

December 2024

MAJ INVEST MÅNED

2025 bliver et særligt år





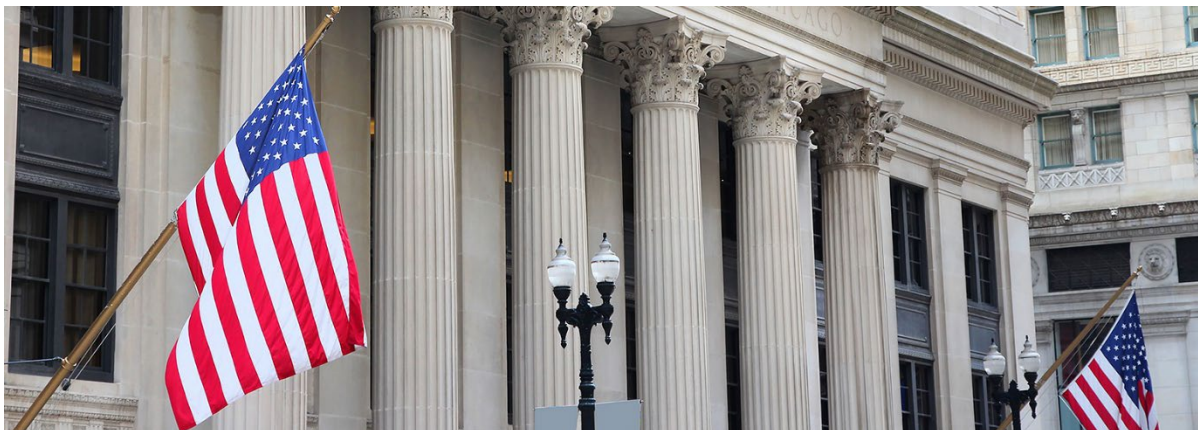
Maj Invest, 23. december 2024
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør

2025 bliver et særligt år

Vi er på vej mod årets afslutning. Investeringsmæssigt blev 2024 et rigtig godt år. Et aktie-marked med 27 pct. stigning er et tydeligt bevis på dette. Vi fik en stabil global vækst, endda med gradvis fremgang. Inflationen forsvandt, og renterne begyndte igen at falde. De to vigtigste parametre – vækst og rente – udviklede sig dermed bedst muligt. Væksten steg, centralbankernes rente faldt.

USA har med stor vægt sat sig for bordenden, når det gælder alle de globale politiske og økonomiske forhold. Vi er på vej ind i et nyt internationalt regime. I stedet for G7-møder bliver der måske tale om "G1-møder". Vilklårene for global handel og konkurrence er under forandring, og vi ved ikke helt, hvordan dette vil udfolde sig. Vi ved dog med sikkerhed, at der kommer mere told landene imellem. Det vil påvirke vækstraten i verden negativt. Men omvendt er der i USA skattelettelser og store nye investeringer på vej, som formentlig vil modvirke dette.

Alt tyder derfor på, at 2025 kan blive et godt investeringsår. Det er i hvert fald, hvad de fleste globale investorer mener. Men dette kommer ikke uden risici. Inflation og rentestigning i USA er den største risiko. Den anden risiko er, at de globale investorer "tror for meget" på det nye amerikanske team bestående af Trump og Elon Musk. Det kan igangsætte en aktieboble, som før eller siden vil bryde. De økonomiske "fundamentaler" vinder nemlig på sigt. Og de fortæller os, at en konkurrence baseret på global frihandel og stærke uafhængige institutioner (ikke mindst uafhængige centralbanker) er det, som skaber holdbar vækst. Man kan derfor med rette tvivle på, hvor længe dette Trump-eventyr kan vare ved. Man bør som langsigtet investor sikre sig solid risikospredning. Det er muligt, at de amerikanske aktier lige nu er mere attraktive end de europæiske, men det er allerede fuldt afspejlet i prisen på de amerikanske aktier og i dollarstigningen, der i år er på 6 pct. Husk, "there is no free lunch", og de mange planer, som Trump og Elon Musk lancerer, er baseret på et tankesæt, der ikke kan underbygges af nogen form for historisk "track record".



