

SEPTEMBER 2023

# MAJ INVEST MÅNED

Væksten kommer fra erhvervslivet





Maj Invest, 11. september 2023  
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør i Maj Invest

## Væksten kommer fra erhvervslivet

Menneskets evne til at tilpasse sig vanskelige omgivelser er imponerende. Vi kender det fra inuitterne i Grønland og nomadefolk i Sahara. På næsten samme måde er det med markedsøkonomien og finansmarkederne. Finansmarkederne tilpassede sig boligboblen i 2007, det sydeuropæiske overforbrug, covid-krisen, naturgaskrisen, Ukrainekrigen og alle de politiske tiltag i form af skatter, afgifter og regulering. Ikke mindst de seneste klimatiltag. Vi har i den vestlige verden heldigvis politikere, der handler klogt ind over midten og det meste af tiden bevarer roen, når forskellige interessegrupper ønsker indgreb.

På det seneste har varmen og sommeren gjort, at klimadebatten har fyldt meget, ligesom den demografiske udvikling har fået mange til at fokusere på sundhedsområdet og den offentlige sektor. Man fristes til at sige: Husk nu, at vi kan håndtere, at den globale temperatur stiger. Den nye formand for FN's klimapanel IPCC, James Skea, har for nylig beroliget os. Og husk, at vi har en stærk økonomi og en offentlig sektor, der for det meste fungerer rigtig godt. Ingen grund til panik.

## Eksport gør os rige

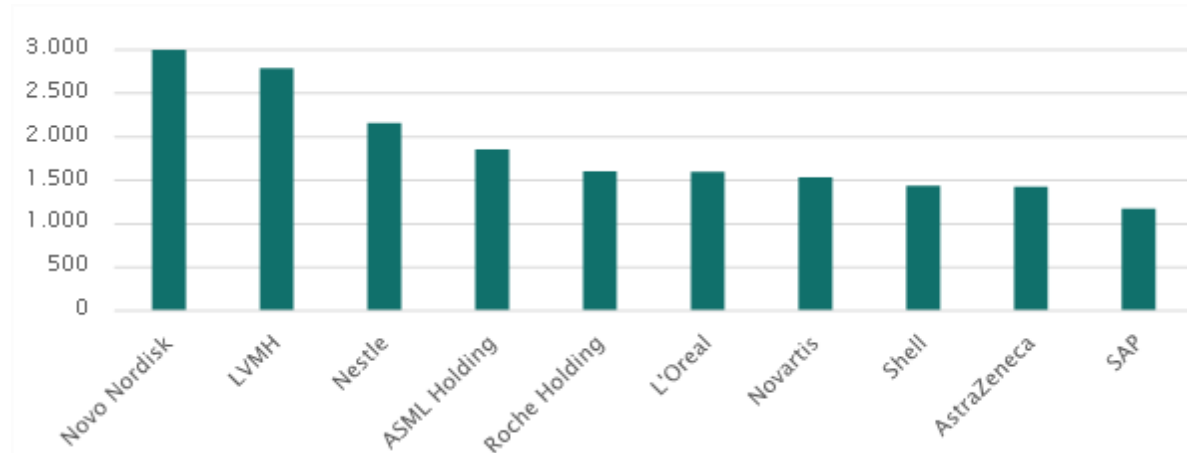
Men det kan ikke siges nok: Danmark er helt afhængig af global økonomi og det private erhvervsliv, som i øvrigt inkluderer finansiel (videns-)virksomhed. Danmarks eksport udgjorde 70 pct. af BNP i 2022. Det vil sige hovedparten af velstanden. Dansk erhvervsliv har bragt velstand til landet. Vi lever af erhvervslivets eksporteventyr. Og vi lever godt.

Danmark med knap 6 mio. mennesker er i dag hjemsted for Europas mest værdifulde virksomhed, se figur 1. Det er en enestående succeshistorie skabt af iværksætterånd, videnskabeligt engagement og en utrættelig indsats fra ledelse og medarbejdere igennem 100 år. Det er hverken Folketinget, regeringen eller velfærdssamfundet, der har skabt de mange stærke virksomheder. Det er iværksætteri, hårdt arbejde og viden samt indsats fra tusinder af engagerede ansatte. Dette har givet plads til finansieringen af velfærdssamfundet, som Folketinget og politikere dygtigt har bygget op.

