

Januar 2025

# MAJ INVEST MÅNED

Trumps politik: Er der rentestigninger på vej?





Maj Invest, 23. januar 2025  
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør

## Trumps politik: Er der rentestigninger på vej?

Efter Trumps "kroning" som ny præsident er USA nu verdens absolutte centrum målt på alle relevante parametre. Ikke kun økonomisk, men også militært, politisk og teknologisk. Og informationsstrømme, mediebegivenheder samt reklamestyrede kulturelle fænomener har nu deres udgangspunkt i USA. For bordenden sidder Trump.

Det står ikke til at ændre de næste 4 år. Som investor er der kun en vej frem. Man må indrette sig efter det. Alt, som Trump ikke kan lide, vil have stor risiko for at falde i værdi relativt set, og alt det, som han og bevægelsen bag ham støtter, kan få fremgang de første par år. Men dette fænomen har også en udløbsdato. Når de økonomiske fundamentaler og markedskræfterne sætter sig igennem, vil det komme til at se anderledes ud. Som investor gælder det derfor om at fokusere på de typer af investeringer, som har fundamental værdi. Det kræver indsigt, analyse og viden at investere i dette vanskelige marked. Dele af markedet, som lige nu stiger i værdi, kan nemlig ikke holde til denne test. Det gælder særligt for kryptomarkedet og for de aktier, som nu har indtjening baseret på kryptoinvestering, og til dels også de aktier, som relaterer sig til Elon Musk-feberen.

Men som tidligere skrevet på dette sted har Trump – trods den særegne stil og de mange fake news – sat fingeren på en række alvorlige problemer i USA. Flere af problemerne har vi også særligt i de store europæiske lande. Outsourcing af jobs til Kina samt stigende statslig kompleksitet, udgifter, skatter og overregulering.

I det følgende gennemgås kortfattet en række datapunkter, der illustrerer, hvad vi som investorer er oppe imod. Det er forhold, som efter min mening vil definere de næste fire "lange" år.

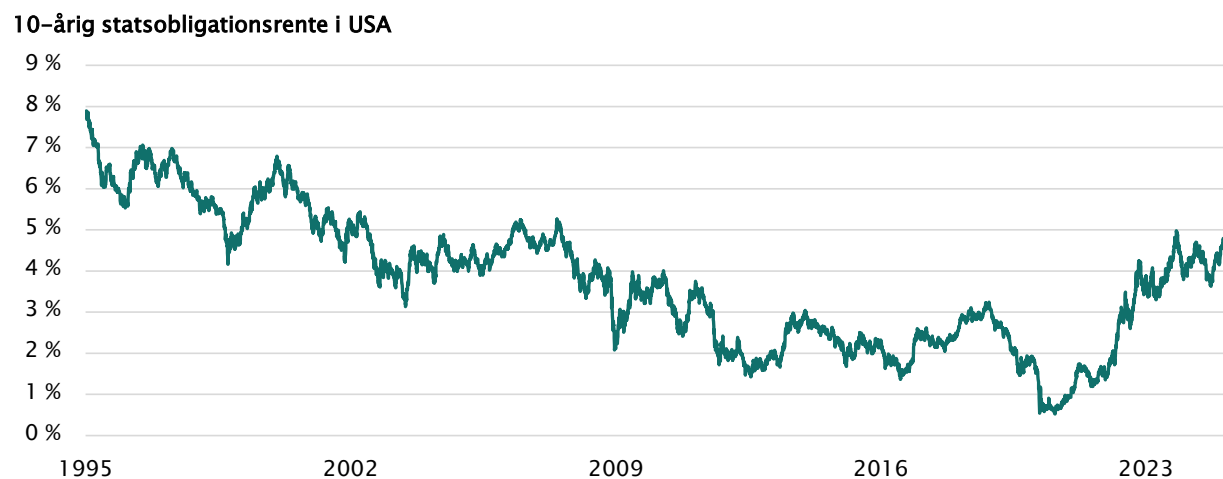


## Ekspansiv politik er unødvendigt i USA

Allerførst kan man med brug af elementær nationaløkonomi – som har virket i 200 år – slå fast, at en succesfuld økonomi med fuld beskæftigelse og fuld udnyttelse af produktionskapacitet ikke vil få glæde af en ekspansiv økonomisk politik. Når man indfører importtold og holder udenlandsk produktion ude, gennemfører skattelettelser, sætter energiproduktionen kraftigt op og samtidig udviser flere millioner hårdtarbejdende indvandrere, så er en ting sikkert. Lidt bedre BNP-tal på kort sigt og med sikkerhed stigende priser og stigende lønninger – også kaldet inflation.

