

DECEMBER 2023

MAJ INVEST MÅNED

Renteudviklingen og de globale klimaudfordringer





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

Renteudviklingen og de globale klimaudfordringer

Vi lever i en tid, hvor politiske og økonomiske kriser fylder mediebilledet. Vigtige datapunkter drukner, og vi får præsenteret betydelige mængder af ofte tilfældige informationer på de sociale medier. Det kan være svært at fastholde et overblik over de relevante fakta, fordi såkaldte "breaking news" ofte dominerer og cirkulerer meget hurtigere og i større mængder end andet.

De seneste par år er mange kommet til at frygte en ukontrollabel inflation, konstant stigende renter, økonomisk recession, ny finanskriser, ødelæggende klimakriser, en kogende varm jordklode, teknologisk arbejdsløshed, nye krige, ustoppelig terror og ødelæggende flygtningestrømme.

Meget af dette er udtryk for en frygt, der ikke kan begrundes med data og viden. De historiske kendsgerninger peger et helt andet sted hen. Dette kan man finde beskrevet i bogen "Factfulness" af den afdøde svenske forfatter Hans Rosling. Han dokumenterer i sin bog, at vi konsekvent undervurderer teknologien og endda "læser" den historiske udvikling forkert.

I det følgende vil jeg – i lyset af de vigtigste datapunkter – vurdere fire af tidens vigtigste problematikker. Det drejer sig om den globale vækst, renteudviklingen, aktiekurserne og frygten for global opvarmning. Det sidste emne er lige nu til debat på COP28-mødet i Dubai med deltagelse af 198 lande.



Renten har toppet

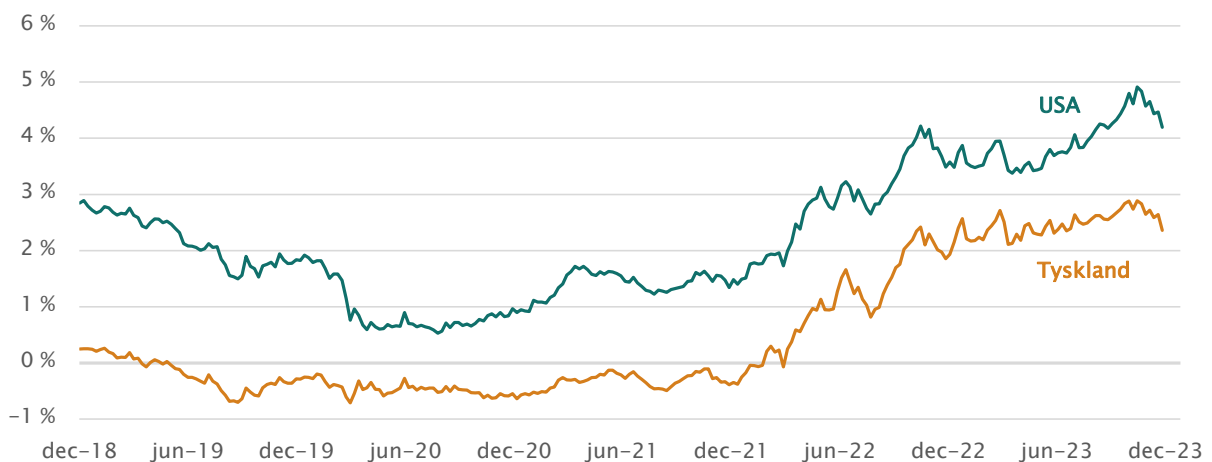
Prisudviklingen er gået helt i stå de seneste 3–6 måneder. I Danmark er inflationstallet tæt på 0 pct., mens det i USA er omkring 3 pct. Med andre ord er inflationen forsvundet, lige så hurtigt som den kom. Det skyldes hovedsageligt, at energipriserne er faldet tilbage. Den stramme pengepolitik og den stigende rente har samtidig nedsat væksttempoet, og dermed er presset på arbejdsmarkedet aftaget, hvilket har betydet, at vi ikke ser nogen pris-løn-spiral. Lønningerne stiger omkring 4 pct. i USA, hvilket kombineret med en fornuftig udvikling i produktiviteten resulterer i, at inflationen formentlig lander på mellem 2 og 3 pct.

