

APRIL 2024

# MAJ INVEST MÅNED

Store forskydninger på de globale aktiemarkeder





Maj Invest, 8. april 2024  
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør i Maj Invest

## Store forskydninger på de globale aktiemarkeder

De globale aktiemarkeder har haft en stærk udvikling de seneste 6 måneder. Den samlede kursstigning er på mere end 20 pct, hovedsageligt fordi det er gået op for investorerne, at vi ikke står overfor en økonomisk recession. Global økonomi har det generelt bedre, end de fleste troede muligt for et halvt år siden.

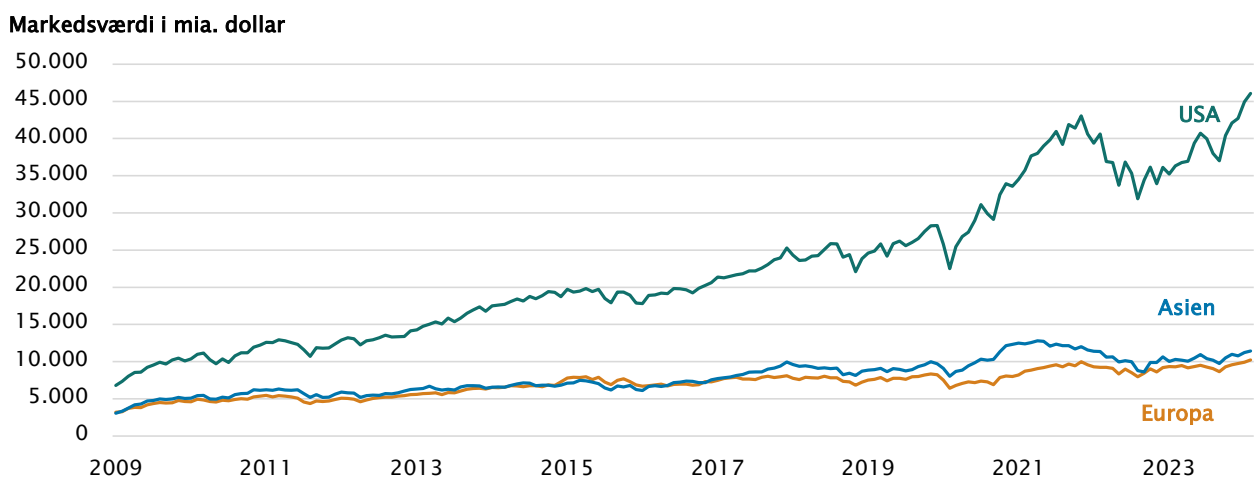
Inflationen er faldet tilbage mod et niveau omkring 3 pct., og det har definitivt bremset rentestigningerne. Vi står nu overfor gradvise nedsættelser af styringsrenterne det næste års tid. På trods af massiv geopolitisk optrapning i Ukraine, Gaza og Taiwan har verdens investorer fortsat deres investeringer i aktiemarkederne. Men der er sket markante skift i den måde, der investeres på. I det følgende beskrives nogle af de trends og tendenser, der efterhånden er meget tydelige. Aktiemarkederne er i gang med et scenskift, der formentlig vil dominere i de kommende år.



Det første og mest markante er, at det amerikanske aktiemarked indtager pladsen som en suveræn nummer et og samtidig lægger afstand til resten af verden. Tech-industrien er den hurtigst voksende og bedst indtjenende globale industri. Markedsværdien for de store tech-virksomheder er enorm. Og USA dominerer tech-industrien totalt. Det er alt fra operativsystemer, smartphones og søgemaskiner til sociale medier, kunstig intelligens (AI), computerchips og cloud computing samt global nethandel. Hertil kommer, at den amerikanske dominans også omfatter energi og olie, kapitalmarkeder og næsten alle væsentlige forbrugerbrands.