Den globale økonomi er helt afgørende for en handels- og eksportnation som Danmark. I det følgende vil jeg forsøge at beskrive den mest sandsynlige udvikling de kommende 12 måneder og i den forbindelse se på de risici, der kan bringe global økonomi ud af kurs. Der er mange udfordringer, og de største er formentlig de geopolitiske.



Figur 1. Europas mest værdifulde virksomhed er dansk (top-10 målt på markedsværdi, mia. kr.)



Note: Virksomhederne er rangeret efter markedsværdi i danske kroner den 06.09.2023.

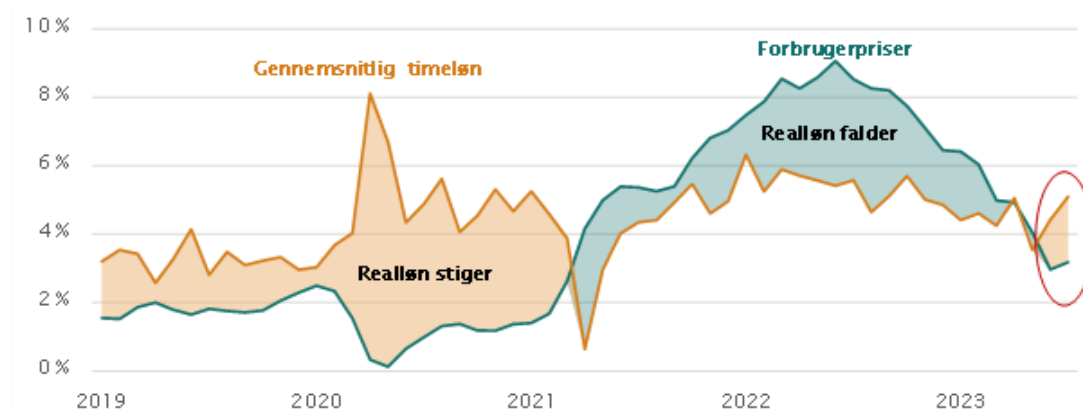
Kilde: Bloomberg



## Enorme formuer i USA

USA's økonomiske betydning vokser år for år. Det er i særklasse verdens største og stærkeste økonomi. Ukrainekrigen og de stigende energipriser har ramt EU hårdt, mens USA er gået fri. USA er nemlig selvforsynende med energi, og inflationen er næsten forsvundet igen. Lønnene stiger nu hurtigere end priserne. Det betyder, at både reallønnen og privatforbruget igen stiger, se figur 2. De stigende renter har sat en stopper for væksten i boligbyggeriet, men samtidig har erhvervslivets store investeringsprogrammer udfyldt dette efterspørgselshul. Det betyder, at væksten i USA alt i alt er intakt og tæt på et niveau omkring 2 pct. p.a.

Figur 2. Reallønnen stiger igen i USA (årlige ændringer i priser og lønninger, procent)

