

FEBRUAR 2024

# MAJ INVEST MÅNED

Global økonomi er kommet godt fra start i 2024





Maj Invest, 12. februar 2024  
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør i Maj Invest

## Global økonomi er kommet godt fra start i 2024

2024 er kommet rigtig godt fra land, når det gælder global økonomi. Det amerikanske aktie-marked fortsætter sin stigning. Det er en rigtig god indikator for den underliggende stabilitet i amerikansk og global økonomi. Den amerikanske økonomi er vokset med omkring 3 pct. de seneste 12 måneder, og samtidig er inflationen under kontrol, hvilket gør det muligt for centralbanken, Fed, at igangsætte rentelepelsener senere på året. Kombinationen af solid vækst og behersket inflation svarer i øvrigt til, hvad vi længe har forventet i Maj Invest – og det giver grobund for en behersket optimisme.

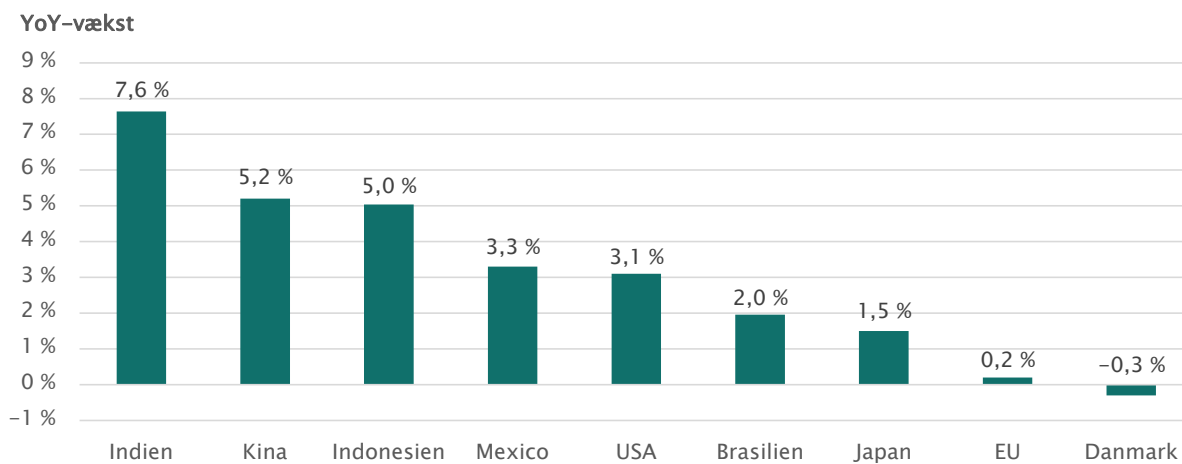
Tilføjes skal dog, at de geopolitiske spændinger fortsat er i rød zone, og derfor skal man som investor næppe skrue op for risikovilligheden foreløbig. At sikre likviditet og en passende mængde stabile investeringer vil fortsat være et tema, som de fleste investorer verden over kommer til at fokusere på.



## Asiatiske lande dominerer de positive vækstudsigter

Vender vi blikket mod den globale økonomi, kan man få et godt overblik i figur 1. Det er fortsat asiatiske lande, der tager føringen, hvad økonomisk vækst angår. Indien ligger på en førsteplads, og Kina bliver snart overhalet af Indonesien. EU er blevet overhalet af Japan, mens Mexico og Brasilien igen har pæne vækstrater. Det største problem i global økonomi er faktisk EU, der sakker bagud. Vi har i EU en faldende arbejdsstyrke, svage investeringer, overregulering af hele finanssektoren, hvortil kommer det helt store problem: EU producerer kun knap 50 pct. af den energi, vi har brug for. Afhængigheden af olie og gas fra Mellemøsten stiger – særligt fordi Tyskland har lukket for sin atomkraft, og fordi vi delvist udfaser energien i Nord-søen, lang tid før vi er klar med nye energikilder.

**Figur 1. Asiatiske lande tager føringen, hvad økonomisk vækst angår (BNP-vækst)**



Note: For USA, Kina, Indonesien og EU er væksten den årlige vækst i fjerde kvartal 2023. For øvrige lande er det den årlige vækst i tredje kvartal 2023.

