

DECEMBER 2024

MAJ INVEST MÅNED

Et wake-up call til Europa





Maj Invest, 2. december 2024
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør

Et wake-up call til Europa

Lige nu har alle fokus på USA og Trump. Men vi burde faktisk fokusere på EU's egne problemer, der er langt større. Selvfølgelig skal vi følge udviklingen i USA. Vi kommer i øvrigt til at indrette os efter den, uanset om vi har lyst eller ej. Og det vigtigste er faktisk, at vi kigger indad. For Europa er økonomisk set gået i stå. Problemerne kan dateres tilbage til tiden efter finanskrisen. Krisen førte til et politisk fokus på regulering af banker og erhvervslivet samt en forstærket indsats for at sikre velfærd. Senere blev dette udvidet med stort politisk fokus på grøn energi fra vindmøller, masser af ESG-rapportering og grøn brintproduktion. Alt dette er relevant, men det forudsætter, at vi har råd til det. EU har brug for energi til konkurrencedygtige priser, risikovillig kapital til innovation, flere teknologiinvesteringer, mindre regulering, mere forsvar og ikke mindst at forstå, at kun et internationalt konkurrencedygtigt erhvervsliv kan finansiere vores europæiske velfærdsmodel.

Skal man investere sin langsigtede opsparing i dette økonomiske miljø, bliver risikospredning mere relevant end nogensinde. Og amerikanske aktier er en absolut nødvendig del af en global aktieportefølje, ligesom obligationsinvesteringer igen er meget relevante. Man får pæne afkast på stort set alle typer af obligationer. En del af aktiemarkedet er blevet kasinolignende, og der skal man kun deltage, hvis man har stor risikovillighed og er klar til både store gevinster og meget store tab. Og køber man de passive indekserede aktieinvesteringer, får man faktisk en stor bid af dette kasinoaktiemarked. Vær opmærksom på, at investeringer, der følger et aktieindeks, derfor ikke er uden risiko.

Risikoen i aktiemarkedet er i dag større, end den har været, siden IT-boblen dominerede markederne for 25 år siden. Store globale aktier er bestemt ikke dyre set i forhold til virksomhedernes indtjening. Det nye er den generelle finansielle usikkerhed. Det, som har været et kendetegn for amerikansk finans- og pengepolitik i mange år, er slut. Amerikanerne har siddet for bordenden, når det gælder global samhandel og global koordinering af økonomisk politik. De har gjort det dygtigt og disciplineret i næsten 50 år. Dette kapitel er slut. Vi vil fortsat have pæn global vækst, men risiko og usikkerhed vil i fremtiden være fast inventar.