Centralbankerne har igen vist, at de kan styre vores økonomi på en betryggende måde. Verdens to største økonomiske centre – USA og EU – fungerer faktisk bedre og er mere økonomisk velregulerede, end man har set i tidligere kriser.

At både inflation og rente har toppet, fremgår også tydeligt af figur 1. De vigtige statsobligationsrenter i USA og Tyskland er på vej ned igen. Inflationen blev aldrig rigtig nogen trussel. Der var hovedsageligt tale om et engangshop i energipriserne, som ikke forplantede sig til økonomien i almindelighed. Og måske var naturgaskrisen en "nødvendig øvelse" for os alle sammen. Vi skal nemlig de næste 10 år vænne os til at betale mere for den energi, vi bruger. Selvom grøn energi er blevet billigere, er det i gennemsnit mindst dobbelt så dyrt som fossil energi. Dette har mange glemt, og derfor ser vi periodevis skuffelser over grønne infrastrukturprojekter, der bliver dyrere end forventet. På meget langt sigt skal de grønne energiomkostninger nok falde, men det tager rigtig mange år. Som samfund skal vi de næste 25 år investere massivt og betale mere for den grønne energi. Til gengæld får vi en ren verden uden fossil forurening.



Figur 1. Renten har toppet i USA og Europa (10-årige statsobligationsrenter)



Kilde: Bloomberg.

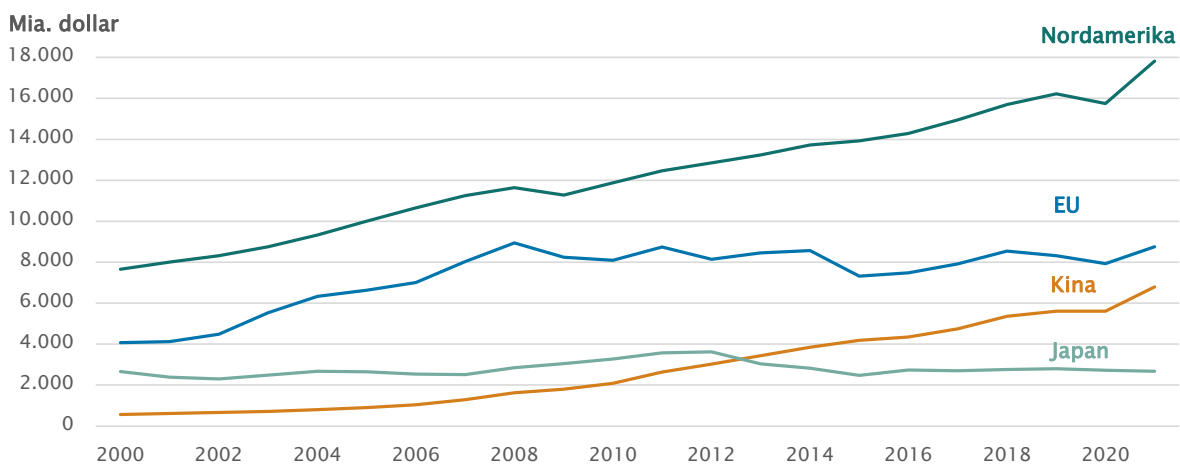
Vi skal også vænne os til, at penge (kapital) har en pris. Renter omkring 0 pct. er som husejer en positiv oplevelse. Men det er uholdbart i længden, fordi det fører til overinvestering og tab af værdifuld opsparing. Kapitalfremskaffelse har en omkostning, fordi dem, som sparer op, skal have en betaling for at gøre det. Det nuværende renteniveau er kommet for at blive. Vi er efter en periode med stramninger i pengepolitikken tæt på at have fundet den nye globale balance. Og det betyder, at obligationsinvesteringer fremover giver solide afkast. Man kan som investor igen købe obligationer og forvente et afkast, der er højere end inflationen.