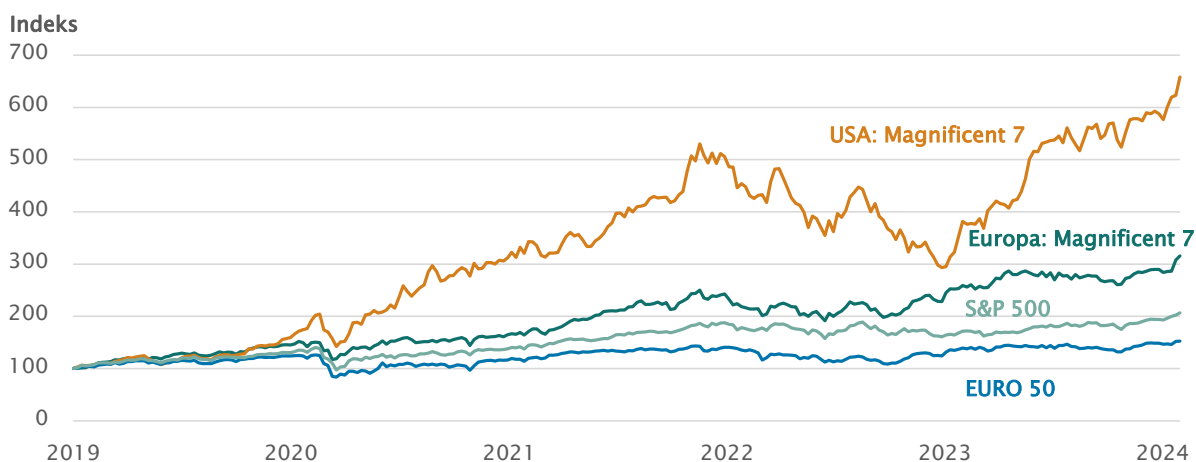
Kilde: Bloomberg.





Heldigvis har vi i EU mange virksomheder, der navigerer globalt og forstår at placere sig solidt i den globale arbejdsdeling. I figur 2 er vist udviklingen i et aktieindeks for de syv førende europæiske virksomheder. De kan ikke følge med amerikanerne, der også på aktiemarkedet er dominerende. Når det gælder børsnoterede virksomheder, er Europa i verdenseliten indenfor medicin, sundhed og luksusvarer. Det er Novo Nordisk, AstraZeneca samt LVMH, Hermès og L'Oréal, der fører an i disse kategorier. Sammen med SAP og ASML kunne man kalde dem for de europæiske "Magnificent 7".

**Figur 2. De europæiske Magnificent 7 kan ikke følge med de amerikanske Magnificent 7**



Note: Indeks 100 = 04.01.2019. Europa: Magnificent 7 omfatter Novo Nordisk, ASML, LVMH, Hermès, AstraZeneca, SAP og L'Oréal. USA: Magnificent 7 omfatter Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA og Tesla. EURO 50 er indekset EURO STOXX 50. Kilde: Bloomberg.