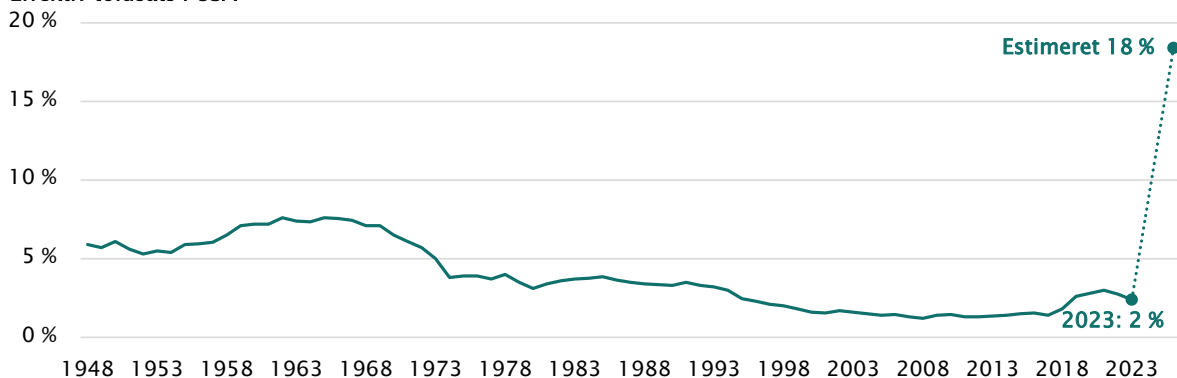
Trumps toldsatser

Et af Trumps mest fremtrædende politiske udspil er de meget omtalte nye høje toldsatser. Dette er et markant brud på mere end 50 års succesfuld global handelspolitik. Siden 1948 har først handelsaftalen GATT og derefter verdenshandelsorganisationen WTO med stor succes lagt rammerne for verdenshandlen og bidraget til voksende frihandel og lave toldsatser. Den udvikling vil nu gå i stå og i værste fald rulle baglæns – se figur 1. Trumps fokus på øget told særligt rettet mod Kina er dog ikke uden bagvedliggende argumenter. Kina, der har været medlem af WTO siden 2001, har nemlig domineret verdenshandlen. Enorm statsstøtte og perioder med kraftig devaluering af den kinesiske valuta for at styrke konkurrenceevnen har gjort det meget vanskeligt for en række amerikanske og europæiske virksomheder at konkurrere på lige vilkår. Måske var det simpelthen en fejl at inkludere Kina i WTO på de vilkår, man lagde til grund. Problemet har i hvert fald nu vokset sig så stort, at det er nødvendigt at justere.

Ingen ved, hvordan Trumps toldsatser præcis vil ramme global økonomi, da det i høj grad afhænger af modsvaret fra f.eks. Kina. Ingen parter bør dog være interesserede i en eskalerende handelskrig, der i sidste ende vil stille alle værre. Derfor har vi en forventning om, at USA og Kina finder et nyt balancepunkt, hvor effekterne på den globale økonomi bliver langt mindre, end man lige nu frygter.

Figur 1. Effekt af Trumps indikerede toldsatser

Effektiv toldsats i USA



Note: Angiver gennemsnitlig betalt told som andel af samlet importværdi. Den estimerede toldsats er beregnet ud fra Trumps toldforslag om 60 pct. importtold for Kina og 10 pct. for resten af verden.

Kilder: Fortune og Goldman Sachs.



Men selvfølgelig vil der være effekter på både amerikansk, kinesisk og europæisk økonomi. I vores hovedscenarie vil det udspille sig nogenlunde som følgende. Den amerikanske økonomi vil opleve lidt højere vækst, men også højere inflation. Toldsatserne vil dog ikke for alvor have effekt på USA's betalingsbalance. Årsagen er først og fremmest, at den amerikanske økonomi i øjeblikket kører tæt på sin fulde kapacitet. Derfor kan amerikanske virksomheder ikke bare øge produktionen af varer. De amerikanske forbrugere vil derfor fortsat efterspørge varer fra Europa og Kina, der dog nu bliver dyrere pga. den højere told. Derfor bliver det muligt for de amerikanske virksomheder at øge deres priser og dermed indtjeningsmarginer. Toldsatserne væltes derfor over på forbrugeren og resulterer i højere forbrugerpriser. Udviklingen vil ske gradvist. Måske vil skattelettelser gøre denne nye inflation acceptabel for de fleste amerikanske forbrugere. Men det kan udfordre Trumps popularitet.

Kinesiske virksomheder, der forventeligt rammes med en toldsats på 60 pct., skal justere deres forretningspolitik for at kunne opretholde en markedsandel i USA. Det er muligt, da den kinesiske økonomi har rigeligt med ledig kapacitet. Derfor vil de formentlig sænke priserne. Samtidig må man forvente, at Kina igen devaluerer sin valuta, og disse effekter vil tilsammen kompensere for den højere toldsats. Derfor vil der stadig sælges mange kinesiske varer i USA uanset en stigende toldsats.

I Europa er effekterne modsatrettede. På den ene side får europæiske virksomheder en konkurrencefordel på det amerikanske marked i forhold til Kina, da toldsatserne på Europa forventes at være 10 pct. mod 60 pct. på kinesiske varer. På den anden side vil Kinas potentielle svar – med devaluering af valutaen – stille de europæiske virksomheder svagere på det europæiske hjemmemarked. Om det resulterer i en europæisk told på kinesiske varer, vil tiden vise. Men det er bestemt en mulighed.

Konklusionen er, at vi får en fortsat stærk amerikansk økonomi, dog præget af stigende inflation. Vi får en global økonomi, der tilpasser sig de højere toldsatser. Ingen ønsker, at handelskrigen når et punkt, hvor alle stilles værre, og derfor vurderer vi i Maj Invest, at situationen er knap så alvorlig sammenlignet med mange andre investeringsbankers holdninger.