Dette gælder nu USA, og det vil snart tvinge centralbanken, Fed, til rentestigninger. Reallønnen vil ikke stige. Den amerikanske rente er faktisk allerede på vej op – se figur 1 – og dette vil forstærkes. Måske kommer der en åben konflikt mellem Trump og centralbankens ledelse – som Trump ikke kan afskedige.

**Figur 1. Den lange statsrente er allerede på vej op**



Kilder: Macrobond og Maj Invest.

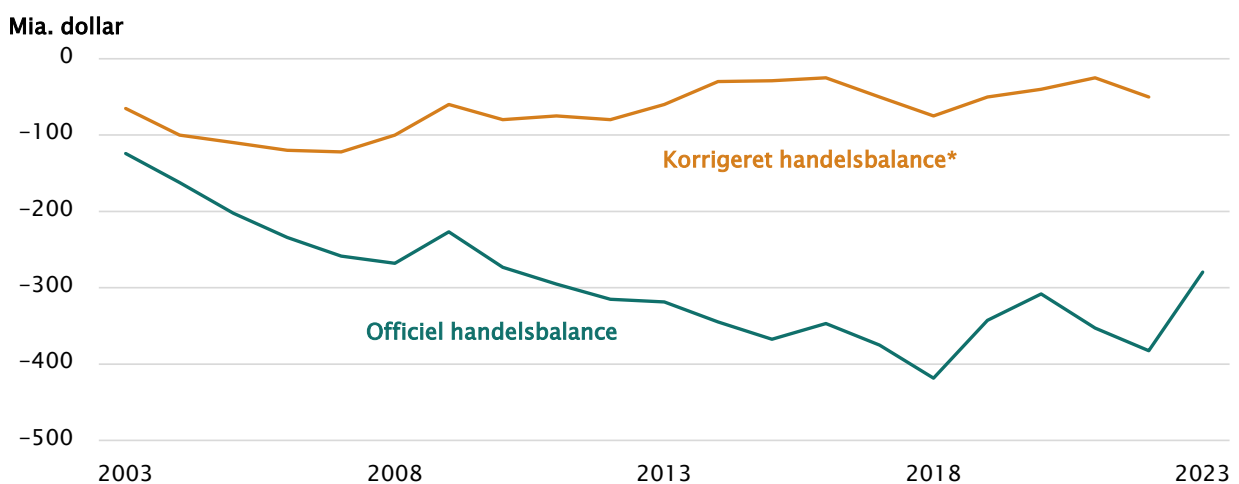
## Toldtrusler – mere end Trump kan holde?

At hæve toldsatserne vil ikke gå stille af. Kina er forberedt, og Trump glemmer i sin iver for at ”komme i gang”, hvor afgørende vigtig kinesisk industri er i den globale produktionskæde. Kina råder i øvrigt over alle de vigtige mineraler – som det vil tage mindst 5–10 år at producere andre steder. Det vil også blive dyrt at holde Kina ude. Alle de kinesiske produkter kan selvfølgelig produceres i vesten – men det vil tage flere år at igangsætte, og det vil blive markant dyrere. Toldsatser er med sikkerhed inflationært.

Og de store amerikanske virksomheder sælger rigtig meget i Kina. Omsætningen og indtjeningen fra Apple, Nike, Tesla, m.fl. er på flere hundrede milliarder dollar årligt. Dette indgår ikke i handelsbalancen, fordi indtjeningen sker i Kina. Som det fremgår af figur 2, er handelsbalancen mellem USA og Kina næsten i balance, når man korrigerer for dette. Kina kan, ved at gribe ind over for dette, ramme USA meget hårdt. Amerikanske selskaber har nemlig langt større indtægter fra deres produktion i Kina end kinesiske selskaber har fra deres produktion i USA.