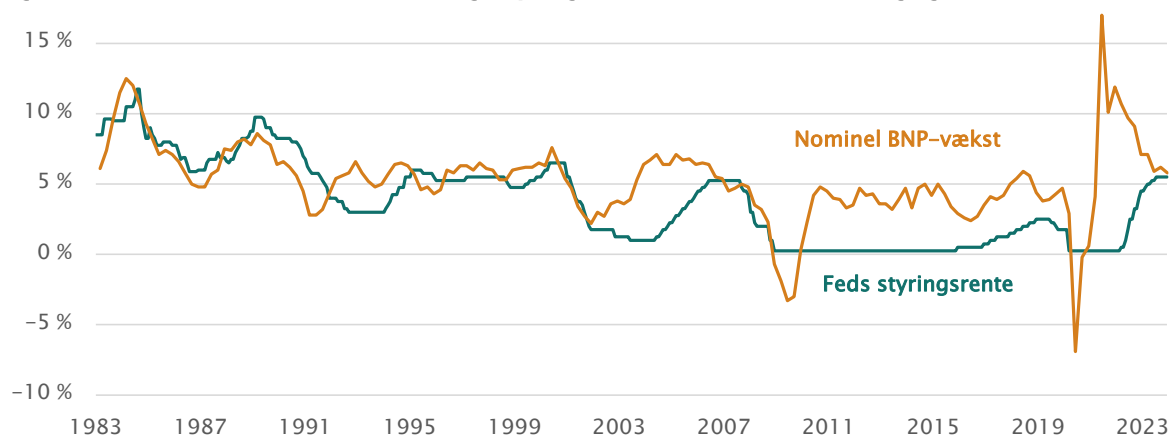


## Centralbankernes styringsrenter har endelig indhentet inflationen

Retter vi blikket mod obligationsmarkederne og renteutviklingen, kan man konstatere, at det går den rigtige vej. Hvis man anlægger en langsigtet historisk vinkel, er det nuværende niveau for obligationsrenter i USA på omkring 4–5 pct. udtryk for en ny balance, hvor det atter kræver positive realrenter at skabe ligevægt mellem opsparing og investeringer. En positiv realrente indebærer, at den rente, man modtager som obligationsejer, er højere end inflationen, hvilket betyder, at man får en stigende købekraft. Realrenten defineres som renten minus inflationen.

Man kan ikke umiddelbart observere ligevægtsrenten, men BNP-væksten i løbende priser på omkring 4–5 pct. er et godt udgangspunkt, idet BNP-væksten kan opfattes som nationaløkonomiens samlede afkast. Hvis dette afkast er højere end renten, kan det – i hvert fald i teorien – betale sig at investere noget mere. I en længere årrække fra starten af 1980'erne og frem fulgtes renten og BNP-væksten således pænt ad, samtidig med at balancen mellem opsparing og investering blev opretholdt – se figur 3. Efter årtusindskiftet steg opsparingen kraftigt, i takt med at de store babyboomer-årgange nærmede sig pensionsalderen. Dermed krævede det generelt en lavere rente, hvis man ville opnå balance i økonomien. Efterhånden som de store årgange er begyndt at gå på pension og dermed er begyndt at "nedspare" i stedet for at spare op, er behovet for positive realrenter også dukket op igen. Samtidig får vi et stort kapitalbehov i global økonomi i mange år fremover pga. store investeringer i sundhed, forsvar og klima, og samlet set betyder det, at vi nu er på vej tilbage til en situation, hvor renten igen skal ligge på niveau med BNP-væksten, se figur 3.

**Figur 3. Den nominelle BNP-vækst og styringsrenten i USA nærmer sig igen hinanden**



Note: Feds styringsrente angiver her den øvre grænse for styringsrenten. Den nominelle BNP-vækst er vist på årsbasis.  
Kilder: Bloomberg & Bureau of Economic Analysis.

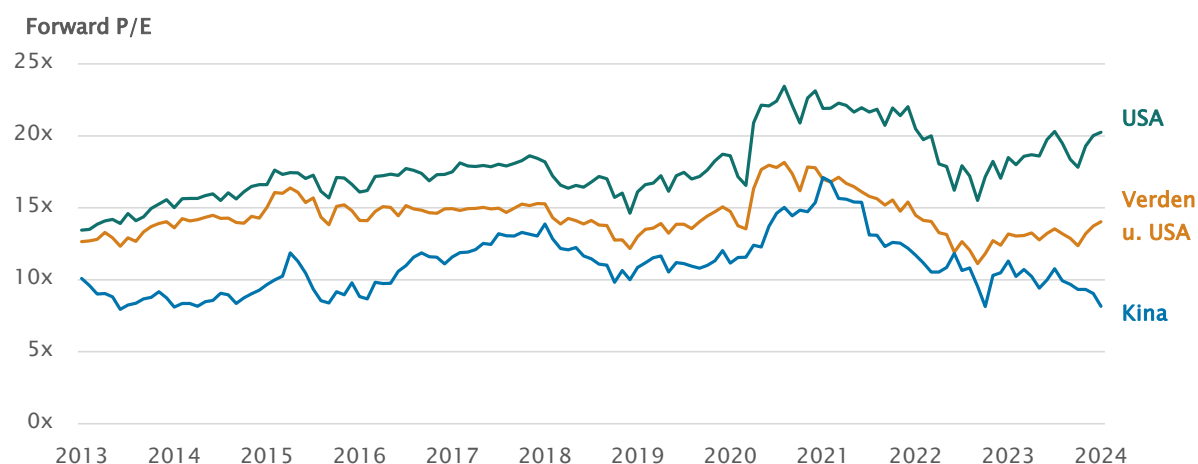
Der bliver sandsynligvis plads til rentelepser i de næste 12 måneder, men forudsat at væksten lander på omkring 2 pct., og inflationen tilsvarende bliver omkring 2 pct., bliver der ikke plads til styringsrenter, der er meget lavere end 4 pct. Forvent derfor et langsigtet renteniveau i den omegn.



