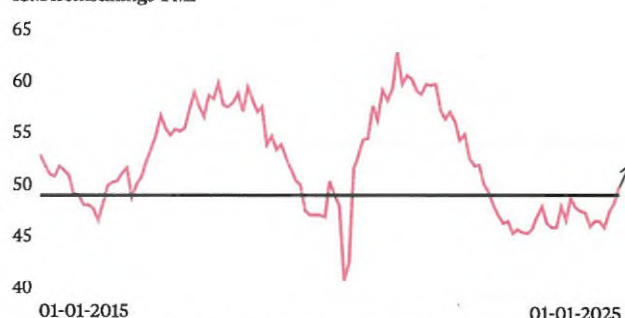


Økonomisk kommentar

En Trump-tsunami har ramt global økonomi

Fremgang i industrien vil øge amerikansk vækst

ISM fremstillings-PMI



Note: Tal over 50 indikerer øget vækst i industrien. Tal under 50 indikerer aftagende vækst i industrien. Den orange pil markerer Maj Invests forventninger til udviklingen i ISM-Indekset.

Kilde: Macrobond og Institute for Supply Management

Hvis man skal sammenfatte den globale økonomiske udvikling, siden Donald Trump blev indsat som præsident i USA 20. januar, kan det gøres enkelt. Ikke en dag er gået uden nye forslag og beslutninger fra Trumps nye regeringshold. Og tilmed beslutninger med betydelig økonomisk, politisk og militær rækkevidde. Nato-samarbejdet bliver nærmest dikteret af USA. Globale handelsaftaler rives i stykker. Gaza, Grønland, Panama og Canada skal være en del af USA, og ingen kan længere vide sig sikker. Politisk og økonomisk er det ikke længere G7, men derimod USA, der er det nye epicenter for økonomiske beslutninger. Man kunne næsten kalde det en ny Trump-tsunami, som fejer hen over verden.

Men heldigvis er global økonomi stærkere end en amerikansk præsident. Og mange glemmer, at USA trods alt kun råder over et hjemmemarked, der udgør 25 pct. af verdens efterspørgsel. Resten af verden har en økonomisk styrke på mere end det dobbelte af USA, selv når man ser bort fra lande som Rusland, Iran, Nordkorea og Cuba. EU har en stærk interesse i at fastholde en konstruktiv dialog med lande som Kina og Indien.

Men vi skal forstå, at dette er et "wakeuppall". EU skal styrkes. Der skal fokuseres på forsvar, energi, teknologi og økonomi. Samtidig skal der sik-

“Markederne fortæller os, at Trump er faret vild

res en enkel og effektiv beslutningsproces. En del regulering er relevant, særligt inden for beskyttelse af persondata herunder kontrol med de globale teknologigiganters indmarch i privatsfæren. Men alle de nye direktiver som CSRD, og hvad dertil hører, bør skrottes. Kan fordelene ved regulering ikke forklares enkelt og overbevisende til alle EU-borgere, skal de afskaffes. EU har siden finanskrisen bevæget sig i den forkerte retning, hvad regulering angår, og det er på høje tid at ændre kurs. Gerne et massivt kursskifte.

Finansmarkederne tager alt dette med knusende ro indtil videre. Og markederne fortæller os, at Trump er faret vild. Det er de europæiske og kinesiske aktier, der er steget mest i år – begge områder med mere end 10 pct. De amerikanske aktier kan ikke følge med de europæiske. Det er heller ikke længere Trumps to yndlingsinvesteringer, Tesla og krypto, der stiger.

Hvad angår told og handelskrig, har Trump dårlige odds – både over for Canada, Kina og EU. Når det kommer til militærindustri og teknologisk innovation, har USA langt de bedste odds. Og det er EU, der ser ud til at tabe slaget. Vi kan ikke følge med Kina og USA, når det gælder de tre forhold, som forventeligt vil dominere: EU er bagud på økonomisk vækst, på forsvarsinvesteringer og på teknologisk innovation.