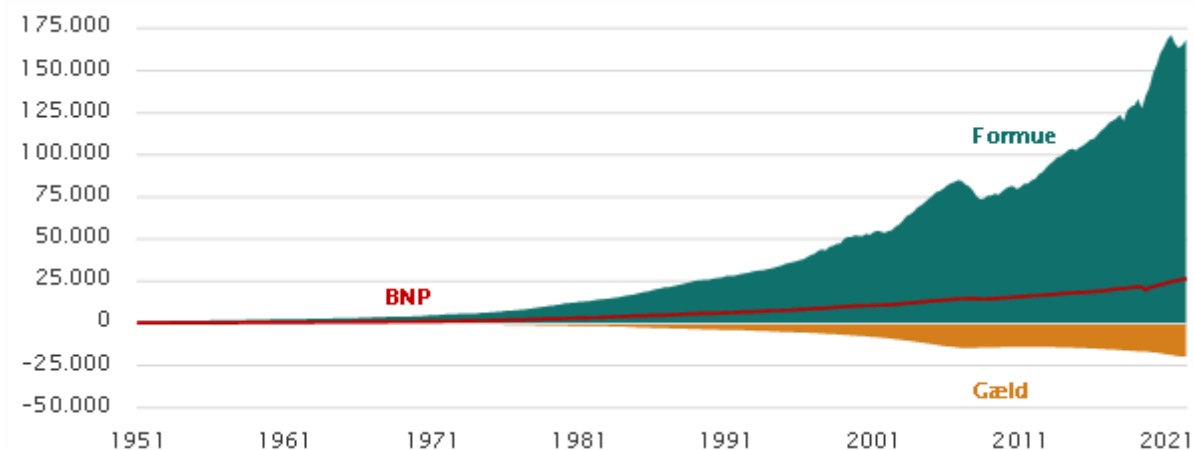


Note: Data er ikke sæsonjusteret. Timelønnen er for den private sektor.

Kilde: Bureau of Labor Statistics.

Mange blev bekymrede for den amerikanske statsgæld, da ratingbureauet Fitch nedjusterede ratingen af den amerikanske stats kreditværdighed fra AAA til AA+. Men også her er der lyspunkter, som gør, at den store amerikanske statsgæld formentlig ikke bliver et problem de næste 10 år. Amerikanerne har nemlig meget store formuer, og dermed er skattegrundlaget enormt, hvis den amerikanske stat har brug for større indtægter på sigt. Den private sektor i USA har opbygget formueværdier, der er næsten ti gange så store som sektorens samlede gæld, se figur 3. Med andre ord er USA's kreditværdighed fortsat meget høj, og landet er i stand til at fortsætte den nuværende finanspolitiske kurs i mange år.

Figur 3. USA: Forbrugernes formue er næsten ti gange større end deres gæld (mia. dollar)



Kilde: Board of Governors of the Federal Reserve System.



### Lavvækst kan bide sig fast

Europæisk økonomi står svagt og er tæt på recession efter flere lande har oplevet negative økonomiske vækstrater i det seneste kvartal. Dertil kommer, at EU er langt fra at være selvforsynende med energi og er afhængig af importeret olie og gas. Svagheden ved den europæiske energiafhængighed blev understreget af energikrisen sidste år, hvor Ukraine krigen ramte importen af naturgas. De fleste forbrugere og virksomheder oplevede markant dyrere energiregninger, og det kan ikke udelukkes, at vi kommer til at se store prisstigninger på energi igen i de kommende år. Det vil tage tid at gøre den europæiske energiinfrastruktur mere robust.

Det betyder, at EU kan blive fanget i lavvækst i flere år. EU har brugt en stor del af det finanspolitiske råderum på en omfattende covid-strategi, og det har tæret på ressourcerne på tværs af hele regionen. Europa har en demografisk udvikling, som giver et meget begrænset nyt arbejdsudbud, og bliver derfor i stigende grad afhængig af udenlandsk arbejdskraft. EU er som Danmark økonomisk afhængig af en stærk eksport, mens mange af verdens lande forsøger at udbygge egne forsyningskæder og mindske deres importafhængighed. Endelig har EU meget tunge beslutningsprocesser, når den grønne energiomstilling skal hjælpes i gang. Det overrasker måske mange, at amerikanerne har overhalet os på den grønne omstilling.



Samlet set er udsigten for europæisk økonomi ikke så lys som for den amerikanske økonomi. Det afspejles i den europæiske erhvervstillid, der er på vej ned igen efter at have været historisk høj i 2021, se figur 4. Vi har haft en lang periode med en forholdsvis stærk servicesektor, der efter covid-krisen oplevede en stor efterspørgselsfremgang mens industrien i samme periode har haft en nedadgående efterspørgsel. Nu viser de seneste PMI-tal for eurozonen et skift i forventningerne. Servicesektoren lader til at være nået igennem den ophobede efterspørgsel, mens industrien viser tegn på ny efterspørgsel. Det kan være bunden på den europæiske lagertilpasning og dermed starten på en bedring i europæisk økonomi. Hvis det mod vores forventning ikke er en vending, så vil Den Europæiske Centralbank formentlig få behov for at sænke renten og stimulere økonomien. Det vil dog kræve, at inflationen er faldet tilstrækkeligt tilbage, hvilket vi forventer, den gør.

