

Q1 2025

Den regionale faktor får øget betydning

USA udgør 4 pct. af verdens befolkning, 25 pct. af verdens BNP og 35-40 pct. af virksomhedsindtjeningen verden over. Men med mange års outperformance af amerikanske aktier udgør USA nu hele 66 pct. af verdens aktiemarkeder målt på kapitaliseret værdi. De seneste års dominans af amerikansk teknologi og amerikanske aktier er dog blevet udfordret her i begyndelsen af Donald Trumps anden præsidentperiode. De amerikanske aktier har klaret sig betydeligt dårligere end resten af verden siden valget af Trump og har i høj grad været drevet af nedgang i de største amerikanske teknologivirksomheder.

Så sent som i december var investorerne mere positive end nogensinde før ift. fortsat amerikansk dominans på aktiemarkedet, se figur 1. I december var amerikanske aktier overvægtet i globale porteføljer af 36 pct. af de adspurgte porteføljeforvaltere (netto) i en undersøgelse foretaget Bank of America. Det er det højeste niveau nogensinde. Samme undersøgelse viste desuden den højeste overvægt af amerikanske aktier ift. til aktier i

eurozonen siden 2012, året for gældskrisen i euroområdet.

Vi mener, der er et vigtigt budskab i denne nye – og for de fleste – overraskende nedtur i amerikanske aktier. Trump-administrationen søger fuldstændigt at omskrive rammerne for USA's globale forsvars- og sikkerhedspolitik, handels- og udenrigspolitik samt rammerne for reserveaktiver. Samtidig er målet at omstrukturere den indenlandske økonomi, så den bevæger sig fra en offentlig sektor drevet vækst over mod højere vækst i den private sektor.

Den mest dramatiske begivenhed for mange af USA's vigtige allierede har været erkendelsen af, at de ikke længere blindt kan stole på den amerikanske militærparaply. Dette har fået Europa til at vågne op og betræde en ny, bekostelig og vanskelig vej for at blive mere uafhængig af USA. Det er svært at overvurdere de potentielle effekter af denne udvikling. Mest sandsynligt vil "America First" og indførelsen af toldtariffer tvinge andre lande til at forfølge deres egne nationale dagsordner. Andre lande vil sikre deres egne natio-



MARKEDSFØRING

Morten Springborg
Tematisk Specialist
C WorldWide Asset Management

“

Nationer vil knytte stærkere økonomiske og finansielle bånd med tætte strategiske og regionale allierede. Disse markante ændringer kan ikke undgå at påvirke kapitalmarkederne med betydelige regionale konsekvenser. Dette giver anledning til en ny vigtighed af den regionale faktor for globale investorer.

nale interesser ved at beskytte den indenlandske industri og tage større ansvar for deres forsvar ved at indgå nye alliancer og søge fælles fodslag med nye, typisk regionale partnere. Måske er det mere ildevarslende – når alle er sig selv nærmest, og når det historiske samarbejde baseret på en såkaldt “regelbaseret orden og tillid” falder fra hinanden – at det efterlader et vakuum af ustabilitet og volatilitet. Denne udvikling sætter yderligere fart på styrkelsen af Nationalstaten. Nationer vil knytte stærkere økonomiske og finansielle bånd med tætte strategiske og regionale allierede. Disse markante ændringer kan ikke undgå at påvirke kapitalmarkederne med betydelige regionale kon-