Men vi kan selvfølgelig blive positivt overraskede. Trump ønsker færre krige i verden. Det er ubetinget godt. Og samtidig kan forhandlingerne om told med Kina, EU, Mexico og Canada lande et sted, hvor der opstår en ny balance. Toldsatser, der modvirker urimelig kinesisk statsstøtte, er fair og kan være nødvendige over for visse kinesiske varegrupper. Hvis told implementeres med tilstrækkelig omhu – så der ikke opstår langvarig usikkerhed i erhvervs- livet – kan det selvfølgelig fungere uden de store problemer.

Den europæiske centralbankchef, Christine Lagarde, er en af de få globale beslutningstagere, som har et godt langsigtet overblik over økonomiske sammenhænge og de politiske magtforhold. Hun opfordrer EU til at forhandle seriøst med Trump og tilbyde at hjælpe USA med at løse den skæve handelsbalance mellem USA og EU. Hun foreslår, at EU køber sin naturgas (i flydende form kendt som LNG) i USA og køber militært udstyr af amerikanske virksomheder. Et klogt træk. Det er bedre at købe LNG fra USA end fra Qatar.

Der er med andre ord mange åbne spørgsmål af meget stor betydning her ved indgangen til et nyt år. Det bliver et spændende år, som kommer til at definere retningen for global økonomi i en længere periode.

I det følgende gennemgås i korthed en række af de helt afgørende indikatorer for, hvad vi kan forvente os. I Maj Invest er vi beherskede optimister – mere positive på kort sigt end på længere sigt. Etablering af en ny økonomisk verdensorden sker sjældent lineært og næppe uden alvorlige politiske sværdslag.

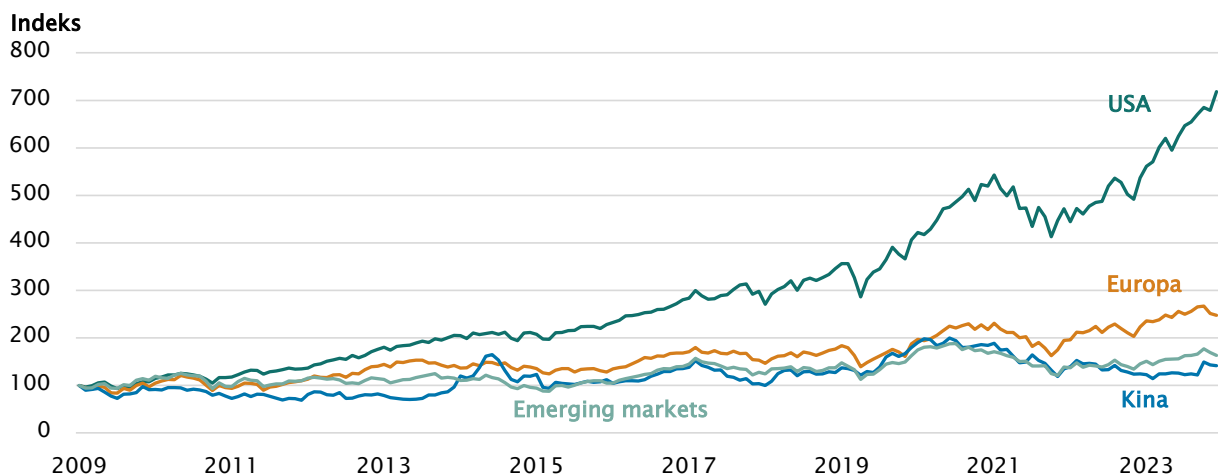


Verden bevæger sig i forskellige tempi

Global økonomi er under ét på vej frem. Det samme gælder for det globale aktiemarked. Under den stabile vækst og de imponerende afkast gemmer sig dog en verden, hvor regioner og områder bevæger sig med forskellig hastighed.

USA ligger som vanligt i front, både når det kommer til økonomisk vækst og stærke aktieafkast. Årsagerne er mange, men særligt på tre områder, som investorerne finder særdeles vigtige, dominerer USA totalt. USA er længder foran alle andre, når det kommer til teknologisk udvikling, adgang til risikovillig kapital samt iværksættertalenter, der tænker visionært. Derudover har amerikanske selskaber et enormt hjemmemarked. Årsagerne forklarer, hvorfor amerikanske aktier i årevis har givet bedre afkast end alle andre regioner – se figur 1. Samtidig forklarer det også den langt højere økonomiske vækst i USA. De teknologigiganter, der er skabt de seneste årtier, har medvirket til, at den amerikanske økonomi har det godt.