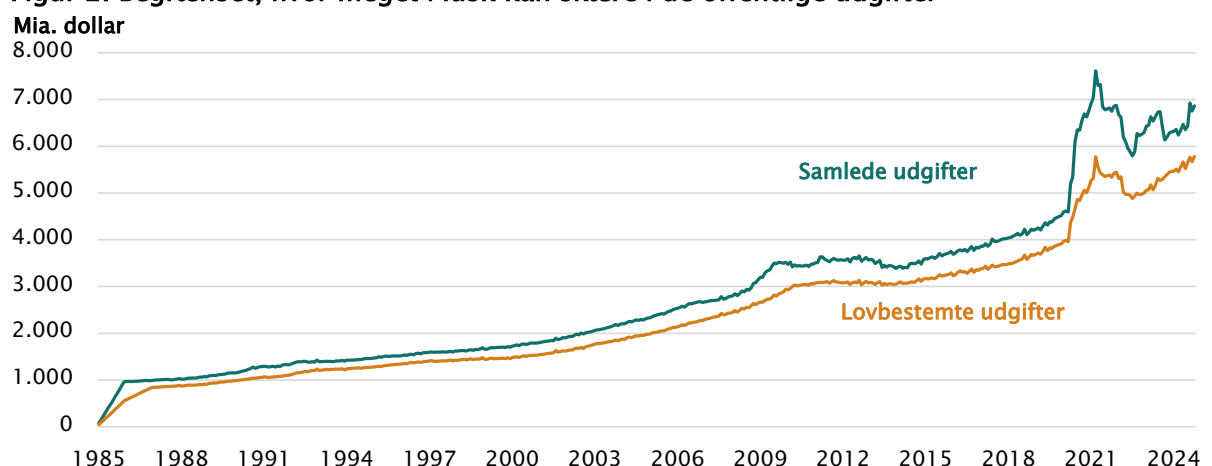


Musk og den offentlige sektor

Mange er enige i, at det amerikanske budgetunderskud og den voksende gæld er bekymrende. Også Trump, der ellers er fortaler for skattelettelse, vil gerne skære i omkostningerne samt effektivisere den offentlige sektor. Han har betroet denne opgave til milliardærene Elon Musk og Vivek Ramaswamy. Det er næsten paradoksalt, da store dele af Musks formue er bygget på statslige kontrakter og lån, men der er ingen tvivl om, at Musk er visionær og kan eksekvere. Om han er den rigtige til at effektivisere den offentlige sektor, er meget tvivlsomt. Hverken Musk eller Ramaswamy har tidligere erfaring med dette, og en offentlig sektor fungerer ikke præcis som en privat virksomhed. Der er med garanti ting, der kan gøres bedre, men når Musk mener, han kan reducere statens udgifter med 2.000 mia. dollar årligt, hvilket svarer til lidt under en tredjedel af de offentlige udgifter, hopper kæden af.

Musk kan rent faktisk kun skære i de diskretionære dele af budgettet, som svarer til omkring 1.100 mia. dollar – resten af de offentlige udgifter er obligatoriske ved lov – se figur 2. En af posterne er her ansatte i staten. Musk taler selv om store besparelser ved at afskedige offentlige medarbejdere, men der bruges dog kun 271 mia. dollar på denne post årligt – altså kun lidt over 10 pct. af det beløb, Musk gerne vil spare. Musk har dog senere – efter at have tænkt sig om – skrevet, at de i første omgang har et mål om at skære 500 mia. dollar i budgettet.

Figur 2. Begrænset, hvor meget Musk kan skære i de offentlige udgifter



Note: Disse lovbestemte (ikke-diskretionære) udgifter består af: Social sikring, Medicare, understøttelse, forsvar og renteudgifter på statsgæld. Kilde: Bloomberg

Det samlede billede af Trumps politik

Samlet set vurderer vi i Maj Invest, at Trumps politik vil give en vækstimpuls til USA. Særligt skattelettelser vil give anledning til højere forbrug, større indtjening hos virksomhederne og øget investeringslyst. Flere af Trumps tiltag kan ikke undgå at presse inflationen op. Toldens effekt er gennemgået tidligere, men også Trumps ønske om at lukke grænserne og deportere millioner af illegale arbejdere i USA vil presse det amerikanske arbejdsmarked. Det vil føre til yderligere lønstigninger og derfor øgede priser på produkter produceret i USA. Det højere inflationære pres og den økonomiske fremgang vil også presse renterne op. Her bliver det særligt interessant at følge, hvor meget Trump vil kæmpe for at få indflydelse på centralbankens (Fed) pengepolitiske beslutninger. Sidste gang, en præsident blandede sig i pengepolitikken, var under præsident Nixon. Han pressede renten ned og øgede pengemængden i starten af 1970'erne. Det ledte til massive stigninger i inflationen.