Det betyder, at værdien af det amerikanske aktiemarked udgør omkring 50 pct. af verdens samlede aktiemarkeder, selvom USA har et BNP, der er lidt under 25 pct. af verdens BNP. Hvis man analyserer aktiemarkedets kursudvikling – som vist i figur 1 – bliver dette endnu tydeligere. Amerikanske aktier er på de seneste 15 år steget til det 7-dobbelte. I samme periode er europæiske og asiatiske aktier steget til henholdsvis det 3-dobbelte og 4-dobbelte. Med andre ord er kursstigningerne i USA cirka to gange større end i resten af verden.

**Figur 1. Det amerikanske aktiemarked i topform.**



Note: Markedsværdi angiver her markedsværdien for de tre indeks MSCI USA, MSCI EUROPE og MSCI AC ASIA PACIFIC.  
Kilde: Bloomberg.

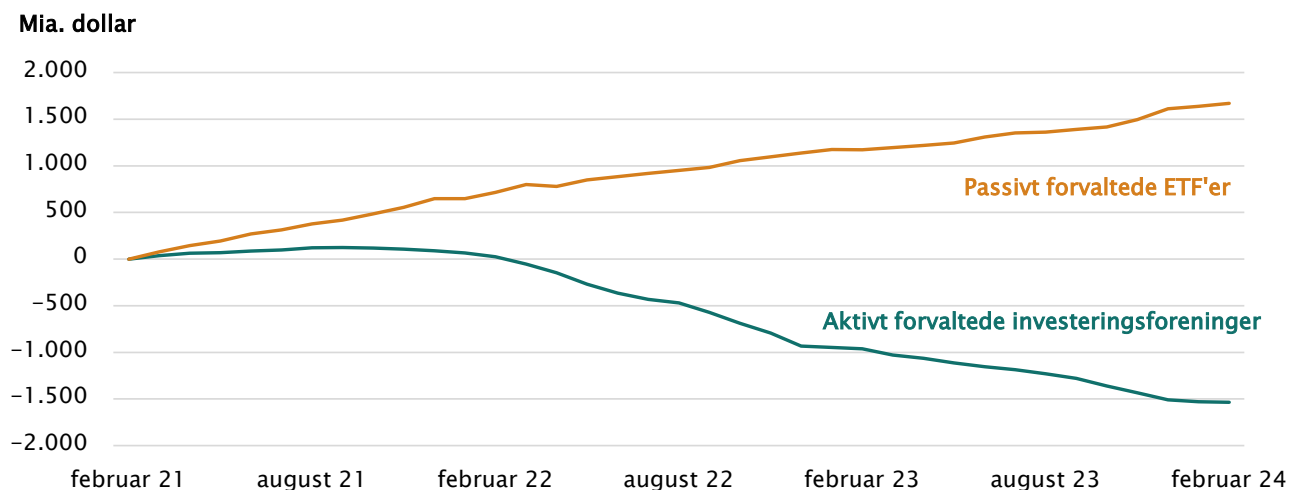


## Investorerne vælger passiv forvaltning

Den anden tydelige trend er, at globale investorer som noget relativt nyt investerer "passivt". Man køber i stigende grad et gennemsnit af alle verdens store aktier og bruger mindre tid på analyse og porteføljeudvælgelse. En variant af dette er investering i de såkaldte ETF'er, som består af – eksempelvis 25 – store aktier indenfor en branche, et land eller et tema. Fordelen ved dette er, at omkostningen kun er omkring 0,6 pct. p.a., samtidig med at man som investor opnår en spredning på flere forskellige virksomheder. Af figur 2 fremgår, at der siden 2021 er investeret for mere end 1.700 mia. dollar i dette ETF-marked, mens der i samme periode er solgt ud af de traditionelle investeringsprodukter for omkring 1.500 mia. dollar.

Konsekvensen er, at store aktier, der optages i de globale benchmarkindeks, automatisk vil blive købt af ETF-investorerne, uanset hvordan aktierne udvikler sig rent forretningsmæssigt. Dermed bliver store aktier automatisk endnu mere efterspurgt, og de såkaldte "small cap-aktier" får det svært, fordi de sjældent kommer med i et indeks og derfor næppe kommer med i ETF-investorenes porteføljer. Tendensen har været tydelig de senere år, og alt tyder på, at denne tendens vil fortsætte – fordi den er meget omkostningseffektiv for investorerne.

