ingen.

**Figur 1: Måneder fra lancering til 100 mio. brugere**



Note: Årstallet angiver året for lancering.

Kilde: Business Insider.

Noget, vi til gengæld kan belyse, er den globale økonomiske udvikling. Den overrasker positivt i den forstand, at vi endnu ikke har set skyggen af den økonomiske recession, som næsten alle økonomer har forudset. Den globale efterspørgsel efter forbrugsvarer og boliger samt investeringer er fortsat i vækst. Det har haft som konsekvens, at BNP-vækstraten i verdens tre centre, USA, EU og Kina, har været positiv det første kvartal.

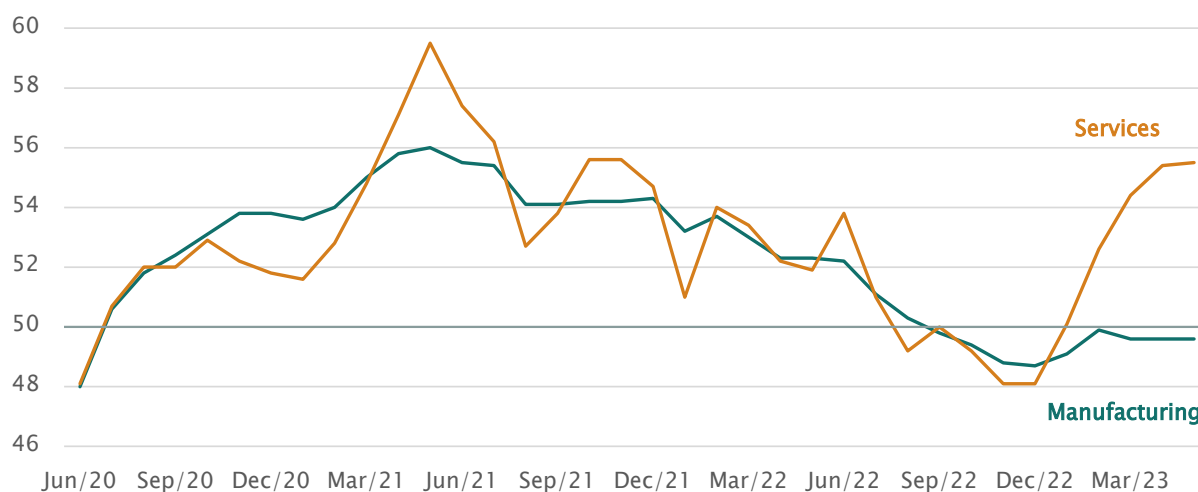
Når vi vurderer udsigterne for de næste kvartaler, ser det fortsat ganske godt ud. Den globale erhvervstillid, målt ved det såkaldte PMI-indeks, er i fremgang, når det gælder serviceerhvervene, og til dels også, når det gælder produktionsvirksomhederne – se figur 2.

Ukrainekrigen, energikrisen og den medfølgende inflation har skabt usikkerhed. Men rentestigningerne har ikke skabt recession, men alene en periode med lavere vækstrater. Og den periode er tilsyneladende tæt på en afslutning. Hvad der kommer bagefter, er ikke nødvendigvis buldrende vækst, men data viser, at vi formentlig får en slags normal vækst omkring 3 pct.



Den store opsparing hos private husholdninger og virksomheder vil bidrage til at sikre fortsat vækst i efterspørgslen de næste par år. Samtidig er krisen i banksystemet aftaget, og der er plads til kreditfinansieret vækst i et par år. Det store fokus på, at banksystemet er under pres, og at bankerne strammer kreditpolitikken, ser ikke ud til at materialisere sig. Der er plads til betydelige udlån til de mange kreditværdige husholdninger og virksomheder. I Maj Invest vurderer vi, at både USA og EU er på vej mod en traditionel konjunkturfremgang, som i nogen grad drives af kreditgivning. De stigende renter sætter grænser for væksten i boligbyggeri og investering. Men der er mange andre efterspørgselskomponenter, eksempelvis vil store grønne investeringer og et betydeligt behov for flere og bedre sundhedsydelser bidrage positivt til væksten i de kommende år.

**Figur 2: Global erhvervstillid er i solid fremgang (PMI-indeks, globalt)**



Note: Tal over (under) 50 indikerer fremgang (tilbagegang) ift. måneden før.  
Kilder: J.P. Morgan og Bloomberg.

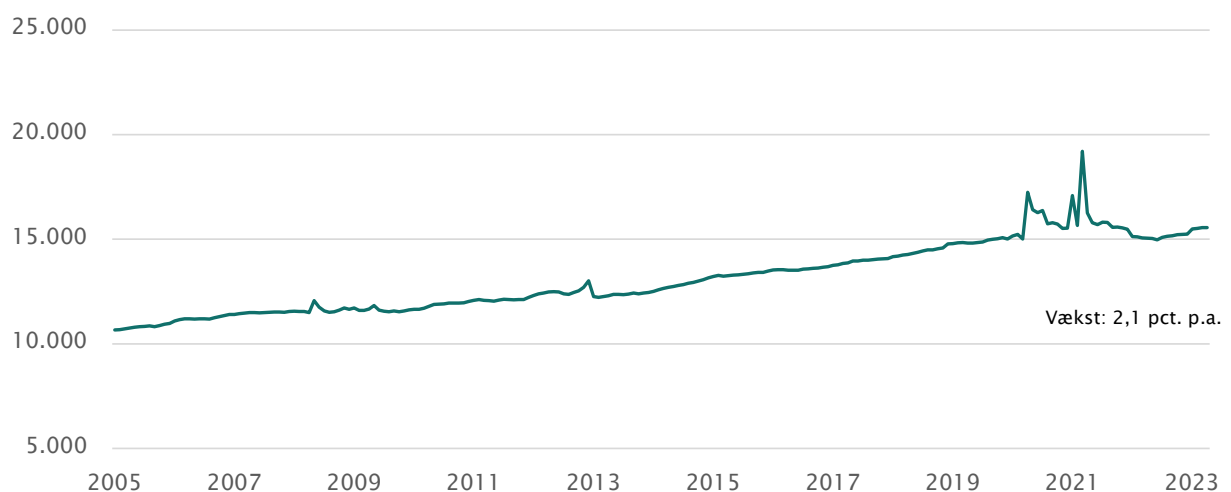


## Amerikansk økonomi

I verdens største økonomi, USA, er der stadig gang i væksten. Dette skyldes i høj grad de amerikanske forbrugere, som igen oplever fremgang i deres realløn. Hele to tredjedele af amerikansk BNP udgøres af privatforbruget. Under og lige efter covid-krisen blev privatforbruget understøttet af den store ekstraopsparing, som forbrugerne havde, efter regeringen havde udbetalt flere store engangsbeløb.

Men forbruget tager nu i højere grad afsæt i den stigende realløn, som det stramme amerikanske arbejdsmarked fører med sig. I figur 3 er vist den samlede reale disponible indkomst, som amerikanske forbrugere har til rådighed efter skat korrigeret for inflation. Den er tilbage på samme trend som før covid-krisen og understreger dermed, at forbrugernes økonomiske råderum er tiltagende, på trods af at inflationspresset i USA stadig er højere end normalt.

**Figur 3: Amerikanske forbrugere oplever stigende råderum (real disp. indkomst, mia. dollar)**



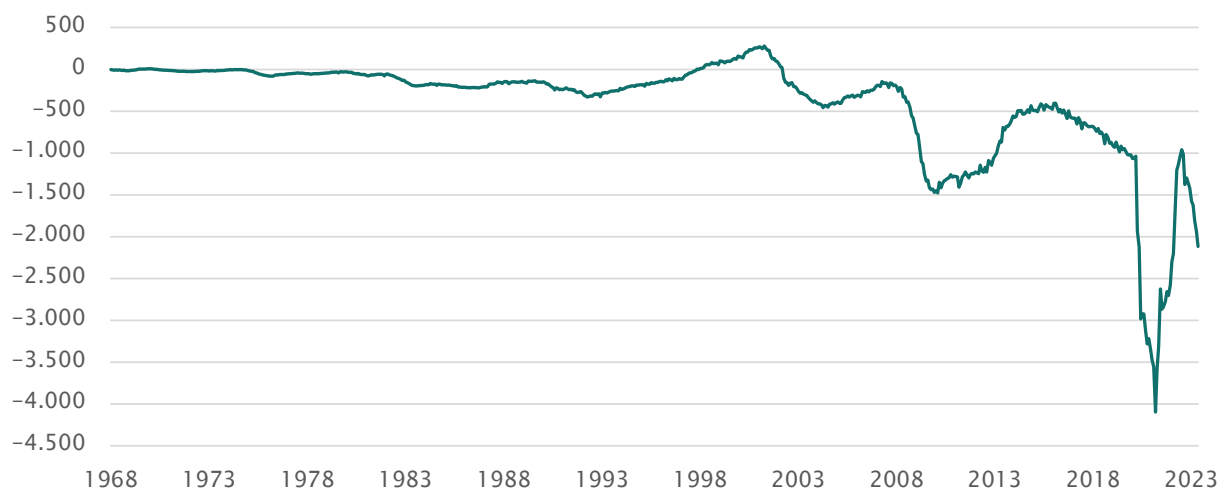
Note: Real disponibel indkomst er beregnet ved brug af PCE-deflatoren. Vækstraten er den kontinuerte årlige vækst (CAGR) i hele perioden.

Kilder: Bureau of Economic Analysis, Bloomberg og Maj Invest.

Selvom vi vurderer, at den amerikanske økonomi i overvejende grad er stærk og i fremgang, er det blevet et tilbagevendende problem, at loftet for amerikansk statsgæld bliver brugt som finanspolitisk pressionsmiddel. Siden 1913 er gældsloftet blevet hævet 99 gange, og i langt de fleste tilfælde er det blevet vedtaget uden stor diskussion, da det i princippet kun indebærer at sikre den fornødne kapital til allerede vedtagne initiativer og forpligtelser. Men siden 1990'erne, og måske mest markant i 2011 og igen her i 2023, er vedtagelsen af et nyt gældsloft blevet brugt som en anledning til nye finanspolitiske forhandlinger af det republikanske parti, der ønsker at nedbringe de offentlige udgifter.