Figur 1. Aktierne i USA er steget langt hurtigere end alle andre steder



Note: Afkast er målt i dollar og inklusive nettoudbytter. USA = S&P500, Europa = STOXX Europe 600, Emerging Market = MSCI Emerging Market, Kina = CSI 300. Indeks 31.12.2009 = 100.

Kilde: Bloomberg.

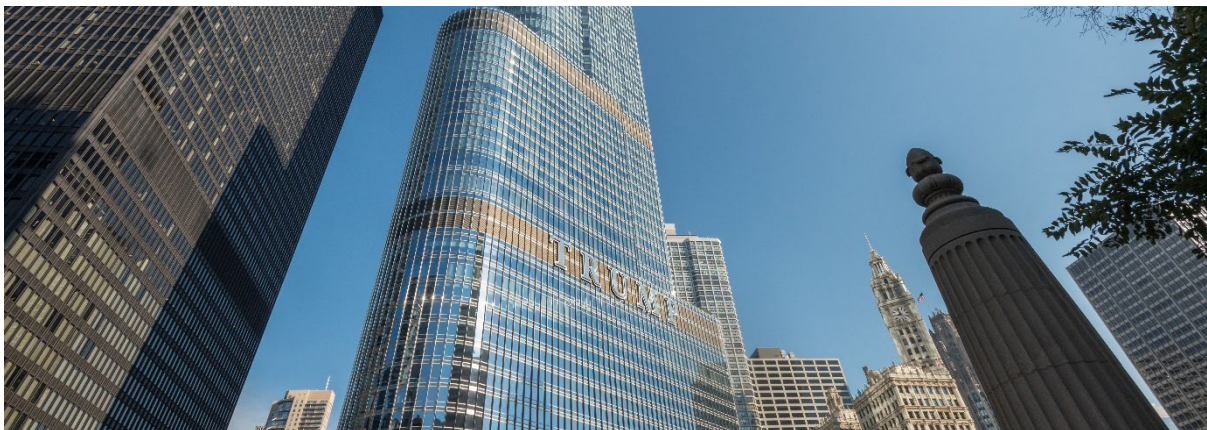


I Kina er historien en anden. Landets vækst på 4–5 pct. er fortsat høj i vestlig standard, men langt lavere end de ca. 10 pct., økonomien voksede med årligt mellem 2000 og 2020. Landet står over for en enorm gæld og en aldrende befolkning, og meget tyder derfor på, at kineserne er på vej mod japanske tilstande. Væksten vil fortsætte med at aftage. Et af kinesernes største problemer er de enorme overinvesteringer, der har fundet sted i årtier. Det betyder nu, at kapitalen ikke længere forrentes konkurrencedygtigt i Kina. Flere og flere udenlandske investorer søger derfor andre steder hen. På aktiemarkedet har kineserne også haft det svært. Siden 2009 er kinesiske aktier steget omkring 40 pct., mens de amerikanske aktier er syv-doblet. Kina er derfor et godt eksempel på et område, der ikke bevæger sig i samme hastighed som f.eks. USA.

Et sted, hvor økonomien i mange år har været tæt på at gå i dvale, er i Japan. Siden 2000 er økonomien vokset med under 1 pct. årligt. Efter covid har væksten været højere, men den er fortsat lav i et globalt perspektiv. En af hovedårsagerne er den faldende japanske befolkning. Hjemmemarkedet er gået i stå, og det rammer både virksomheder og den økonomiske vækst.

Emerging markets er normalt garant for høje vækstrater, men også stor usikkerhed. Derfor har regionen som helhed svært ved at tiltrække den kapital og talentmasse, der er så afgørende for at skabe høj og stabil langsigtet vækst. Nogle lande skiller sig dog ud. Indien er på vej frem og oplever store investeringer fra udlandet, og det samme gælder en række af ASEAN-landene, som blandt andet tæller Indonesien, Malaysia, Singapore, Thailand og Vietnam.