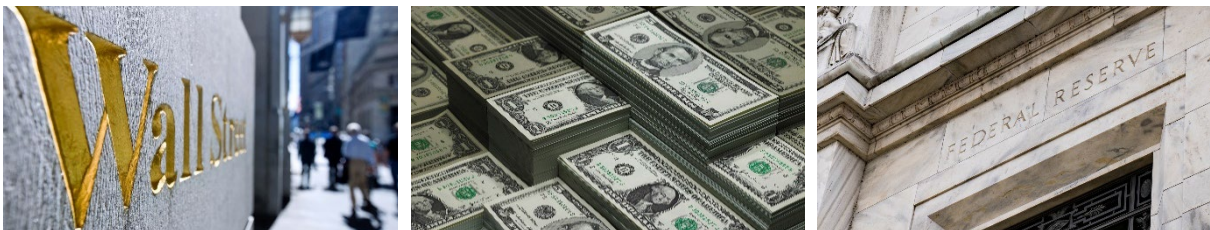
**Figur 2. Indeksfonde og ETF-fonde vokser massivt**



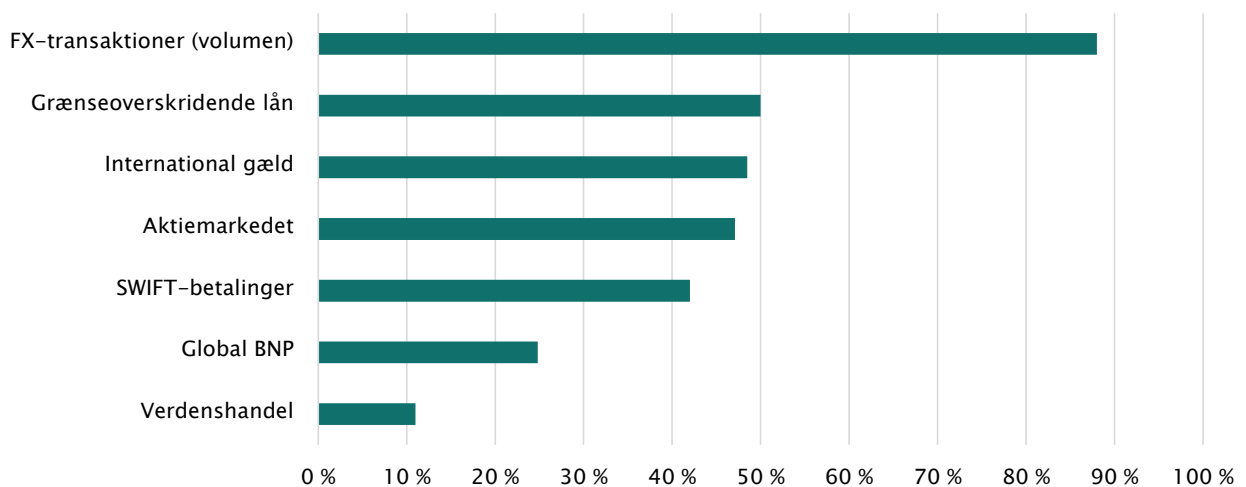
Note: Angiver det akkumulerede flow i amerikanske investeringsforeninger og ETF'er. Kilde: Morningstar Direct.