Ser man på USA's løbende statsunderskud, er der også sket et markant skifte omkring årtusindskiftet. Siden starten af nullerne har USA i perioder haft væsentligt større underskud på den offentlige saldo, end hvad der traditionelt har været tilfældet siden 1968, se figur 4.

**Figur 4: USA's statsunderskud er vokset markant i de seneste årtier (mia. dollar)**



Note: Betalingsbalancen er vist som en 12-måneders sum.

Kilder: US Treasury og Bloomberg.

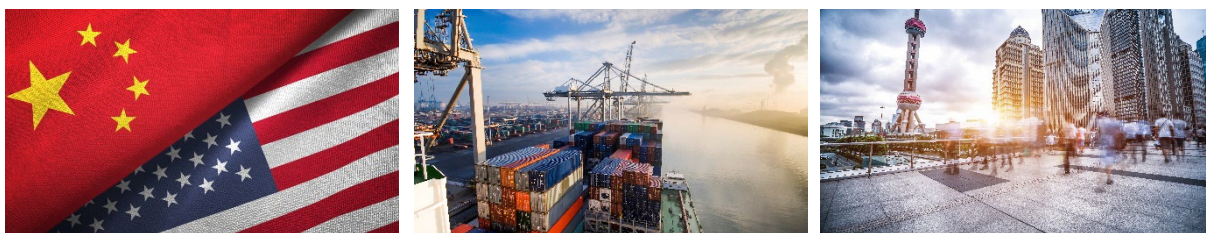
En stor del af underskuddet relaterer sig til redningspakker i forbindelse med finanskrisen i 2008 og covid-krisen i 2020. Udviklingen så da også ud til at være vendt i midten af 2022, hvor underskuddet var tilbage på nogenlunde samme niveau, som lige inden covid-krisen brød ud. Men nu er underskuddet udfordret af det højere renteniveau, der gør nyoptaget gæld markant dyrere end de seneste 10-15 år.

Samtidig står USA også over for en række massive investeringer i grøn omstilling, der bliver finansieret med gæld, og en stor aldrende befolkning, der vil øge omkostningerne til pension og sundhed i USA. Dermed er underskuddet et strukturelt problem, der kan blive udfordrende for USA i de kommende år.

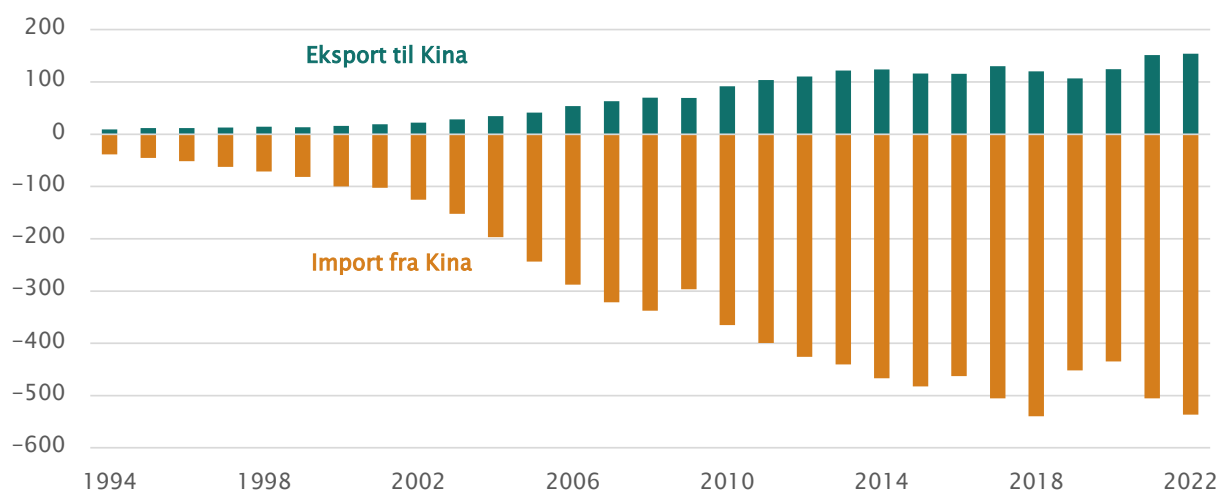


Aftalen om det nye gældsloft er også kun en midlertidig løsning på problemerne, da aftalen kun tillader øget gældsætning i resten af denne præsidentperiode. Der kan derfor være grund til at forsøge at nedbringe statsunderskuddet, hvis man gerne vil undgå en tilspidset situation igen, når det næste præsidentvalg er overstået.

Løbende er situationen mellem Kina og USA fortsat anspændt. På trods af møder mellem højtstående politikere fra begge lande er uenigheder mellem de to stormagter med til at øge den geopolitiske risiko betragteligt. Tidligere præsident Donald Trump har lagt retningen for den amerikanske udenrigspolitik over for Kina, og store dele af den videreføres under præsident Joe Biden. På trods af at Trump i 2018 begyndte en længerevarende handelskonflikt med store sanktionspakker rettet mod Kina, er det ikke noget, der afspejler sig i data for handlen mellem USA og Kina. Således var handlen fortsat på et historisk højt niveau i 2022, se figur 5. Dermed er den politiske mistillid mellem regimerne endnu ikke afspejlet i deres samhandel. På sigt må forventes en relativt aftagende samhandel som følge af den nye handelspolitiske kurs.



Figur 5: USA's samhandel med Kina stiger (mia. dollar)

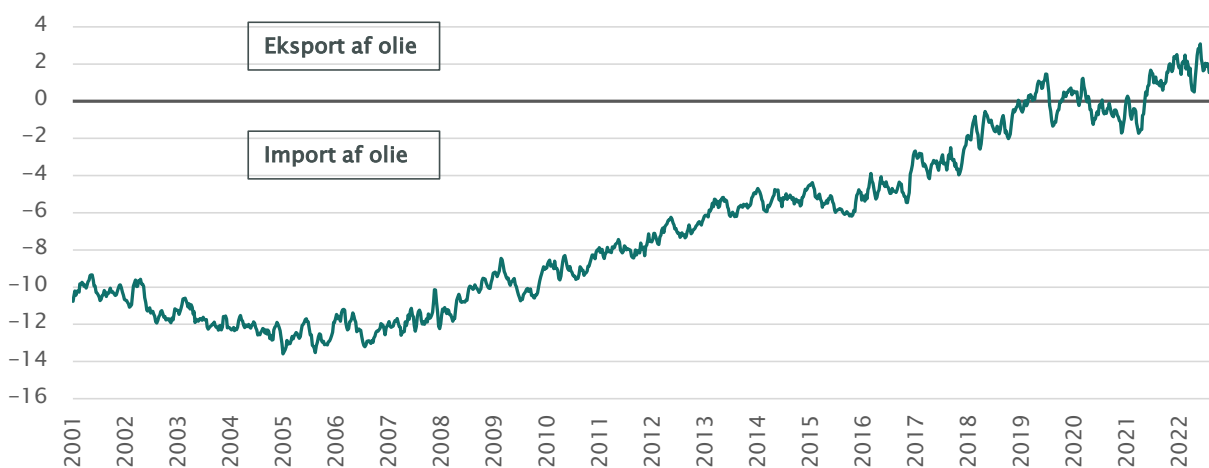


Kilder: U.S. Census Bureau og Bloomberg.



USA står også stærkt på energiressourcefronten. I modsætning til EU producerer USA nok energi til at være 100 pct. selvforsynende. USA har siden 2019 periodevist og fast siden 2021 været nettoeksportør af olie, se figur 6, og i 2022 var USA afgørende for Europas gasressourcer med de amerikanske LNG-eksporter. Desuden vil præsident Bidens IRA-lovgivning også give USA en fordel i det grønne kapløb med solide subsidieordninger, der skaber incitament til at udbygge den grønne energiinfrastruktur.

**Figur 6: Amerikansk nettoeksport af olie, mio. tønder dagligt**



Note: Nettoeksporten omfatter både råolie og forarbejdet olie. I USA forbruges der i omegnen af 20 mio. tønder olie på dagsbasis siden år 2000, og heraf udgjorde nettoimporten ca. 60 pct. for 15 år siden. I dag er andelen nul. Nettoeksporten er vist i et fire-ugers glidende gennemsnit.

Kilde: Bloomberg.



## Europæisk økonomi

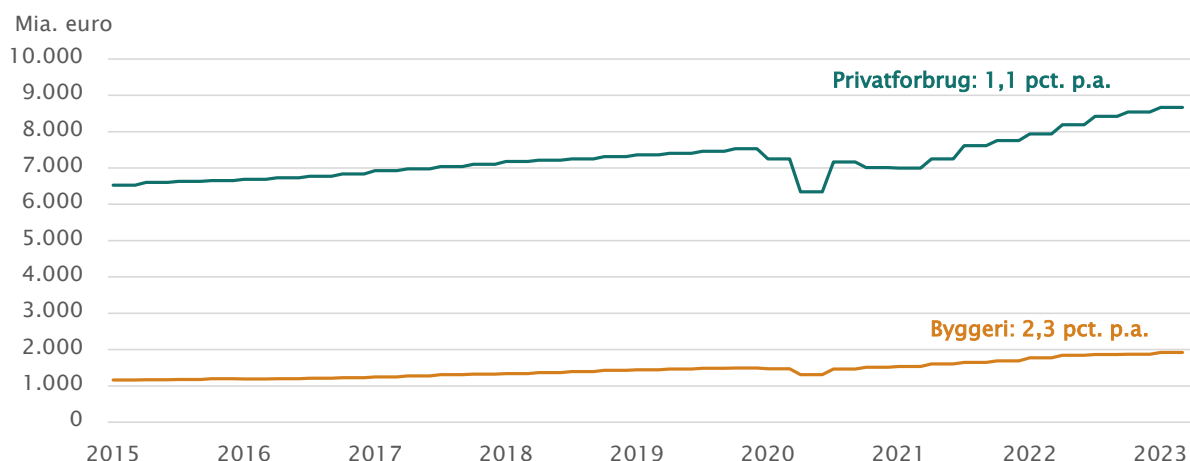
Den europæiske økonomi er ikke lige så stærk som den amerikanske, men der er flere lyspunkter i EU. På trods af de seneste to kvartaler med svag negativ vækst, der har forårsaget en form for teknisk recession i eurozonen, forventer vi ikke, at det vil udmønte sig i en reel europæisk recession. Som det er tilfældet i USA, har Europa også et meget stramt arbejdsmarked. I april var arbejdsløsheden på blot 6 pct. i EU, hvilket er det laveste niveau registreret på månedsbasis i EU. Udviklingen har givet arbejdstagerne en god forhandlingsposition, og derfor ser vi nu også højere lønstigninger i EU, end vi er vant til, på mellem 4 og 5 pct.