Bemærk derfor, at Trump allerede nu omtaler sine samtaler med præsident Xi som meget gode, og bemærk, at der endnu ikke er kommet noget endeligt officielt udspil om told, selvom Trump foreløbigt har varslet yderligere 10 pct. told på varer fra Kina fra 1. februar. Et officielt udspil kommer selvfølgelig, men det bliver ikke nogen let vindesak for Trump.

**Figur 2. USA's officielle handelsbalance over for Kina viser ikke den fulde historie**



Note: USA's korrigerede handelsbalance med Kina inkluderer kinesiske datterselskabers direkte salg i USA og amerikanske datterselskabers direkte salg i Kina.

Kilder: J.P. Morgan og Deutsche Bank.



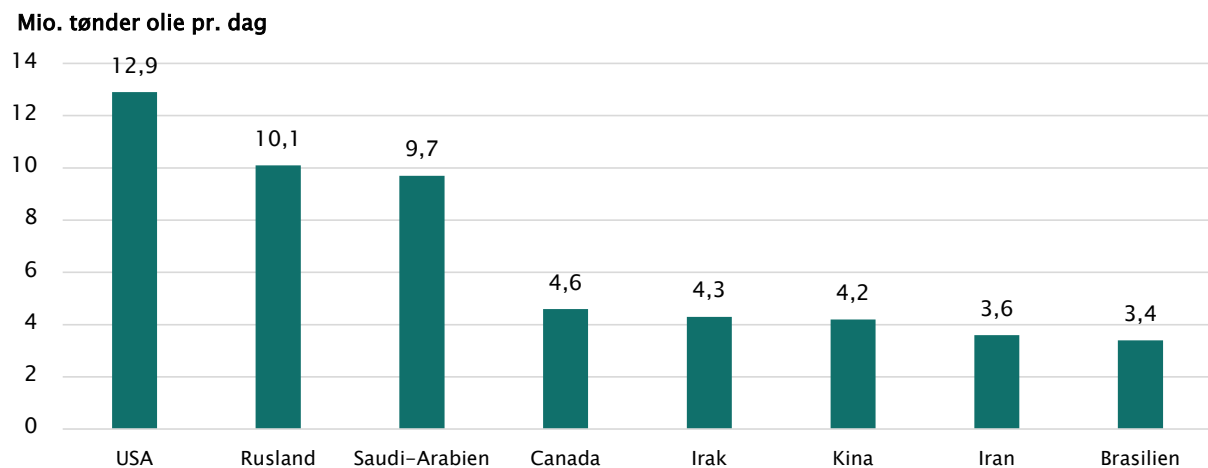
## Drill, baby, drill

Det sidste store element i Trumps politik er formuleret præcist: "Drill, baby, drill". Dette dækker over, at den nye finansminister, Scott Bessent, bl.a. har sat et mål om at øge den amerikanske olieproduktion med hele tre mio. tønder dagligt fra sit nuværende allerede høje niveau, se figur 3. Dertil ønsker Trump, at eksporten af den flydende naturgas, LNG, skal tillades uden forbehold. Det betyder faldende oliepriser og faldende gaspriser.

Begge dele vil umiddelbart være rigtig godt nyt for forbrugerne og de benzinhungrende amerikanere. Men vi i Europa kan også glæde os over den del af Trumps agenda. EU importerer både olie og gas i stor stil – så dette er virkelig godt for europæisk industri. Olie- og gaspriserne vil falde. Potentielt kan det, at EU køber mere LNG fra USA, være en oplagt forhandlingsparameter for EU for bedre at kunne imødekomme Trump og opbløde hans ønske om højere told på varer og tjenester fra EU.

I øvrigt er dette initiativ isoleret set også positivt for Kina, der trods landets store energiproduktion stadig er afhængig af olieimport for at kunne opretholde og potentielt øge den industrielle produktion.

**Figur 3. USA er allerede langt foran alle andre olielande**



Note: Tallene angiver produktionen i 2023. Resten af verden producerer 22,8 mio. tønder pr. dag.  
Kilder: EIA, Apollo og International Energy Statistics.