For resten af den globale økonomi er billedet mere broget. Højere toldsatser vil ramme flere landes økonomi negativt. Omvendt vil den højere vækstimpuls fra USA trække i den modsatte retning. USA er global økonomis vigtigste motor, og går det godt her, vil det brede sig som ringe i vandet til resten af verden. Derfor vurderer vi ikke, at nettoeffekten af Trumps politik vil sætte sig voldsomt i den globale vækst. Figur 3 giver et overblik over vores syn på effekterne af Trumps politik.

En vigtig pointe er også, at der er langt flere faktorer end de rent politiske, der er afgørende for væksten. I øjeblikket handler alt om Trumps politik, som uden tvivl også vil påvirke økonomien, men man skal huske på, at strukturelle tendenser også er med til at forme økonomien fremadrettet. Derfor bliver verden ikke en helt anden, bare fordi Trump er blevet præsident.

Figur 3. Effekterne af Trumps politik



	BNP-VÆKST			
	USA	Globalt	Inflation	Rente
Told på import	+	÷	++	+
Immigration	÷	Uændret	+	+
Skattelettelser	+	+	++	+
Off. udgifter	÷	÷	÷	÷
Total	+	Uændret	+	+

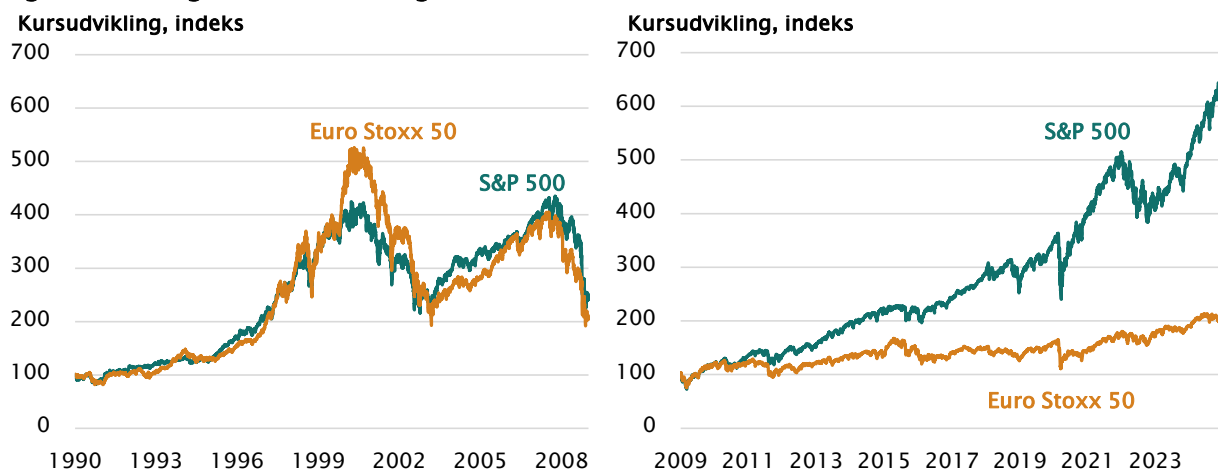
Note: I tabellen angives de kortsigtede isolerede effekter af udvalgte områder af Trumps indikerede politiske plan.
Kilde: Maj Invest.



