

MARTS 2024

MAJ INVEST MÅNED

Amerikansk økonomi er stadig en solid vækstmotor





Maj Invest, 11. marts 2024
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør i Maj Invest

Amerikansk økonomi er stadig en solid vækstmotor

Den globale økonomi fortsætter sin solide fremgang. Den stærke økonomiske motor er amerikansk økonomi, som lige nu vokser med omkring 3 pct. p.a. Det mest overraskende er, at der er tale om et bredt funderet økonomisk opsving i USA. Det er industriens anlægsinvesteringer, privatforbruget, det offentlige forbrug, klimainvesteringerne og endda også eksporten, som er i vækst. Styringsrenten er fortsat 5,5 pct. og dermed relativt høj. Mange økonomer har derfor længe ment, at rentestigningerne vil udløse en økonomisk recession – men intet tyder på det. Rentestigningerne har udløst en svækkelse af boligbyggeriet, men det er mere end opvejet af stigende investeringer og stigende privatforbrug som følge af den generelle økonomiske fremgang, hvor bl.a. forbrugerne har fået flere penge mellem hænderne pga. en reallønsfremgang.

Alle nøgletal peger nu på, at dette vil og kan fortsætte i hele 2024 og måske også i 2025. Hvis man hertil lægger, at der investeres kraftigt i grøn energiteknologi, i militæret og i datacentre med al den teknologi, som er nødvendig for at sikre effektiv anvendelse af AI, så kan der blive tale om en varig og årelang vækst i USA. Særligt anvendelsen af AI-baseret teknologi kan hjælpe produktiviteten på tværs af industrier. Men da AI stadig er en meget ny teknologi som allemandseje, vil det formentlig tage mange år, før virksomhederne har implementeret alle produktivetsforbedrende muligheder med AI. Det vil medføre en længerevarende inflationsdæmpende effekt fra AI.

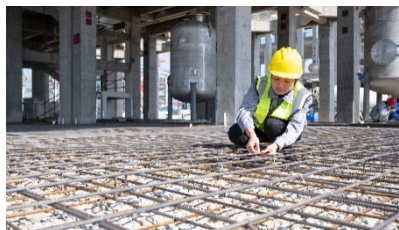
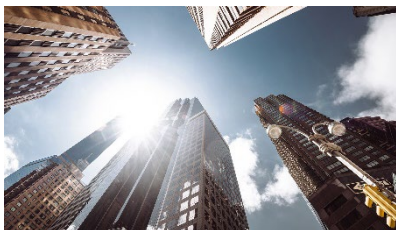


I USA har industriproduktionen været presset siden midten af 2022. Men nu er der så småt tegn på en bedring, der skyldes en vending i lagertilpasningen. Virksomhederne har barberet toppen af deres lagre, så der nu snart er udsigt til, at de skal til at bygge dem op igen. Det kan man se på virksomhedernes ordrebøger, der så småt er ved at blive fyldt op igen. I figur 1 er vist, at fremstillingsindustrien i USA er i fremgang målt ved PMI-indeks. De månedlige tal har mange udsving, men den underliggende trend er nu utvetydigt vendt til fremgang, og derfor ser vi ingen tegn på en kommende recession i USA – tværtimod.

Figur 1. Den amerikanske fremstillingsindustri er i fremgang



Note: PMI-tal over 50 angiver stigende økonomisk aktivitet som rapporteret af indkøbschefer.
Kilder: Bloomberg og S&P Global.