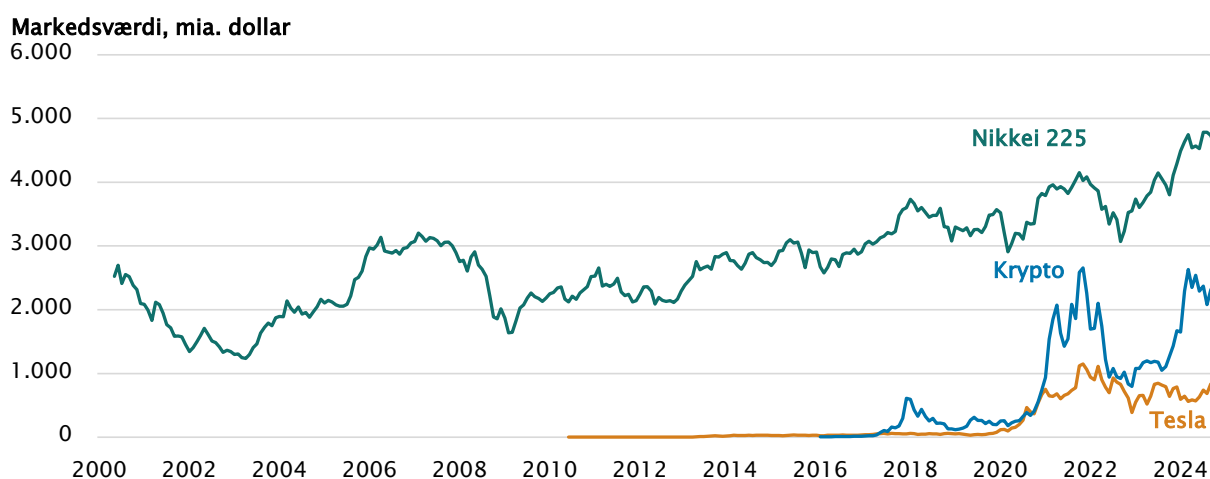
Regionerne bevæger sig i forskellige tempi, men på globalt plan går det stabilt fremad.



Dele af finansmarkedet er igen ramt af spekulative tendenser

Det globale aktiemarked er som nævnt på vej frem, blandt andet båret af højere indtjening og lavere renter – vi kalder dem for de fundamentale økonomiske forhold. De forklarer i høj grad kursstigningerne. Det er dog ikke tilfældet for alle dele af finansmarkedet. Nogle områder har reageret ekstremt positivt på, at Trump blev valgt som præsident. Så voldsomt, at det i nogle tilfælde er svært at forklare ud fra fundamentale bevægelser. Der er dermed tegn på, at vi er på vej ind i en "Trump-boble", som kan blive stor og vare længe. Eksempler er Tesla og Bitcoin, der er steget hhv. 65 pct. og 40 pct. målt i danske kroner, siden det blev klart, at Trump blev valgt som præsident. Elon Musk er kommet tæt på præsidenten, og Trump er blevet meget positivt stemt over for bitcoin, men det skaber jo i sig selv ingen værdi. Disse dele af finansmarkedet er derfor i høj grad løbet i forvejen og er ikke forankret i indtjeningsvækst eller strukturelle forbedringer. Dette er derfor en ny risiko, som man som investor skal være klar over. Udviklingen har betydet, at markedsværdien af de relativt få kryptovalutaer nu nærmer sig den samlede værdi af hele det japanske aktiemarked – se figur 2.

Figur 2. Vi er på vej ind i en Trump-boble



Note: Krypto angiver markedsværdien for hele kryptomarkedet.

Kilder: Bloomberg og coinmarketcap.com.