## USA er centrum for verdens kapital

Dette har været med til at samle interessen endnu mere omkring investering i de store amerikanske aktier, der – hvad størrelse angår – ligger suverænt i top. USA har alt, hvad aktieinvestorer kan lide. USA har verdens største økonomi, de ti mest værdifulde aktier i verden, de dominerende banker, den globale handelsvaluta, den største kreditgivning, det største energimarked, de tre største børser, de største og fleste finansielle transaktioner og ikke mindst den centralbank, der fastsætter dollarenten – se figur 3. Når den amerikanske centralbank (Fed) ændrer pengepolitik, er resten af verden nødt til at forholde sig til det. Hvis et land – eksempelvis Tyrkiet – ikke indretter sig efter den amerikanske pengepolitik, vil al den frie kapital strømme mod USA, og det pågældende land risikerer et finansielt kollaps. Når kineserne i de seneste år har lagt deres egen selvstændige pengepolitiske linje, har det givet udfordringer i form af kapitalflugt og pres på de kinesiske obligationer og aktier. USA dominerer de globale kapitalmarkeder. Vi skal helt tilbage til efterkrigstiden i 1950–1970 for at finde en periode, hvor USA havde en dominans på det samme niveau. Og meget tyder på, det vil fortsætte de næste 5–10 år. Ingen kan for alvor udfordre USA finansielt. Det er alene indenfor traditionel industriproduktion, at Kina kan udfordre. Og måske kan Frankrig og Schweiz slå amerikanerne på luksusbrands og kvalitet, mens skandinavisk og schweizisk life science-industri – med Novo Nordisk i spidsen – kan udfordre USA i dette særlige segment.



**Figur 3. USA dominerer kapitalmarkederne**



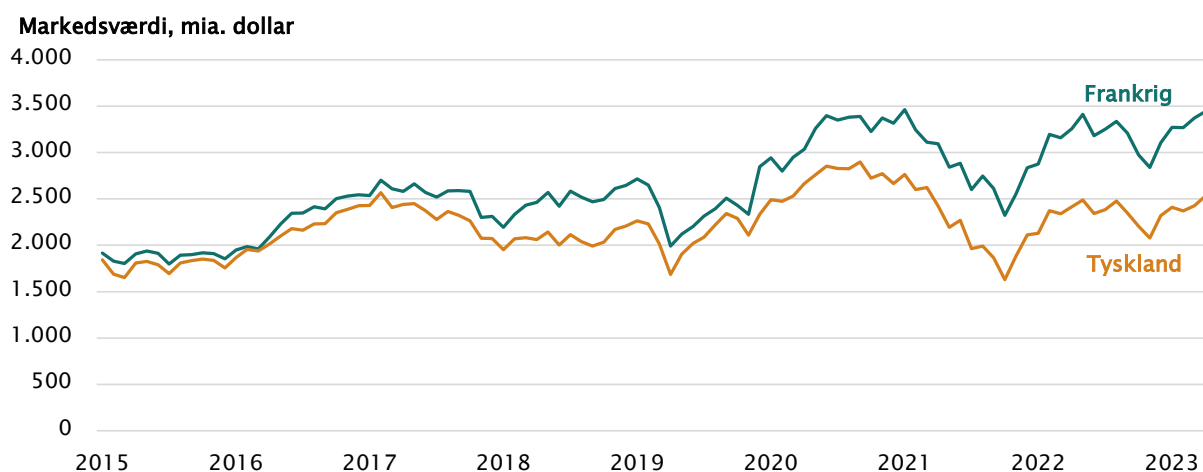
Note: Andelen refererer til sidste tilgængelige datapunkt. Grænseoverskridende lån angiver lån udstedt i amerikanske dollar til modparter i forskellige lande. Aktiemarkedet angiver markedsværdi for det amerikanske aktiemarked målt i USD, ekskl. ETF'er og ADR'er, som andel af det globale aktiemarkeds markedsværdi. FX-transaktioner er valutahandel. Kilde: Bloomberg & BIS.



## Tyskland har et strukturelt vækstproblem

Tyskland er kommet i alvorlige strukturelle problemer. Tysk bilindustri er udfordret og har ikke kunnet følge med amerikanerne, japanerne og kineserne i udviklingen af nye elbiler. Men værre er, at den tyske industri er ramt af stigende energipriser. Energi er i Tyskland mere end dobbelt så dyrt som i USA og Kina. Tyskland kan ikke længere importere billig russisk gas. Man har lukket atomkraftværkerne og skal nu importere dyr energi. Den energitunge tyske industri har mistet 20 pct. af sin omsætning. De tyske aktier kan værdimæssigt ikke følge med de franske aktier. Det er i dag det franske aktiemarked, der er det største i Europa. Blandt de ti største europæiske aktier er der kun en enkelt tysk aktie, mens der er tre franske aktier. Af figur 4 fremgår, at Frankrig har overhalet Tyskland, når det gælder aktieværdi. Og hvad værre er: Tyskland er fanget i et strukturelt problem. Tyskland har ingen rigtig teknologisektor, deres bilindustri er presset, og Tyskland er en skygge af sig selv, når det gælder evnen til innovation og skabelse af ny industri. Samtidig er der stor mangel på arbejdskraft. Et meget vanskeligt udgangspunkt for et land, der i 25 år har ført an i den europæiske økonomiske udvikling.