### Aktiemarkedet har delt sig i tre grupper

Når man anskuer globale aktier, kan man inddele dem i tre hovedgrupper – USA, Kina og verden eksklusive USA – det vil sige hovedsageligt Europa, Japan og Asien. Som mange, der følger med i udviklingen på de finansielle markeder, nok har opdaget, er det det seneste år de amerikanske aktier, der har klaret sig bedst, og de kinesiske aktier, der har klaret sig dårligst. Tidligere har det relative prisforhold mellem aktiekurs og indtjeningsevne været nogenlunde konstant. Det måles ved det såkaldte P/E-niveau, og i løbet af 2023 er afstanden mellem de tre landegrupper P/E-værdier blevet større, se figur 4. Men det er ikke en unaturlig udvikling, når man tager højde for virksomhedernes forudsætninger i de tre regioner. De amerikanske virksomheder er drevet af innovation, risikovillighed og en stigende indtjening, hvilket forklarer væksten på det amerikanske aktiemarked som helhed.

**Figur 4. Globale aktier kan inddeles i tre hovedgrupper (aktiekurser målt ved P/E)**



Note: Forward P/E-ratioen angiver prisen ift. den forventede indtjening pr. aktie over de kommende 12 måneder. Baseret på MSCI-indeks. Kilde: Bloomberg.





I modsætning hertil er Kina præget af overinvestering og faldende økonomisk vækst, der ganske givet stadig er højere end USA's, men som i høj grad drives af statens ageren og overdrevne fokus på boliginvesteringer og infrastruktur. Groft sagt skaber det et investeringsmiljø, hvor investorer ikke kan regne med, at virksomhedernes overskudsgrader og lånemuligheder er de samme i morgen, som de var i går, og derfor bliver kinesiske aktier mindre attraktive for globale investorer.

Den sidste gruppe aktier, der består af globale og ikke-amerikanske aktier, udvikler sig nogenlunde stabilt målt på P/E-værdier. Det afspejler, at gruppen omfatter virksomheder, der ganske givet har et stort potentiale, men hvor risikovilligheden og væksten er lavere end det, man ser i USA. Aktierne i Europa, Japan og Asien er generelt noget mindre målt på markedsværdi end de amerikanske, og de oplever også en mindre indtjeningsfremgang end eksempelvis Apple, Amazon, Microsoft, Meta og NVIDIA, der alle har en global teknologi og distributionsplatform. På det punkt er vi sat til vægs af det amerikanske fokus på teknologi og massiv innovation.