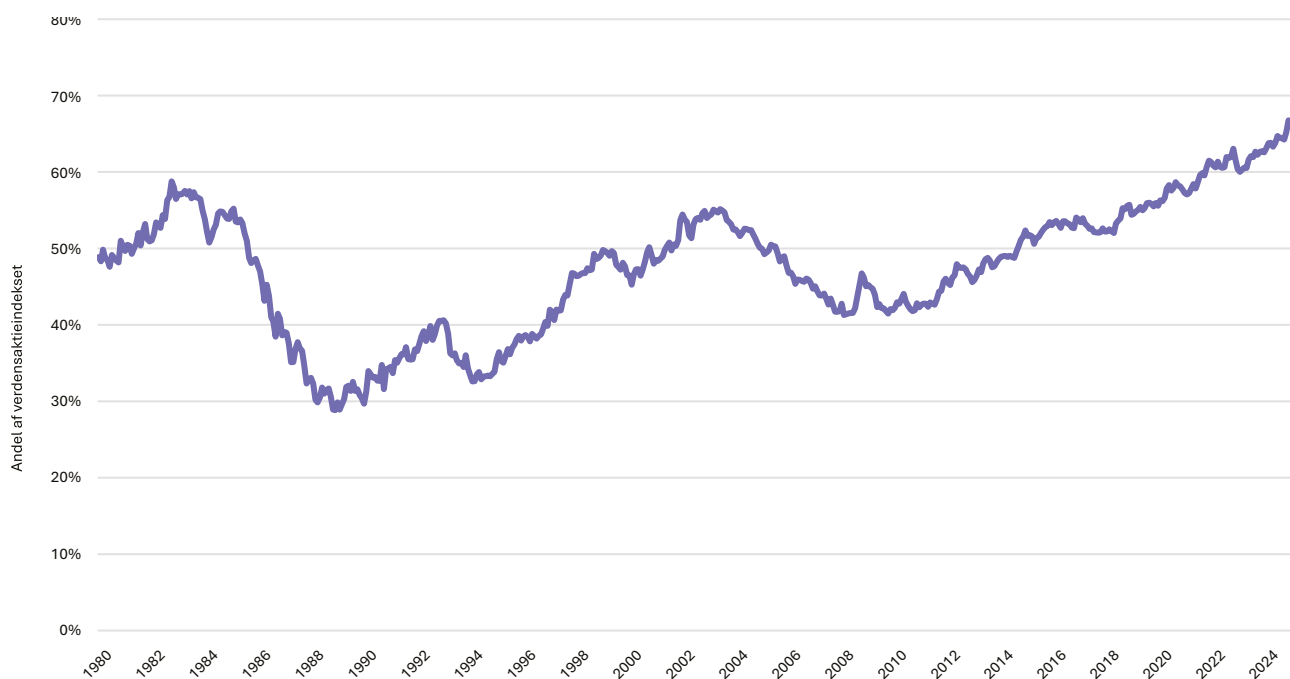
sekvenser. Dette giver anledning til en ny vigtighed af den regionale faktor for globale investorer.

USA's særlige status under opbrud

Trump-administrationen forsøger med rette at adressere uholdbarheden af statsunderskuddet og den stigende gældsætning, da dette udgør en reel trussel mod USA's økonomiske stabilitet. Den høje amerikanske vækst og virksomhedernes rentabilitet er blevet styrket af et højt finanspolitisk budgetunderskud, hvilket er uholdbart på længere sigt. Offentlige underskud bidrager direkte til virksomhedernes overskud via den såkaldte Kalecki-ligning¹. Store finanspolitiske underskud

Figur 1

Det amerikanske aktiemarked fylder mere og mere



Kilde: MSCI, marts 2025

1 Overskud = Investeringer-Opsparing+Budgetunderskud+Nettoeksport

tilfører likviditet til økonomien og stimulerer efterspørgslen, som dermed øger virksomhedernes indtægter og overskud. Denne dynamik har været en vigtig drivkraft for udviklingen i amerikanske aktier det sidste årti, da USA har ført en af de mest lempelige finanspolitikker blandt de større økonomier.

Men hvis der indføres nye politikker, der sigter mod at reducere det statslige budgetunderskud, såsom "DOGE"-tiltaget fra Elon Musk, kan indflydelsen på virksomhedernes overskud blive signifikante. Hvis det alt andet lige lykkes den amerikanske administration at sænke budgetunderskuddet fra 7 til 3 pct. inden 2028, vil overskuddet i de amerikanske virksomheder ifølge Kalecki-ligningen alt andet lige falde i omegnen af 25 pct.