Og vi er nok 10 år bagud. Stor ros til vores regering, som har indset dette og er i gang med at omformulere dansk politik på disse centrale områder. Det kræver et stærkt erhvervsliv og en stærk økonomi. Længere arbejdstid, større investeringer og mindre fokus på velfærd er vejen frem. Ideen om mere beskatning lyder som forslag fra folk, der lever i fortiden.

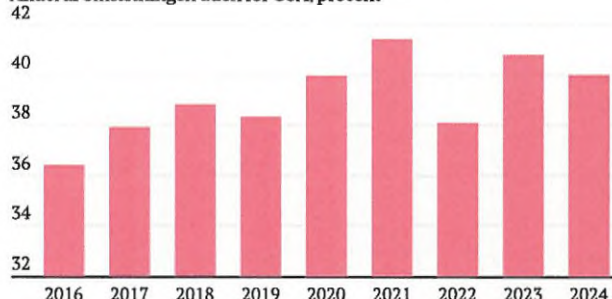
Solid amerikansk vækst

Amerikansk økonomi har længe været bemærkelsesværdig solid. De seneste par år er økonomien vokset stabilt med 3 pct. om året. Den stabile vækst har endda materialiseret sig på trods af modvind fra industrikonjunkturen. Amerikansk industri har oplevet tilbagegang i både 2023 og 2024, men udviklingen er nu vendt. De seneste PMI-tal for industrien, der viser indkøbschefernes forventning til fremtiden, viser, at den amerikanske industri igen vokser – se figur 1. Og de positive tendenser i industrien ser ud til at fortsætte. Lagrene i de amerikanske virksomheder er nemlig blevet nedbragt så kraftigt, at de nu igen skal genopbygges. Det betyder en længere periode med vækst i industrien.

Den fornyede vækst i industrien kommer oven i en i forvejen solid amerikansk økonomi. Den største drivkraft for økonomien, nemlig de amerikanske forbrugere, fortsætter

Amerikanske virksomheder er afhængige af resten af verden

Andel af omsætningen uden for USA, procent

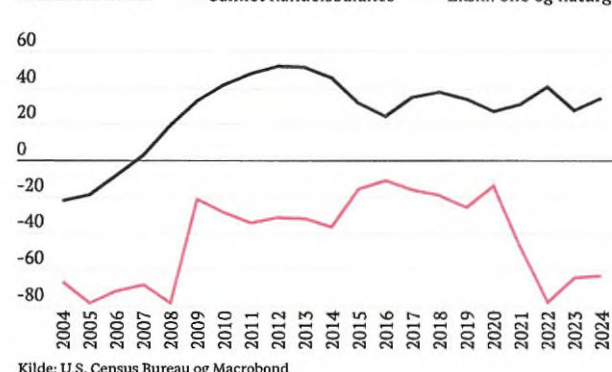


Note: Figuren angiver virksomhederne i S&P 500's andel af omsætningen uden for USA. Det er mellem 390-410 virksomheder i indekset, der opger dette årligt.

Kilde: Bloomberg og Maj Invest

USA's handelsbalance med Canada er positiv uden fossil energi

Milliarder dollar — Samlet handelsbalance — Ekskl. olie og naturgas



Kilde: U.S. Census Bureau og Macrobond

med at være i topform. Deres lønninger stiger 2 pct. hurtigere end inflationen, og det betyder, at efterspørgslen vil fortsætte med at stige. Kombineret med en fremgang i industrien vil det betyde, at den amerikanske økonomi også i de kommende år vil vokse med omkring 2,5 pct. om året.

Det betyder også, at USA fortsat vil købe store mængder af varer i udlandet. De amerikanske virksomheder kan ikke fra den ene dag til den anden opskalere deres produktion i en grad, der kan modsvare den stigende efterspørgsel fra forbrugerne. Det betyder, at amerikanske forbrugere fortsat vil handle med udlandet, uagtet Trumps højere toldsatser. Dermed vil væksten fra USA sprede sig som ringe i vandet til resten af den globale økonomi.