**Figur 4. Servicesektoren er gået i stå, og det skubber erhvervstilliden ned i Europa (indeks)**



Note: Her er europæisk erhvervstillid målt ved Economic Sentiment Indicator, der er sammensat på baggrund af erhvervs- og forbrugerundersøgelser i eurozonen. Langsigtet ligevægt = 100.

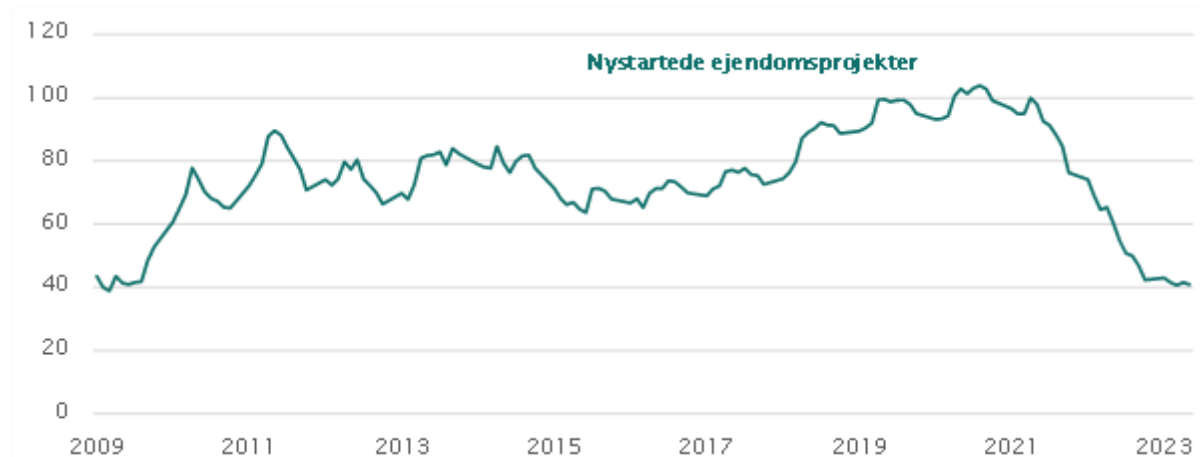
Kilde: Europa Kommissionen og Bloomberg.



### Virkeligheden efter eventyret

Det kinesiske væksteventyr ligger efterhånden flere år tilbage. Det var en periode, der var drevet af store forventninger til fremtiden, og hvor Kinas befolkning voksede massivt. Der blev igangsat boligprojekt efter boligprojekt til den voksende befolkning og den lyse økonomiske fremtid. Boligprojekterne er vokset i mange år, og byggeindustrien med underleverandører udgør nu ca. 30 pct. af kinesisk BNP. Men det er en sektor, der pga. spekulation har oplevet store skred i værdiansættelsen, og det betaler ejendomsudviklerne nu dyrt for. Flere af de største kinesiske ejendomsaktører har misligholdt dele af deres gæld, og det skaber mistillid i hele den kinesiske økonomi. Mange private investorer har nemlig hidtil anskuet ejendomsinvesteringer som den mest sikre investeringsform og har investeret i projektejendomme. Derfor påvirker tilbagegangen i byggeindustrien ikke kun ejendomsudviklerne selv, men også en stor del af forbrugernes økonomi. Indtil der kommer en generel løsning på problemerne i byggesektoren, vil udviklingen være sat kraftigt tilbage, og det ser man allerede nu som et stort fald i nybyggeriet på 60 pct. siden 2021, se figur 5.

**Figur 5. Boligkrise i Kina: 60 pct. fald i nye byggeprojekter siden 2021 (indeks)**



Note: Antal nystartede ejendomsprojekter vist i et seks måneders glidende gennemsnit. Indeks 30.06.2021 = 100.  
Kilde: Bloomberg Intelligence.