Der er lys forude for europæisk økonomi

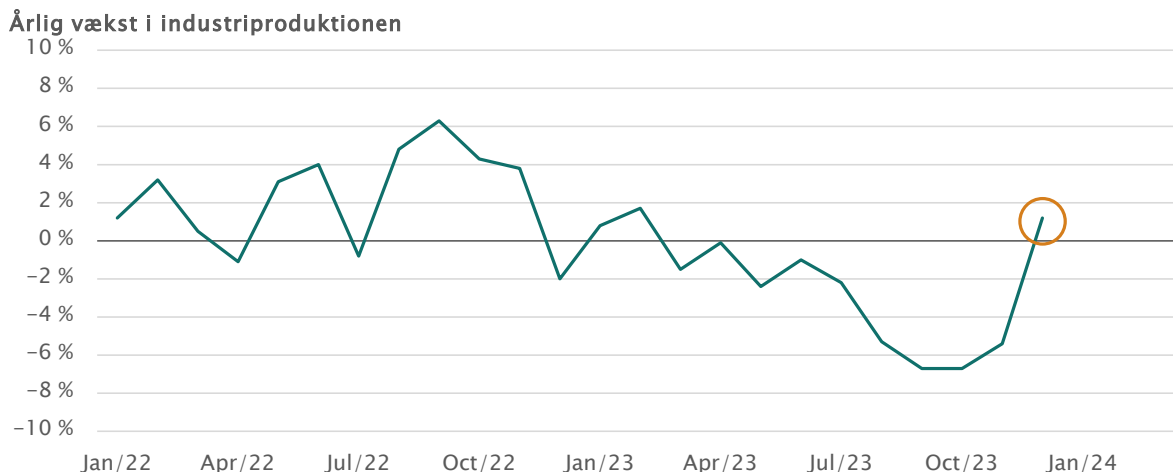
I Europa har udviklingen været helt anderledes. Her er industriproduktionen faldet i flere kvartaler, og den tyske industrimotor er ramt af store stigninger i energiomkostningerne. Det skyldes både lukninger af de tyske atomkraftværker og manglen på russisk naturgas, der tilsammen har udløst store stigninger i omkostningsniveauet. Dermed har tysk industri haft et markant tab af konkurrenceevne.

Heldigvis er der en vis fremgang at spore i Spanien og Italien. Men EU oplever samlet set en vækstrate, der ligger 1–2 procentpoint lavere end det, man ser i USA. Europa er i en lavvækstfælde, som er svær at håndtere. Mere end halvdelen af Europas energi købes uden for Europa og særligt i Mellemøsten. Vi har i dag mangel på arbejdskraft i Nordeuropa, og i Sydeuropa er arbejdsløsheden nu så lav, at man snart vil have samme problem. På lidt længere sigt vil den demografiske udvikling gøre dette problem større. Hertil kommer, at der i de kommende år bliver behov for store investeringer i grøn energi, i forsvar og i den sundhedssektor, som nødvendigvis skal udbygges, i takt med at befolkningerne bliver ældre. Det vil belaste finanspolitikken.

Heldigvis er der sket en vending i den europæiske konjunktur. Efter flere kvartaler med vækstrater tæt på 0 pct. er EU-væksten på det seneste kommet i et lille plus. Og mere er på vej. Industriproduktionen er nu vendt rundt, som det fremgår af figur 2, der viser den årlige vækst i eurozonens industriproduktion.

Vi er kommet igennem rentetilpasningen med højere renter, og det har givet pote i form af en inflation, der nu er nede på et så lavt niveau, at vi kan se frem til en vis rentelepelse og dermed en stigende realløn. Reallønnen er længere tid om at tilpasse sig i Europa kontra USA pga. den højere grad af organisering på arbejdsmarkedet, men effekterne af de seneste års overenskomster og lønforhandlinger for store grupper på det europæiske arbejdsmarked bærer nu frugt. Det bringer EU tilbage i en bedre økonomisk balance – dog med vækst under det amerikanske niveau.

Figur 2. Der er sket en vending i eurozonens industriproduktion



Note: Væksten angiver årlig vækst i eurozonens industriproduktion ekskl. byggeri.

Kilder: Bloomberg og Eurostat.



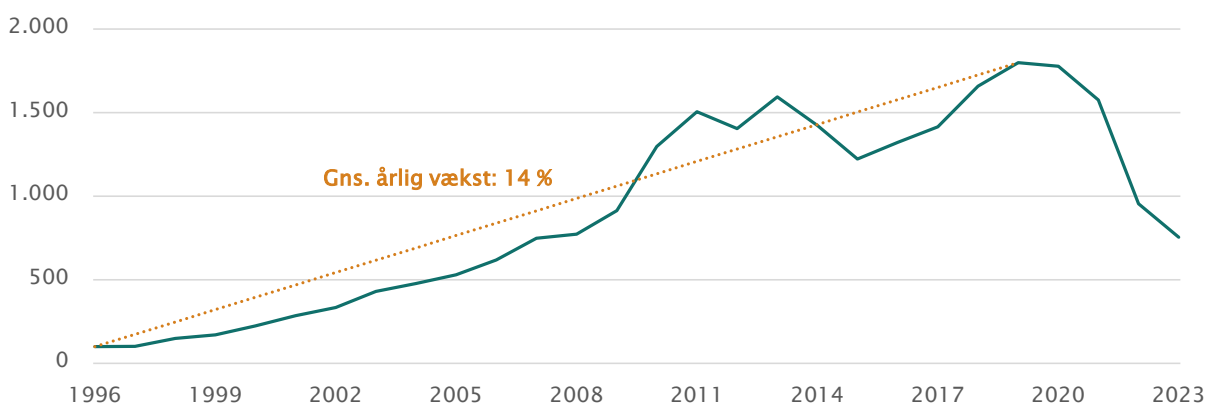
Kinesisk vækst vil være udfordret i mange år