Endelig vil indførelsen af de nye tariffer og usikkerheden om den fremtidige retning påvirke økonomien negativt og svække erhvervslivets og

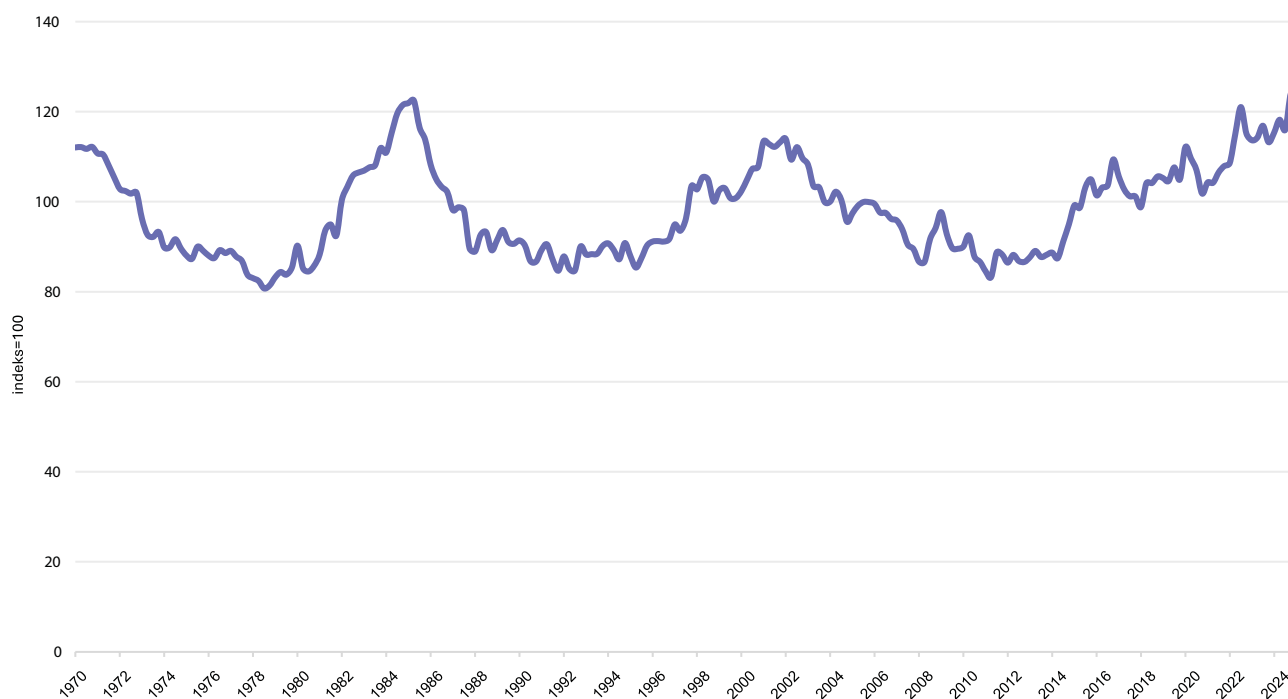
forbrugernes tillid. Faldende aktivpriser, først og fremmest faldende aktiemarkeder, kan føre til en betydelig svækkelse af privatforbruget pga. negative velstandseffekter. En nylig artikel i Wall Street Journal refererer, at 10 pct. af de rigeste amerikanere står for halvdelen af det amerikanske forbrug.

Endelig spiller den høje værdi af US-dollar en central rolle i MAGA's syn på årsagerne til udfordringerne i den amerikanske økonomi. Analysen er, at dollaren skal falde i værdi for at reducere underskuddet på handelsbalancen og flytte produktionen tilbage til USA. Denne analyse har på sin vis sin berettigelse, da mange anser dollaren lige så stærk og overvurderet siden 1985, hvor vi så Plaza-aftalen blev indgået.