USA er den globale motor

I Europa er mange ikke helt klar over, hvor stor, hvor effektiv og hvor vigtig den amerikanske økonomiske motor er. For 85 år siden forstod nationaløkonomerne med John Maynard Keynes i spidsen, hvordan den globale makroøkonomi hænger sammen. Keynes indså som den første, at det er efterspørgslen, som skaber den økonomiske vækst. Og det er privatforbruget, som udgør langt hovedparten af denne efterspørgsel. I figur 2 er illustreret, hvordan det skal forstås anno 2023. Det nordamerikanske marked med USA, Canada og Mexico skaber en efterspørgsel, som er rundt regnet lige så stor som hele EU, Kina og Japan tilsammen.

Figur 2. Nordamerika er den vigtigste globale motor (Privatforbruget i verdens største lande)



Note: Nordamerika består af USA, Canada og Mexico.

Kilde: World Bank.

USA har samtidig det mest effektive kapitalmarked, den eneste globale valuta og det mest innovative erhvervsliv. Det er lige nu USA, der så absolut er den vigtigste globale motor. EU er i nulvækst og har kronisk energimangel. Kina er ramt af en boligboble og en finanskris, som begrænser væksten. Men heldigvis holder den amerikanske efterspørgsel den globale efterspørgsel og vækst oppe. Samtidig er store forskydninger på vej. I EU er væksten i Italien og Spanien højere, end den er i Tyskland. Og i Asien er det Indien, Vietnam og Indonesien, der fører an med vækstrater, som er noget højere, end det man ser i Kina.

Selvom mange økonomer længe har "forudset" en økonomisk recession, er der endnu intet, der tyder på, at de får ret. Verdens erhvervsliv har tilpasset sig de stigende renter, de dyre råvarer og det forhold, at verdens produktion skal kunne klare sig uden en total afhængighed af Kina. Der investeres nu og de næste 10 år i nye effektive og billige produktionscentre mange steder i verden. De nye centre ligger i Indien, Vietnam, Indonesien, Mexico, Sydeuropa og til en vis grad også i dele af USA. Kinas dominans har formentlig toppet i denne omgang, og Indien er en meget vigtig del af fremtidens globale økonomi.



Charlie Munger var en af verdens bedste investorer

I sidste uge mistede verden en af sine bedste investorer, da Charlie Munger gik bort efter 99 år, og helt frem til det sidste spillede han en særdeles aktiv rolle som erhvervsmand og investor. Han var usædvanlig dygtig. Som baggrund havde han studeret matematik og jura. Han havde haft eget advokatfirma og eget investeringsfirma. Han havde prøvet at gå konkurs, blive skilt og miste sin søn som ung. Han kendte til livets udfordringer, og han arbejdede sammen med Warren Buffett i alle årene siden 1979. Munger havde (sammen med Buffett) en af verdens bedste såkaldte "track records". Siden 1980 var deres afkast på 18,8 pct. p.a., se figur 3. Munger var vidende og indsigtfuld. Han var også ydmyg og fokuserede på at lære af egne fejl. Munger forstod den egentlige styrke i USA's økonomi og handlede langsigtet uden at falde for fristelsen ved hurtige kortsigtede gevinster. Aktieinvesteringer var og er efter Mungers og Buffetts opfattelse den bedste måde at investere langsigtet på.