**Figur 4. Franske aktier overhaler tyske aktier**



Note: For lande regnes markedsværdi for alle udestående aktier og inkluderer ikke ETF'er og ADR'er (amerikanske depositary receipts). Markedsværdi pr. 31.03.2024.

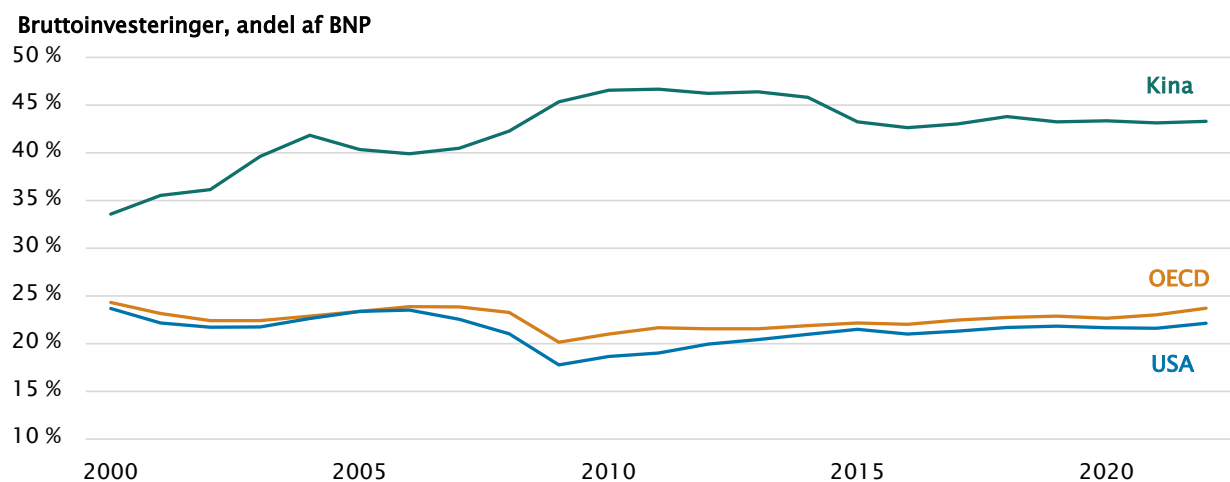
Kilde: Bloomberg.



## Indien udfordrer Kina

I Asien er der også store strukturelle skift. Kinesisk vækst er næsten gået i stå. Landet har en gigantisk boligboble og en kolossal overinvestering i stort set alle dele af økonomien. Lønningerne stiger, omkostningerne stiger, og der er snart mangel på arbejdskraft. Samtidig er der handelskrig med USA indenfor næsten alle teknologiske områder. Kina skal for første gang selv skabe vækst og fremgang baseret på egenudviklet teknologi. Det er ikke nogen nem opgave, og slet ikke, når man i mange år har skabt sin økonomiske vækst baseret på eksport og investering. Som det fremgår af figur 5, har investeringerne udgjort omkring 40 pct. af BNP i en længere årrække. Normalt er overinvestering kendetegnet ved investeringer på mere end 20 pct. af BNP. Så man må konstatere, at den kinesiske "overinvestering" overgår alt andet, vi har set. Kinesiske investeringer på mere end 100 pct. af BNP er formentlig tæt på at være værdiløse, fordi de vil skabe negative afkast.

