

April 2025

MAJ INVEST SPECIAL EDITION

Trumps handelskrig

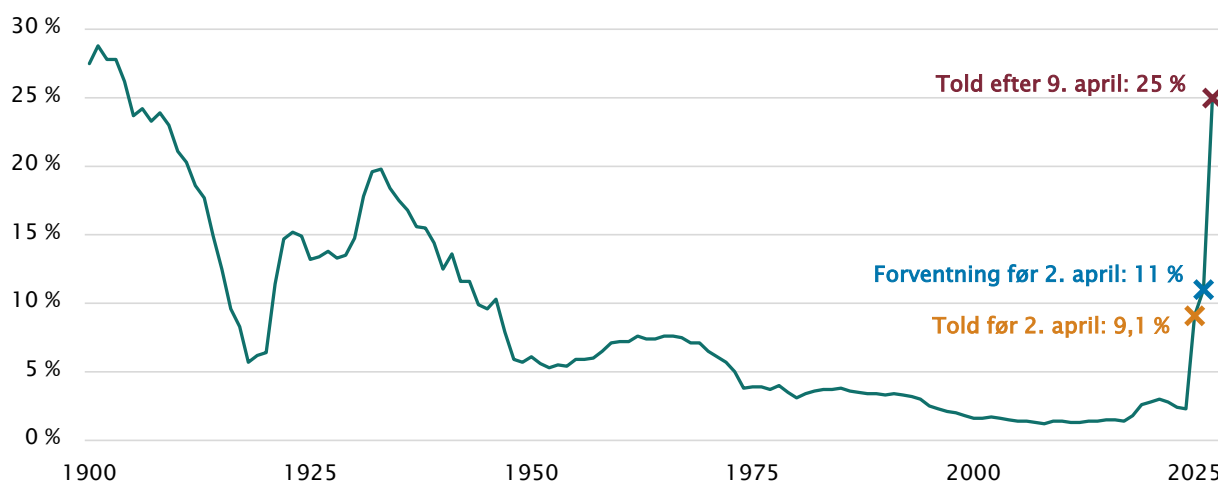




Historiske toldsatser

Trump's toldcirkus kører for fulde drøn. Udmeldingerne er mange og modsatrettede. Som investor gælder det om at bevare overblikket. Trump vil hæve de amerikanske toldsatser fra et niveau på cirka 2 pct. til et niveau omkring 25 pct. efter de seneste udmeldinger 9. april. Det betyder, at satserne når op på et niveau, som ikke er set siden 1930. Dengang var USA også verdens økonomiske stormagt, men alligevel valgte præsident Herbert Hoover at pålægge alle andre lande en ny høj told, så toldsatserne dengang steg fra ca. 12 pct. til 20 pct., se figur 1. Det udløste en handelskrig, der ramte den almindelige amerikaner hårdt. Hoover blev hurtigt ekstremt upopulær og tabte valget i 1932 til demokraten Roosevelt. Ligesom i dag advarede en række økonomer dengang imod Hoovers toldsatser, men også dengang blev kritikken overhørt.

Figur 1. Amerikanske toldsatser i et historisk lys, effektiv toldsats

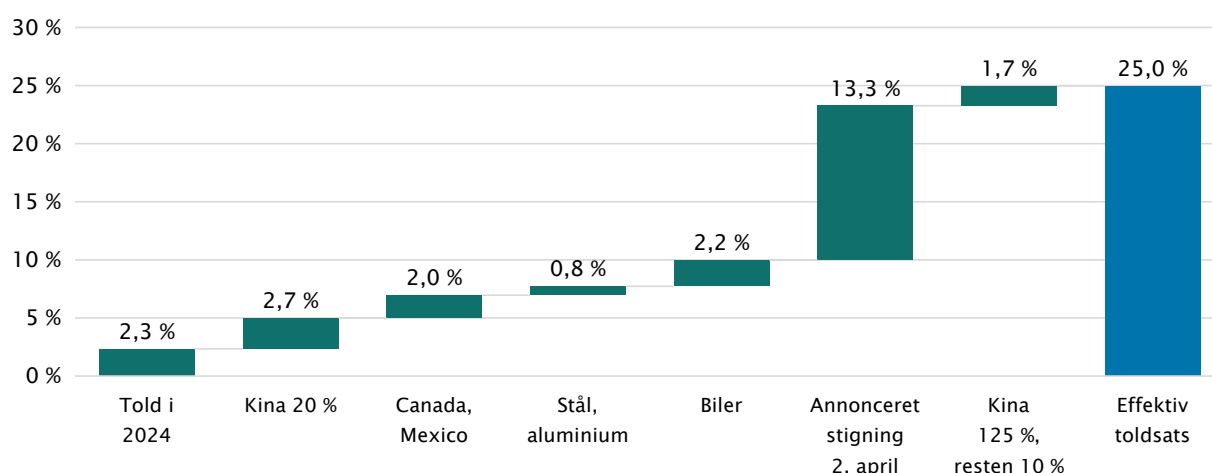


Kilder: Macrobond, United States International Trade Commission, BCG og Maj Invest.