Trump mangler realitetssans

Trump vil "make America great again", og et af de bedste midler er ifølge ham selv højere toldsatser. For ham er det den eneste måde at bringe "retfærdighed" tilbage i den amerikanske handel med resten af verden. Man kan dog blive i tvivl om, hvorvidt Trump reelt forstår, hvor stor betydning den globale efterspørgsel har for amerikanske virksomheder og dermed amerikansk økonomi.

De store amerikanske koncerner er nemlig udpræget globale. Omkring 40 pct. af deres

omsætning kommer fra resten af verden – se figur 2. De officielle amerikanske handelstal viser ikke hele historien, da de ikke medtager amerikanske datterselskabers omsætning i

“Modsat EU stormer Kina frem

udlandet. Hvis man inkluderer disse, ser samhandlen med f.eks. Kina helt anderledes ud. I stedet for at have et handelsunderskud med Kina på 279 mia. dollar, har USA rent faktisk et lille handelsoverskud, når salg fra amerikanske datterselskaber i Kina medregnes.

Der er dermed ingen tvivl om, at global handel i høj grad også kommer USA til gode. Selvom man kan være i tvivl, er Trump formentligt klar over dette, og derfor forventer vi i Maj Invest, at global handel finder et nyt balancepunkt uden store økonomiske konsekvenser. Trump har dog brug for indtægter til den amerikanske statskasse, så han kan gennemføre de lovede skattelempelser, og for nu ser højere told ud til at være hans eneste løsning. Højere toldsatser vil derfor fortsætte med at fylde, men ingen,



Af Jeppe Christiansen

Adm. direktør for Maj Invest-koncernen, som forvalter investeringer for knap 85 mia. kr.

Blev i 1993 vicedirektør hos LD, i 1999 direktør i Danske Bank og i 2004 direktør for LD.

Uddannet cand.polit. fra Københavns Universitet i 1985 og blev i 2016 udnævnt til adjungeret professor ved institut for finansiering på CBS.

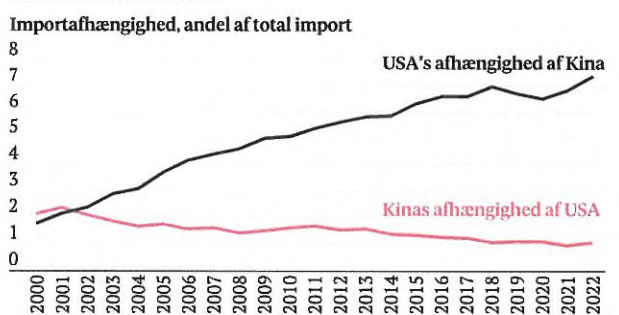
Bestyrelsesformand i Haldor Topsøe A/S, medlem af bestyrelsen i Novo Holdings A/S, Kirkbi A/S og USTC.

heller ikke Trump, har interesse i at skade den amerikanske og global økonomi. Træk derfor vejret og bevar roen.

Man kan dog ikke lade være med at undre sig over Trumps ageren. I forhold til Canada er de nye todsatser særligt bizarre. USA har overskud i den almindelige samhandel med Canada – se figur 3. Kun på grund af import af olie fra Canada får USA et samlet handelsunderskud. Og de amerikanske raffinaderier er helt afhængige af den energitætte canadiske råolie, da flere af dem ikke kan bruge den amerikanske skiferolie. Importen af olien er derfor nødvendig, og hvis det ikke bliver fra Canada, bliver det bare fra et andet olieeksporterende land. Om tolden reelt er en taktik for at presse Canada ind i USA som en ekstra stat, kan man ikke udelukke, men rent økonomisk giver tolden på Canada meget lidt mening.

En af de største svagheder ved Trumps handelskrig er den store handelsmæssige magt, Kina reelt har. Som figur 4 viser, er USA langt mere afhængig af import fra Kina, end Kina er af import fra USA. Kina kan stort set klare sig uden amerikansk import og har taget teknologiske spring, der mindsker afhængigheden af USA. Kina har derfor stærke kort på hånden, når det kommer til forhandlinger med Trump. Det er nok også ved at gå op for Trump. Selvom USA har lagt told på kinesiske varer, er

USA er langt mere afhængig af import fra Kina end omvendt



Note: Afhængigheden er målt på baggrund af produkter, hvor 1) import er dobbelt så stor som eksport, 2) en leverandør står for mindst 30 pct. af importen, 3) der er få globale leverandører.