USA og EU – to forskellige verdener

Mens det også under Trump ser fornuftigt ud i USA, har Europa flere problemer. Europa har relativt høje lønninger, høj skat til velfærd og en faldende arbejdsstyrke. Samtidig er hovedparten af den europæiske industris energi to-tre gange dyrere end den tilsvarende energi i USA og Kina. Europa er derfor ikke længere en industriel sværvægter, og vi bliver det heller ikke igen. Samtidig investerer EU-landene alt for lidt i teknologi, hvor vi i forvejen er langt efter USA. I stedet har Europa brugt enorme ressourcer på regulering og velfærd. Men dette giver ikke væsentlig konkurrencestyrke i en global økonomi. Slutteligt har Europa i årevis underinvesteret i forsvaret. Derfor er behovet for massive militære investeringer nu stort, og det er heldigvis også gået op for mange. Europa står over for ti års genopretningspolitik. Det er først og fremmest EU, der har og får problemer. USA har allerede den økonomiske styrke, og Trump kan nu sælge den fejlagtige nyhed om, at det er ham, som skaber den. Flere af disse pointer er understreget i den tidligere ECB-chef Mario Draghis seneste rapport, som vurderer, at der i EU skal investeres 800 mia. euro årligt for blot at kunne ligestille europæisk erhvervsliv nogenlunde med USA og Kina. At Europa er faldet bagud, understreges på bedste vis ved udviklingen i hhv. amerikanske og europæiske aktier. De fulgtes ad mellem 1990 og 2009, men siden da er historien en helt anden – se figur 4.

Figur 4. USA og EU – to forskellige verdener



Note: I figuren til venstre er indeks 02.01.1990 = 100. I figuren til højre er indeks 02.01.2009 = 100.

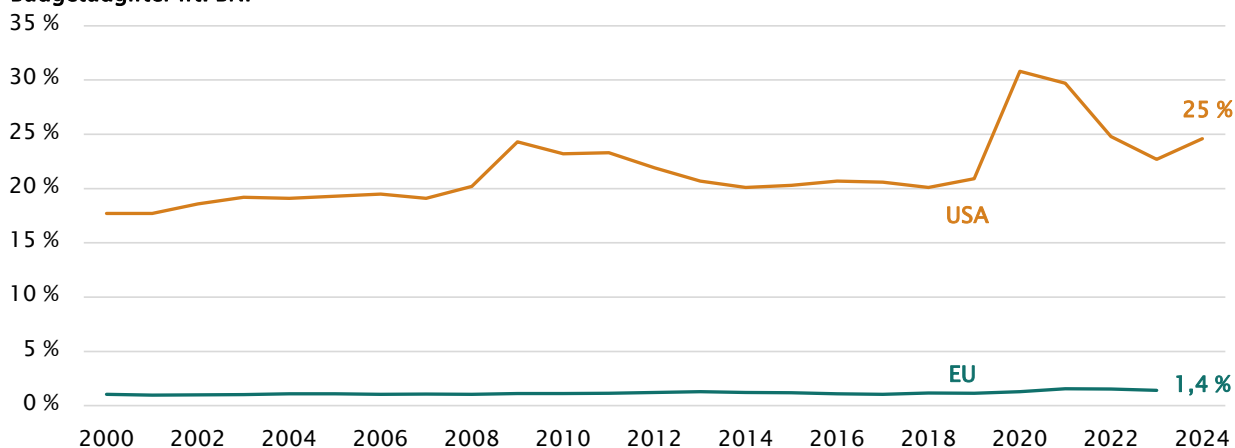
Kilder: Macrobond og Maj Invest.



Det gør det ikke bedre, at EU har et meget lille finansielt budget. Som andel af BNP udgør det kun lidt over 1 pct. – se figur 5. I USA er tallet omkring 25 pct. EU's medlemslande har selvfølgelig deres egne budgetter, men en samlet indsats fra EU er umulig, så længe investeringspuljen i EU ikke er centraliseret. Man må derfor håbe, at kommende nye regeringer i de store økonomier Tyskland og Frankrig forstår, at der skal investeres massivt i teknologi, energi og erhvervsliv. Vi har først råd til mere velfærd, når væksten og fremgangen for alvor vender tilbage til EU.

Figur 5. EU – en såkaldt papirtiger

Budgetudgifter ift. BNP



Note: For USA er det det føderale budget. For EU er det unionens centraliserede budgetandel, dvs. figuren viser ikke de individuelle medlemslandes aggregerede udgifters andel af det samlede BNP.

Kilder: Bloomberg, US Treasury og EU.

