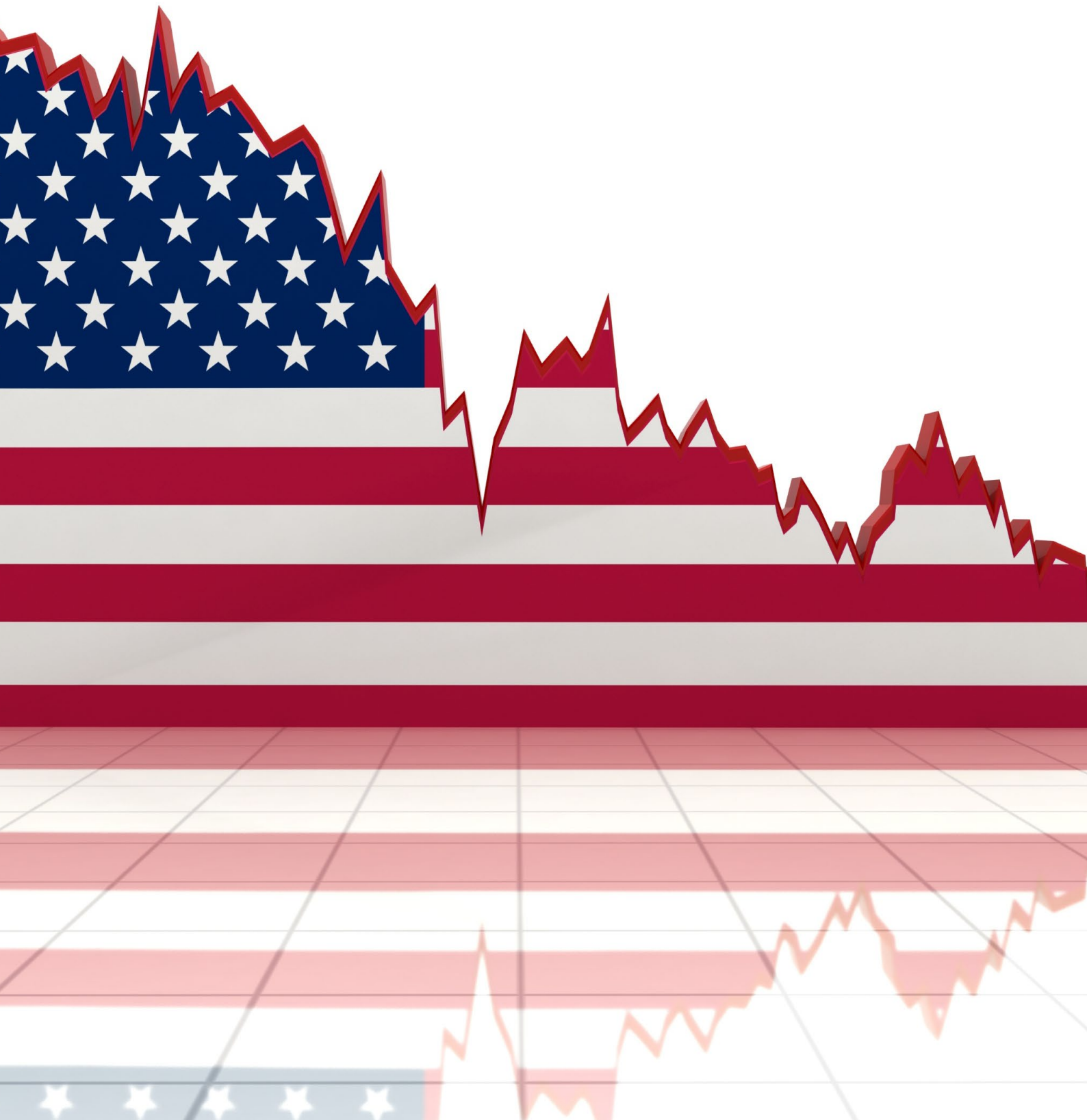


Marts 2025

MAJ INVEST MÅNED

Finansmarkederne tror ikke på Trumps politik





Maj Invest, 21. marts 2025
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør

Finansmarkederne tror ikke på Trumps politik

Det amerikanske aktiemarked er faldet med næsten 10 pct. i indeværende år. De amerikanske aktier falder, mens tyske og kinesiske aktier stiger. Med andre ord er aktieinvestorerne ikke tilfredse med Trump. Nu er det alt for tidligt at afgøre den sag – men markedsreaktionerne er ikke ligegyldige og slet ikke for Trump, som går meget op i, hvordan USA udvikler sig finansielt. En del af forklaringen er formentlig, at forventningerne til Trumps politik var for høje. En anden og vigtigere del af forklaringen er, at man helt berettiget kan stille spørgsmålstejn ved logikken og sammenhængen i den politik, som Trump nu har igangsat. Massive toldsatser over for alle handelspartnere er ikke vejen til vækst. Og Trumps tro væbner Elon Musk har bevæget sig ind på områder, han intet ved om – han fungerer som en slags departementschef i finansministeriet og tumler rundt som en anden klovn. Det øger bestemt ikke tilliden til projektet.

Aktiemarkedet har ikke altid ret, men ofte er det en rigtig god indikator for, hvad der er på vej. Og budskabet er klart: Tesla-aktien falder, bitcoin falder, dollaren falder, og de store amerikanske tech-aktier falder. Siden årets begyndelse er de tyske aktier steget med 16 pct. og de store kinesiske tech-aktier med 28 pct., målt i kroner. Aktieindeks i Canada og Mexico klarer sig også bedre end det amerikanske indeks. Det er signaler, som man skal tage alvorligt.

En lille del af verdens aktier er i et "bull-marked". Det er aktierne inden for militær og forsvar. Det skyldes, at de europæiske NATO-lande er i gang med at opruste militært fra ca. 1,5 pct. af BNP til 3,5 pct. af BNP. Med andre ord mere end en fordobling af militæruddgifterne. Det er særligt indkøb af militært udstyr, der satses på, og her er stigningen formentlig meget større. Militærindkøb udgør i dag 0,7 pct. af BNP, og de stiger formentlig til det tredobbelte. Der er således tale om en vækst, som vi ikke har set før i fredstid. Den samlede værdi af alle verdens børsnoterede "NATO"-militæraktier udgør i øvrigt kun 1.700 mia. dollar – hvilket er mindre end værdien af Microsoft alene. Selv om forsvarsaktierne er steget betydeligt, er dette kun starten på en ny epoke, hvor de næste ti års vækstaktiekategori består af både tech-aktier og



forsvarsaktier. Selvom intet vides med sikkerhed, er det et markant skift, der kommer til at dominere i mange år – en såkaldt "gamechanger". Den politiske medvind, når det gælder forsvar og sikkerhed, er uhørt stærk i hele EU. Og stort set alle politiske partier er i dag enige om, at EU-landene skal have et militær, der kan fungere effektivt, uden man behøver at ringe til USA. Det tager mindst ti år at implementere, men beslutningerne ligger allerede fast i de fleste EU-lande – særligt i Frankrig, Tyskland og Polen.

I Tyskland har man på denne baggrund vedtaget at gennemføre historiske investeringsprogrammer. Det blev i sidste uge godkendt, at man kan se bort fra gældsloftet, når det gælder investeringer i infrastruktur, grøn energi og militær. Og det er på rekordtid besluttet, at Tyskland skal investere omkring 1.500 mia. euro i denne opbygning. Det svarer til ca. 35 pct. af BNP, og det vil give en vækstimpuls, der breder sig til hele EU. Der er tale om investeringer, som er større end det, man så under Marshall-planen efter anden verdenskrig og under genforeningen med Østtyskland. Med andre ord kan væksten i løbet af få år tænkes at stige fra de nuværende 1 pct. til et niveau omkring 3 pct. Europa er pludselig i bevægelse og endda med bred politisk opbakning. Det bliver spændende at se, hvad der i de kommende måneder sker i Frankrig, Italien og Spanien. Mange EU-lande vil formentlig lade sig inspirere af dette tyske tiltag. Og der er brug for store investeringer i forsvar, energi, infrastruktur og teknologi i mange dele af EU. Det bliver nok langt mindre tiltag i disse lande, for ingen har de økonomiske muskler, som Tyskland har.