Trumps politik er næsten en kopi, med den skærpene omstændighed at USA reelt træder ud af alle WTO-aftaler og nu forhandler (dikterer) nye handelsaftaler med de relevante lande. Kina er særligt hårdt ramt og bliver efter det seneste forslag d. 9. april pålagt en samlet told på i alt 125 pct. Figur 2 viser udviklingen i Trumps toldpolitik, siden han tiltrådte den 20. januar.

Figur 2. Udviklingen i Trumps toldpolitik, effektiv toldsats



Note: Effektive told viser værdien af den pålagte told ift. den samlede importværdi. Ændringer i den effektive toldsats er baseret på 2024-importandele.

Kilder: J.P. Morgan og Maj Invest.

200 års historik understreger, at den globale vækst er blevet markant styrket af samhandel og arbejdsdeling. Derfor ved vi, at Trumps toldpolitik vil trække den globale vækst ned. Spørgsmålet er alene, hvor voldsom handelskrigen bliver, og dermed, hvor meget den globale vækst vil blive svækket. Vi ved, at Kina indtil videre har svaret igen med toldsats på 84 pct. og restriktioner på eksport af kritiske råvarer. Ligeledes vil EU gradvist indføre told mod amerikanske virksomheder, afhængigt af om USA ønsker at forhandle med EU.

Aftalebrud, skiftende meldinger og beslutninger truffet på baggrund af særinteresser er dårligt nyt. Globale investorer og centralbanker, der styrer renter og likviditet, ønsker ikke usikkerhed. Usikkerhed betyder, at risikopræmierne stiger, hvilket medfører faldende aktiekurser og ustabile renter.

Den globale vækst bliver nu nedjusteret. Derfor vil aktiekurserne finde et nyt og lavere niveau. Det kan tage måneder, før vi igen får finansiel stabilitet, men før eller siden vil den vende tilbage.

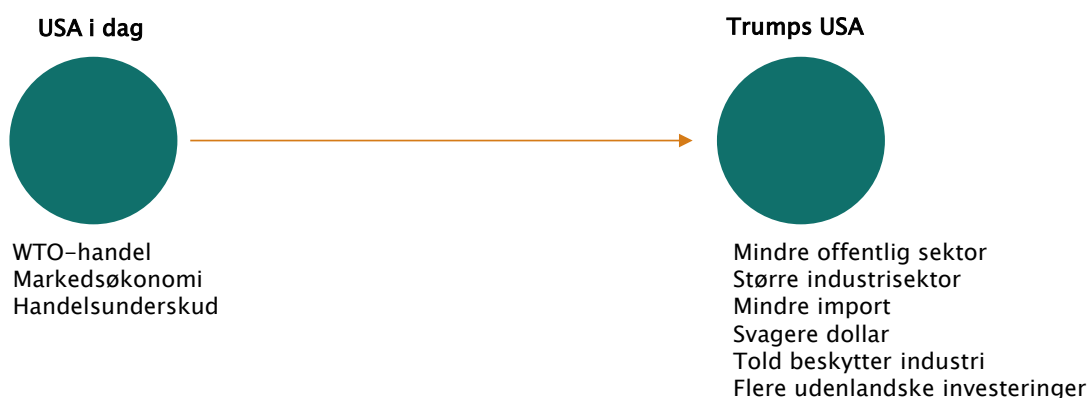
Med andre ord er Trump-administrationen formentlig på vej mod en meget problemfyldt periode. Hos Maj Invest vurderer vi, at Team Trump vil tabe denne handelskrig, men formentlig erklære sig som vindere, når konflikten finder sit nye balancepunkt.

Hvorfor er Trumps så fascineret af told?

Trump's store fokus på told skyldes flere faktorer, der alle er en del af hans overordnede plan om at skubbe amerikansk økonomi i en ny retning, se figur 3. Trump's toldfokus er et forsøg på at opnå følgende:

- Mindske handelsunderskuddet på varer – du kan læse mere på side 13
- Øge statens indtægter
- Genoplive industrien i USA
- Mindske afhængigheden af udlandet

Figur 3: Trumps økonomiske drøm



Note: WTO-handel angiver handel underlagt handelsaftaler indgået under verdenshandelsorganisationen, WTO.

Kilde: Maj Invest.



Trump mener, at USA i årtier er blevet snydt af resten af verden, når det kommer til samhandel. Han mener, at told er den eneste måde at rette op på problemet. Faktum er dog, at Trumps økonomiske fundament er mangelfuldt, og at tolden ikke vil få den ønskede effekt. Trump ønsker at forbedre amerikanske virksomheders konkurrenceposition gennem aggressiv toldpolitik kombineret med svækkelse af dollaren. Økonomer i Trumps bagland mener, at dollarens status som global reservevaluta har gjort den "overvurderet". Ifølge dem er det den overvurderede dollar, der ligger til grund for det store handelsunderskud.