Inflationen i årsrate var i maj på 7,1 pct., men udviklingen i de seneste tre måneder peger på, at reallønnen nu også er på vej op i Europa. Det er særligt vigtigt for at sikre forbrugernes købekraft, så den økonomiske vækst understøttes af privatforbruget, der udgør over halvdelen af BNP i EU.

Byggeriet er et andet område, der går fremad i Europa, vist i figur 7. Ligesom i USA begynder man så småt at investere i egne produktionsanlæg mv. Det gør Europa mere uafhængigt og forsyningskæderne lidt mindre skrøbelige. Vigtigheden af stærke forsyningskæder blev i høj grad understreget af nedlukningerne i Kina og andre steder, hvilket gjorde det svært at skaffe inputmaterialer til en stor del af fremstillingssektoren.



**Figur 7: Privatforbrug og byggeri viser positive takter i EU**



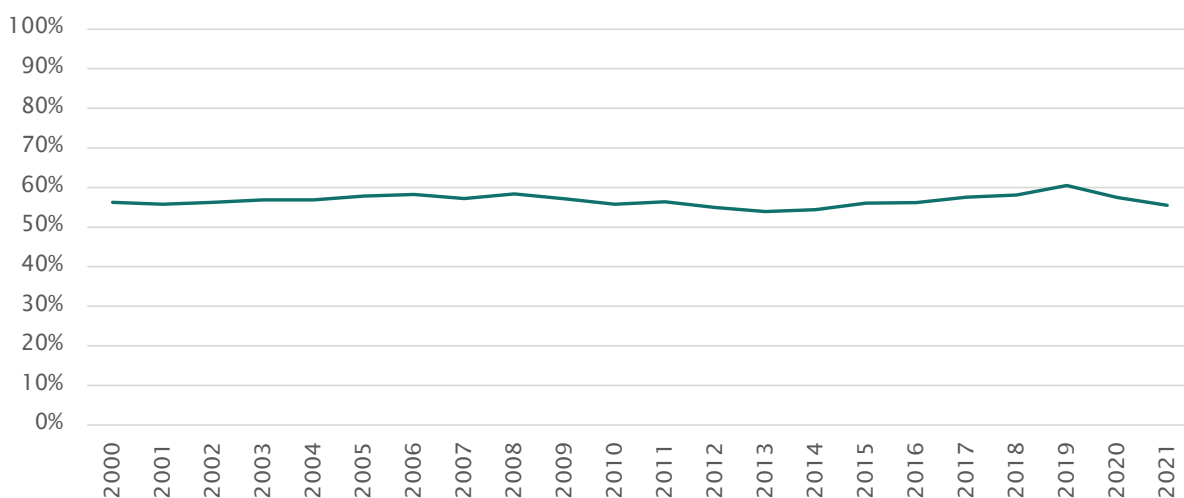
Note: Udviklingen er vist i løbende priser, mens vækstraterne er beregnet ud fra faste priser.

Kilder: Bloomberg og Eurostat.

I forbindelse med Ruslands invasion af Ukraine, hvor EU underlagde Rusland en række sanktioner, reagerede Rusland ved at lukke for naturgaseksporten til EU. Det har understreget, at Europa har betydelige sikkerheds- og forsyningspolitiske risici forbundet med sin store energifafhængighed som vist i figur 8.

I 2022 var Europa begunstiget af Kinas fortsatte nedlukning, der betød, at den kinesiske efterspørgsel efter flydende naturgas, LNG, var lavere end normalt. Derfor kunne store mængder af amerikansk LNG blive importeret af Europa i stedet for til Kina, og derfor oplevede man heller ikke det prispres på LNG, som ville have opstået ved en større aggregeret efterspørgsel. Men Kina er ikke længere lukket ned, og den kinesiske økonomi er også ved at komme op i omdrejninger igen. Derfor kan der igen opstå usikkerhed om forsynings sikkerheden i Europa til den kommende vinter og om, hvad energipriserne bliver. Det er med andre ord afgørende, at EU's centrale politiske aktører prioriterer nye energikilder og investerer i tilstrækkelig vedvarende energiinfrastruktur. Den proces kan tage flere år, men motiveres også af de amerikanske investeringer i ny og vedvarende energiinfrastruktur. EU er nødt til at følge med for at bevare sin konkurrenceevne.

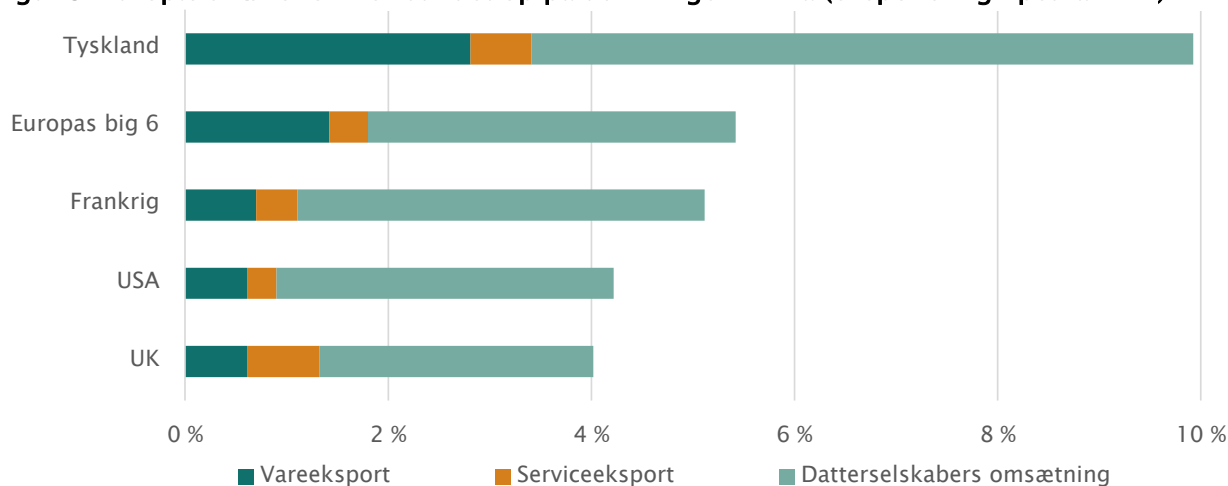
**Figur 8: EU's import af energi som pct. af energiforbrug**



Note: Energiafhængigheden er defineret ved nettoimportens andel af den samlede tilgængelige bruttoenergi.  
Kilde: Eurostat.

Europæiske virksomheder står stærkt på den internationale scene, og ligesom i USA har de europæiske virksomheder i mange år udnyttet potentialet for lavere produktionsomkostninger ved at oprette eller flytte datterselskaber til Kina. Det har været en fornuftig strategi at satse på Kina, hvor velstanden har været i fremgang gennem de seneste årtier, da det har øget eksportpotentialet for både vare- og serviceeksporten. Men som vist i figur 9 har det også øget den samlede økonomiske eksponering over for Kina. I Europas seks største økonomier har The Economist således beregnet, at mere end 5 pct. af det samlede BNP stammer fra eksport til Kina eller datterselskabers omsætning i Kina. Europa er dermed blevet afhængig af, at væksten fortsætter i Kina, så det kan drive efterspørgslen efter import fra europæiske virksomheder.

**Figur 9: Europæisk økonomi er bundet op på udviklingen i Kina (eksponering i pct. af BNP)**



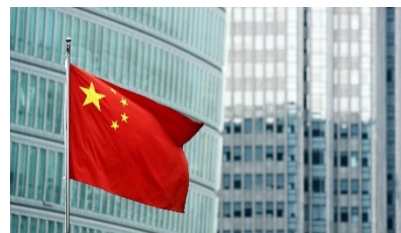
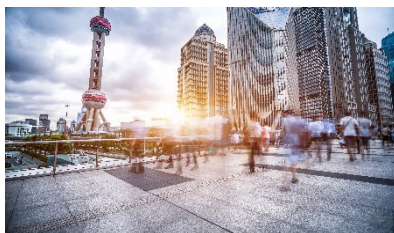
Note: Data er for 2020. Europas big 6 omfatter Tyskland, Frankrig, UK, Nederlandene, Italien og Spanien. Omsætningen er for vestligt ejede datterselskaber. Kilde: The Economist.



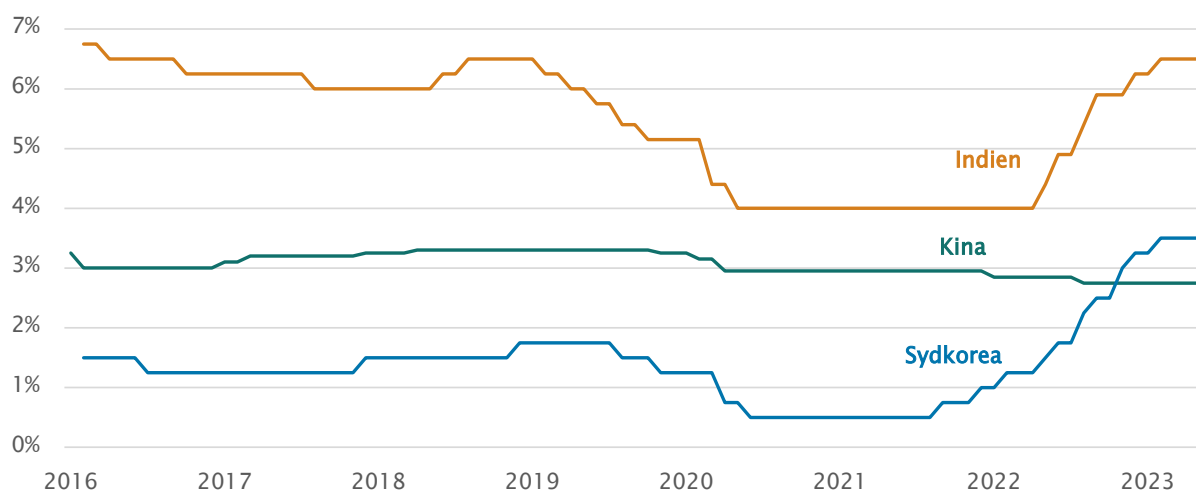
## Kina og Sydøstasien

I Kina ser billedet anderledes ud. Nedlukningerne satte en kæp i hjulet på den økonomiske aktivitet, og genåbningen har endnu ikke budt på det økonomiske rebound, som var forventet. Således har den kinesiske centralbank både lempet solvenskravene i de kinesiske pengeinstitutter og den pengepolitiske rente for at sætte mere skub i økonomien, se figur 10. Kina er udfordret af den demografiske sammensætning, da flere årtier med etbarnspolitik og således restriktioner på fødsler har medført en meget stor ældre befolkning ift. den yngre befolkning. På trods af at etbarnspolitikken blev droppet i 2015, står Kina over for samme problem som flere andre lande i Østasien – nemlig at fødselsraten er blevet alt for lav.