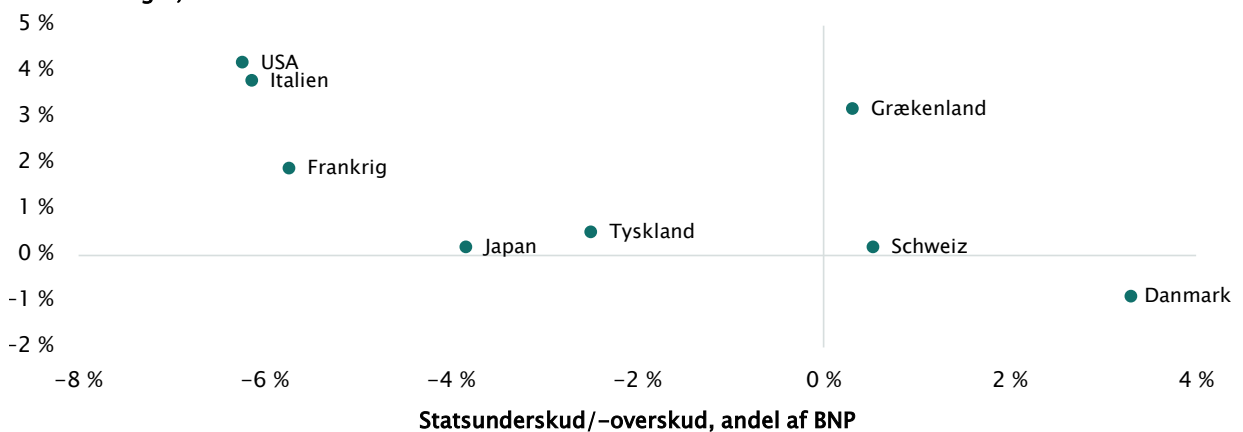


Gældsproblemer vil fylde mere

Den amerikanske statsgæld stiger med stor hast, og dette vil uden tvivl fylde mere og mere. Og gælden vil fortsætte med at stige. USA har store budgetunderskud, der ikke forsvinder foreløbigt, og samtidig en stærkt stigende rentebyrde – se figur 3. Som figuren indikerer, ligger USA reelt dårligere end de fleste andre lande, men USA har den finansielle styrke til at gøre det længe. Dels råder USA over verdens reservevaluta, dollaren, og dels kan den amerikanske centralbank, Fed, igen starte de store opkøb af obligationer, som vi har set tidligere. Om Fed er indstillet på dette i en økonomisk situation, hvor væksten er høj, og inflationen endnu ikke helt er under kontrol, er usikkert, men muligheden foreligger. Den amerikanske gæld kan derfor fortsætte med at vokse flere år endnu, inden det reelt får effekt på finansmarkederne. Ingen ved dog præcis, hvornår finansmarkederne for alvor vil reagere.

Figur 3. USA har massive renteudgifter til statsgælden

Rentebetalinger, andel af BNP



Note: Rentebetalingernes andel af BNP er baseret på forecast fra OECD for 31-12-2024. Underskud/overskud af BNP er baseret på seneste realiserede tal.

Kilder: OECD, Bloomberg og Danmarks Statistik.



EU er omsider på vej frem igen

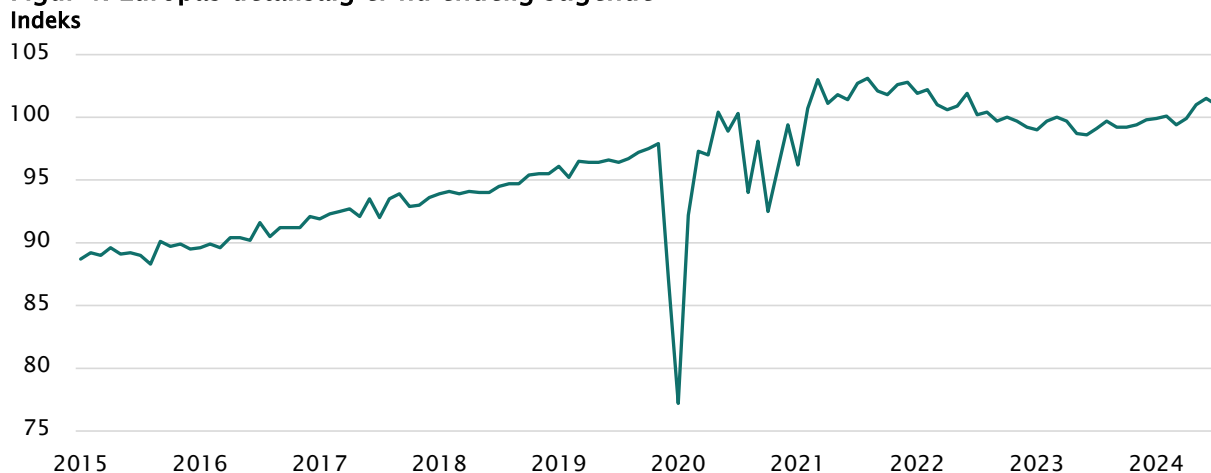
Europas økonomi har haft det svært de seneste år, hvor særligt den europæiske industri har været hårdt ramt på grund af højere energipriser. Der er dog langt om længe lyspunkter for europæisk økonomi, og det tyder på, at væksten igen kan komme over 1 pct.