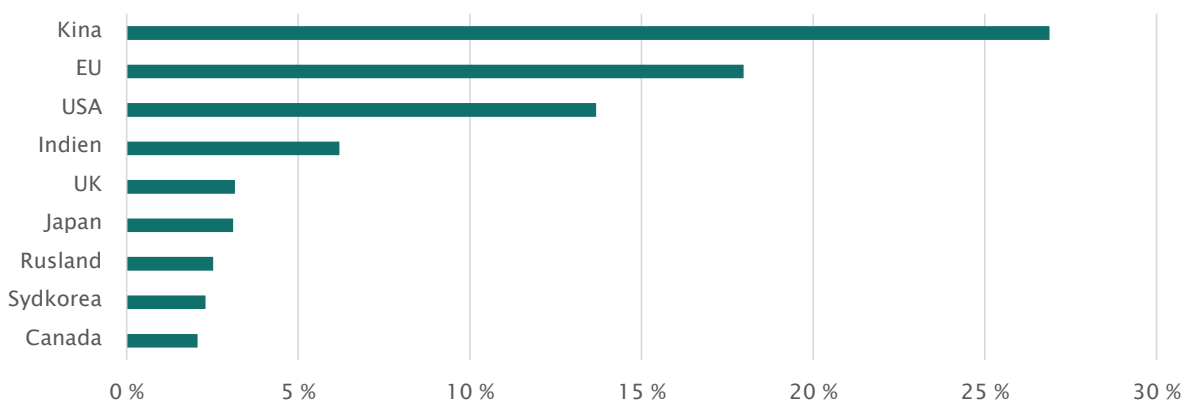


## Flere BRIKS-lande fylder snart toppen af forskningseliten

Et af de områder, der trods alt stadig tegner godt for lande udenfor USA, er mange landes fokus på at være verdensførende indenfor naturvidenskabelig forskning, se figur 5. Ser man på videnskabelige forskningsartikler udgivet i 2022, ligger Kina klart i front med en andel på knap 27 pct. af alle videnskabelige artikler indenfor områderne naturvidenskab og teknologi. Det er en klar førerposition, og der er et betragteligt stykke vej ned til EU og USA, der for blot 10 år siden dominerede forskningsverdenen. Nu er deres respektive forskningsandele reduceret til hhv. 18 pct. og 14 pct. mod tidligere over 20 pct. Det er også værd at bemærke, at Indien stormer frem og ligger nr. 4 i opgørelsen, og denne placering vil forventeligt forbedres i løbet af de kommende år, da landet også satser på uddannelse og forskning.

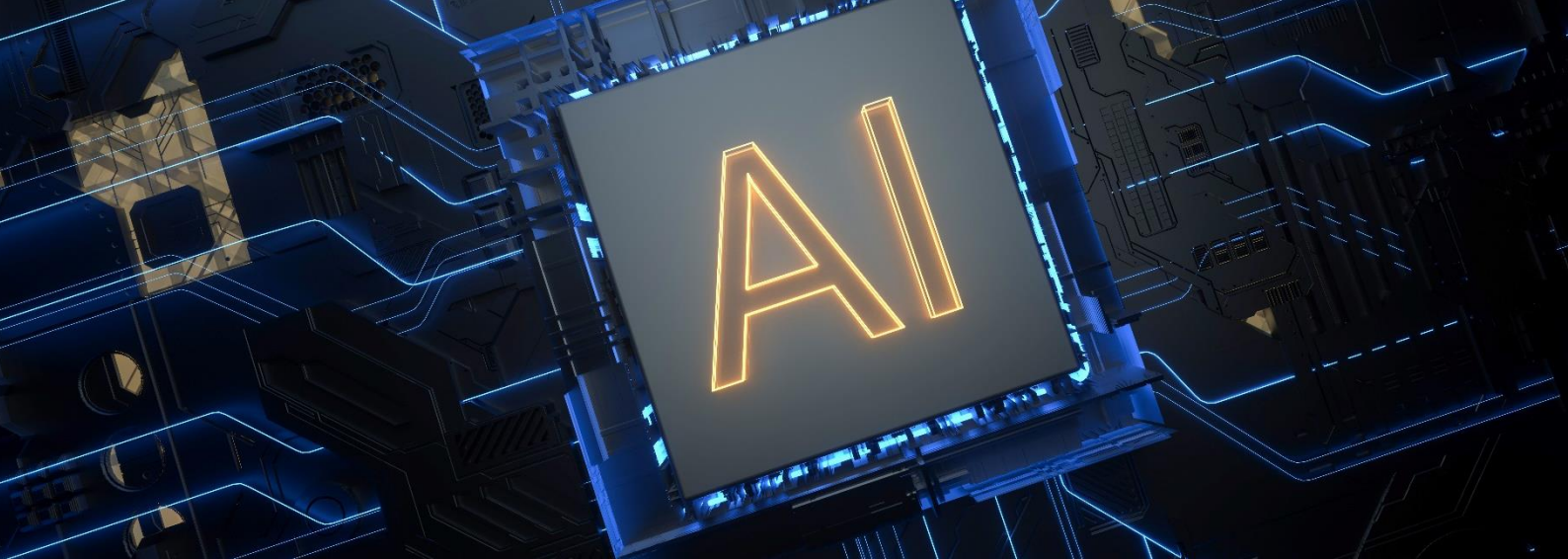
Med Rusland på en syvendeplass er BRIKS 11-landene godt repræsenteret i toppen af de globale videnscentre, og det understreger, at landene på sigt kan udgøre en magtfaktor med enten Kina eller Indien i spidsen.