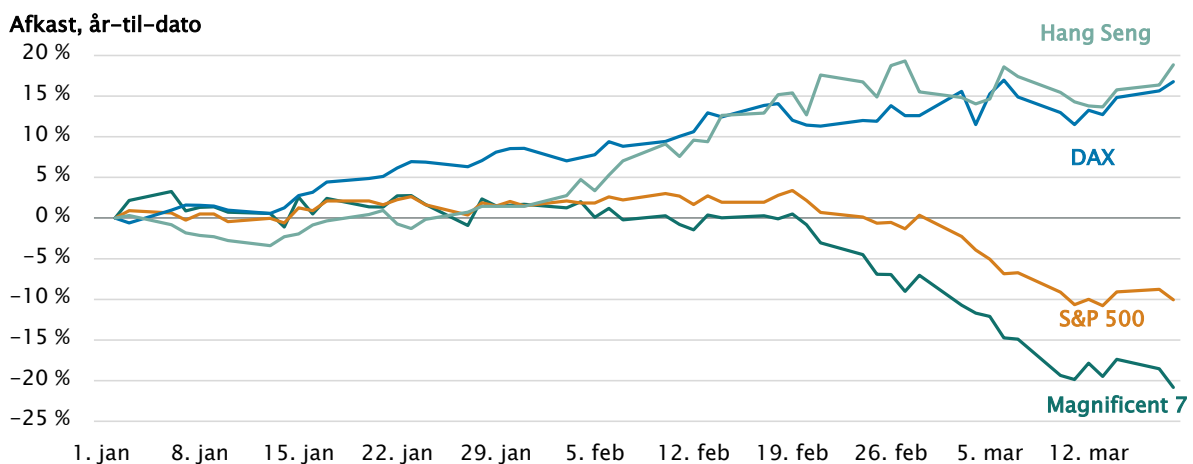
Opbakningen til Europa kommer ikke kun fra de europæiske lande selv, men også fra Canada, hvis nye premierminister, Mark Carney, netop har besøgt Storbritannien. Carney italesætter de store EU-lande som "pålidelige allierede". Han har en baggrund som direktør for både den canadiske og britiske centralbank og vil med den erfaring være i stand til at føre en offensiv og virkningsfuld finans- og handelspolitik. En EU-venlig og stærk canadisk regeringschef er i den nuværende situation en rigtig god nyhed. Det ændrer næppe Trumps politik, men det styrker EU at have en allieret tæt på USA.

Trump's toldmur

Selvom Trump har ytret ønske om at indlemme Canada i USA, er han ved at bygge en toldmur omkring USA, der altså også rammer Canada. Mange af Trumps rådgivere har glemt, at den samlede købekraft i de lande, som USA handler med, er cirka 2,5 gange større end den amerikanske købekraft. Hvis de lande, som Trump rammer, derfor reagerer ens og lægger told på USA's eksport, vil det have en styrke, der er 2,5 gange større end det, som Trump har sat i gang. Med andre ord risikerer Trump at tabe denne handelskrig, og det er præcis, hvad kursfaldene på aktiemarkedet lige nu fortæller. Dette er den primære årsag til, at de store amerikanske aktier falder, mens tyske og kinesiske aktier stiger, se figur 1.

Men der er langt igen for EU. Vi mangler stadig selv at kunne producere billig energi, vi mangler investering i teknologi, og vi har pålagt os selv en massiv overregulering. Det er derfor vigtigt at opretholde presset på alle de tiltag, som Mario Draghi påpegede i sin meget store analyse af EU's økonomiske situation, som blev offentliggjort sidste år. Og det er på energiområdet helt afgørende, at der investeres eller skabes stabil og billig energiimport. Det er ikke en løsning kun at tale om vindkraft i Nordsøen. Vi har også brug for sikker og stabil energi i form af naturgas og atomkraft. Vi kan kun indfase de store mængder vind- og solenergi, hvis det kombineres med en stabil og sikker såkaldt "baseload" af energi, der ikke afhænger af vind og vejr. Og selv om vi i Danmark er glade for Nordsøen, så er solenergien i Sydeuropa altså langt billigere. I sidste ende er det prisen på energien, der afgør, hvem der vinder. Og på det punkt er havvind i Nordsøen langt bagud. I lyset af de fortsatte store udfordringer i EU skal man derfor som investor ikke sælge ud af alle sine amerikanske aktier. Man skal blot fokusere mere på aktier i lande uden for USA. En global aktieportefølje med fokus på virksomheder, der har solide overskud, er fortsat den bedste garanti for et langsigtet fornuftigt afkast.