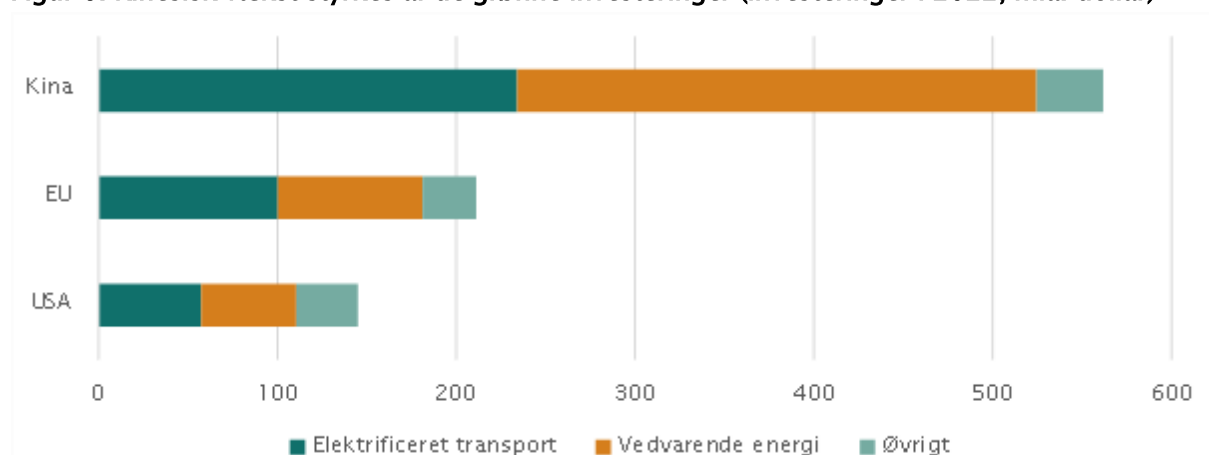
Væksten i Kina er også udfordret af den demografiske udvikling, der minder om udviklingen i flere vestlige lande og Japan. Selvom de afskaffede etbarnspolitikken for flere år siden, er der ikke tegn på, at den positive befolkningsudvikling vender tilbage. Det skaber udfordringer for det kinesiske arbejdsudbud på sigt.

På trods af store ambitioner for genåbningen af kinesisk økonomi (det er snart et år siden) er efterspørgslen i Kina på et meget lavt niveau. Derfor oplever Kina faldende priser i en tid, hvor mange andre lande kæmper med inflation. Der er behov for finans- og pengepolitiske initiativer, der kan modarbejde de indbyggede svagheder i kinesisk økonomi lige nu og på længere sigt.

Det mest oplagte område, der kan drive kinesisk vækst fremover, er de grønne investeringer. I et topstyret land som Kina er beslutningsprocesserne kortere end i EU og USA, og derfor er Kina allerede langt foran både EU og USA på energiinvesteringer i vedvarende energi og elektrificeret transport, se figur 6. Kina er også blevet konkurrencedygtig på særligt elbilsmarkedet, hvor amerikanske Tesla ellers har domineret. Med verdens største produktionsapparat vil energiinvesteringerne, og den efterspørgsel de skaber, fortsætte mange år endnu for at imødekomme landets enorme energibehov.



Figur 6. Kinesisk vækst styrkes af de grønne investeringer (investeringer i 2022, mia. dollar)



Note: Øvrigt omfatter elvarme, energilagring, bæredygtige materialer, kernekraft, CCS og brint.

Kilde: BNEF.





### Renterne er igen normale

Den udvikling, vi har set på finansmarkederne, gør det klart, at perioden med ultralave renter er forbi. Man skal efter Maj Invests opfattelse forvente, at vi i de kommende år får et renteniveau som det, vi havde i årene op mod finanskrisen.

Afkastet på obligationer er nu omkring 5 pct. Da aktier som helhed fortsat handler til høje P/E-multipler, er merafkastet på aktier i forhold til obligationer skrumpet, se figur 7. Det betyder, at en balanceret global obligationsportefølje er et attraktivt alternativ for mange investorer. Fortsætter renterne med at være så høje, kan det få konsekvenser for aktiemarkedets værdiansættelse. Her er særligt de dyreste teknologiaktier i farezonen, da forventninger om en stor indtjeningssevne langt ude i fremtiden, er mindre værd, når tilbagediskonteringsrenten nu er højere.

**Figur 7. Merafkast på aktier ift. obligationer er i bund (procentpoint)**



Note: Merafkastet er målt som S&P 500 12m forward earnings yield fratrukket den 10-årige amerikanske statsobligationsrente.

Kilde: Bloomberg.

## 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.