Ovenstående betyder, at det ikke er sandsynligt, at Kina vil opnå væsentlig økonomisk vækst på baggrund af en voksende befolkning fremover. I stedet prøver den kinesiske regering at skabe vækst gennem øget indenlandsk efterspørgsel, som de annoncerede i deres økonomiske vækstplan i forbindelse med genåbningen. Det er dog ikke lykkedes endnu, og den utilstrækkelige efterspørgsel har også mindsket prispresset i Kina i en grad, så det nærmer sig deflation. I Indien og Sydkorea forventer man også, at styringsrenterne har toppet, da inflationen er ved at falde tilbage, men de overordnede vækstforudsætninger er stadig til stede i begge lande.



Figur 10: Kina går enegang og lemper pengepolitikken



Note: De anvendte styringsrenter er Medium-term Lending Facilities – 1 Year Interest Rate (Kina), Repo Rate (Indien), Official Bank Rate (Sydkorea).

Kilder: People's Bank of China, Reserve Bank of India, Bank of Korea og Bloomberg.

At genåbningen ikke har levet op til forventningerne, afspejles også i det økonomiske overraskelsesindeks vist i figur 11. Den første periode efter genåbningen bød på positive dataoverraskelser ift. markedsforventningerne, mens data for andet kvartal har skuffet markedet. Kina har en af verdens højeste opsparingsrater på mere end 40 pct. af BNP, og usikkerheden forbundet med den økonomiske genåbning har kun forstærket opsparingstendensen, hvilket nødvendigvis medfører en lavere samlet efterspørgsel i Kina. Således vil det formentlig blive nødvendigt med en række stimulipakker for at få gang i den kinesiske efterspørgsel igen. Det kinesiske eksporteventyr er i nogen grad ved vejs ende – både pga. handelssanktioner mellem Kina og Vesten, men også pga. højere produktionsomkostninger, der har fjernet fordelene ved at have produktion i Kina ift. de omkringliggende lande. De lande har derfor nemmere ved at tiltrække de udenlandske investeringer, der tidligere ville være tilfaldet Kina.

**Figur 11: Citis Economic Surprise Index for Kina**

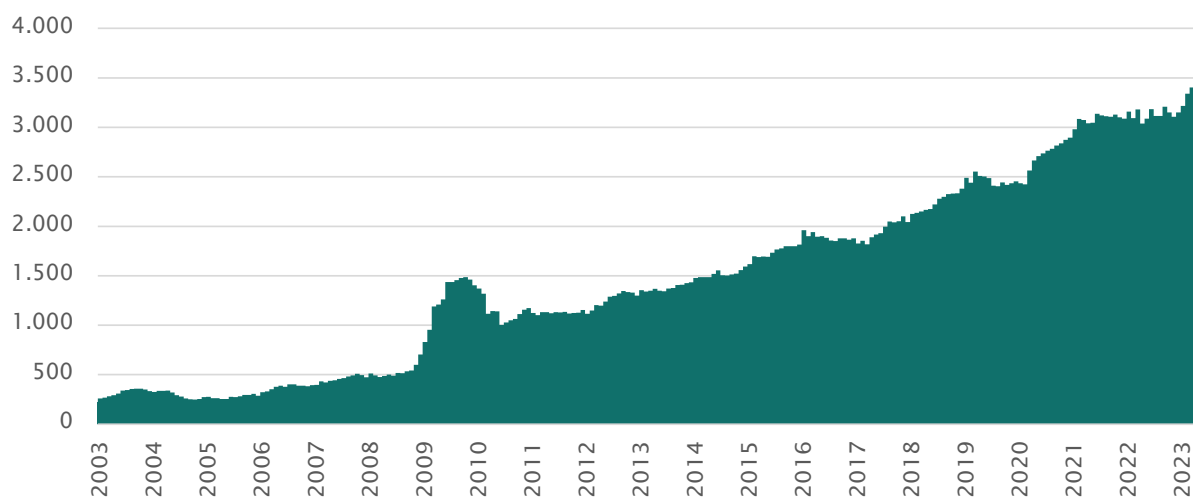


Note: Indekset måler overraskelser i data relativt til markedets forventninger. Således indikerer positive (negative) værdier, at data var bedre (værre) end ventet.

Kilde: Bloomberg.

På trods af den høje opsparingskvotient har Kina indtil nu også været god til at optage gæld. En stor del af gælden er knyttet til ejendomsmarkedet, der har været kunstigt højt prissat. En række ejendomsudviklere har misligholdt deres gæld, og det kinesiske ejendomsmarked har af den grund været i krise de seneste par år. Den kinesiske genåbningsplan indebærer også planer om at stabilisere ejendomssektoren, men indtil videre tyder det på, at en gigantisk gældsboble fortsat er under opbygning, se figur 12.

**Figur 12: Nye bankudlån i Kina (mia. dollar, løbende 12 mdr. sum)**



Note: Udlånene er vist som en 12-måneders sum.

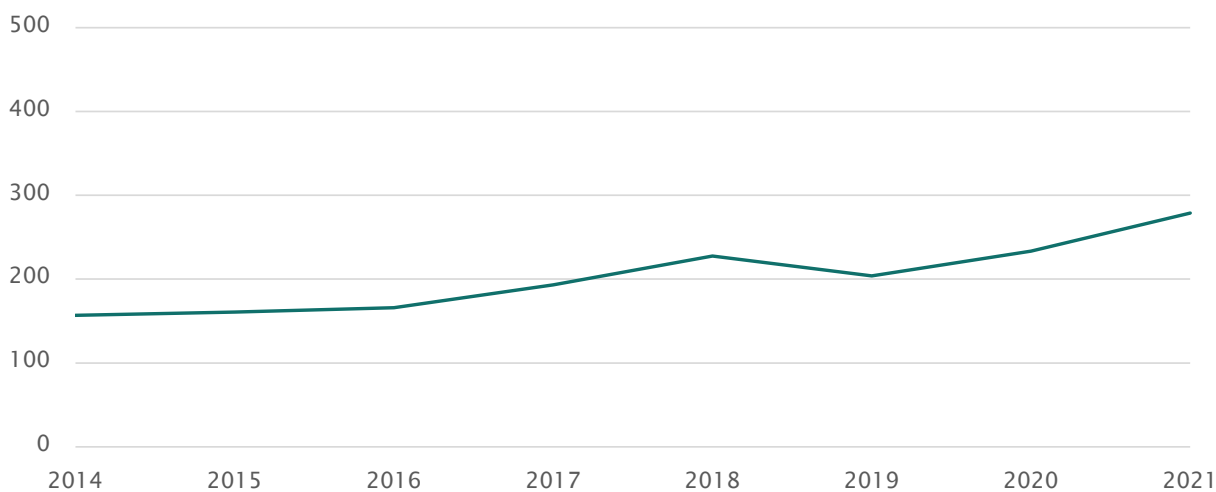
Kilder: People's Bank of China og Yardeni.





Kina er desuden bagud på mikrochipfronten. Indtil nu har Kina været meget afhængig af importerede mikrochips fra bl.a. Japan, Korea og USA, se figur 13, da Kina ikke selv fremstiller tilstrækkeligt avancerede mikrochips til sin øvrige produktion. Men fremover kan det blive sværere for Kina overhovedet at få adgang til tilstrækkelig import, da USA's handels sanktioner især begrænser handel med mikrochips. Kina er formentlig i gang med at opbygge egen produktionskapacitet af avancerede mikrochips, så man mindsker afhængigheden af andre lande og gør forsyningskæden mere robust, hvilket man også ser i USA og andre vestlige lande.

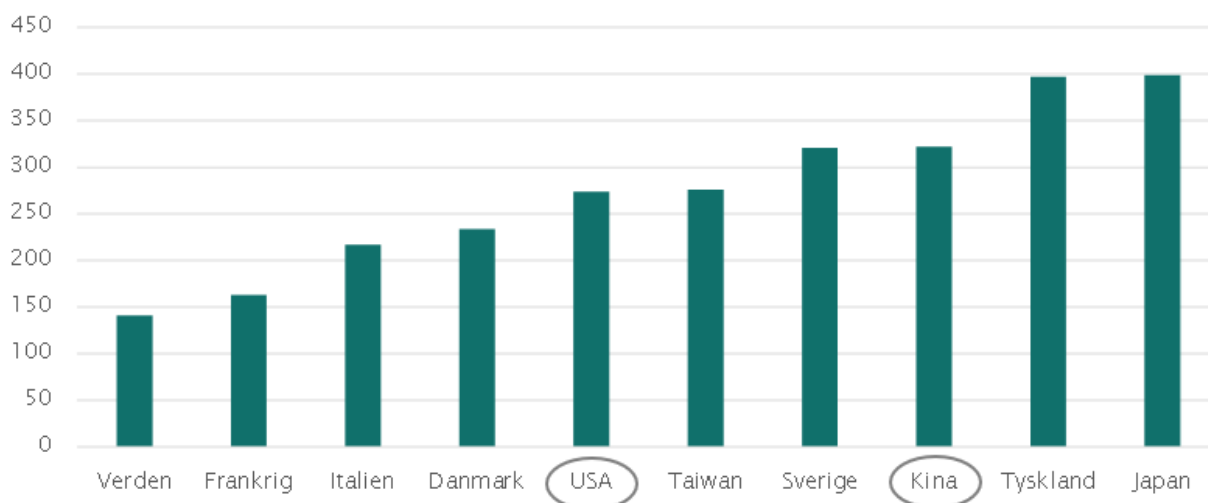
**Figur 13: Kinas underskud af mikrochips er fordoblet på syv år (import, mia. dollar)**



Kilde: Statista.