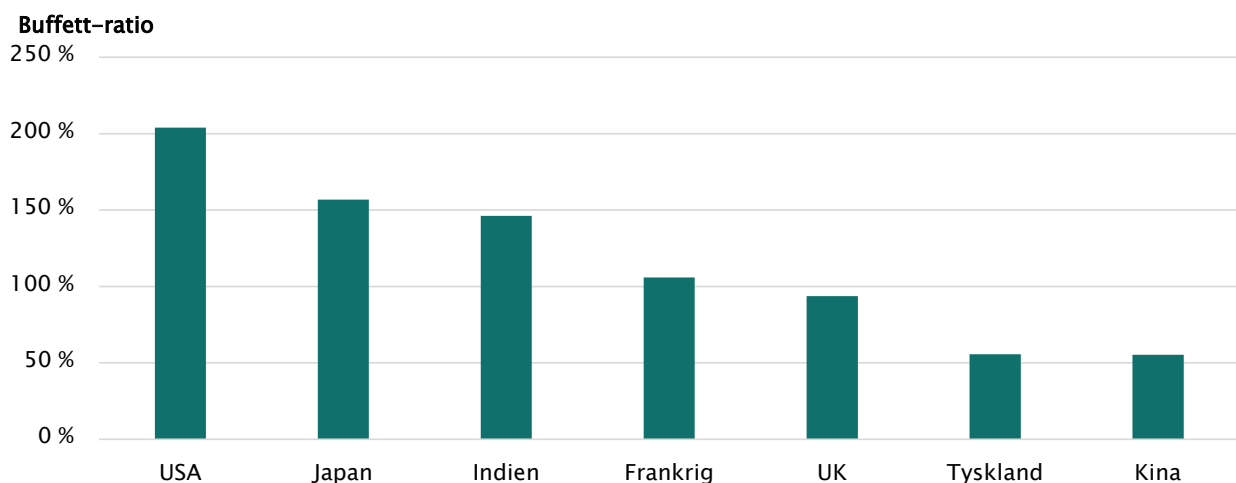
## Forventningens glæde er den største

Aktiemarkedet i USA har taget imod valget af Trump med en stor tro på, at Trump vil føre erhvervsvenlig politik. Således har det amerikanske aktieindeks S&P 500, der dækker de 500 største amerikanske virksomheder, alene siden valget d. 5. november givet et afkast på 11 pct. målt i kroner. Udviklingen er i høj grad baseret på forventninger til Trumps annoncerede politik om både skattelettelser, told og masser af billig energi. Det er forventninger – så måske aktiekurserne har taget for stort forskud på glæderne.

I hvert fald kan det ud fra den såkaldte Buffett-ratio tyde på, at kursudviklingen for hele det amerikanske marked er løbet lidt (for) stærkt ift. den reelle udvikling i økonomien. Buffett-ratioen angiver aktiemarkedets samlede markedsværdi målt ift. økonomiens størrelse. Hvis ratioen er meget stor, kan det være tegn på, at aktiemarkedet er steget for hurtigt i forhold til den økonomiske fremgang målt ved BNP.

Det står i skarp kontrast til det kinesiske og ikke mindst flere europæiske landes aktiemarked, hvor Buffett-ratioen tydeligt illustrerer, at aktierne set over en bred kam handles langt billigere, se figur 4. Indtil virksomhedernes indtjening i USA reelt vokser, i det omfang forventningerne afspejler, vurderer vi i Maj Invest, at der næppe er plads til store aktiekursstigninger i USA fra det nuværende niveau. Derimod kan der godt være en del selskaber, der handles til en attraktiv kurs, både i Europa og Kina. Buffett-ratioen kan selvfølgelig ikke stå alene i en globaliseret verden, men flere faktorer peger efterhånden i den samme retning.

**Figur 4. Alle gode nyheder er allerede indregnet i de amerikanske aktiekurser**



Note: Buffett-ratioen viser forholdet mellem aktiemarkedets totale værdi og BNP i de respektive lande. Alle værdier er opgjort d. 30.09.2024.

Kilde: Bloomberg.