Arbejdsløsheden i Europa er nemlig rekordlav, og det har fået lønningerne til at stige hurtigere end priserne. De private forbrugere har derfor flere penge mellem hænderne, og det kan man nu også aflæse i udviklingen for det europæiske detailsalg, der har været støt stigende det seneste år – se figur 4.

Samtidig tyder det på, at den globale industrikonjunktur står over for bedre tider. Virksomhedernes lagre skal igen fyldes, og det kommer også til at have positive effekter på den europæiske industri, som ellers har været hårdt ramt. Derudover er det værd at nævne, at det europæiske banksystem fungerer og er utrolig stabilt som følge af lovændringerne efter finanskrisen.

Vi kan meget vel stå midt i det værste sortsyn på Europa, hvilket betyder, at fremtiden faktisk kun kan blive lysere. Den europæiske vækst vil dog fortsat være lavere end den amerikanske.

Figur 4. Europas detailsalg er nu endelig stigende



Note: Data er sæson- og arbejdsdagsjusteret. Indeks 2021 = 100.

Kilder: Bloomberg og Eurostat.

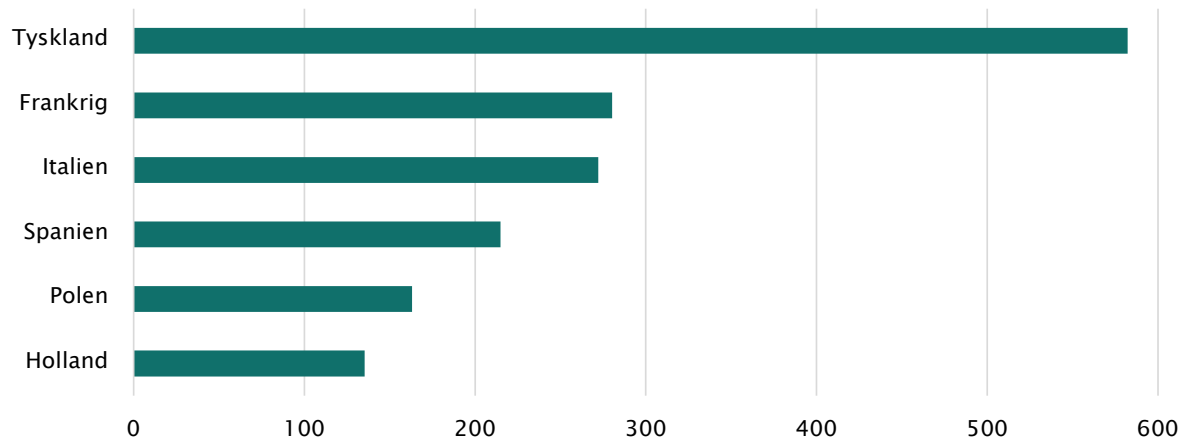


Tyskland fortsat i en strukturel industriel krise

Selvom der er lyspunkter for Europa under ét, er der stadig bekymrende områder – et af dem er fortsat den tyske industri, som bruger store mængder energi, se figur 5. Tyskland er Europas største industrination, men de højere energipriser og konkurrencen fra Kina har presset den i knæ. Samtidig har Tyskland og Europa generelt underinvesteret i teknologi. Derfor er der ikke noget at falde tilbage på for tyskerne, nu hvor industrien sækker bagud. Problemet er alvorligt, og det er spørgsmålet, om en ny tysk regering er nok til at løse det.

Figur 5. Tysk industri lider under høje energipriser

Industriens energiforbrug, TWh



Note: Viser udvalgte landes energiforbrug i industrien i 2023.