Det er dog helt misforstået. Dollarens status som global reservevaluta giver USA økonomisk magt og finansiell stabilitet. Det store handelsunderskud på varer opstår, fordi amerikanerne sparer for lidt op. I årevis har skiftende præsidenter givet befolkningen ufinansierede skattelettelser, der har ført til et stort offentligt budgetunderskud. Det amerikanske forbrug er af den grund blevet for stort til, at producenter i USA kan følge med. Derfor er import fra udlandet nødvendigt.

Højere told vil derfor ikke løse problemet. Tolden kan potentielt øge statens indtægter og finansiere Trumps skattelettelser, da varer fra udlandet fortsat er nødvendige. Man skal dog forstå, at det bliver de amerikanske forbrugere, der betaler prisen i form af højere inflation – ikke udlandet, som Trump tror. Told er nemlig i de fleste tilfælde en skat på forbrug.

Flere tillægger Robert Triffin en rolle i diskussionen. Tilbage i 1959 opstillede han sin teori om, at dollarens rolle som reservevaluta vil lede til permanente handelsunderskud, da det er den eneste måde at få valutaen ud over landets grænser. Det er dog kompliceret at sammenligne økonomiske teorier over tid. Selvom Triffins tanker var helt korrekte i 1959, ser verden i dag helt anderledes ud. Finansverdenen er globalt smeltet sammen, og USA kan skubbe dollaren ud i den globale økonomi ved at investere i udenlandske aktier, obligationer og ejendomme. Derfor behøver dollarens status som reservevaluta ikke at være lig med handelsunderskuddet.



Et konkret eksempel er den tyske D-mark, der var reservevaluta i Europa før euroen. Tyskland havde i lange perioder handelsoverskud, så det er ikke umuligt.

Præmissen om, at dollaren som reservevaluta er skyld i handelsunderskuddet, og at høje toldsatser kan udjævne det, som det udlægges af Trumps økonomiske rådgiver Stephen Miran, er dermed forkert. Derfor bliver det en meget høj pris, Trump og USA skal betale for at øge statens indtægter og genoplive den amerikanske industri – hvis det overhovedet kommer til at lykkes. Det hjælper i hvert fald ikke på situationen, at USA udviser migranter – særligt ikke når de udgør helt nødvendig arbejdskraft for, at planen kan lykkes.

Effekten af en genoplivning af industrien bliver måske også mindre, end Trump håber. Den anerkendte økonom Paul Krugman opsummerer situationen ganske fint i en podcast udgivet af *The New York Times*: Hvis handelsunderskuddet blev elimineret og al produktion kom tilbage til USA, ville andelen af arbejdsstyrken i industrien kun stige fra 10 pct. til 12,5 pct. Det er småting og næppe noget, der er værd at sætte den globale verdenshandel over styr for.



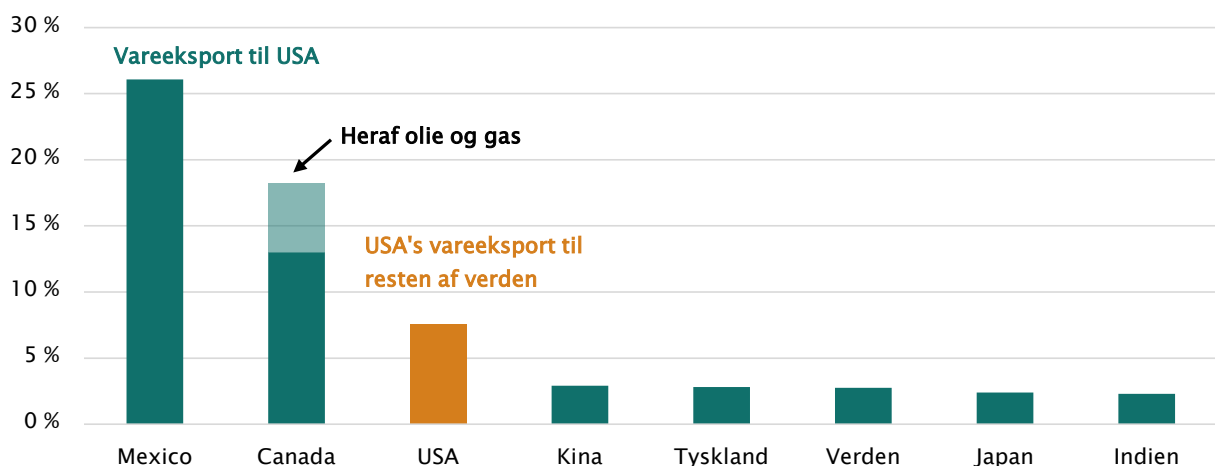
USA taber med de nye toldsatser

USA har pålagt stort set alle lande en told på 10 pct. Samtidig har de udsat den ”gensidige told”, som Trump indførte 2. april over for sine handelspartnere, med undtagelse af Kina. Det betyder, at den samlede told på kinesiske varer nu udgør 125 pct. Toldsatsen på 25 pct. på Mexico og Canada er ligeledes fastholdt.

Modsat Trump-lejrens påstand bygger de gensidige toldsatser ikke på modpartens told og handelsbarrierer, men derimod på handelsunderskuddets andel af den samlede import fra hvert land.