Figur 1. Store regionale forskelle på afkastudviklingen i 2025



Note: Angiver afkast inkl. geninvesterede nettoudbytter siden 2. januar 2025 målt i kroner. Magnificent 7 omfatter Meta, Apple, Amazon, Alphabet, Microsoft, Tesla og NVIDIA. S&P 500 er et amerikansk aktieindeks, DAX er et tysk aktieindeks, og Hang Seng er et kinesisk aktieindeks.

Kilde: Bloomberg.

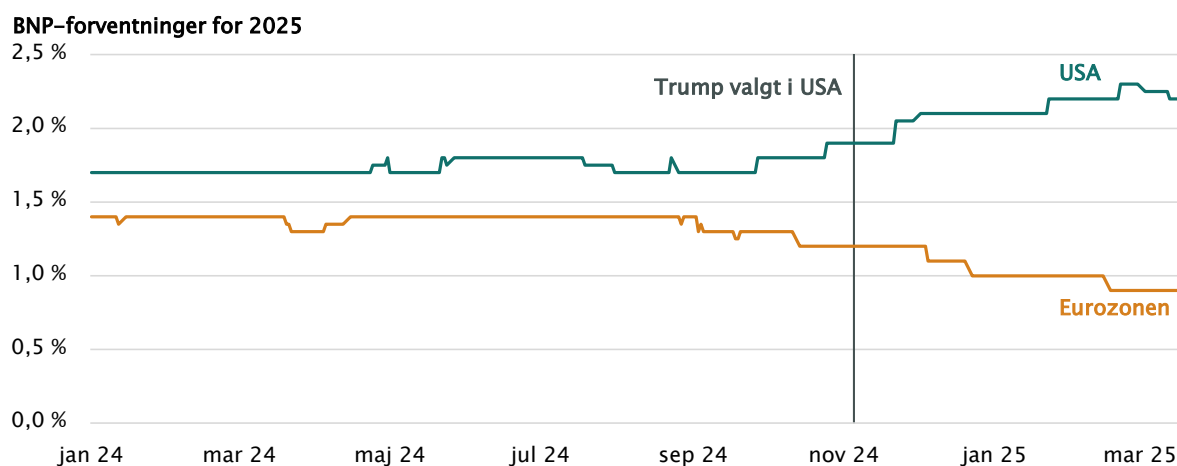


Forventningerne til Europa vil vokse

Ser man alene på den helt aktuelle situation, er USA fortsat et bedre sted end Europa, hvad vækst angår. USA har rigelig og billig energi, masser af risikovillig kapital, tilstrækkelig (veluddannet) arbejdskraft og mange arbejdsomme iværksættere samt teknologisk viden. Dette er tilsammen de vigtigste komponenter for økonomisk vækst. Det er også afspejlet i markedets vækstforventninger for 2025, se figur 2. Men de seneste data fra USA er ikke medtaget her, ligesom den tyske vækstpakke ikke er indregnet. EU er på vej frem – men det tager tid.

I EU's vigtigste økonomi, Tyskland, har man som nævnt lempet den finanspolitiske spændetrøje, "gældsbremsen", og indset, at et højere niveau af statsgæld ikke nødvendigvis betyder, at gælden er uholdbar. Særligt ikke i Tyskland, hvor de offentlige finanser faktisk er solide, og de offentlige investeringer er blandt Europas laveste. Den tyske finanspolitiske pakke prioriterer forsvar, infrastruktur og energiproduktion i Tyskland. Det vil også kunne mærkes på væksten (og inflationen) i Tyskland og dermed resten af Europa. Men investeringer af denne størrelse tager tid at implementere, og på forsvarsområdet vil Europa i en del år endnu være afhængig af import fra bl.a. USA. Derfor vil vækstimpulsen fra Europas større forsvarsinvesteringer komme gradvist over de næste par år og ikke nødvendigvis være tydelig allerede i 2025. Gennemslaget i form af inflation og stigende rente vil derfor kunne håndteres.