## Den selvkronede kryptokonge

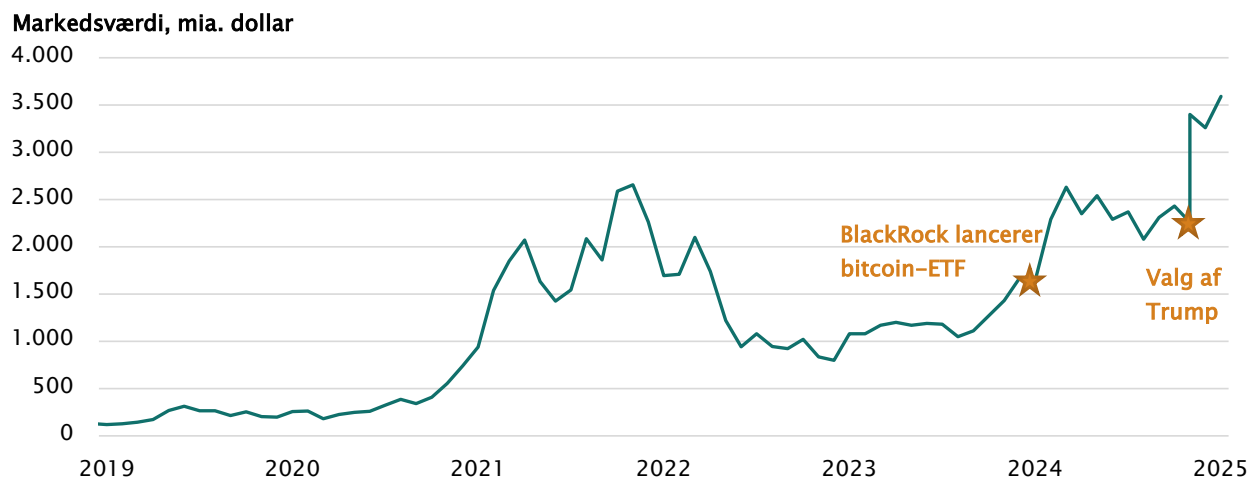
Under sin sidste præsidentperiode erklærede Trump, at USA kun havde en rigtig valuta, dollaren, og at krypto (mere specifikt bitcoin) var meget volatil og baseret på luftkasteller. Siden har Trump vendt 180 grader, hvad angår krypto. I sin valgkamp lovede han at ville indføre en "legitim æra" for krypto, og siden valget endte i hans favør, har værdien af kryptomarkedet kun bevæget sig i en retning. Opad. Fra en samlet markedsværdi på 2.260 mia. dollar på valgdagen til, i skrivende stund, at være hele 3.610 mia. dollar værd, se figur 5.

Kryptomarkedet har med Trump fået en ny og, måske mest væsentligt, magtfuld fortæller. Endda i en grad, hvor først Donald Trump selv, og kort derefter også førstedamen Melania, udstedte hver sin nye kryptovaluta. De to digitale "coins", \$TRUMP og \$MELANIA, er nu hhv. 8,29 mia. dollar og 755 mio. dollar værd. Det kan potentielt udløse enorme gevinster direkte i lommen på det nye præsidentpar.

Trump beskriver nu kryptogevinster som en tilsyneladende sikker gevinst, som han ikke tager fra andre. Men Trump tager fejl. Krypto er ikke en såkaldt win-win-investering for alle, selvom det kan se sådan ud på overfladen.

I stedet er krypto snarere en afart af et ponzi-spil, der kan vokse sig stort, men til sidst vil gå i opløsning. Dollaren vil vinde den kamp – men formentlig først på et tidspunkt, efter Trumps præsidentperiode er overstået om fire år. Indtil da vil han kunne glæde sig over den nye Trump-coin. Men det er farligt for den finansielle stabilitet – og det kan resultere i voldsomt store omfordelinger af formue for dem, som deltager. I starten er der kun vindere. Til sidst er der kun tabere. Det er ponzi-spillets natur.

**Figur 5. Kryptokongen har sat fut under kryptomarkedet**



Note: Angiver markedsværdien for hele kryptomarkedet.