Helt så lovende ser det ikke ud i Kina, i hvert fald ikke hvis man sammenligner med landets generelle væksttrend over de seneste 20 år. Det er bl.a. pga. et efterslæb fra covid-19-nedlukninger, hvor industrien måtte lukke ned i stor stil, ligesom eksporten og privatforbruget er under pres. Det begrænsede privatforbrug skyldes de mere pessimistiske økonomiske udsigter i en kultur, hvor der generelt er en stor opsparingstilbøjelighed snarere end en høj forbrugstilbøjelighed. Derfor er privatforbruget en ringe hjælp ift. at få gang i væksten igen.

De pessimistiske økonomiske udsigter er i høj grad koblet til det kinesiske boligmarked, der i mange år var en af statens store vækstdrivere. Der blev bygget mange lejlighedskomplekser til en befolkning, der trods Kinas imponerende størrelse ikke kunne udfylde de store spøgelsesbyer, der skød op rundt omkring i landet. Og da boliger blev anset som en sikker investering, er der mange kinesiske forbrugere, der har knyttet deres opsparing til et eller flere boligprojekter. Til sidst er den høje værdiansættelse af boligmarkedet i praksis brudt sammen, da efterspørgslen ikke kunne følge med udbuddet, men da man næppe vil erkende tabet og risikere massive samfundsøkonomiske konsekvenser, har vi endnu ikke set en politisk håndtering af problemet, se figur 3. Byggeriet og tilhørende industrier udgør knap 30 pct. af det kinesiske BNP, og krisen er dermed større end det, EU og USA oplevede under finanskrisen. Det vil trække lange spor og dæmpe kinesisk vækst i mange år fremover.

Figur 3. Det kinesiske boligsalg er kollapsedet

Indeks for påbegyndt boligbyggeri



Note: Målt på gulvareal. Indeks 100 = 1996.

Kilder: Bloomberg og National Bureau of Statistics of China.



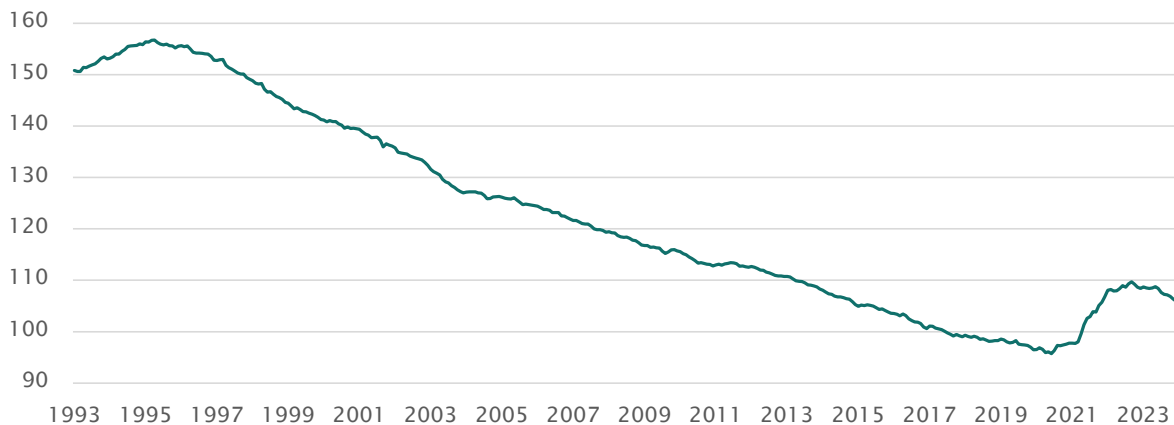
Den lave kinesiske vækst gavner globale varepriser

Hvis man skal fremhæve et positivt udfald af den træge kinesiske vækst, er det effekten på varepriserne. Den lave kinesiske efterspørgsel har skabt deflation i Kina siden oktober, og det lægger et nedadgående prispress på forbrugsvarer globalt. Inflationen i varepriserne har da også været faldende i USA siden juni 2023, se figur 4, og det samme gælder for øvrige vestlige lande, der er store aftagere af kinesiske varer.