Toldsatserne er så høje, at man fristes til at tro, at Trump ikke er klar over, at USA er mere afhængig af at kunne eksportere til resten af verden end omvendt, se figur 4. USA er desuden meget afhængig af Mexicos forsyningskæder og af energiimport fra Canada.

Figur 4. USA er mere afhængig af resten af verden end omvendt, vareeksportens andel af BNP



Kilder: OECD og U.S. Census Bureau.

Her følger fire argumenter for, hvorfor højere told vil ramme den amerikanske økonomi hårdt.

1. Omverdenen er økonomisk mere end dobbelt så stærk som USA

Faktisk er markederne uden for USA 2,5 gange større end det amerikanske marked målt på forbrug. Derfor kan modtræk ramme USA hårdt. Det ved særligt Kina, og derfor har de indført en gengældelsestold på 84 pct. på import fra USA og restriktioner på eksport af sjældne jordarter.

Kina råder over råvarer, teknologi, kontrol med globale forsyningskæder og en bedre forståelse af egne styrker. Og EU har faktisk en industri, der er større end den amerikanske. USA's fordel ligger i landets teknologisektor – og den kontrol, der følger med – samt den militære dominans. Men også på disse områder styrkes landene uden for USA.

Derfor vil Kina, EU, Japan, Indien, Canada og Mexico vinde, hvis de får koordineret deres handelspolitik og undgår at skade hinanden. Hvis alle holder sammen mod USA, vil Trump blive den store taber, se figur 5.

Figur 5. BNP i relevante økonomier er to gange større end USA, mia. dollar



Note: De koordineringsduelige økonomier er EU, Schweiz, New Zealand, Australien, Canada, Mexico, Kina + HK, Japan, Sydkorea, Indien og ASEAN.

Kilde: De nationale statistiker, IMF og Maj Invest



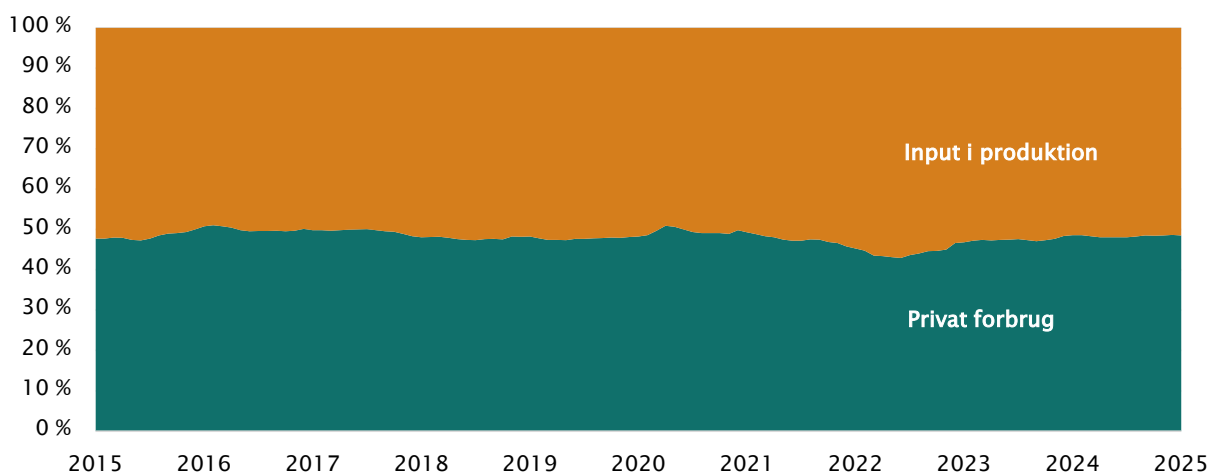
2. Halvdelen af USA's import er direkte til forbrugernes fordel

Omkring halvdelen af USA's import af varer går direkte til de amerikanske forbrugere, se figur 6. Det gælder varer, som alle amerikanere har gavn af f.eks. mad, elektronik og medicin. Import er helt afgørende for det amerikanske samfund.

Den anden halvdel af importen består af input til de amerikanske virksomheder. Disse varer importeres, fordi de kan produceres langt billigere i udlandet. Når tolden stiger, medfører det højere priser eller lavere overskud for virksomhederne.