**Figur 5. Kina ramt af investeringsboble**



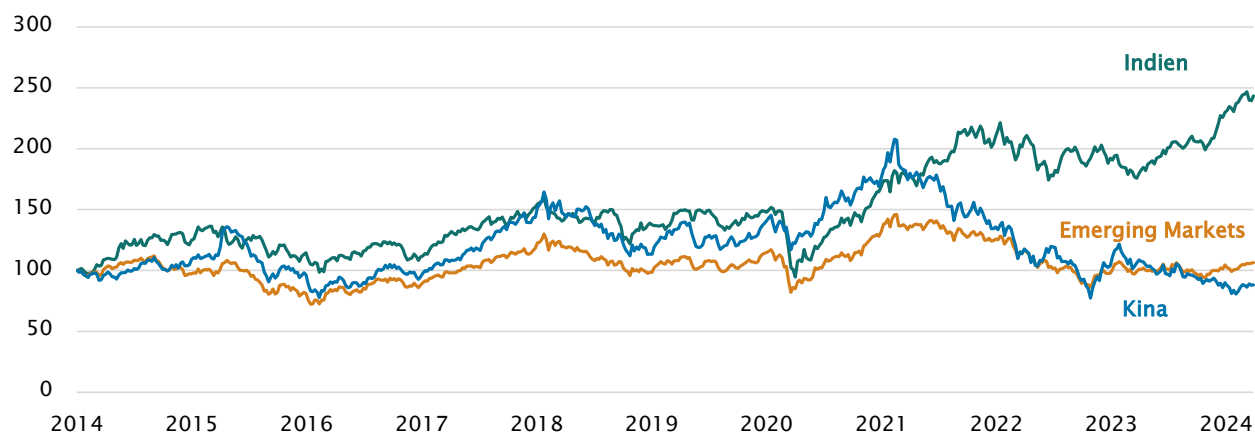
Kilde: World Bank.



De kinesiske indenlandske investeringer er gået i stå. Det samme gælder det kinesiske privatforbrug, som ikke længere vokser med 10 pct. årligt, men kun vokser med 5 pct. Og de udenlandske investeringer – der tidligere lå på 100 mia. dollar årligt – er nu faldet til nul. De store globale koncerner satser i stigende grad på Indien, Indonesien og Vietnam. Vi ser et meget stort skift i investorinteresse. Næsten alle skruer ned for kinesiske investeringer, og enkelte forlader Kina og vender blikket mod det øvrige Asien eller USA. Selv japansk erhvervsliv oplever større interesse end Kina. Og som det fremgår af figur 6, er den største interesse i dag knyttet til indisk erhvervsliv. Indien bliver "det nye Kina" i de næste 10–20 år. Indien har en række markante fordele. En stærk teknologisektor, veluddannet arbejdskraft, lav gæld og plads til kreditgivning, stor innovationsevne og ikke mindst et politisk regime, der målrettet arbejder på at tiltrække udenlandske investorer. Siden 2020 har det indiske aktiemarked udviklet sig langt hurtigere end de øvrige asiatiske markeder, og Indien slår Kina med flere længder.

**Figur 6. Indien er det nye "Kina"**

Indeks for kursudvikling



Note: Indeks 03.01.2014=100. Indeks er MSCI-indeks opgjort i dollar.

Kilde: Bloomberg.