Lægger vi disse forhold sammen, kan man sagtens forestille sig en lavere selskabsindtjening og lavere kapitalstrømme til USA, som derved får dollaren til at falde. Dette kan påvirke prisfastsættelsen af de

Figur 2

Dollarudvikling målt i handelsvægtede termer



Kilde: Bloomberg, marts 2025

“

Europa gennemgår nu en historik hurtig transformation drevet bl.a. af: Ønsket om strategisk autonomi, Tysklands markante finanspolitiske skifte og Europas plan om at bruge forsvarsudgifter til at stimulere økonomien og fjerne interne barrierer inden for det indre marked.

amerikanske aktier og dermed vende den positive spiral, der har været grundlaget for den exceptionelle udvikling på det amerikanske aktiemarked. De amerikanske aktiers andel af det globale aktiemarked kan derfor have toppet, og måske står vi ved begyndelsen til en normalisering af andelen fra de nuværende knap 70 pct. til en andel tættere på 50 pct. C Worldwides globale strategi er aktuelt undervægtede i amerikanske aktier.

Oprustning og lempelig finanspolitik i Europa

Europa har næsten kronisk underperformet – både mht. økonomisk vækst og på aktiemarkedet – siden finanskrisen i 2008. Kontinentet har været udfordret af den private sektors behov for at mindske gældsætningen og de selvskabte begrænsninger i landenes mulighed for at føre en mere lempelig finanspolitik. Hertil kommer, at erhvervsstrukturen er tung inden for de gamle industrier som bil- og kemisektoren, mens investeringer og udvikling inden for fremtidens vækstindustrier har haltet bagefter. Eller sådan er den gængse opfattelse i hvert fald.

Men alt dette er nu kommet til en ende. Med Donald Trump har Europa fået et chok, der kræver en ny fundamental tilgang til finanspolitik, forsvarsbudgetter og økonomisk vækst. Dette seismiske skift er antændt ved Trumps handelskonflikt med EU, antydningen om at trække sig ud af NATO, fredsdiskussionerne med Rusland om Ukraine uden om Europa og standsningen af militær bistand til Kiev. Denne aggressive adfærd har tvunget de europæiske nationer til at genoverveje deres langvarige antagelser om transatlantiske forbindelser og sikkerhedsgarantier. Hele grundlaget for europæisk politik siden 1945.

Europa gennemgår nu en historik hurtig transformation drevet bl.a. af: Ønsket om strategisk autonomi, Tysklands markante finanspolitiske skifte og Europas plan om at bruge forsvarsudgifter til at stimulere økonomien og fjerne interne barrierer inden for det indre marked. Dette har udløst en kapitaltilstrømning til europæiske aktier i et tempo, vi sjældent har set. Og mens de amerikanske aktier faldt i 1. kvartal, steg de europæiske.

Anskuet gennem Kalecki-ligningen er Europas, og særligt Tysklands, frigørelse af de stramme rammer for finanspolitikken et seismisk skifte for indtjeningsudsigterne i Europa og værdiansættelsen af de europæiske aktier. Planen lyder på at bruge årligt næsten 2,2 pct. af BNP på forsvar og infrastruktur over det næste årti. Hertil kan Europas forsvarsplan "ReArm Europe" stå for investeringer op imod euro 800 mia. Dette er ca. 0,5 pct. af BNP årligt.

Europa befinder sig nu i en krigstidsøkonomi. Ursula von der Leyen beskriver den som "en ny æra med oprustning." En krigsøkonomi betyder grundlæggende ændrede nationale prioriteter og omlægning af ressourcer fra civilt forbrug til militære behov. Dette er et nyt økonomisk paradigme.