Figur 3. En af verdens bedste "track records" (Kursudvikling i Berkshire Hathaway siden 1980)



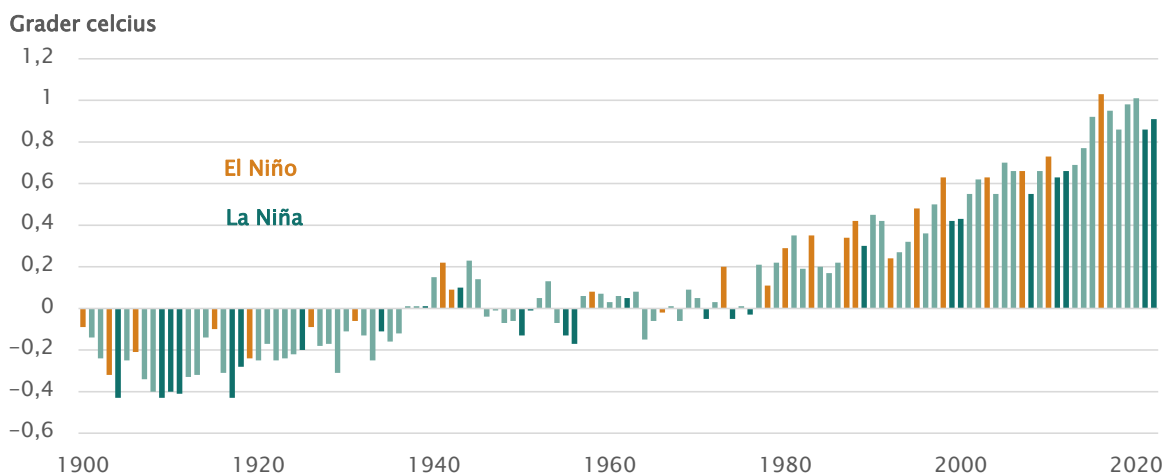
Note: Kursudviklingen er vist for Berkshire Hathaway A-aktien. Data dækker perioden 17/03/1980-01/12/2023. I samme periode gav MSCI World et afkast på 9,2 pct. p.a.

Kilde: Macrotrends.

COP28 – grøn kapitalisme virker

Klimatopmødet i Dubai er vigtigt. Det er absolut nødvendigt, at verdens store lande bliver enige om, hvordan vi kommer videre i bestræbelserne på at udfase den fossile energi. Den globale temperatur stiger fortsat, som det fremgår af figur 4. Heldigvis har temperaturstigningen siden 2016 været begrænset, men noget tyder nu på, at varmerecorden fra 2016 bliver slået i 2023, muligvis hjulpet på vej af El Niño-effekten. Der er næppe belæg for dommedagsprofetier. Vi har stadig mange år til at skabe alternative grønne energiformer, og vi har både teknologi, stærk computerkraft og masser af dygtige iværksættere. Hertil kommer, at de store energiselskaber nu har indledt kampen om at være først og bedst med alternativer i form af hydrogen, opsamling af CO2 og nye former for atomkraft.

Figur 4. Den globale temperatur stiger fortsat (Temperaturafvigelse fra gennemsnit)



Note: Global land- og havtemperaturs afvigelse fra gennemsnitstemperaturen i 1901–2000. El Niño og La Niña er vejr-fænomen, som kan påvirke vejr og temperatur globalt.

Kilde: NOAA.

Det er vigtigt, at politikere og beslutningstagere forstår, hvilke kræfter som kan sikre en reel overgang til grøn energi. Det er som altid det private erhvervsliv og den store indsats indenfor forskning og innovation, der kan løse problemerne. I Danmark er vi langt med udnyttelse af vindkraft, og det er imponerende, hvad Vestas har opnået på dette område. Men vi glemmer den allervigtigste reguleringsparameter, nemlig prismekanismen. Den eneste sikre og hurtige løsning på klimaudfordringen er, at fossil energi bliver dyrere end grøn energi enten ved CO2-afgifter eller ved grønne subsidier. Vi har brug for globale CO2-afgifter. Og heldigvis er de på vej i mange lande.