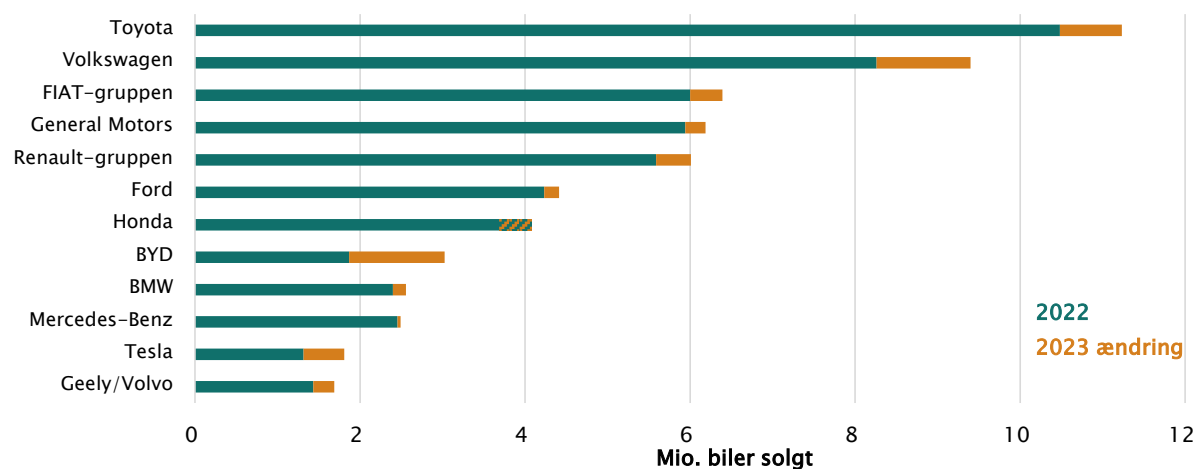




## Udbuddet af elbiler er vokset for hurtigt

En sidste tydelig trend er den massive investering i elektriske biler, batterier og mineraler. Det er på sigt en både rigtig og nødvendig trend, men måske er udviklingen gået for hurtigt. Der er skabt mere kapacitet indenfor elektriske biler, end der er brug for på kort sigt. Og samtidig er konkurrencen intens – se figur 7. Når mere end 25 store globale bilkoncerner opbygger stor produktionskapacitet, og alle tror, de vinder markedsandele, vil udbuddet af biler vokse hurtigere end efterspørgslen. Det vil pr. definition give faldende priser og negativ indtjening. Det ser vi lige nu. I 2023 var der stor ventetid ved køb af nye elbiler. I dag er det modsat. Stort udbud af brugte elbiler og prisfald på op til 50 pct. i dette marked. Det er svært at vurdere, om denne krise indenfor elektriske biler vil vare seks måneder eller flere år. Elektriske biler er stadig dyrere end traditionelle biler, og problemerne med lange opladningstider for bilbatterier er ikke helt løst. Hertil kommer, at udviklingen teknologisk set går så hurtigt, at de brugte elbiler bliver svære at sælge. Alt dette tilsammen gør, at store kundegrupper fortsat er tilbageholdende. På et tidspunkt kommer vi alle til at køre i elektriske biler, men investeringsmæssigt er det helt afgørende, hvor lang tid denne proces tager.

**Figur 7. Bilaktier i stress**



Note: Det skraverede område angiver en tilbagegang i antallet af solgte biler. Salg er inklusiv salg af varebiler.  
Kilde: Virksomhedernes årsrapporter.



Der har været eufori omkring elektriske biler og Tesla i særdeleshed. En lang række af elbilaktier har skuffet, fordi omsætningen og indtjeningen ikke har kunnet leve op til forventningerne. De fleste af disse aktier er fortsat overvurderede målt på finansielle nøgletal og resultatet af et udbud af elektriske biler, der er større end efterspørgslen – noget, som normalt er opskriften på dårlige investeringer.

Heldigvis gælder dette ikke for resten af aktiemarkedet. Med udsigt til pæn global økonomisk vækst og et renteniveau, der ikke længere stiger, vil virksomhedernes overskud vokse. Og det er opskriften på et aktiemarked i fremgang. Den geopolitiske uro vil næppe ændre dette, og som langsigtet investor kan man derfor glæde sig over, hvordan det private erhvervsliv, virksomhederne og dermed også aktierne har tilpasset sig de mange udfordringer. Aktiemarkedet har tilpasset sig på rekordtid. Tænk på, vi har været ramt af teknologisk handelskrig mellem Kina og USA, covid-krise, nedlukninger, Ukraine krig, inflation, rentestigning, kinesisk boligboble og nu også en alvorlig konflikt i Mellemøsten. En global aktieportefølje med spredning på mange markeder er på langt sigt en god forsikring mod meget af dette, særlig hvis man supplerer med solide obligationer fra lande med høj rating som eksempelvis Danmark.

## 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.