At forbrugerpriserne er på vej ned igen, er væsentligt for det samlede globale inflationstryk, selvom varer kun fylder ca. en tredjedel af privatforbruget. Inflation fra serviceydelser er nemlig stadig et stykke fra målet, og med udsigt til lønstigninger vil der forventeligt være et vedvarende prispress på serviceydelser. Effekten af lønstigninger træder først gradvist i kraft, og derfor er inflationseffekten lidt forsinket relativt til vareprisstigninger.

Figur 4. Den deflationære trend er tilbage for varer

Prisindeks for varige goder



Note: Prisindekset for varige goder er et underindeks i indekset for personlige forbrugsudgifter (PCE-indekset). Indeks 100 = 2017.
Kilder: Bloomberg og Bureau of Economic Analysis.



Usikkerhed om centralbankernes rentelepelsler

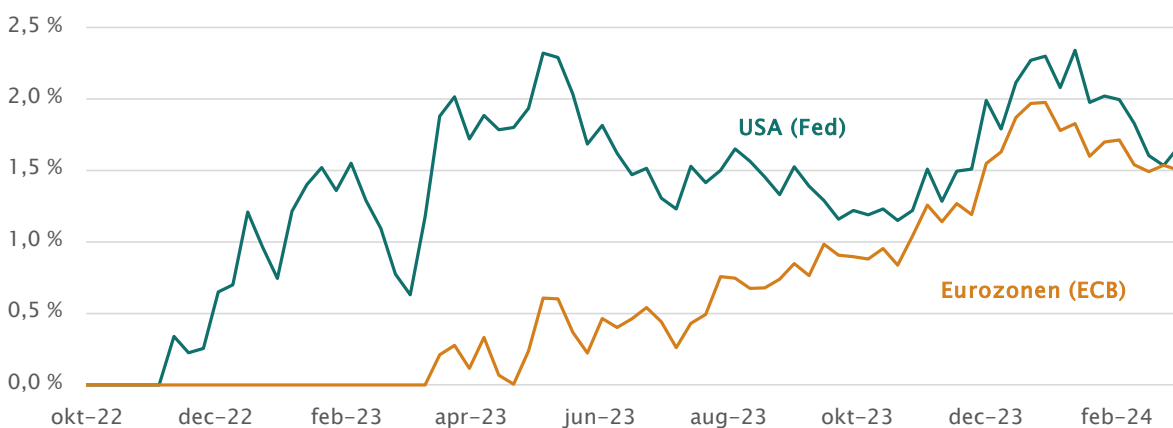
Efter inflationsbølgen toppede, har flere økonomer fremhævet, at det blot ville være et spørgsmål om (kort) tid, før centralbankerne ville begynde at lempe styringsrenterne. For det høje niveau for styringsrenterne måtte uundgåeligt sætte skub i en global recession inden længe.

Det har dog ikke været tilfældet, og særligt den amerikanske økonomi har understreget, at de høje styringsrenter ikke nødvendigvis har været for høje. Den amerikanske centralbank styrer efter et delt mandat, hvor man hverken vil tillade prisniveauet at løbe løbsk eller arbejdsløsheden at stige markant. Tidligere har pengepolitikken derfor afspejlet en afvejning af de to mål. Men som de seneste beskæftigelsestal har understreget, er amerikansk økonomi bare så stærk, at den godt kan holde hånden under arbejdsmarkedet trods et højere renteniveau.

Markedsforventningerne til styringsrenterne afspejler dermed også en usikkerhed om, hvor stærk økonomien er i både USA og Europa. Som det ses i figur 5, har der længe været forventet rentelepelsler i USA, men størrelsesordenen har der været tvivl om. Nu ser det imidlertid ud til, at investorerne forventer tre rentelepelsler frem mod udgangen af 2024. Størrelsesordenen forventes samlet over de kommende to år at blive knap 1,7 procentpoint fra de nuværende styringsrenter. I Europa, hvor udgangspunktet for styringsrenten kun er på 4 pct., er der også udsigt til et rentefald på omkring 1,5 procentpoint i samme periode.

Figur 5. Investorerne er ikke sikre på, hvor mange rentelepelsler der kommer

Markedsforventninger til rentelepelsler



Note: Markedsforventninger for Fed er baseret på forskellen mellem den øvre grænse for Feds styringsrente og en rentefuture med udløb ultimo 2025. For ECB er det forskellen mellem ECB's deposit rate og en 1-årig rentefuture om 2 år. Markedsforventninger på ugentlig basis pr. 01.03.2024. Kilde: Bloomberg.