For at sikre en effektiv ressourceallokering betyder krigsøkonomier ofte, at regeringsmagten bliver mere centraliseret, også ift. styring af erhvervslivet. Vi er ikke nået dertil endnu, men vi ser allerede, at regeringerne opfordrer til konsolidering blandt forsvarsvirksomhederne i Europa, og der har været opfordringer til, at europæisk kapital investeres i europæisk forsvar og relaterede virksomheder. Et eksempel er den meget lidt konkurrencedygtige europæiske bilindustri, som står til at blive hårdt ramt af tariffen. Med den "utilsigtede bistand" fra præsident Trump er vi nu tættere på, at bilprodu-

centerne begynder at omdirigere produktionskapacitet til den europæiske forsvarssektor².

Europa-Kommissionen arbejder på at reducere kapitalstrømningen ud af Europa, herunder at stoppe kapital for EUR 300mia. om året, der i dag går til USA. Både præsident Macron og den tidligere præsident for Den Europæiske Centralbank Mario Draghi har fremhævet, at EU skal styrke sine finansielle markeder, forbedre industripolitikken og investeringsbetingelserne for at fastholde europæisk kapital inden for regionen og understøtte den europæiske vækst.

Vi ser hermed ind i en udvikling i USA med strammere finanspolitik og lavere vækst, mens billedet for Europa er mere positivt med en lempelig finanspolitik og højere vækst. Hertil er de hårde stramninger i Sydeuropa siden finanskrisen også ved at være et overstået kapitel, hvor Sydeuropa i dag er den hurtigst voksende region i Europa. F.eks. var væksten i Spanien i 2024 på 3,2 pct.

I betragtning af de senere års store kapitalstrømme fra Europa til USA, skal der ikke større ændringer i disse flows til, førend det kan have en positiv effekt på de mindre aktiemarkeder i Europa. Og det er netop det, vi er begyndt at se i 1. kvartal 2025. C Worldwides globale strategi har en overvægt i europæiske aktier.

Fordel med en stor indenlandsk økonomi i emerging markets

Den potentielt større spredning af de internationale kapitalstrømme og en svagere dollar, som det mest sandsynlige scenarie, er generelt positivt for emerging markets, hvilket kan skabe en positiv spiral for disse markeder.

Vi har generelt en præference for lande i Asien, som har en stor indenlandsk orienteret økonomi,



2 Volkswagen vil gerne genåbne produktion af militærudstyr til Tyskland

som f.eks. Indien. I en mere usikker verden, hvor globaliseringen er under pres, og den regionale faktor har større betydning, er det naturligt at have fokus på lokale frem for globalt afhængige og eksporttunge økonomier.

Indiens selskaber er kun i mindre omfang afhængige af eksportmarkederne sammenlignet med mange andre lande. Samtidigt har Indien en stærk indenlandsk økonomi og er godt positioneret til at blive en af de største vindere i den nye multipolære verdensorden, hvor de globale virksomheder ønsker at udbygge og gøre deres forsyningskæder mere robuste. Premierminister Modis økonomiske reformer ift. at fremme investeringer og det private erhvervsliv, kombineret med Indiens massive udbygning af fysisk og digital infrastruktur baner, sammen med en stærkt voksende middelklasse, vejen for en mangeårig rejse med høj og forudsigelig vækst.