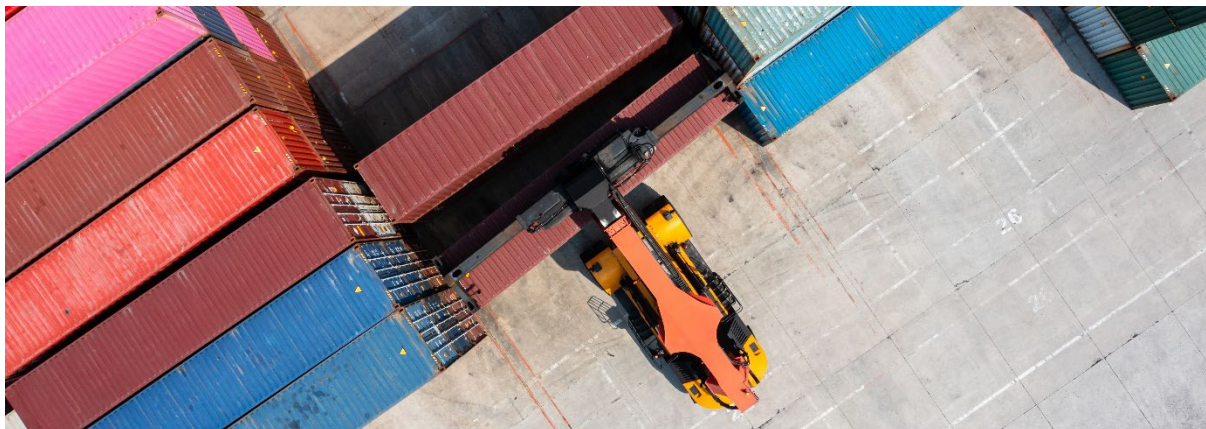
Told på forbrugsvarer og input til virksomheder gør derfor entydigt livet sværere for både forbrugere og virksomheder i USA.

Figur 6. Fordeling af amerikansk import



Note: Importandele til slutformål er opgjort efter vægte i importprisindekset. Vægte på forbrugsgoder, biler og fødevarer er sat sammen til privatforbrug. Vægte på kapitalgoder og maskiner og udstyr i industrien er sat sammen til input i produktionen.

Kilder: U.S. Bureau of Labor Statistics, Macrobond og Maj Invest.



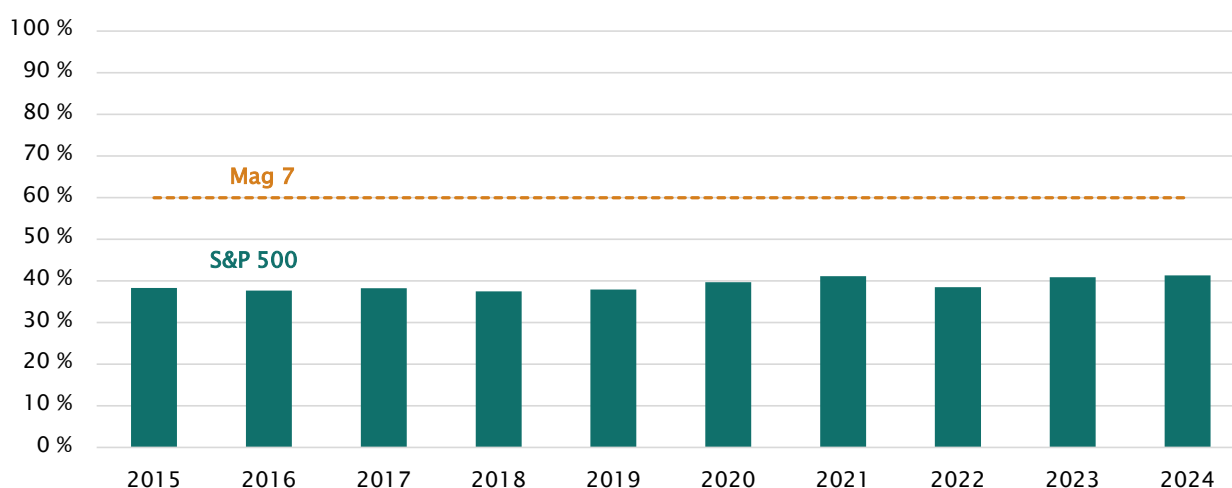
3. Amerikanske virksomheder lever af global efterspørgsel

Amerikanske virksomheder er afhængige af efterspørgsel fra resten af verden. Hvis USA lukker sig om sig selv, risikerer amerikanske virksomheder at få drastisk faldende overskud.

Virksomhederne i S&P 500-indekset genererer 40 pct. af deres overskud uden for USA, se figur 7. For de syv største teknologivirksomheder – ”Mag 7” – er tallet endnu højere på 60 pct.

Højere toldsatser og mindre global handel forringer vilkårene for langt de fleste amerikanske virksomheder. Det lover ikke godt for den økonomiske vækst.

Figur 7. S&P 500 og Mag 7 lever af salg i udlandet, andel af selskabers indtjening udenfor USA



Note: Mag 7 omfatter Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA og Tesla.

Kilder: FactSet, Apollo Chief Economist og Maj Invest.