Figur 2. Vækstforventningerne til USA stak af efter valget af Trump



Note: Angiver BNP-forecast for 2025.

Kilde: Bloomberg.

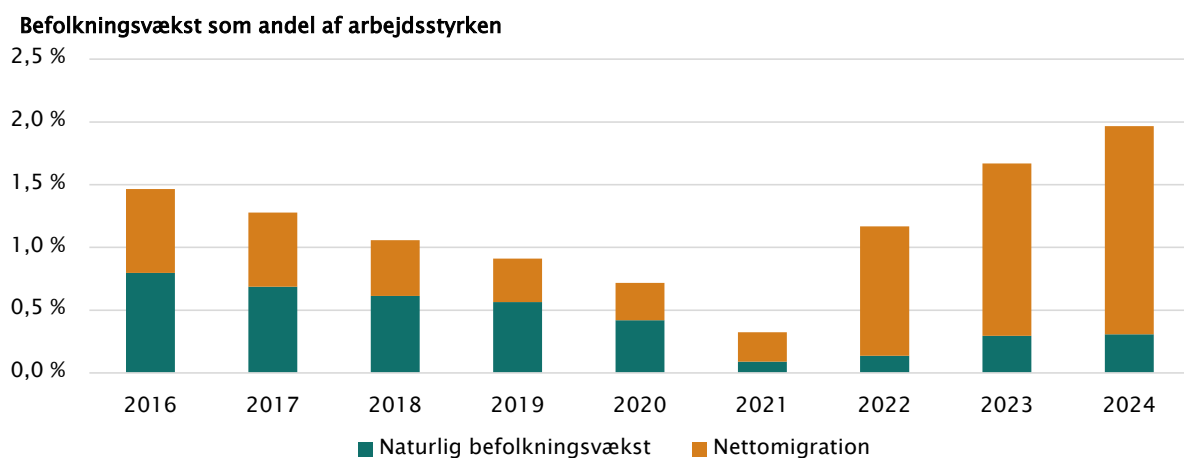


Arbejdskraft bliver en udfordring for USA

Står det til den nye amerikanske administration, vil den ene vækstdriver – adgangen til rigelig arbejdskraft – også blive begrænset. Trump vil nemlig deportere migranter i stor stil. Men i modsætning til Trumps tidligere embedsperiode fra 2017–2020, er immigranter faktisk blevet helt afgørende for væksten i arbejdsstyrken. Den naturlige befolkningstilvækst er nemlig klart faldende i USA, se figur 3. I de seneste tre år har det været helt afgørende for BNP-væksten, at der årligt kom en stigning i arbejdsstyrken fra indvandring på næsten 2 pct. p.a. Uden dette bidrag kan USA's vækst ikke holdes oppe på 3 pct. Netop de immigranter, der kommer til USA og tager lavt betalte jobs, medvirker også til at holde inflationen under kontrol. Skulle amerikanske lønmodtagere selv varetage alle de jobs, ville lønkravene hurtigt stige på grund af mangel på arbejdskraft.

Det har været en vigtig og historisk afgørende styrke for USA, at man har kunnet tiltrække udenlandsk arbejdskraft. I juni 2024 udgjorde immigranter mere end 19 pct. af den samlede arbejdsstyrke i USA, og deres arbejdsmarkedsdeltagelse er endda højere end for amerikanerne selv. USA har i forvejen et stramt arbejdsmarked, og uden immigranter vil det se langt værre ud for de virksomheder, der har behov for arbejdskraft.

Figur 3. USA er afhængig af migranter



Note: Figuren angiver befolkningsvækstens andel af arbejdsstyrken i det pågældende år. Naturlig befolkningsvækst angiver antal fødte fratrukket antal døde.

Kilder: Macrobond, U.S. Census Bureau, U.S. Bureau of Labor Statistics.