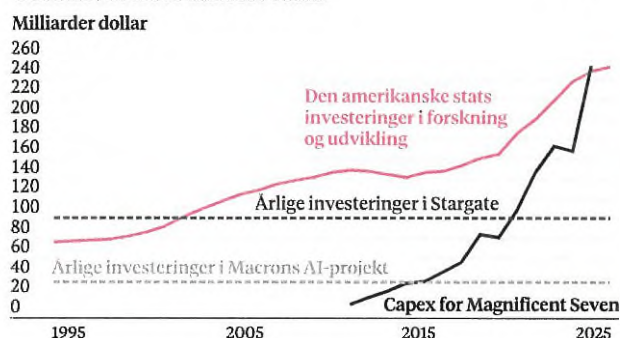
Kilde: Merics Trade Dependency Database, The Economist og Maj Invest

det længe siden, man har hørt om den 60 pct. told, som fyldte meget i Trumps valgkamp.

USA er foran på AI

AI-kapløbet er intensiveret markant de seneste måneder. USA er fortsat i front, Kina stormer frem, og EU er langt bagud. Hovedårsagen til den amerikanske dominans er enorme investeringer i området. Alene i 2024 investerede de store amerikanske teknologiaktier, som går under navnet "the Magnificent Seven", lige så meget som den amerikanske stat bruger på forskning og udvikling – se figur 5. Langt størstedelen af teknologivirksomhedernes investeringer relaterer sig i øjeblikket til AI. Og investeringerne vil kun vokse. Det anslås, at alene Google, Amazon, Microsoft og Meta vil investere 600 mia.

USA investerer massivt i AI



Note: Capex for Magnificent Seven er summen af virksomhederne Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia og Tesla. De stiplede linjer angiver de forventede årlige investeringer i Trumps Stargate projekt og Macrons nye AI-projekt.

Kilde: Bloomberg og Maj Invest

dollar i området i 2025. Derfor vil USA også fortsætte med at dominere AI-verdenen.

EU er desværre håbløst bagud. Først nu begynder investeringerne i området for alvor, men størrelsen på de europæiske investeringer kan ikke nå de amerikanske til sokkeholderne. Emmanuel Macron har søsat AI-projekter i Frankrig med et samlet investeringsbehov på 179 mia. dollar over de næste fem år. Det er en start, men fortsat kun lidt over halvdelen af, hvad de amerikanske teknologivirksomheder investerer på et enkelt år. Og vi skal formentlig igennem EU-udbud og administrative ansøgningsprocesser, før de europæiske AI-investeringer går i gang. EU mangler i den grad private teknologivirksomheder, venture kapital, mindre snærende regulering og mere privat foretagsomhed.

Modsat EU stormer Kina frem. Baidu, Tencent, Alibaba, Bytedance, Xiaomi og et utal af entreprenante nye kinesiske virksomheder har dygtige ingeniører og masser af risikovillig kapital. Kina står fuldt ud på egne ben, når det kommer til teknologi. Det er sket efter et langt sejt træk i Kina med stort fokus på uddannelser inden for teknik og matematik samt massive statslige subsidier til virksomheder og universitetsmiljøet. Det bærer nu frugt. Seneste store milepæl er AI-modellen fra Deepseek, der har indhentet

Open AI's Chat GPT og endda på blot en tyvendel af budgettet. Kina er langt foran EU og vil muligvis også indhente USA om 10 eller 20 år.