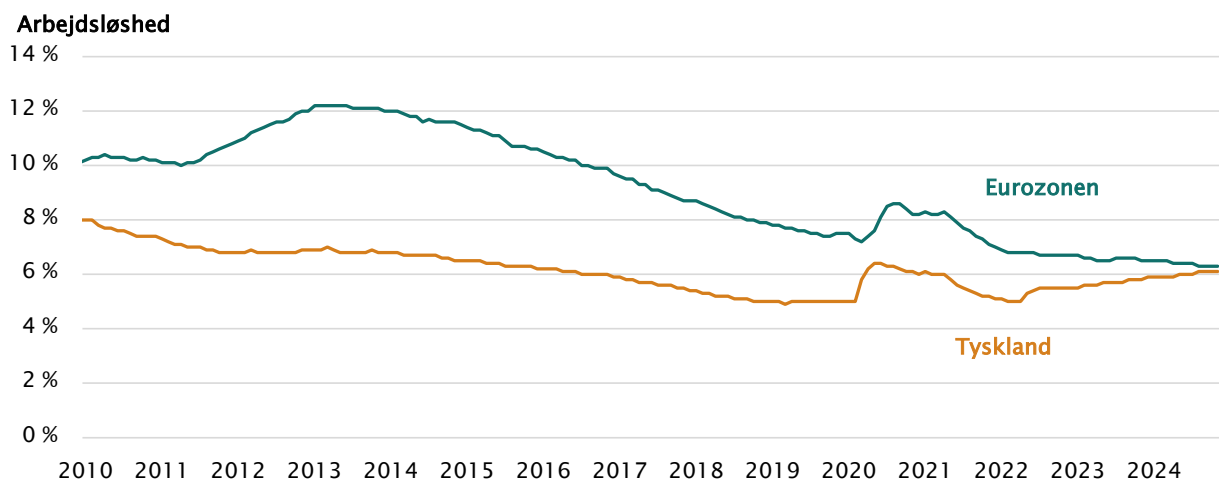
Kilde: Coinmarketcap.com.



## Europa er vendt på hovedet

Europa er vækstmæssigt vendt på hovedet. Hvor det før var Nordeuropa med Tyskland i spidsen, der drev væksten, er det nu Sydeuropa, der er på vej frem. De lærte meget af den sydeuropæiske krise. Det ser man nu, hvor arbejdsmarkedet i Sydeuropa styrkes og trækker eurozonens samlede arbejdsløshed ned, hvorimod arbejdsmarkedet svækkes i Tyskland, hvor arbejdsløsheden er svagt stigende, se figur 6. Det er udtryk for, at væksten nu er højere i bl.a. Spanien, end den er i Tyskland. Men Tyskland er stadig EU's største økonomi, og i en tid, hvor EU skal holde sammen, er en svækkelse af den tyske økonomi et anliggende for hele unionen, som kræver en løsning.

**Figur 6. Resten af Europa indhenter Tyskland**



Kilder: Eurostat og Deutsche Bundesbank.





## Dyr energi og regulering

Grundlæggende står EU over for to presserende problemer, som kræver en løsning. Energien er alt for dyr, og det EU-baserede offentlige system er for omkostningstungt og komplekst at navigere i.

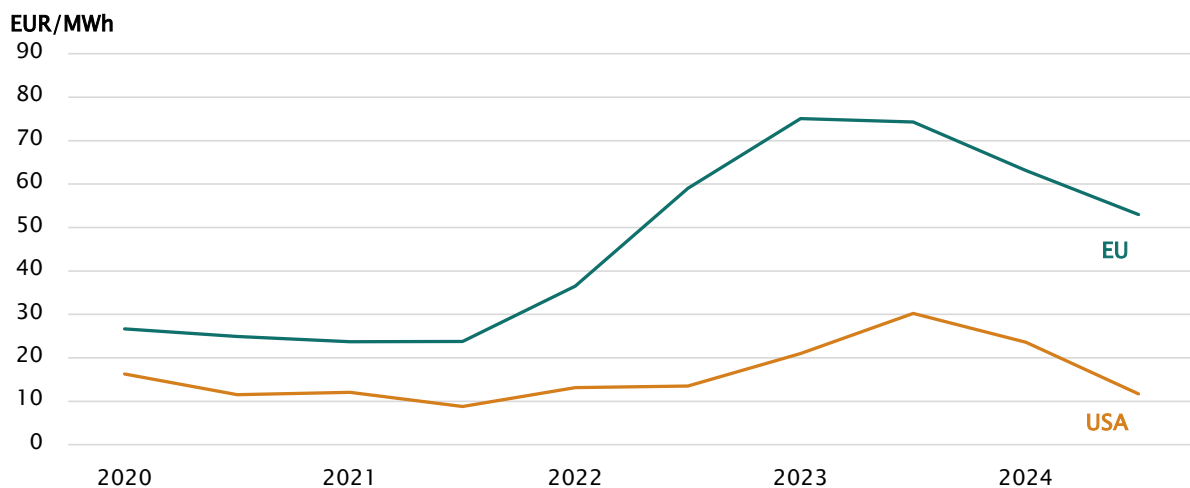
Den afgørende årsag til den lave tyske vækst er især prisen på energi i Europa. Før Ruslands invasion af Ukraine var den tyske vækst nogenlunde stabil omkring 2 pct. om året. Men energikrisen har sat en stopper for det. I stedet er økonomien stagneret, og væksten skvulper rundt omkring -1 til 1 pct. De store tyske industrivirksomheder kræver meget energi, og energikrisen har derfor betydet, at konkurrenceevnen er svækket, og der er blevet skruet ned for produktionen.