Kilde: Eurostat.

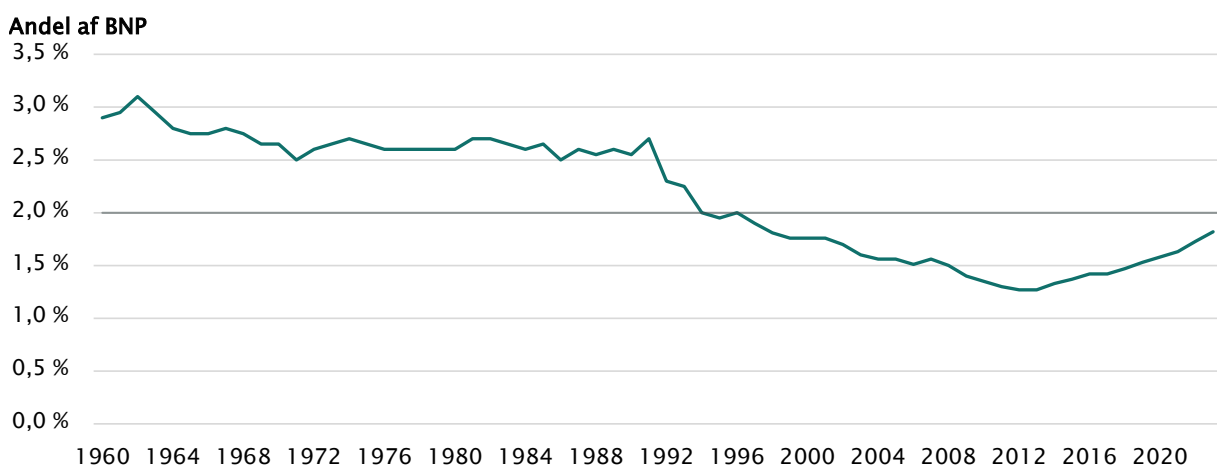


Europa opruster seriøst

Den europæiske oprustning er for alvor startet. Tal fra NATO viser, at investeringerne i forsvarsmaskinel stiger 37 pct. i 2024, og langt de fleste politikere er nu også enige i, at forsvarsudgifter på 2 pct. af BNP er for lidt. De europæiske NATO-lande taler konkret om at øge målet for udgifter til forsvar til 3 pct. af BNP, en stor stigning fra det nuværende niveau lige under 2 pct. – se figur 6. Beslutningen forventes at blive truffet på NATO's årlige møde i juni næste år. Det højere mål er et direkte resultat af truslen fra Rusland, men også den tilbagevendte præsident Trump. USA bruger 3,4 pct. af BNP på forsvarsudgifter og lægger derfor pres på resten af landene om også at øge deres bidrag.

Dette er muligvis blot begyndelsen, og man kan forvente, at uanset udfaldet af krigen i Ukraine vil investeringer i forsvar vokse de kommende år. Flere penge til forsvarsinvesteringer betyder også mere forretning for selskaberne inden for forsvarsindustrien. Området var i forvejen forventet at vokse med omkring 10 pct. om året de næste 10 år, og med de nye mål for forsvarsudgifter kan vækstraten blive endnu højere.

Figur 6. Europa opruster seriøst (forsvarsudgifter)



Note: Angiver aggregerede europæiske forsvarsudgifter ift. det aggregerede europæiske BNP. Den grå linje markerer NATO's målsætning om 2 pct. af BNP.

Kilde: TS Lombard.