I figur 14 er det illustreret, at Kina allerede er langt i sin anvendelse af robotter i fremstillingsindustrien. Med 322 robotter per 10.000 medarbejdere i industrien svarer det til mere end en million robotter i 2021, og selvom Japan har en højere robotdensitet end Kina, oversteg Kinas samlede robotpark Japans allerede tilbage i 2016. Det er derfor formentlig kun et spørgsmål om tid, før Kinas samlede fremstillingskapacitet er lige så automatiseret som den japanske og dermed bedre rustet til produktionen af mikrochips.

**Figur 14: Kina er kommet langt i anvendelsen af robotter (robotdensitet i 2021)**

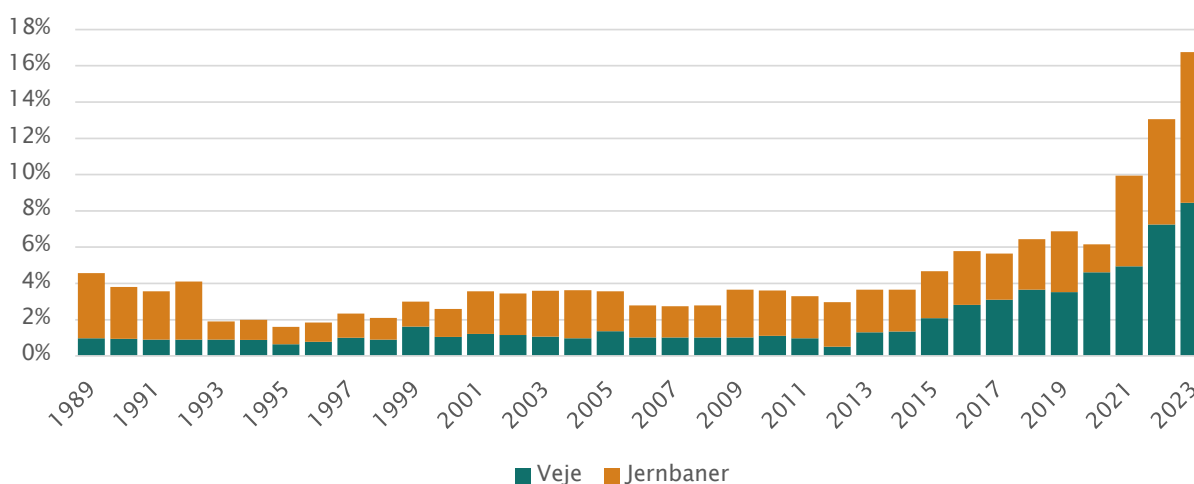


Note: Robotdensitet er defineret ved antallet af robotter pr. 10.000 ansatte i fremstillingsindustrien.

Kilde: CLSA.

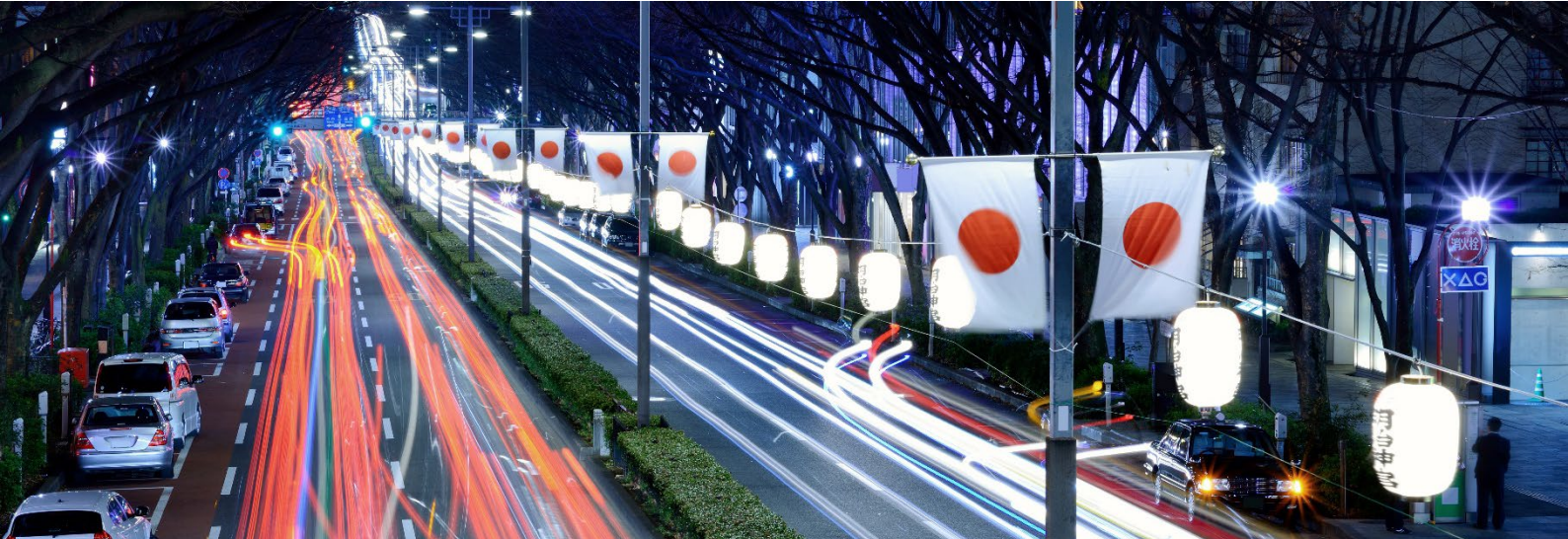
Indien har i år overhalet Kina, når det kommer til befolkningens størrelse, og er måske også på vej til at overhale Kina som det nye væksteventyr blandt emerging markets. Siden 2021 er investeringerne i infrastruktur intensiveret i Indien, og det forventes, at investeringerne vil udgøre mere end 16 pct. af Indiens BNP i 2023, se figur 15. Det er massive investeringer, der vil gavne Indien både indadtil og udadtil i forhold til samhandelslande. IMF estimerer, at den indiske økonomi vil vokse med hele 5,9 pct. i 2023, hvilket dermed overgår forventningerne for Kinas økonomiske vækst på 5,3 pct.

**Figur 15: Indien investerer massivt i infrastruktur (pct. af BNP)**



Note: Værdien i 2023 er et estimat.

Kilde: The Economist.



I Japan er der fortsat vækstkrise på aktiemarkedet, hvis man ser på udviklingen i det brede japanske TOPIX-indeks vist i figur 16. Som det fremgår, er markedet fortsat kun på niveau med 1991. Dog er der i dag økonomiske omstændigheder i Japan, der kunne bane vej for ny fremgang på aktiemarkedet.

Japan har, som så mange andre lande, oplevet inflation igen for første gang i lang tid. Men i modsætning til de fleste andre centralbanker har den japanske centralbank ikke strammet sin pengepolitik endnu. Det har drevet den japanske yen ned, hvilket har gavnet japansk eksport. Samtidig har flere japanske virksomheder indført nye corporate governance-regler for at tilgodese virksomhedernes aktionærer. Da udgangspunktet er yderst billige aktier, er der dermed håb for, at det japanske aktiemarked gemmer på et solidt afkastpotentiale de næste ti år.

**Figur 16: 30-årig kursudvikling i TOPIX, JPY**



Kilde: Bloomberg.



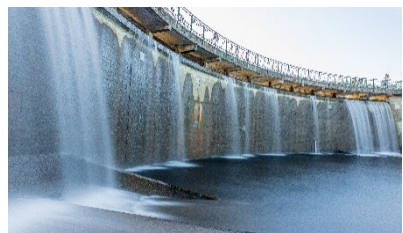
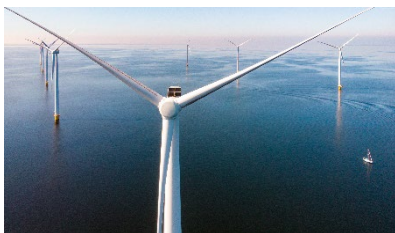
## Klimainvesteringer

De grønne investeringer er på vej frem, og den trend vil fortsætte i mange år endnu. Investeringerne er nødvendige, hvis verden skal nå FN's reduktionsmålsætninger. Det Internationale Energiagentur, IEA, har således estimeret, at de årlige investeringer i grøn energi bør nå 5000 mia. dollar, hvis vi skal gøre os forhåbninger om at nå målet om net zero i 2050.

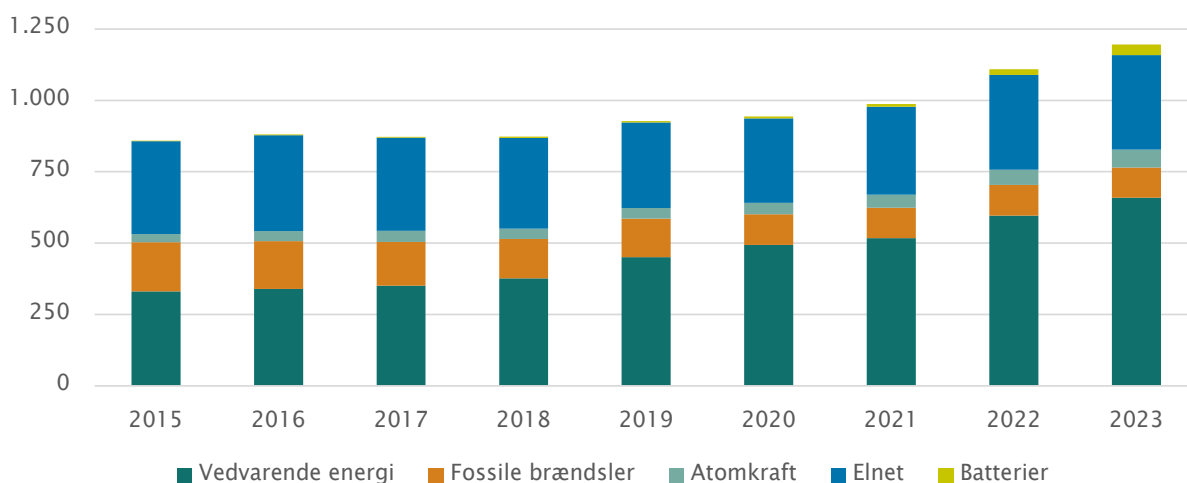
Siden 2015 er udviklingen i globale elektricitetsinvesteringer da også intensiveret. I figur 17 vises de globale investeringer i elektricitetssektoren frem mod 2023. Udviklingen viser en samlet stigning på 39 pct. i årlige investeringer, med en klar overvægt af investeringer i vedvarende energi og aftagende investeringer i fossil elektricitet.