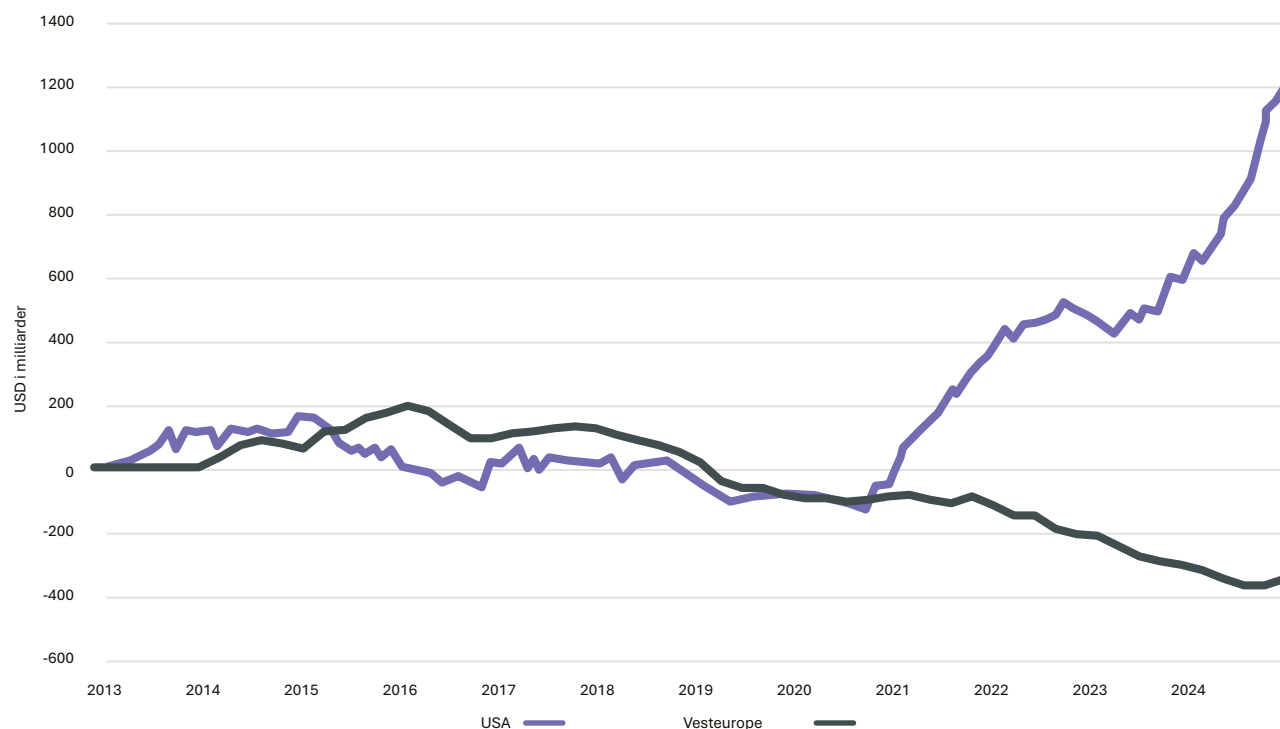
Udsigterne for multinationale selskaber?

Alt andet lige er en mere fragmenteret og regional verdensøkonomi ikke gode nyheder for de globale såkaldte platformsvirksomheder, som har nydt godt af globaliseringstrenden i de seneste årtier. Mange globale virksomheder har dog forstået vigtigheden af at være lokale og globale på en og samme tid.

Et eksempel er den svenske producent af låse Assa Abloy, som gennem tre årtier har nydt godt af globaliseringen med stigende eksport til hele verden. Alligevel tror vi, at virksomheden kan fortsætte væksten i den nye mere regionale og fragmenterede verdensøkonomi. Årsagen er at de stærkere nationale grænser skaber en konkurrencebarriere for nye aktører, men som omvendt beskytter de etablerede. Assa Abloy globale dominans giver selskabet en stor fordel på produktionsomkostninger, hvilket gør det svært for lokale aktører at konkurrere. Endelig er amerikanske toldsatser

Figur 3

Akkumulerede aktieinvesteringer, USA og Europa



Kilde: EPFR Global and AB, marts 2025

“

De stærkere nationale grænser skaber en konkurrencebarriere for nye aktører, men som omvendt beskytter de etablerede.

formentlig en fordel. Det amerikanske marked udgør 47 pct. af salget, hvoraf ca. 2/3 af materialeomkostningerne ligger i USA. Importdelen er primært låse til boliger, hvor ca. 85 pct. er importeret – sandsynligvis størstedelen fra Mexico. Dette synes umiddelbart som en trussel, men Assa Abloy's største amerikanske konkurrent står i samme situation. Med førende mærker, større produktionsfleksibilitet og mulighed for at øge produktionen i USA, kan virksomheden navigere i denne nye virkelighed, og måske endda styrke konkurrencepositionen.