**Figur 5. BRIKS-lande fylder i de globale videnscentre (andel af videnskabelige artikler fra 2022)**



Note: Andelen er for artikler publiceret i 2022. Der medtages kun artikler indenfor fagområderne naturvidenskab og teknologi.  
Kilde: National Center for Science and Engineering Statistics (NCSES).

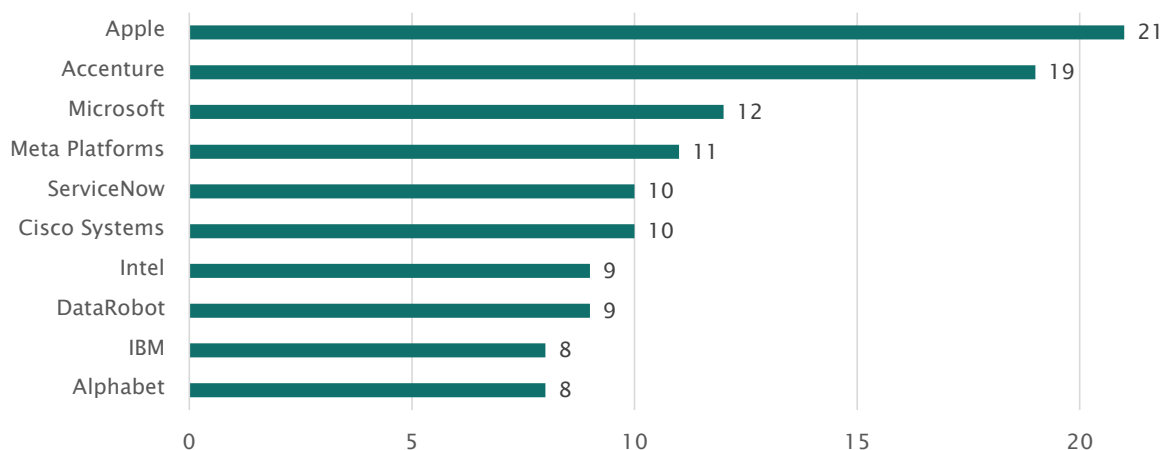




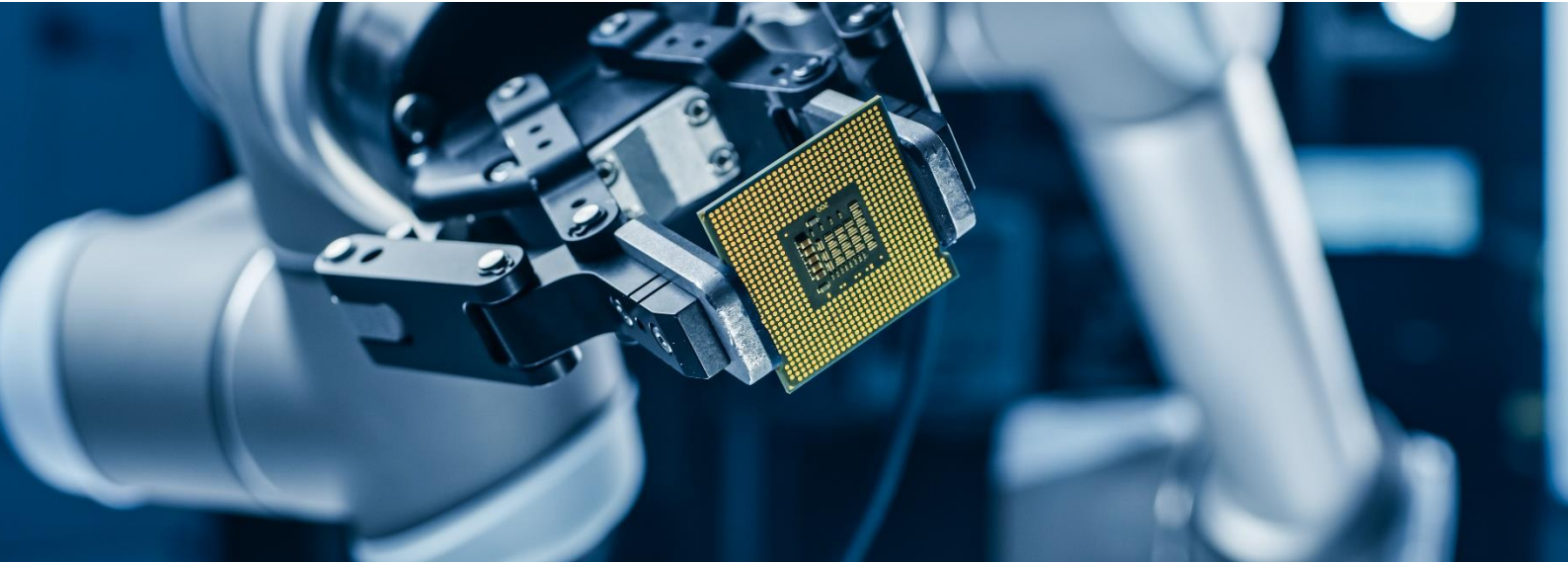
## Amerikanske virksomheder opkøber AI-virksomheder i stor stil