Det er politisk valgt at vægte investeringerne i grønne energikilder højt, men den større udbredelse af grøn elektricitet kræver også, at man skal kunne transportere effektivt. Modsat fossile brændsler er grønne energikilder mere begrænset i sin placering af infrastrukturen, da havvindmølleparker eksempelvis skal placeres ude på havet i nøje planlagte zoner med tilhørende landanlæg inden for en afstemt radius. Derfor bør man fremover i højere grad dirigere investeringer mod landvind og sol samt effektiviseringer og udvidelse af elnettet.

Batteriproduktion- og teknologi vil ligeledes komme til at kræve store investeringer fremover, da vedvarende energi fra sol og vind vil have store udsving afhængigt af vejret.



**Figur 17: Årlige investeringer i elektricitetssektoren stiger markant (mia. dollar)**



Note: 2023-tallet angiver et estimat.

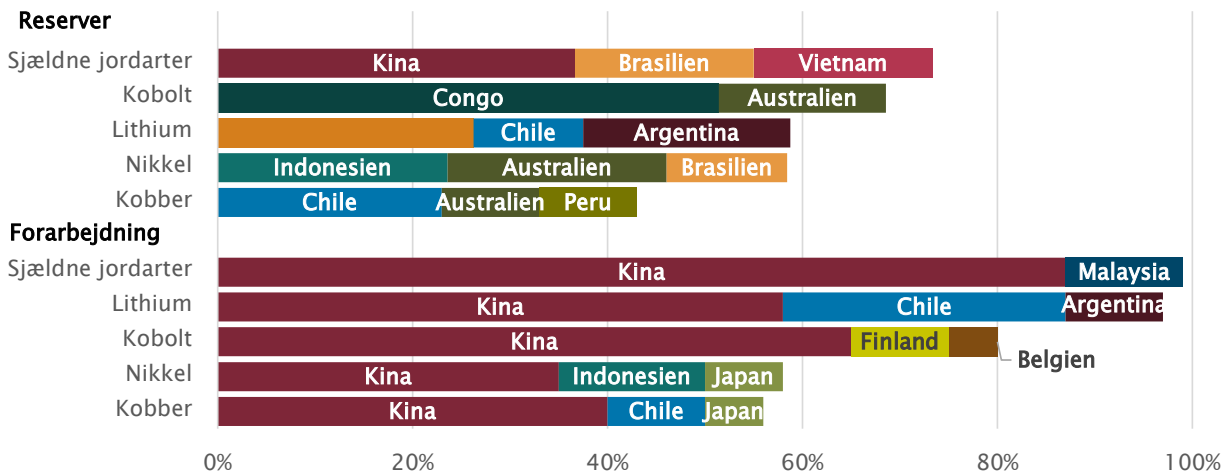
Kilde: IEA.

Udviklingen af batterier er imidlertid også et af de mest besværlige og dermed dyreste områder i den grønne omstilling. Effektive batterier er svære at fremstille, og de kræver mange ressourcer og særlige råvarer, der findes i begrænset omfang. Det samme gælder grønne brændsler, der er nødvendige i de sektorer, der ikke kan elektrificeres, herunder langdistancefly, shipping og tung industri. Grønne e-fuels kommer forventeligt til at udgøre en stor del af fremtidens energiforbrug, da kun 20 pct. af det samlede energiforbrug i dag udgøres af elektricitet.

De fleste nødvendige råvarer i form af metaller og sjældne jordarter forekommer koncentreret i få lande og i utilstrækkeligt omfang. Reserverne af kobolt er f.eks. i høj grad koncentreret i Den Demokratiske Republik Congo, der sidder på 51 pct. af de samlede bekræftede reserver. Landet er præget af politisk uro, der kan gøre det svært at tilgå ressourcerne, se figur 18.

Tilsvarende sidder Kina på størstedelen af de sjældne jordarter, der også er nødvendige i omstillingen. Her er situationen i højere grad præget af politiske uoverensstemmelser, der kan gøre det svært for Vesten at få adgang til ressourcerne, såfremt der skabes større afstand mellem stormagterne USA og Kina. I forarbejdningsfasen kan man reelt set slet ikke komme uden om Kina, der dominerer på tværs af råvaretyper. Kina har indgået aftaler med mange af de naturressourcestærke lande, der sikrer Kina en klar fordel over USA og Europa i den grønne omstilling. Der er derfor udsigt til store forsyningsproblemer i den grønne energisektor, så længe den geopolitiske spænding mellem Vesten og Kina opretholdes.

**Figur 18: Nødvendige råvarer til brug i grøn omstilling er koncentreret på få lande**



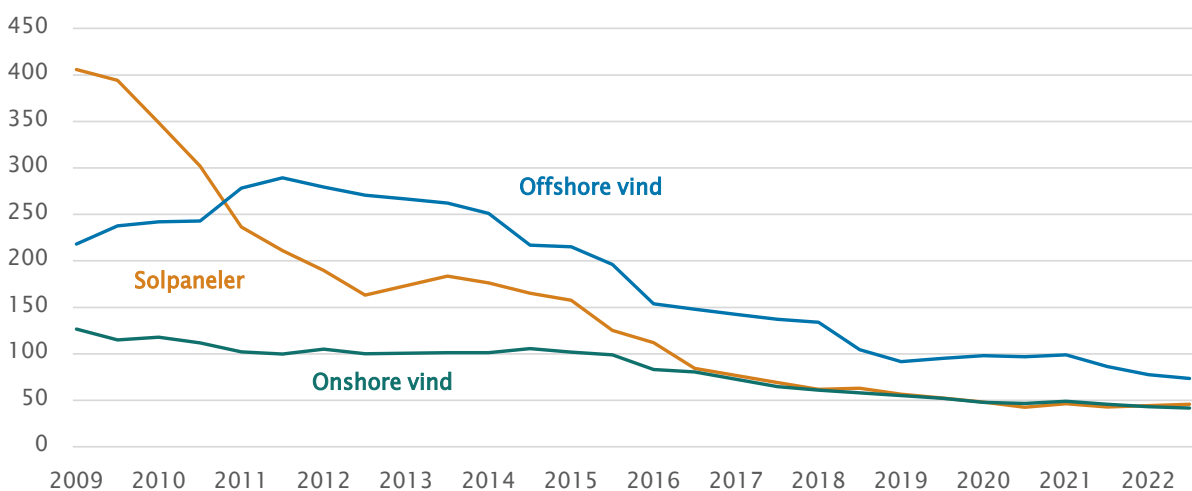
Note: Andelen er for 2019, og reserverne angiver verificerede andele.

For lithium anvendes ressourcer i stedet for reserver.

Kilder: IEA og USGS.

Omkostningen ved grøn elektricitet er gennem de senere år blevet lavere på tværs af energikilder. Det betyder, at den vedvarende energi bliver mere konkurrencedygtig i forhold til fossil energi, men det gør det også relevant at se på, om der er nogle af de vedvarende energikilder, der bedre kan betale sig end andre. Udviklingen i figur 19 viser, at omkostninger ved solenergi og onshore vind er reduceret. Særligt er omkostningen for solenergi reduceret betragteligt siden 2009, og hvis den trend fortsætter, kan det vise sig, at solenergi udkonkurrerer andre typer vedvarende energi – i hvert fald i de regioner, hvor der er rigeligt solskin i løbet af året.

**Figur 19: Omkostninger ved grøn energi falder kraftigt (dollar pr. MWh)**



Note: Omkostningen er målt som LCOE (Levelised Cost of Energy), der angiver gennemsnitsomkostningen for en generator i hele dens levetid. Omkostningen ved solpaneler er gennemsnitsomkostningen for fikserede solpaneler og solpaneler, der drejer sig efter solen.

Kilde: IRENA.

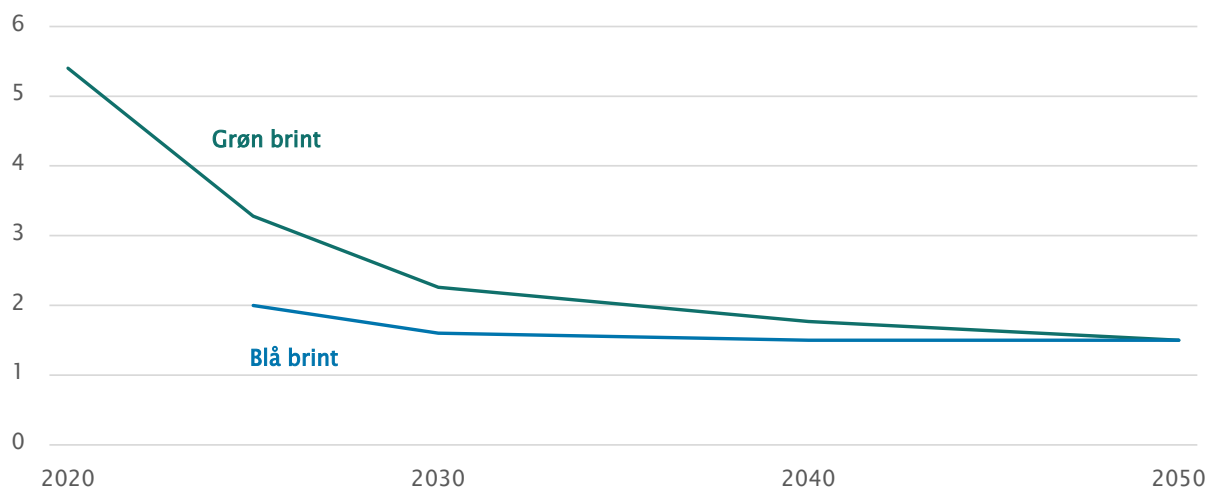
Man er i højere grad begyndt at tænke på, hvilken rolle brint kan spille i en mindre fossil verden. Hydrogen kan anvendes i flere af de industrier, der ikke umiddelbart kan elektrificeres såsom bl.a. stålindustrien, shippingindustrien og flyindustrien. Konsulenthuset McKinsey har sågar estimeret, at hydrogen kan bidrage med mere end 20 pct. af de årlige emissionsreduktioner i 2050. Men i den sammenhæng har det stor betydning, hvordan hydrogen produceres.