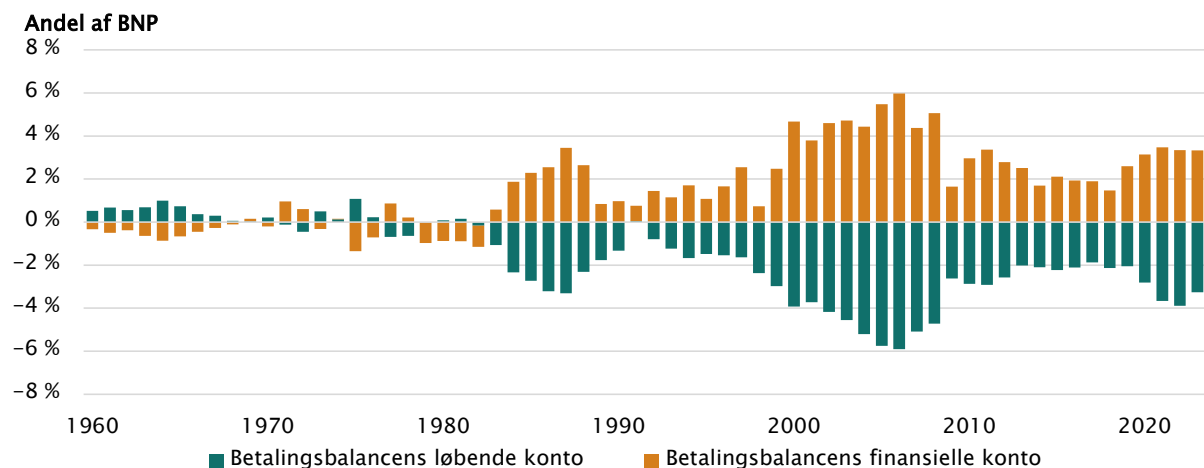


Misforstået fokus på handelsbalancen

Trump-administrationen fokuserer på at nedbringe USA's handelsunderskud, men dette fokus overser dollarens særlige rolle som verdens primære reservevaluta. Figur 4 viser, at USA har haft et vedvarende underskud på handelsbalancen (betalingsbalancens løbende konto) siden 1980'erne, hvilket modsvares af et tilsvarende overskud på de finansielle konti. Dette mønster hænger sammen med, at dollaren er en global valutareserve, men indebærer ikke nødvendigvis, at USA er tvunget til permanent handelsunderskud.

Når USA har handelsunderskud, sender landet dollar ud i verden. Disse dollar fungerer som internationale reserver, hvilket understøtter global handel og finansielle transaktioner. Storbritannien oplevede noget tilsvarende i perioden 1850–1930, da pundet var verdens vigtigste reservevaluta. Dog betyder det ikke, at dollarens status automatisk svækkes, hvis USA formår at reducere underskuddet. Tværtimod kunne en mere balanceret betalingsbalance sagtens være forenelig med fortsat tillid til dollaren, så længe USA fortsat udsteder sikre aktiver til omverdenen. Handelsunderskuddet bør derfor ikke entydigt tolkes som økonomisk svaghed eller som en nødvendighed for dollarens position, men snarere forstås i sammenhæng med dollarens centrale rolle i det globale finansielle system.

Figur 4. USA's betalingsbalanceunderskud er fuldt finansieret



Kilder: Bloomberg og Bureau of Economic Analysis.

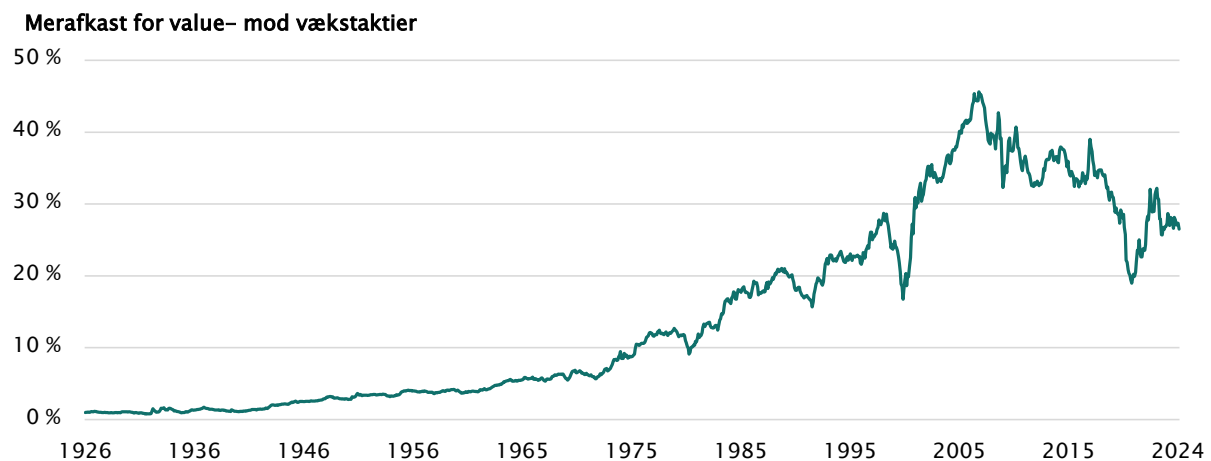
Ustabilitet gør valueaktier interessante