Løsningen er umiddelbart enkel: Vi har brug for billigere og stabil EU-produceret energi. Men det vil tage mange år at udbygge det europæiske energisystem, og det lader sig ikke gøre alene med sol og vind, selvom det kan være fornuftige kilder til strøm, når de er opsat de rigtige steder. Spanien har i kraft af sit solrige klima nemlig bedre adgang til billig strøm end bl.a. Tyskland. Det er en af de faktorer, der vil hjælpe den spanske økonomi yderligere.

Ser man på niveauet for energipriser i hele EU og sammenligner det med USA's energipriser, er USA langt foran EU. Adgang til billig energi er et af de vigtigste fundament for en stærk økonomi i vækst, og her har EU som helhed tabt, se figur 7.



**Figur 7. Energipriser i verdens største lande**



Note: Viser gaspriser for industrien. EU-data er taget direkte fra Eurostat. Data for USA er baseret på tal for EIA og omregnet fra dollar pr. tusinde kubikfod til euro pr. megawatttime.

Kilder: EIA, Eurostat, Europa-Kommissionen og Maj Invest.

Høje energipriser er dog ikke den eneste væsentlige udfordring, der skal takles af EU. Det offentlige system er en reguleringsjungle, der bremser det private erhvervslivs innovation. Det illustrerer en vigtig forskel på EU og USA og er endnu en grund til, at USA er vokset fra EU.

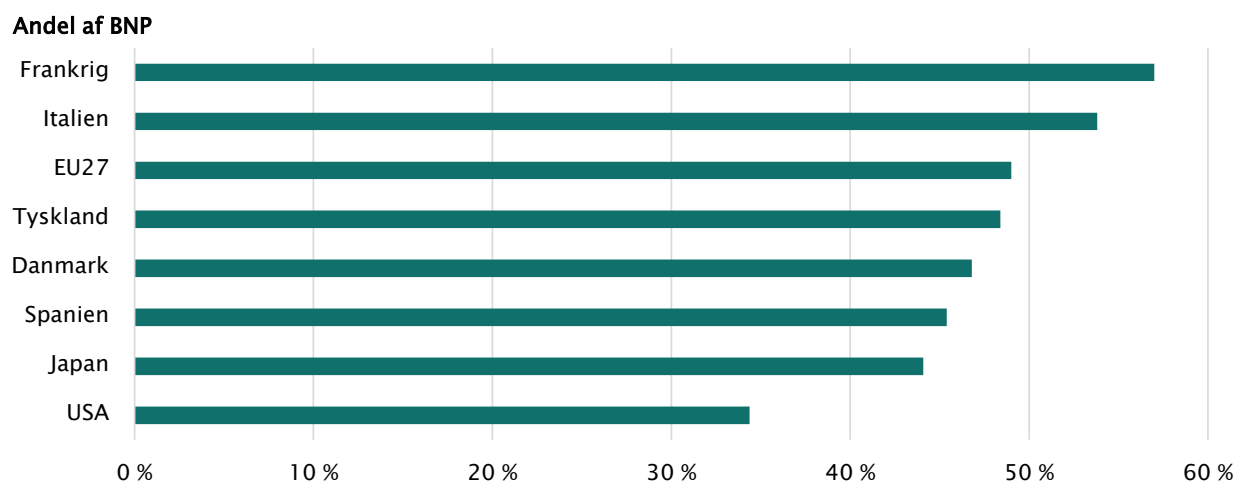
De offentlige sektorer i EU er ofte styret af kompleks og kostbar "nulfejlspolitik". Private virksomheder har svært ved at skabe innovation pga. manglende incitamentstruktur. I USA sendes penge ud til den private sektor bl.a. i form af statsstøtte på føderalt niveau til vigtige sektorer. Det skal vi også turde i EU på de områder, hvor vi er afhængige af at have vores egen industri.