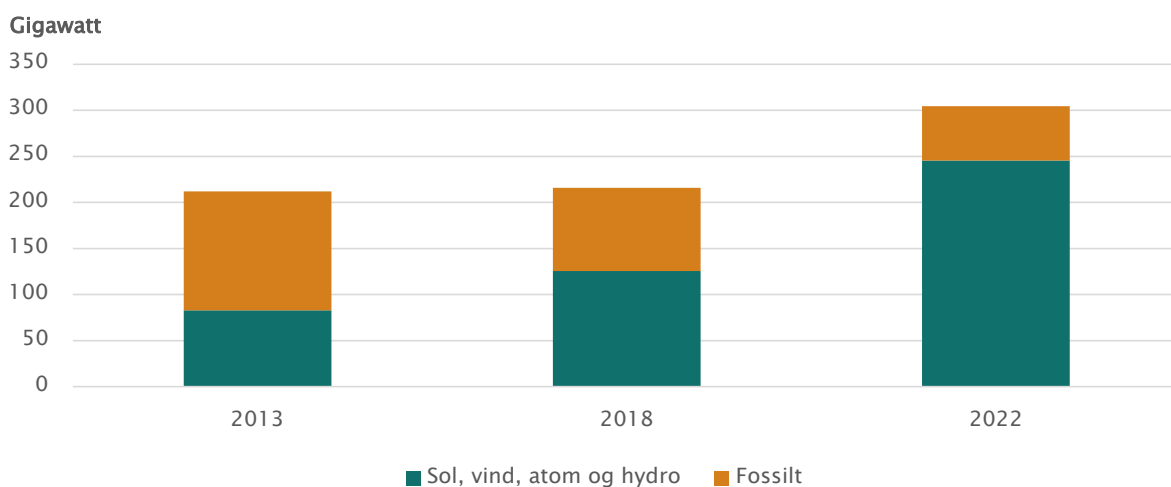


Og indtil vi får store globale CO₂-afgifter, skal vi have subsidier til alle de grønne energivirk-somheder. Det forstår man i USA, hvor Bidens grønne energiprogram – kaldet IRA – giver støtte på knap 400 mia. dollar til grøn energi af alle typer. Noget af det, man p.t. støtter, er produktion af ren energi fra naturgas – kaldet blå hydrogen. IRA-planen subsidierer også atomkraft, fusionsenergi, grøn hydrogen og alle former for grønne energisystemer. USA har med IRA-planen taget globalt førerskab indenfor grøn teknologi.

Vi har heldigvis i mange år set betydelig fremgang indenfor sol, vind og bilbatterier – se figurerne 5 og 6. Men vi skal huske, at disse sektorer kun kan skabe grøn elektricitet og grøn biltransport. Strøm står i dag for 20 pct. af verdens energiforbrug, men andelen skal frem mod 2050 stige til 50 pct. De sidste 50 pct., der kræver brug af brændsler, kan blive CO₂-neutrale ved hjælp af f.eks. hydrogen og opsamling af CO₂.

Der er sket mange fremskridt det seneste år, som på sigt kan udbrede brugen af elektricitet og batterier. Toyota kan snart producere bilbatterier med en rækkevidde på 1000 km. I Nord-sverige kan selskabet Northvolt måske snart producere batterier uden kobolt og nikkel.