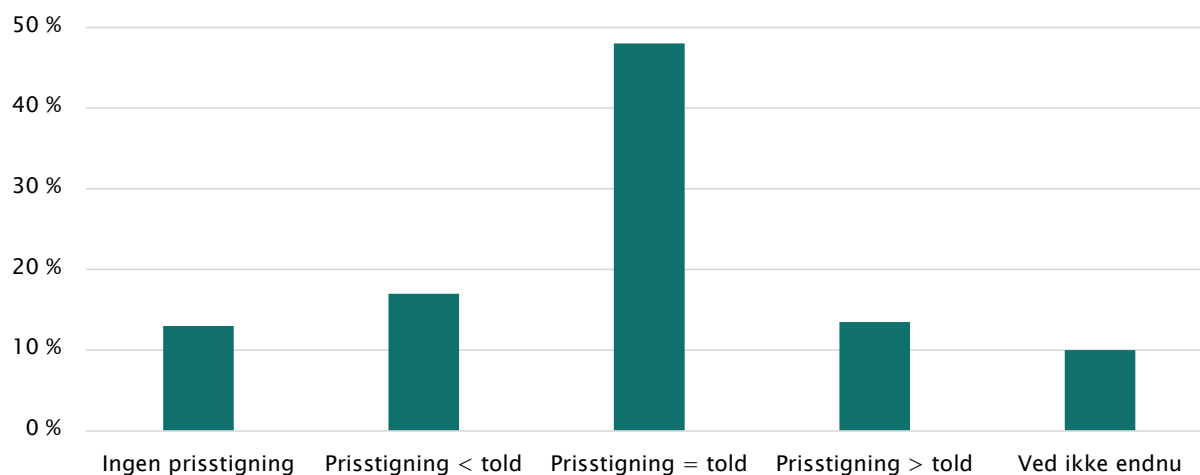
4. Priserne vil stige og forbrugerne taber mest

Når de bliver spurgt, svarer amerikanske virksomheder, at højere told vil få dem til at hæve priserne. Kun 10 pct. angiver, at de ikke vil hæve priserne, se figur 8.

De største tabere bliver de amerikanske forbrugere. Højere priser vil udhule forbrugernes købekraft og lægge en dæmper på forbruget. Vi så det senest i kølvandet på covid-19-krisen.

Forbrugerne er den økonomiske motor i USA. Det private forbrug udgør 70 pct. af BNP, og når forbrugerne svækkes, svækkes økonomien også.

Figur 8. USA: Virksomhedernes prisplaner som følge af told, svarrate per kategori



Kilder: Richmond Fed og TS Lombard.

Udlandet vil investere i USA

Der er et lyspunkt i Trumps plan. Toldsatserne vil føre til flere investeringer i USA. For mange virksomheder bliver det nødvendigt at placere produktion i USA for at kunne servicere den amerikanske forbruger uden told.

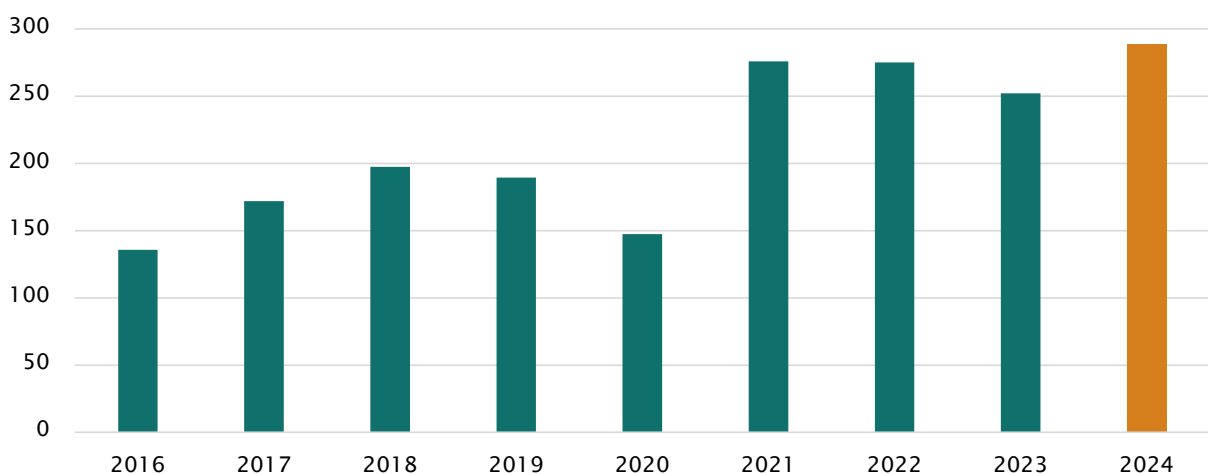
Der er allerede lovet store investeringer fra en række af verdens største virksomheder. SoftBank vil investere 100 mia. dollar. Det samme gælder TSMC, mens Apple har lovet investeringer for mere end 500 mia. dollar.

Investeringerne vil have en positiv effekt på amerikansk økonomi. Private investeringer udgør årligt omkring 20 pct. af USA's BNP og forventes at skabe både nye arbejdspladser og øget efterspørgsel.

Denne del af planen ser altså ud til at lykkes for Trump. Risikoen er dog, at den nuværende store usikkerhed om fremtiden får bankerne til at begrænse deres udlån og virksomhederne til at udskyde investeringer. Det kan få investeringsniveauet til at falde.

Investeringerne er allerede steget markant i de seneste år som følge af forhenværende præsident Bidens finanspolitiske pakker, se figur 9. Told er derfor ikke den eneste måde at fremme investeringerne på.