Det gælder bl.a. på forsvarsområdet. Men det bør komme fra overnationalt EU-plan, så de enkelte medlemslande ikke drukner i unionens bureaukrati. Det omsiggribende offentlige forbrug i Europa består næsten udelukkende af ydelser, der er bestemt ved lov. Der er ikke allokeret plads til investeringer i privat innovation, når en stor del af budgettet i hvert land går til opfyldelse af delvist meningsløs regulering. Det samlede centraliserede EU-budget råder kun over 1,5 pct. af EU's samlede BNP. Det er næsten ubetydeligt ift. det føderale budget i USA på 23 pct. af BNP. Det er vigtigt, at pengene dirigeres fornuftigt ud i samfundet til de private

virksomheder, der kan anvende kapitalen mere effektivt end det offentlige system. EU's og EU-landenes offentlige forbrug er blevet en væsentlig hæmsko, se figur 8.

Den private sektor skal have større plads – og gerne hjælp – til investering i teknologi og innovation. Det vil gøre det lettere for nye virksomheder at vokse sig store. Og det er afgørende for at sikre fremtidens beskæftigelse, indkomster og skatter. Alle de store danske virksomheder – Mærsk, Novo, Lego, Danfoss, Grundfos m.fl. – har været mange år om at vokse sig store. Den slags tager tid. Regeringen og EU må i gang. Erhvervslivet og iværksætterpolitik skal i fokus. Enerkipolitikken skal styrkes, og der skal fokus på at sikre et stærkere europæisk kapitalmarked med adgang til mere risikovillig kapital.

**Figur 8. Der er ikke plads til privat innovation i det europæiske offentlige forbrug**



Note: Angiver totale offentlige udgifters andel af BNP. Data for 2023 med undtagelse af Japan, der har data for 2022.

Kilder: Eurostat, Trading Economics og IMF.



## Hvad gør en klog investor?

De næste fire år bliver ikke nødvendigvis en kopi af de seneste års finansielle udvikling. Renten er steget ganske meget, USA er politisk et nyt sted, krypto er på vej ind i investeringsmarkedet, de geopolitiske spændinger fortsætter og vi har to nye stærke megatrends i form af AI og SoMe. Disse forhold vil definere finansmarkederne i lang tid. Min vurdering er, at man som investor skal placere sig defensivt – eller rettere forsigtigt.

De relativt høje renter er attraktive. Obligationsprodukter vil derfor blive stadig mere populære. Aktiemarkedet har det godt, men der er en risiko for, at markedet bevæger sig ind i en USA-domineret boble omkring Tesla og krypto. Dele af teknologiaktiemarkedet er i strukturel vækst og derfor interessant, men der er som nævnt mange teknologifaldgruber. Som investor kan man med fordel fokusere på globale aktier, der har et stærkt cashflow og en pris pr. forventet indtjeningskrone, P/E-værdi, der ikke ligger for langt fra det gennemsnit på omkring 20, som har vist sig at være historisk holdbart. ETF-produkter med lave omkostninger vil tiltrække yderligere kapital, og investeringsområder som forsvarsaktier og sundhedsaktier er meget interessante, hvis man fokuserer på langsigtet vækst. Som investor er det klogt at sikre sig en solid likvid reserve. Investeringsmæssigt ligner de næste par år til forveksling det, vi oplevede op til dotcom-krisen i år 2000. Det nye er, hvad jeg ville kalde dotkrypto, og det kan give masser af finansiell støj de næste par år.

## 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.