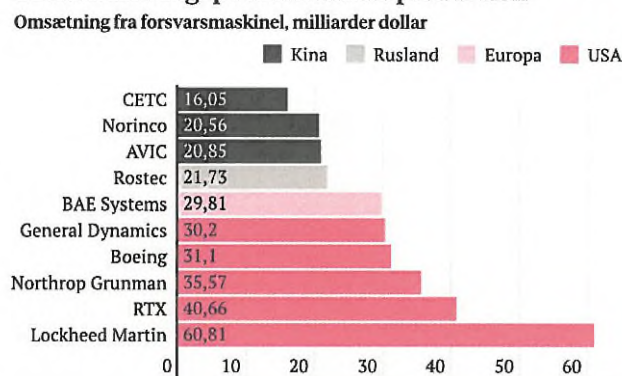
EU afhængig af USA's forsvarsindustri

Geopolitik har ikke fyldt mere siden murens fald. I EU har man negligeret forsvaret i årtier – i bagklogskabens lys naivt. Det betyder nu, at EU er dybt afhængig af militært isenkram fra USA. Ifølge tal fra Bloomberg lander 80 pct. af Nato-landenes investeringer i materiel hos amerikanske virksomheder. Resultatet ses tydeligt i figur 6 – ud af de ti største forsvarsproducenter er de fem største amerikanske. Europa har kun ét selskab i top-10. Heldigvis er Kina og Rusland langt efter USA, der er verdens ubestridte nummer et, når det kommer til militære ressourcer. Det gør Trump-administrationens nuværende kurs vedrørende militært engagement i Europa desto mere alvorlig. EU er nødt til at investere massivt i forsvaret generelt, men særligt i EU's egen forsvarsindustri. Efterspørgslen efter forsvarsmateriel vil derfor være strukturel i mange år fremover.

Investorerne skal være forsigtige

Det store spørgsmål er, hvordan man som investor skal forholde sig? Det korte svar er, at man skal udvise forsigtighed. Overskriften for 2025 er nemlig: "High risk but not high return". De mindst usikre investeringer er korte obligationer, med høj rating, og lidt ud af risikoskalaen kommer store globale likvide value-aktier samt velbeliggende ejendomme. Guldinvesteringer kan på mange måder være relevante i en tid med stor geopolitisk usikkerhed. Hvordan man skal gribe det an afhænger af den risikoprofil, man selv har. Man bør nok sænke sine forventninger til afkast, fordi høje afkast – efter vores vurdering – er svære at opnå i dette marked. De fleste

USA sidder tungt på den militære produktion



Note: Data for Rostec og CETC er forbundet med høj usikkerhed. Omsætning uden for forsvarsindustrien er udelukket med undtagelse af Rostec pga. data mangel.

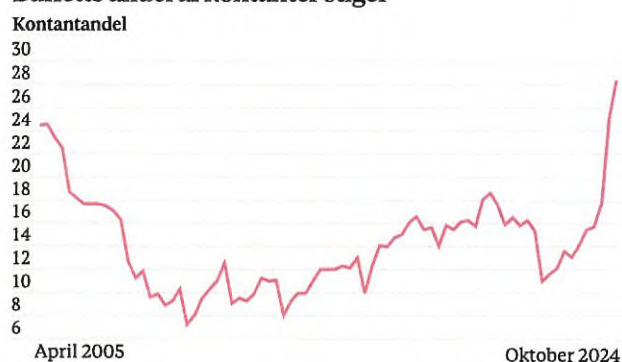
Kilde: Sipri Arms Industry Database

“

Man bør nok sænke sine forventninger til afkast

investeringstyper handles allerede til meget høje priser. Vil man have portefølje-ideer, kan Warren Buffetts portefølje tjene som god inspiration. Han har en stor formue og en stor risikotolerance. Alligevel placerer han en stigende andel af formuen i kontanter og obligationer – se figur 7. Men bemærk også, at Buffett stadig har mange store likvide globale aktier. Vi er derfor tilbage til de grundregler, som gælder kapitalforvaltning: Sørg for at købe likvide værdipapirer, sørg for god global spredning, og hold en likvid reserve. Ønsker man mere afkast, og accepterer man en højere risiko, kan forsvarsaktier og sundhedsaktier være et muligt alternativ for en mindre del af porteføljen. Her er nemlig tale om strukturel vækst i omsætningen de kommende mange år.

Buffetts andel af kontanter stiger



Note: Angiver andelen af kontanter ift. de samlede aktiver i Berkshire Hathaway, hvor Warren Buffett er adm. direktør og bestyrelsesformand.

Kilde: MacroMicro og Maj Invest