Valueaktier, der er kendetegnet ved en relativt lav prissætning i forhold til indtjening, stabile pengestrømme og solide udbyttebetalinger, er på vej frem. Figur 5 viser meget overordnet, at valueaktierne historisk har givet højere afkast end vækstaktier. De har typisk været bedre i tider med økonomisk ustabilitet. Vækstaktier har været meget succesfulde i de seneste ti år præget af store teknologiinvesteringer og relativt lave renter. Efter en længere periode med stærke forventninger til vækstaktier, særligt drevet af teknologisektoren og optimismen knyttet til Trumps erhvervs politik, er investorerne i stigende grad begyndt at interessere sig for stabile valueinvesteringer. Ingen ved, om dette vil fortsætte, men noget tyder på, at de store teknologivirksomheder har ramt et toppunkt, og at de nu er så store, at indtjeningen har svært ved at fortsætte sin vækst. Når værdien af Microsoft er på størrelse med værdien af hele det tyske aktiemarked, og værdien af Nvidia er på niveau med værdien af det franske aktiemarked, så er man tæt på et toppunkt.

Det er ikke usandsynligt, at investorer i højere grad vil prioritere aktier, der er "billigere" og har stabil indtjening og kendte forretningsmodeller. Teknologiinvesteringer og virksomheder med innovative ledelser baseret på meget optimistiske vækstforventninger dominerede i 2024 og gav afkast på mere end 25 pct. Denne tendens er nu på retur. Investorerne er blevet mere forsigtige efter at have oplevet, at vækstperspektiverne, qua Trumps politik, er mere begrænsede – særligt i den del af verden, som Trump retter blikket mod med sin politik.

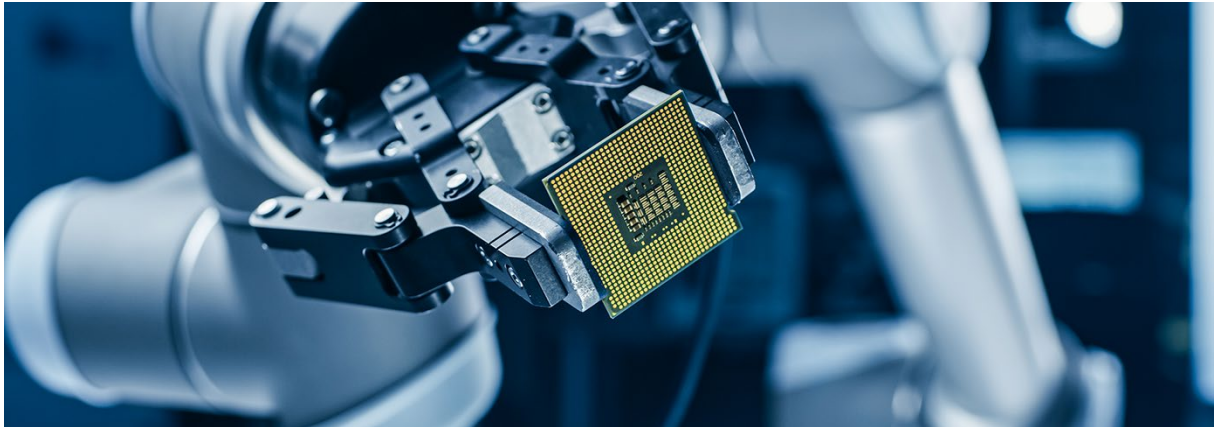
Derfor kan valueaktier og stabile traditionelle aktier, som fokuserer på kendte produkter og store kundegrupper, blive de næste fire års vindere. De har typisk plads til udbyttebetalinger, og deres kursudvikling er mindre volatil. De passer bedre til et investeringsklima, hvor stabilitet og forudsigelighed værdsættes højere end risikofyldte og innovative vækstinvesteringer.