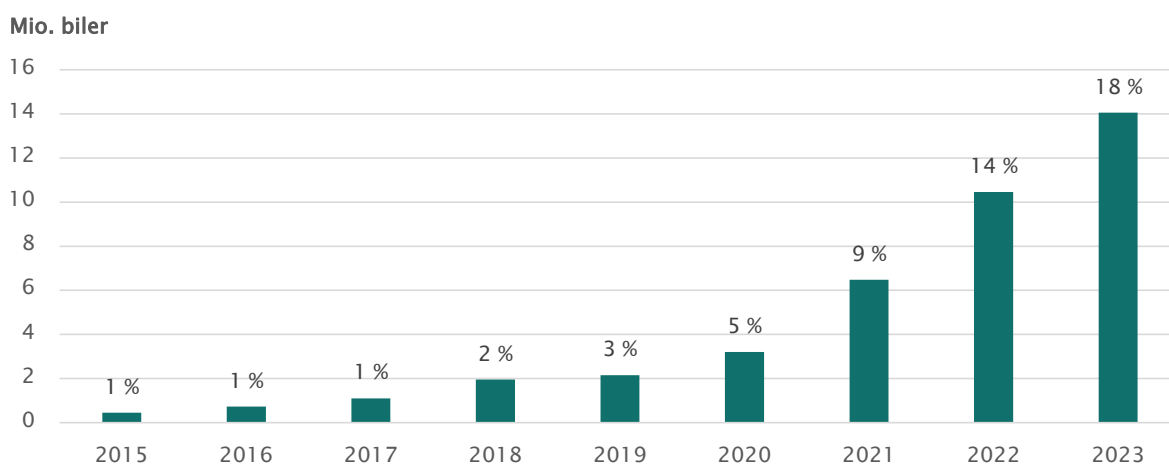
Figur 5. Betydelig fremgang for sol og vind (Årlige tilføjelser af elproduktionskapacitet)



Note: Produktionskapacitet i udviklingslande.
Kilde: BloombergNEF.



Figur 6. Elektriske biler fylder mere og mere i bilsalg (Solgte elbiler & andel af totalt bilsalg)



Note: Globalt salg af elektriske passagerbiler. 2023-tal er et estimat.

Kilde: BloombergNEF.

I USA investerer man massivt i opsamling og deponering af CO₂. Det kan skabe ren CO₂-fri naturgas. Og indenfor atomkraft er man tæt på at kunne konstruere mindre og helt sikre atomkraftværker. I Asien kan man bygge atomkraftværker til under den halve omkostning af, hvad vi kan i EU. Solcelleteknologien forbedres konstant, og i dag kan man opsamle op imod 33 pct. af solenergien – hvor tallet tidligere lå under 20 pct.

Store fremskridt er på vej. Kapitalismen virker som altid bedre og mere effektivt, end alt andet man kender til. Det er trods alt det private erhvervsliv, som har skabt hele den velstand, som vi i dag har glæde af. Og det er skatteindtægter herfra, som finansierer vores velfærdssystemer. Et godt eksempel på erhvervslivets store rolle er reduktionen af Danmarks CO₂-forurening. Mens Folketinget stadig kæmper for at nå en dansk reduktion på 70 pct. i 2030, har dansk erhvervsliv, med Vestas og Topsoe i spidsen, allerede udviklet og solgt grøn teknologi, der reducerer verdens CO₂-forbrug med mere end 250 pct. af Danmarks årlige forurening.



Meget store investeringer går i disse år til at opsamle og lagre CO₂. Man kan i dag rense naturgassen for CO₂, ligesom man kan fjerne CO₂ fra alle de store industrianlæg. Med andre ord kan anvendelse af naturgas blive helt fossilfri.

De mange nye virksomheder, der beskæftiger sig med grøn energi, har haft en svær tid på fondsbørserne. Der var en massiv overvurdering af denne sektor i perioden 2019–2021, som det fremgår af figur 7 – en slags grøn investeringsboble. Denne er nu afløst af kursfald og pessimisme. Måske ligger sandheden et sted midt i mellem. Vi har brug for masser af grøn energi og ny teknologi. Som investor kan man derfor med fordel interessere sig for denne type aktier, men som altid skal man sikre sig risikospredning, og med de nuværende renter kan det også være en fordel at supplere porteføljen med obligationsinvesteringer.

Figur 7. Den grønne investeringsboble er bristet (Kursudvikling for grønne aktier i 10 år)



Note: Den viste periode er 5/12/2013 – 5/12/2023.

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.