Figur 9. Udlandets investeringer i USA, mia. dollar



Note: Figuren angiver årlige samlede udenlandske investeringer i USA, FDI, fratrukket udlandets investeringer i detailhandelssektoren.

Kilder: Bloomberg og Maj Invest.

Handelsbalancen er ikke et problem

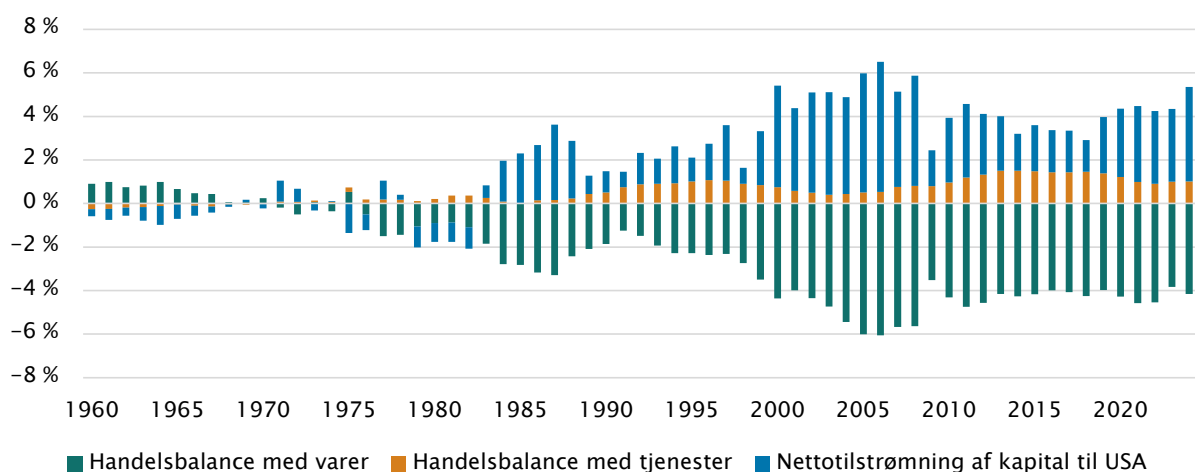
Trump har gjort det til en af sine hovedopgaver at nedbringe handelsunderskuddet på varer. Men i virkeligheden udgør handelsunderskuddet på varer slet ikke et problem.

USA har et stort handelsbalanceoverskud med tjenester. Disse overskud kommer fra de amerikanske tech-giganter, som for eksempel Netflix, Meta, Microsoft, Amazon og Google. Derudover er amerikanske banker førende globalt, hvilket ligeledes bidrager positivt til tjenestebalancen. Overskuddet på tjenestebalancen svarer til cirka en tredjedel af handelsunderskuddet på varer.

USA har desuden et overskud på de finansielle poster i betalingsbalancen. Det betyder, at der flyder flere finansielle midler mod USA, end der flyder ud af USA. Denne balance bidrager samtidig til at forsyne resten af verden med dollar og holde det globale finansielle system i gang.

Hvis man tager højde for, at USA har et stort overskud på handelsbalancen med tjenester, og at verden er villig til at finansiere det amerikanske handelsunderskud med varer, er USA's handelsunderskud derfor ikke et problem, se figur 10.

Figur 10. USA's handels- og finansielle balance, andel af BNP



Note: Nettotilstrømning af kapital til USA er positiv, hvis USA har lånt flere penge i udlandet end udlandet har lånt i USA, og negativ hvis USA har udlånt flere penge til udlandet end udlandet har til USA.

Kilder: U.S. Bureau of Economic Analysis og Macrobond.

Toldindtægter og offentlige besparelser – vejen til skattelettelser?

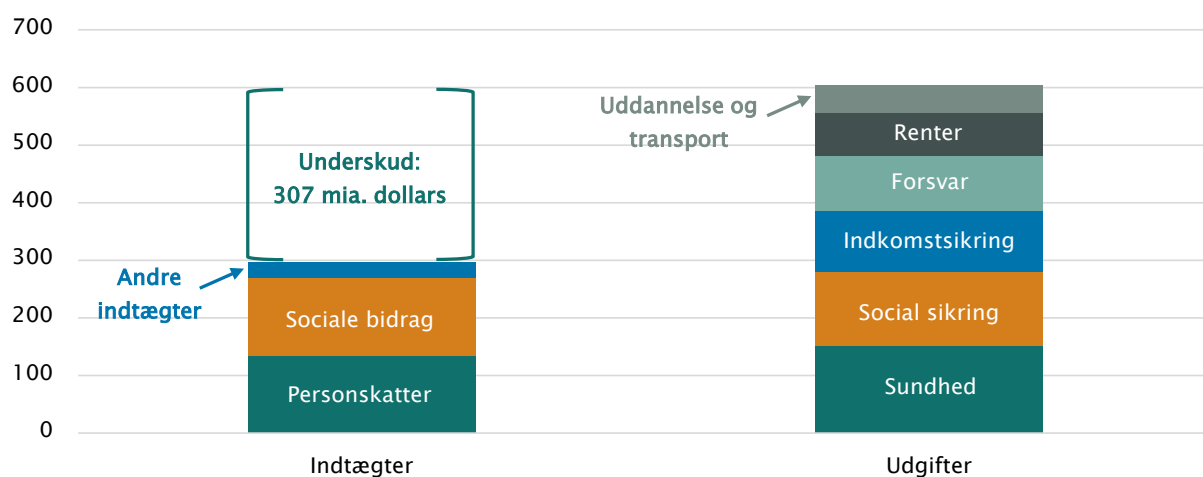
En væsentlig del af Trumps toldpolitik er at finansiere skattelettelser. Men han forsøger også at reducere de offentlige udgifter. I regeringens første måneder har opgaven været placeret hos Elon Musk i Department of Government Efficiency (DOGE). DOGE hævder selv at have sparet 150 mia. dollar.