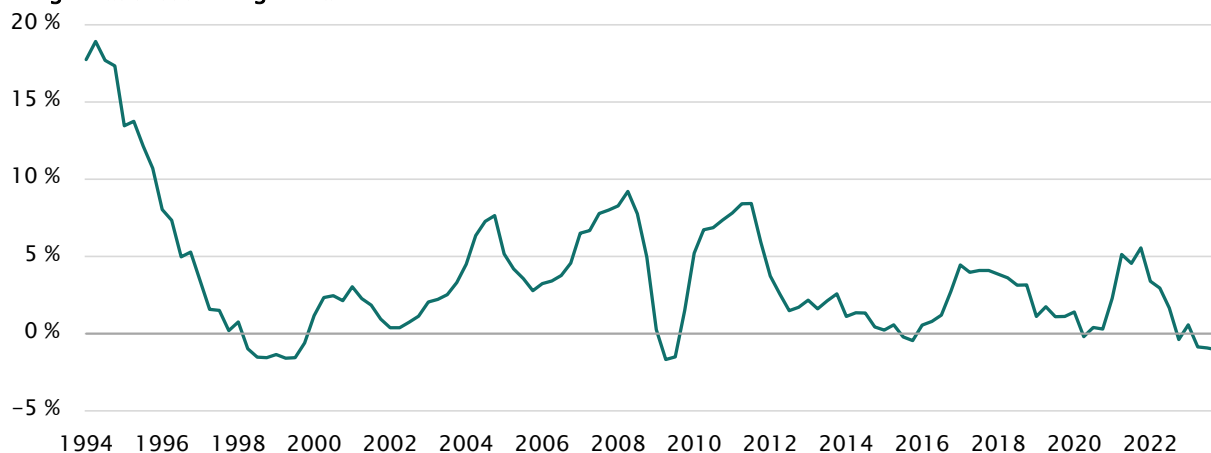


Deflation i Kina sænker globale prisstigninger

I øjeblikket er Kina på vej mod deflation, særligt på grund af prisfald som følge af en manglende indenlandsk efterspørgsel – se figur 6. Det kommer dog resten af verden til gode i form af billigere produkter fra Kina, hvoraf flere er af glimrende kvalitet. Kineserne eksporterer så at sige deres deflation til resten af verden. Udviklingen må forventes at fortsætte og måske endda forstærkes. Den kinesiske økonomi er fortsat meget afhængig af eksport, og deres bedste middel til at forblive konkurrencedygtige er at holde priserne lave. Med den store uudnyttede industrikapacitet bør det være muligt. De inflationære tendenser, vi ser flere steder, har derfor også en modvægt.

Figur 6. Kina kommer til at eksportere deflation

Årlig inflationsudvikling i Kina

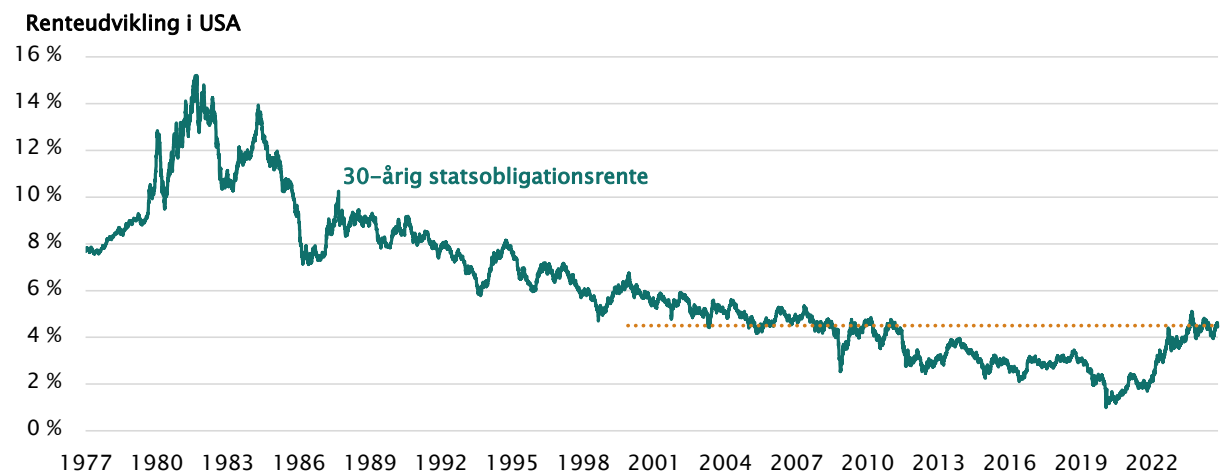


Kilder: Macrobond og Maj Invests egne beregninger.