Ingen medvind på det kinesiske aktiemarked

Det kinesiske kapitalmarked er i høj grad bremset op. Tidligere års store inflow af kapital er slut, og i stedet strømmer kapitalen nu ud af Kina. Ser man på aktiemarkedet i Hongkong, som er vist i figur 6, er det tydeligt, at aktiemarkedet har stået stille i de 26 år, hvor Hongkong har været indlemmet i Kina.

Det skyldes bl.a. handelskrigen mellem Kina og USA, der kun vil fortsætte fremover, i og med at USA har intensiveret en mere protektionistisk drejning af sin industripolitik og ønsker at gøre sig mere uafhængig af kinesiske forsyningskæder. Dertil kommer den svage kinesiske vækst, dels pga. de politiske indgreb i Kina, og dels fordi udsigterne til forbedring ikke rigtig er til stede.

Der er lige nu partikongres i Kina, hvor vækstmålet for 2024 er offentliggjort til 5 pct. Selvom det kommunistiske parti selv anerkender, at vækstmålet vil blive svært at indfri, vurderer nogle analytikere, at de annoncerede hjælpepakker er utilstrækkelige. De finanspolitiske planer indebærer blandt andet, at man vil øge udgifterne til naturvidenskab, teknologi og øvrig forskning markant, og der er stadig fokus på at styrke den indenlandske efterspørgsel. Styret udelukker desuden ikke, at det i forvejen store statsunderskud vil øges yderligere.

I modsætning til 2023, hvor man netop havde afsluttet covid-nedlukningerne, og basiseffekter fra et lavt udgangspunkt gavne væksten, er udgangspunktet et andet i 2024. Derfor kan det blive svært for Kina at indfri det vækst mål, der tidligere ville have syntes konservativt.

Figur 6. Hongkongs aktiemarked tilbage til 1997-niveau før indlemmelsen i Kina



Note: Kursudvikling er vist i Hongkong-dollar. Den orange stiplede linje angiver kursen pr. 1. juli 1997, hvor Hongkong blev indlemmet i Kina.

Kilde: Bloomberg.



De største aktiemarkeder domineres af USA

Verdens aktiemarkeder er præget af store strukturelle skift og en markant grad af koncentration. Mest bemærkelsesværdigt er det, at USA nu fylder mere end 60 pct. af verdensindekset. Og årsagen til den store koncentration af amerikanske aktier er de syv amerikanske aktier, der i folkemunde er blevet kendt som the Magnificent 7. De aktier dækker over særligt teknologiselskaber, der er lykkedes med at udvikle de mest anvendte teknologier. Dermed er amerikansk erhvervsliv kommet endnu længere foran deres konkurrenter, der ikke har den samme adgang til teknologisk innovation.

Magnificent 7 fylder nu næsten det samme som hele det kinesiske og det indiske aktiemarked tilsammen, se figur 7. Samtidig har væksten på det indiske aktiemarked været så markant, at det har overhalet både Frankrig og Tyskland indenom. Og alene markedsværdien af Microsoft eller Apple har oversteget markedsværdien af det tyske aktiemarked.

Med det generelt høje kursniveau i USA er der tegn på, at det amerikanske aktiemarked står tæt på et toppunkt. Man bør alene af den grund sprede sine investeringer globalt. Det er blevet værd at kigge mod Europa og Japan igen, hvor der stadig er kvalitet og indtjening på trods af den lavere samlede markedsværdi af både det europæiske og det japanske aktiemarked.

Figur 7. De største aktiemarkeder

Aktiemarked	Markedsværdi
USA	54.000 mia. USD
Magnificent 7	12.800 mia. USD
Kina	9.100 mia. USD
Japan	6.700 mia. USD
Indien	4.500 mia. USD
Frankrig	3.400 mia. USD
Microsoft	3.000 mia. USD
Apple	2.600 mia. USD
Tyskland	2.500 mia. USD
NVIDIA	2.200 mia. USD

Note: For lande regnes markedsværdi for alle udestående aktier og inkluderer ikke ETF'er og ADR'er (amerikanske depositary receipts). Magnificent Seven: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA og Tesla. Afrundet til nærmeste 100 mia. Markedsværdi pr. 06.03.2024.

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.