Figur 5. Valueaktierne er mere sikre i usikre tider



Note: Grafen viser udviklingen i High Minus Low-afkastet fra Fama-French-modellen, som måler forskellen i afkast mellem valueaktier og vækstaktier. En stigende kurve betyder, at valueaktier har overgået vækstaktier og omvendt.

Kilder: Fama French og Maj Invest.



Der er fremtid i emerging markets

Emerging markets-aktierne har været pressede de sidste ti år. Det skyldes formentlig, at de ikke har så stort teknologiindhold, og at de er meget afhængige af lande med stor råvareafhængighed. Som figur 6 viser, har emerging markets historisk haft perioder med kraftig out-performance målt i forhold til et amerikansk aktieindeks. Den nuværende relativt lave værdiansættelse er attraktiv, hvis man forventer, at den globale vækst holder sig stabil, og at Indien, Brasilien og de såkaldte ASEAN-lande vil få en stigende betydning. Emerging markets vil nemlig drage fordel af stigende råvarepriser og øget global vækst, der drives af verdens massive oprustning, de store teknologiske investeringer og ikke mindst de mange energiprojekter, der er helt nødvendige. Særligt USA's investeringer i industriopbygning og nye fabriksanlæg vil understøtte den globale efterspørgsel og bidrage til et højere investeringsniveau globalt. Disse faktorer skaber et gunstigt klima for emerging markets, hvor virksomhederne ofte har en tæt forbindelse til råvare- og eksportorienterede industrier.

Figur 6. Emerging markets er historisk billige

Aktieafkast for emerging markets relativt til USA



Note: Emerging markets er målt ved MSCI Emerging Markets, og USA er målt ved S&P 500. Afkast er totalafkast inkl. geninvesterede udbytter målt i kroner.

Kilder: Bloomberg og Maj Invest.



Mange investorer er forbeholdne over for kinesiske aktier. Det er i virkeligheden et paradoks, fordi de store kinesiske koncerner udvikler sig imponerende effektivt, og de er teknologisk på højde med både amerikanske og europæiske koncerner. Aktierne er prissat til det halve af de amerikanske – og de overrasker gang på gang. Kineserne fører i flere dele af teknologikapløbet, de har en solid infrastruktur, der understøtter virksomhederne, de har et stærkt hjemmemarked, og de har en skalafordel, som ikke findes andre steder i verden. Inden for bilindustrien, den grønne energi, droneteknologi og ikke mindst traditionel industriproduktion er de førende i verden. Deres kapitalmarked er effektivt, og der er rigelig risikovillig kapital. Makroøkonomisk er Kina udfordret af den store gæld, så det er logisk at have en begrænset kapital placeret i kinesiske værdipapirer. Men for en langsigtet investor er der bestemt gode investeringsmuligheder i det kinesiske aktiemarked. Kina udgør omkring 25 pct. af emerging markets, og netop det er et argument for at placere opsparing i emerging markets på de nuværende lave priser.



Det betyder det for investorerne

De finansielle markeder er lige nu under pres. Trumps handelspolitik og fokus på USA betyder, at den økonomiske win-win-model, som har virket effektivt i mere end 50 år, er udfordret. For en langsigtet investor bør det ikke give problemer. Det mest sandsynlige er, at man finder en ny balance mellem USA på den ene side og Canada, Mexico, EU og Kina på den anden side. Hos Maj Invest mener vi, at de økonomiske markeds kræfter er stærkere end den til enhver tid siddende amerikanske præsident. Men det kan tage lang tid og give store kursudsving undervejs. Hvis man er en kortsigtet forsigtig investor, er aktieinvesteringer ikke relevante. Hvis man er langsigtet, kan man med fordel se igennem dette uvejr. Men en god ide er at investere med global spredning og gerne investeringer i både Europa og emerging markets. Hold også en solid finansiell reserve i obligationer af høj kvalitet. Blandt mine nuværende aktier er forsvarsaktier og life science-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.