Som verden udvikler sig i disse år, kan kunstig intelligens (AI) kombineret med quantum computing blive helt afgørende indenfor de næste 10–20 år. Det er tankevækkende, men absolut ikke overraskende, at de fleste virksomhedsinvesteringer indenfor AI foretages i USA. Alene Apple har foretaget 21 virksomhedsopkøb og relaterede investeringer siden 2017, og de øvrige techgiganter, der alle er amerikanske, følger nogenlunde med, se figur 6. Det understreger både den enorme kapital, som virksomhederne har til rådighed, men også deres store risikovillighed og adgang til innovationscentre, der er nødvendig for, at man kommer først med kommercielle forretningsideer. Opkøbene sikrer dermed techvirksomhederne adgang til den ypperste viden og innovation, der er tilgængelig på området indenfor kunstig intelligens. Når det kombineres med et stort hjemmemarked, et fokus på global handel og en styrke indenfor sociale medier, så bliver den teknologiske konkurrenceevne helt afgørende for forretningsmæssig succes.

**Figur 6. Umuligt at komme udenom USA, når det gælder AI (AI-investeringer siden 2017)**



Note: AI-investeringerne omfatter selskabernes opkøb af andre virksomheder indenfor AI mv.  
Kilde: Financial Times.



Derfor er det ikke til at komme udenom USA, når man som langsigtet investor skal placere sig der, hvor afkast og stabilitet er bedst. Teknologivirksomheder og AI-fokuserede virksomheder er en vigtig bestanddel i en global portefølje. Men det er heller ikke tilfældigt, at det er de i forvejen største virksomheder, der opkøber AI-teknologien, da de har den nødvendige kapital og de bedste forudsætninger for at forstå mulighederne i ny teknologi.

Når man som langsigtet investor skal placere sig i dette komplicerede samspil af økonomisk vækst, renteudsving, geopolitisk usikkerhed og teknologisk udvikling, bliver det let en smule uoverskueligt. Derfor kan et par generelle overvejelser måske være hjælpsomme. For det første er det klogt at investere globalt, fordi udviklingen i de enkelte regioner er usikker, og fordi Europa ikke giver tilstrækkelig sikkerhed. For det andet bør man sikre sig likviditet og sikre placeringer i form af obligationer med høj rating. For det tredje bør aktieporteføljen indeholde en betydelig andel af amerikanske aktier, fordi USA så suverænt er verdens økonomiske center. Endelig bør man som investor fokusere på omkostninger. Her er der heldigvis massiv konkurrence på investeringsmarkedet. Vi ser i disse år nye såkaldte ETF-produkter på vej frem. Det er investeringsfonde med god risikospredning og lave omkostninger. Til gengæld er de meget populære kapitalfonde næppe relevante for private investorer, idet omkostningerne ofte er på 2 pct. årligt eller mere, hvis man er en lille privat investor. Dette skal holdes op imod ETF-produkterne, som ofte har omkostninger tæt på 0,5 pct. årligt for en dansk investor, og samtidig er en investeringsform, der fokuserer på børsnoterede aktier og sikrer god risikospredning og likviditet.

Finanssektoren er ofte udskældt – og nogle gange med god grund – men man glemmer, at det også er en både innovativ og dynamisk sektor, der skaffer kapital til alle de nye virksomheder, som skaber fremtidens vækst. Samtidig sikrer denne sektor, at den almindelige investor kan få adgang til produkter med lave omkostninger, som skaber afkast. ETF-produkterne er et godt eksempel på dette.

## 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.