Stigende usikkerhed kræver aktive beslutninger

Vi vidste, at valget af præsident Trump ville skabe usikkerhed og mulige udsving på aktiemarkedet. Vi har nu erfaret, at uforudsigelighed er et instrument i Trumps politiske værktøjskasse. Som global aktieinvestor er dette den nye virkelighed, vi skal navigere i, og det skaber mere usikre markedsudsigter.

Vi ser dog, at vores langsigtede tankegang med fokus på strukturelle væksttemaer gør særlig nytte i dette miljø, hvor værdien af forudsigelighed stiger

i takt med den stigende usikkerhed. Vi har således har altid forsøgt at finde investeringer med høj forudsigelighed frem for at vælge virksomheder med de højeste forventede vækstrater.

Når det er sagt, vil Trumps nuværende politiske tiltag utvivlsomt trække langsigtede spor. Som nævnt har vi sandsynligvis set toppen af den amerikanske dominans på aktiemarkedet, og vi forventer et øget fokus på regionale økonomiske og finansielle transaktioner. Dette har konsekvenser for vores langsigtede aktiv-allokeringer og påvirker beslutningerne ift. valg af enkeltaktier.

Som et eksempel har vi for nyligt tilføjet to amerikanske selskaber, der alene sælger på hjemmemarkedet til vores globale portefølje; Progressive, som er et førende lavpris-bilforsikringselskab og Republic Services, som en førende leverandør af ikke-farligt affaldshåndtering. Dette er to lokale industrier, som i høj grad synes afskærmet fra den aktuelle usikkerhed. Omvendt har vi solgt Sony, som er en multinational virksomhed, der har klaret sig godt, men nu står over for større usikkerhed. Dette er et eksempel på vores aktive forvaltning, hvor forudsigelighed og risikostyring er en grundlæggende prioritet.



**C WorldWide Asset
Management
Fondsmæglerselskab
A/S**

Dampfærgevej 26
2100 København

Tel.: +45 35 46 35 00
Web: cww.dk
Mail: cww@cww.dk

Dette er markedsføringsmateriale. Denne publikation er udarbejdet af C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CWW AM). CWW AM er et dansk registreret selskab med adresse på Dampfærgevej 26, 2100 København, Danmark, med CVR-nummer 78420510. CWW AM er porteføljeforvalter for Investeringsforeningen C WorldWide. Publikationen er alene ment som generel information og udgør ikke et tilbud eller en opfordring til at gøre tilbud, ligesom den ikke skal betragtes som investeringsrådgivning eller som investeringsanalyse. De tilkendegivne holdninger er alene gældende på datoen for publikationen. Publikationen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW AM anser for at være pålidelige. Alle rimelige forholdsregler er taget for at sikre informationens korrekthed og nøjagtighed. Dog garanteres korrekthed og nøjagtighed ikke, og CWW AM påtager sig intet ansvar for eventuelle fejl eller udeladelser. Alle tal er baseret på historiske afkast. Historiske afkast er ingen indikation for fremtidigt afkast. Afkast kan stige eller falde som følge af udsving i valutakurserne. Publikationen må ikke reproducere eller distribueres, hverken helt eller delvist, uden forudgående skriftlig tilladelse fra CWW AM. Der henvises til prospektet for Investeringsforeningen C WorldWide og dokumentet med central information, inden der træffes en endelig investeringsbeslutning. Dokumenterne kan, sammen med et sammendrag af investorrettigheder, findes på cww.dk.