Typisk har man fremstillet såkaldt grå brint, der anvender fossile brændsler. Fremover vil man i højere grad også satse på to andre alternativer. Den ene er blå brint, der kombinerer fossile brændsler med ny teknologi, der opfanger og lagrer CO<sub>2</sub> i processen. Den anden mulighed er grøn brint, der produceres ud fra vedvarende energi.

En afledt effekt af de lavere omkostninger for vedvarende energi er dermed, at den grønne brint i fremtiden vil kunne fremstilles billigere. McKinsey har estimeret, at blå og grøn brint vil have nogenlunde samme gennemsnitsomkostning i 2050, se figur 20, men at produktionen allerede i 2025 og 2030 vil være markant billigere end det nuværende niveau. Dog er blå brint den mest omkostningseffektive løsning i en del år frem.

På grund af stigende omkostninger til råvarer og arbejdskraft samt højere renter vil omkostninger til grøn brint formentlig stige kraftigt i de næste fem år.

**Figur 20. Prisen på brint fremstillet af grøn energi vil falde (dollar pr. kg)**



Kilde: McKinsey.



FEDERAL RESERVE BANK  
OF NEW YORK  
CHARTERED 1914 - ERECTED 1922

## Finansmarkederne

Efter de seneste stærke makroøkonomiske indikatorer for privatforbruget og beskæftigelsen har den amerikanske centralbank, Fed, igen været nødt til at revidere sine forventninger til udviklingen i amerikansk økonomi.

Siden marts 2022 har den pengepolitiske komité i Fed ellers haft forventninger om aftagende økonomisk vækst ledsaget af højere arbejdsløshed grundet den tiltagende kerneinflation. Meldingerne fra Fed har bidraget til recessionsfrygten på markedet. En frygt, der er vokset i takt med centralbankernes rentestigninger samt den bankuro, som rentestigningerne også har bidraget til.

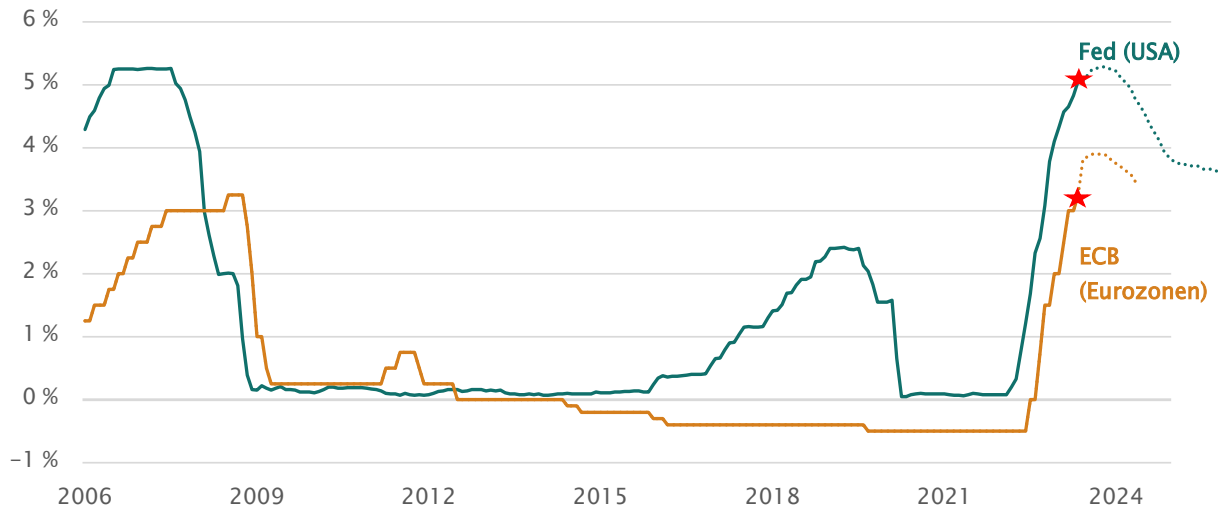
Men de seneste forventninger blandt komitéens medlemmer i juni 2023 indikerer nu, at den økonomiske vækst bliver højere end ventet, og at arbejdsløshedsraten kun vil stige marginalt. Det betyder, at Fed forventer at hæve styringsrenten yderligere – og umiddelbart i størrelsesorden af et halvt procentpoint.

Selvom Fed selv indikerer, at styringsrenten vil hæves herfra, er det dog kun delvist afspejlet i markedets forventninger til renten vist i figur 21. Der er fortsat frygt for, at Fed strammer grebet for hårdt om økonomien, så de i stedet bliver nødsaget til at sænke renten markant inden længe, og det kan man se i den forventede udvikling i 2024. I Europa er centralbanken ikke lige så langt med sin inflationsbekæmpelse.

Det højere prispres betyder derfor, at markedet forventer større rentestigninger i Europa end i USA. Men det afspejler også, at den amerikanske centralbank er underlagt et delt mandat om både at sikre prisstabilitet og maksimal beskæftigelse, mens den europæiske centralbank blot skal sikre en stabil prisudvikling. Markedet indregner dermed en risiko for, at Fed kan blive nødt til at gå delvist på kompromis med sit prisstabilitetsmandat for ikke at overtræde sit beskæftigelsesmandat.



Figur 21: Forventninger til styringsrenten i USA og EU



Note: De stiplede linjer viser markedets forventninger til centralbankernes styringsrenter.

Kilde: Bloomberg.

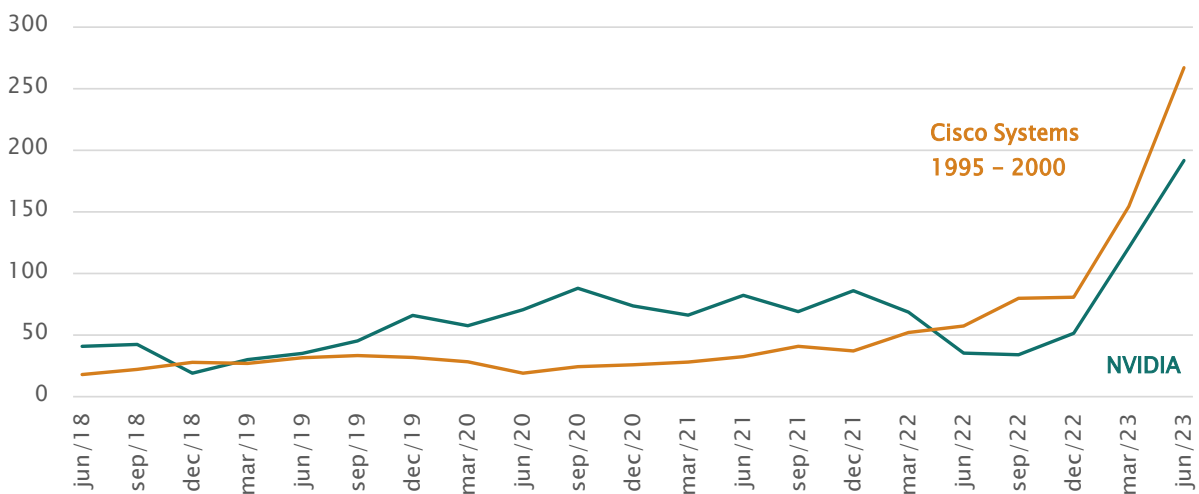


Kunstig intelligens (AI) er blevet det store fokus på aktiemarkedet. Det skaber muligheder for produktivetsforbedringer i en skala, der har fået flere til at sammenligne AI's betydning med udbredelsen af internettet.

Ligesom under dotcomboblen har det medført store kursridt på de virksomheder, der har fået AI ind under deres paraply, eller som producerer den teknologi, der er nødvendig for at understøtte anvendelsen af AI. Et eksempel er Nvidia, der designer GPU'er – de processorer, der er mest effektive til at foretage de underliggende beregninger, som bruges til AI. Nvidias 12-måneders rullende P/E-multipel, der viser kursen ift. indtjeningsevnen i de seneste 12 måneder, viser en udvikling, der kan sammenlignes med udviklingen i P/E-multiplen for Cisco Systems under dotcomboblen, se figur 22. Den ligger dermed langt over det brede globale aktiemarkeds rullende P/E på ca. 18. Forventningerne til væksten i Nvidia er meget markante.