Det bør dog tages med et gran salt, da organisationen tidligere har haft ry for at overgøre deres præstationer. Samtidig ser Elon Musk ud til at have opgivet projektet, og prioriterer i øjeblikket krisen med det faldende Tesla-salg højere.

Og selv hvis de 150 mia. dollar er sparet, rækker det ikke særlig langt i det store billede. USA's føderale underskud i februar var på lidt over 300 mia. dollar. Besparelserne er altså ikke engang tilstrækkelige til at dække en måneds underskud, se figur 11. Samtidig skal der findes omkring 400 mia. dollar årligt, alene for at finansiere de skattelettelser, Trump indførte i sin første præsidentperiode, og som nu står til at udløbe.

Ifølge estimer fra Tax Foundation vil en generel told på 10 pct., som den, der nu er på tegnebrættet for de fleste lande, skabe et skatteprovenu på 217 mia. dollar årligt i gennemsnit over de næste 10 år. Effekten af den seneste udmelding om 125 pct. told på Kina er dog endnu ikke estimeret.

Figur 11. USA's offentlige budget for februar 2025, mia. dollar



Kilde U.S. Department of Treasury.



Finansielle konsekvenser

Hos Maj Invest forventer vi ikke en global recession. Den amerikanske økonomi er robust, og uroen efter Trumps tiltrædelse har fået Europa til at trække i arbejdstøjet. For første gang i flere år er der muligheder for en gradvist stærkere europæisk vækst.

Men global vækst vil være lavere de næste 10 år. Selvom Trump har trukket i land på nogle fronter af handelskrigen, er der sat skub i en justering af de globale forsyningskæder. Aftaler indgået med USA er blevet mere skrøbelige under Trump. Virksomheder med salg i USA bliver nødt til at have en større amerikansk produktion. Det vil medføre betydelige investeringer, som fremover vil drive en større del af amerikansk vækst. Af samme grund – og fordi import fra Kina er underlagt meget høj told – vil produktionsinput blive dyrere.

Virksomheder over hele verden står overfor højere omkostninger. Dele af omkostningsforøgelsen vil sendes videre til forbrugerne i form af højere priser, men virksomhederne vil også opleve lavere overskudsmarginer, end de har gjort i globaliseringens fremgangstid. Af den grund, samt et krav fra investorerne om en højere præmie for at tage risiko, forventer vi generelt mere afdæmpede aktieafkast. Vi ser dog fortsat større afkastpotentiale i aktier end i obligationer på længere sigt.

De højere priser, der møder forbrugerne, vil øge inflationsniveauet. Derfor vil renteniveauet forblive relativt højt.

Langsigtede aktieinvestorer bør overveje deres porteføljeandele til enkelte markeder som det amerikanske og evt. øge andelen af investeringer i andre markeder som Tyskland, Indien og Kina. I usikre tider kan det være en fordel med globale valueaktier, der er mere modstandsdygtige qua deres stabile forretning. Derudover kan mindre porteføljeandele i sektorer med langsigtet potentiale som teknologi-, life science- og forsvarssektoren være attraktive.

Risici

Selvom vi i udgangspunktet ikke forventer negativ vækst, anerkender vi, at den nuværende usikkerhed om amerikansk økonomisk politik og handelskrig i sidste ende godt kan udløse en recession. Normalt ligger recessionsrisikoen under 5 pct., men i den nuværende situation vurderes den til 25 pct. Derfor bør man have likviditet og obligationer i sin portefølje.

Den største risiko er, at Trump er omgivet af "ja-sigere", der ikke tør sige ham imod. Det betyder, at selv de mest absurde udspil reelt kan blive til virkelighed, som de sidste dage har understreget. Samtidig lader det til, at Trumps økonomiske bagland har misforstået normalt anerkendt handelsteori.

Det seneste udspil fra 9. april om udskydelse af gensidig told på alle andre end Canada, Mexico og ikke mindst Kina, viser dog, at der trods alt er en smule frygt at spore fra Trump-lejren for de økonomiske konsekvenser. For nu fortsætter handelskrigen som et "chicken game" mellem USA og Kina. Det kan få store konsekvenser, hvis de ikke kommer til fornuft.

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.