I EU er frygten for deflation eller meget lav inflation, der dominerede årene efter finanskrisen, dog ubegrundet. Import fra Kina udgør en lille del af vores forbrug, og derfor vil EU opleve, at inflationen fortsætter omkring 2–3 pct. Det betyder også, at renterne nu er kommet tilbage på deres normale niveau og vil blive heromkring fremover. Som det fremgår af figur 7, lå den lange rente i USA relativt stabilt på omkring 4,5–5 pct. i perioden 2000–2010. USA er nu tilbage på dette niveau, og i vores optik var det perioden med nulrenter i ti år efter finanskrisen, der var den unormale. Renterne i Europa kan dog fortsat blive presset ned af det knap så positive vækstbillede, vi i øjeblikket ser. Men også her vil renterne genfinde deres normale niveau fra før finanskrisen. Det tager bare længere tid. Og formentlig skal obligationsrenterne i EU varigt ligge 1–2 procentpoint lavere end i USA i en lang periode.

Figur 7. Hvad er den "rigtige rente"?



Note: Den stiplede orange linje angiver det niveau, Maj Invest vurderer er det normale niveau siden 2000.

Kilder: Macrobond og Maj Invest.

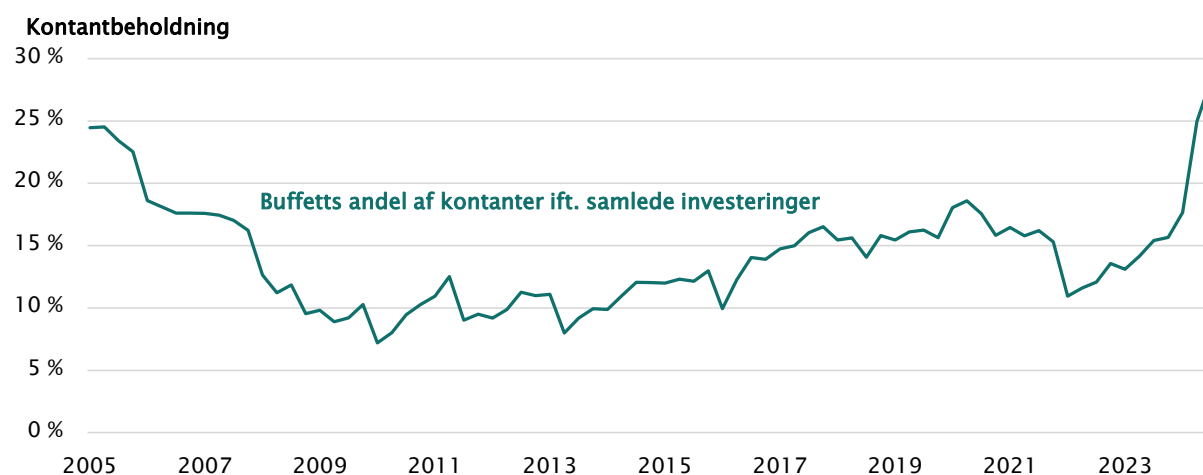


Hvad skal du gøre som investor?

Når man skal investere i dette nye økonomiske og finansielle miljø, bliver pejlemærkerne også anderledes. Man kan ikke undgå risiko ved at købe passive fonde, der følger aktieindeks. Og statsgælden er stigende i mange lande i et omfang, der gør, at mange statsobligationer heller ikke er lige så sikre som tidligere. Nogle mener, at dette problem kan løses ved at investere i kryptovaluta. I Maj Invest mener vi, at dette er en blindgyde. Global risikospredning, herunder investering i store globale aktier og højtratede virksomhedsobligationer samt statsobligationer i lande med høj rating (bl.a. Danmark), er formentlig den bedste form for værdibevarelse.

Skal man pege på sektorer, der giver god sikkerhed og solid indtjening, er det hele sundhedssektoren og forsvarsaktier. Derudover kan det måske betale sig at have lidt kontanter liggende klar, hvis der opstår muligheder i markedet. Det mener i hvert fald Warren Buffett, der i øjeblikket har en rekordstor kontantandel i sin portefølje – se figur 8. I næste udgave, der udkommer den 23. december, vil jeg skrive mere om, hvilke investeringsområder der har potentiale for afkast eller kan give rimelig sikkerhed i en ny Trump-verden.

Figur 8. Hvad gør Warren Buffett nu?



Note: Angiver Berkshire Hathaways andel af kontanter ift. de samlede aktiver.

Kilder: MacroMicro og Maj Invest.

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.