**Figur 22: Nvidias værdiansættelse minder om Ciscos under dotcom (12-måneders P/E ratio)**



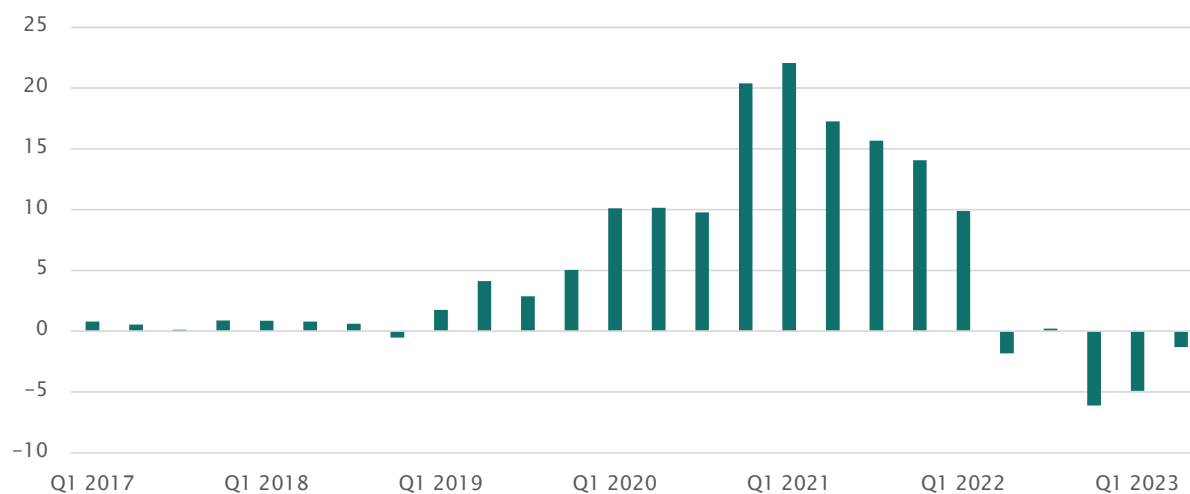
Note: P/E-ratio vises på kvartalsbasis. Cisco Systems P/E vises for 31.03.1995–31.03.2000, mens Nvidias P/E vises for 29.06.2018–13.06.2023.

Kilde: Bloomberg.

Starten på AI-trenden kommer i kølvandet på det, der ligner afslutningen på en anden trend. Trenden med bæredygtige fonde begyndte i midten af 2019, hvor fonde og ETF'er, der var defineret som bæredygtige, oplevede store pengestrømme ind i fondene. Denne udvikling fortsatte frem mod 2021, hvor pengestrømmene i første kvartal udgjorde mere end 22 mia. dollar, se figur 23.

Sidenhen er pengestrømmene først blevet gradvist mindre, men fra andet kvartal i 2022 har der løbende været nettosalg fra de bæredygtige fonde. Det er ikke et billede på, at bæredygtighed er ved at forsvinde som investeringstema, men snarere et resultat af den løbende udvikling, hvor der stilles ESG-krav til langt flere fonde, der dermed også betegnes som bæredygtige. Denne trend vil fortsætte, men bæredygtighedskriteriet vil formentlig blive mindre aktuelt, i takt med at det bliver standard for de fleste fonde.

**Figur 23: Bæredygtige investeringsfonde mister tiltrækningskraften (nettosalg, mia. dollar)**

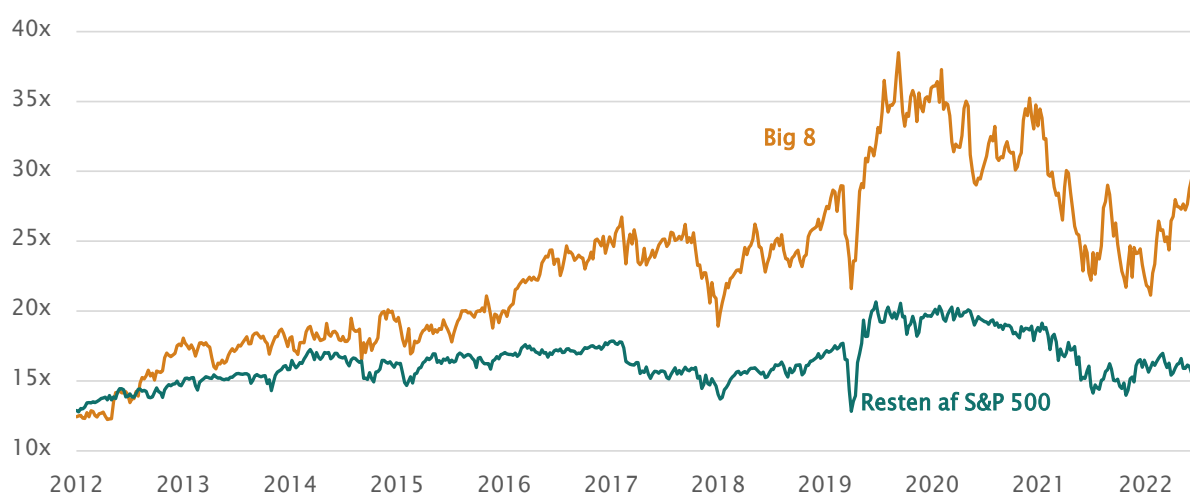


Note: Q2 2023 viser pengestrømme i april og maj.

Kilde: Morningstar Direct.

I USA er det toneangivende indeks S&P 500 med de 500 største amerikanske virksomheder blevet meget koncentreret med en lille gruppe af virksomheder, der fylder markant i indekset. De otte største virksomheder, der omfatter Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Netflix, Nvidia og Tesla, har alle oplevet store multipelektspansioner over de seneste ti år, hvilket gør dem markant dyrere end resten af indekset, se figur 24. Her angiver P/E-multiplen prisen for aktien ift. virksomhedens forventede indtjeningsevne i det kommende år. Det kan betyde, at disse virksomheder allerede har oplevet det kursopsving, som deres forventede indtjeningssevne kan retfærdiggøre, og at der derfor ikke er mere at komme efter i de største selskaber.

**Figur 24: Prissætningen på Big 8 er stukket af fra resten af markedet (forward P/E-ratio)**



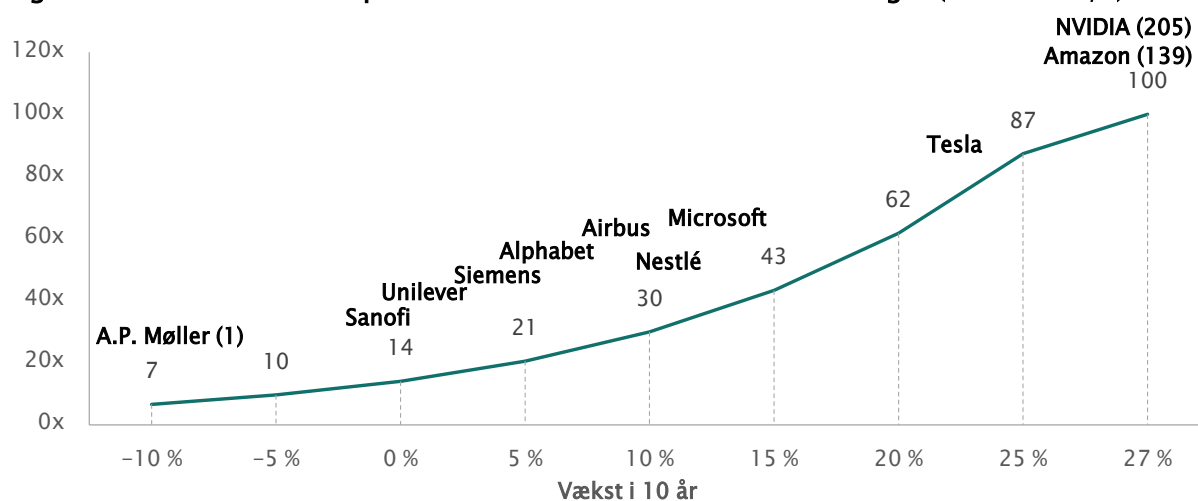
Note: Big 8 omfatter Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Netflix, NVIDIA og Tesla. Forward P/E-ratio angiver prisen ift. den forventede indtjeningsevne for det næste år.

Kilde: Yardeni.

I et internationalt perspektiv er det logisk, at de amerikanske virksomheder er dyrere end eksempelvis de europæiske, da mange amerikanske selskaber har strukturelt højere indtjningsvækst end europæiske virksomheder. Det skyldes bl.a., at der er flere vækstvirksomheder i USA, hvorimod Europas virksomheder er mere cykliske af natur.

Som situationen er nu, ser de europæiske virksomheder alligevel særligt billige ud. I figur 25 afbildes forskellige europæiske og amerikanske virksomheders P/E ift. den vækst, det vil kræve de næste 10 år for at sikre et normalafkast på 6 pct. p.a. Med prissætningen på Siemens, der giver aktien en P/E-multipel på 21, vil det kun kræve 5 pct. i årlig vækst at sikre et normalafkast på 6 pct. p.a. i de næste 10 år. Omvendt vil den nuværende kurs på Tesla, der giver aktien en P/E-multipel på 75, kræve en årlig vækst på mere end 20 pct. i de næste 10 år, hvis det skal kunne give et tilsvarende normalafkast. Det sandsynliggør, at det største afkastpotentiale findes i de europæiske virksomheder i den kommende periode.

**Figur 25: Dele af markedet prissættes med enorme vækstforventninger (fair value P/E)**



Note: Det er virksomhedernes 12M trailing P/E, der angives. Det er antaget, at årlig vækst efter de 10 år er på 4 pct., at renten er på 3 pct., og at der er en risikopræmie på 3 pct.

Kilder: Bloomberg og Maj Invest.



## Konklusion

Udviklingen på finansmarkederne i det seneste år karakteriseres bedst som et regimeskifte. Perioden med nulrenter, som har domineret markederne i hele perioden fra finanskrisen og frem til Ukrainekrigen, er definitivt slut.

Inflationen er på vej ned, men sandsynligvis kun til et niveau omkring 2–3 pct. Samtidig er realrenterne på vej op fra 0 pct. til niveauet omkring 1–3 pct. Resultatet er, at renteniveauet mest sandsynligt vil ligge i niveauet 3–6 pct. de næste mange år.

I USA vil både væksten, inflationen og renten ligge lidt over det europæiske niveau. Det betyder, at rentefølsomme aktier, ejendomme og private equity investeringer vil komme under pres. Samtidig vil mange investorer gradvist forhøje obligationsandelene i deres porteføljer.

Det store skift fra fossil energi til grøn energi vil fortsat give en positiv vækstimpuls, mens de store statsunderskud og de store forskydninger i demografien vil give et negativt vækstbidrag. Alt i alt vil vi få pæne vækstrater. USA vil formentlig føre an i denne udvikling. De store energisubsidier som Biden-planen indeholder, vil bringe USA i en grøn førerposition.

På den baggrund anbefaler vi fortsat, at man som investor fastholder solide aktiepositioner og eventuelt kombinerer med grønne obligationer og net zero-aktier i porteføljer. Ønsker man en bredere diversifikation, kan europæiske aktier og emerging markets aktier anbefales.

## 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.