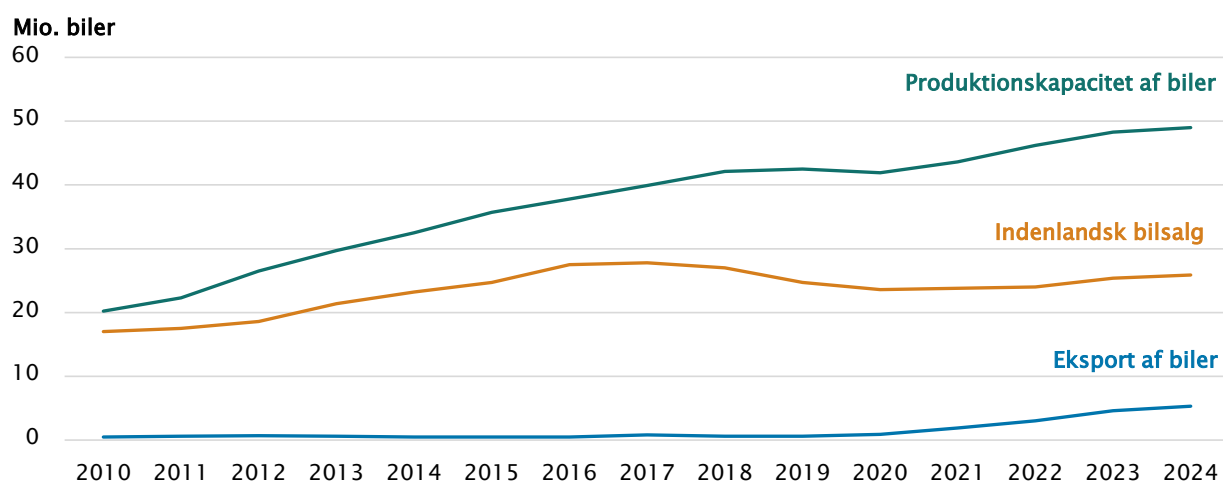


Kina skaber overudbud af varer – særligt biler

Selvom Kina på flere fronter oplever modvind, er den kinesiske industri imponerende. Landet har for længst overhalet Japan og Tyskland som verdens vigtigste industrination. Bilindustrien er det bedste eksempel på dette. Kineserne har på rekordtid opbygget verdens absolut stærkeste bilindustri og slået Tyskland og Japan på deres egen hjemmebane. Tesla er også udfordret. Kina har en kapacitet til at producere 50 mio. biler årligt – se figur 7. Deres hjemmemarked aftager omkring halvdelen, mens de resterende 25 mio. biler vil ramme verdensmarkedet. Og kinesernes produktionsomkostninger er langt lavere end i Tyskland, Japan og USA. Slaget er derfor reelt afgjort. Årsagen er todelt: kineserne har verdens mest effektive produktion af batterier, og derudover er de fænomenale til at skalere deres industrielle produktion. Det har de øvet sig på i 25 år – og i dag ser vi resultatet.

Der kan derfor være stor værdi i udvalgte kinesiske virksomheder. Det kinesiske aktiemarked er generelt attraktivt (billigt) prissat, men der er også mange faldgruber. Det er dog for tidligt at dømme kineserne ude på trods af strukturelle modvinde.

Figur 7. Kinas overudbud af biler



Note: Angiver produktionskapacitet, salg og eksport af både elbiler og biler med forbrændingsmotorer.

Kilde: GlobalData.



Global økonomi har det godt

På trods af usikkerhed omkring den nye verdenshandel vil global økonomi fortsætte med at vokse i 2025. Den strukturelle vækstimpuls fra USA og flere asiatiske lande er stærk. Det betyder også, at renterne næppe kommer til at falde nævneværdigt herfra. En undtagelse kan dog være i Europa, hvor væksten fortsat er svag. Her vil centralbanken fortsætte lempelserne, indtil væksten igen får fat. Og det tyder faktisk på, at væksten vil komme til Europa igen om end i mindre grad end i USA.

Ser man på aktiemarkedet, har amerikanske aktier være altdominerende det seneste årti. Og med god grund – de amerikanske selskaber har øget deres indtjening langt hurtigere end i resten af verden. Om det kan vare ved for evigt, er dog tvivlsomt. Husk derfor, at den globale risikospredning er vigtigere end nogensinde før, fordi USA nu udgør mere end 70 pct. af de globale aktieindeks. Prissætningen på aktiemarkederne i Japan og emerging markets er interessante, men vækstudsigterne mere usikre. De bør dog også have en plads i en global aktieportefølje.

Verden står over for forandringer, men det er sket utallige gange i historien. Forandringer skaber muligheder, og som investor handler det om at forholde sig konstruktivt til de muligheder snarere end at gå i panik. For den langsigtede investor gælder fortsat de to hovedregler. Husk at investere globalt og sørg for som langsigtet investor at have en solid portion likvide store globale aktier.

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.