

Januar 2025

MAJ INVEST SPECIAL EDITION

USA – Welcome to the dark side





Maj Invest, 21. januar 2025
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør

Trump som præsident nummer 47

Trump er tiltrådt som præsident – nummer 47 i rækken. Han har været der før – lettere uplanlagt. Denne gang er det alvor, og hans rådgivere har brugt måneder på at gøre sig klar til et systemskifte, som bliver større end oprindeligt planlagt, fordi republikanerne har flertal i både Senatet og Repræsentanternes Hus. Forvent mange markante politiske Trump-udspil de første uger. Og han er allerede i gang. Ud af Parisaftalen og WHO samt benådning af knap sekstenhundrede kriminelle, der løb storm mod Kongressen, er blot nogle få af hans allerede underskrevne initiativer. Men også en lang række forbud mod at etablere vindenergi er sat i kraft.

Det mest sandsynlige er, at Trump også i de første dage godkender nye toldsatser overfor Kina, Mexico, Canada og EU. Forventeligt kommer han med et fredsudspil i relation til Ukraine-Rusland-krigen. Måske kommer der også relativt hurtigt forslag om et prisloft på en lang række medicinalprodukter – men det er ikke så let og lidt i modsætning til Trumps erklærede målsætning om deregulering. I Danmark må vi håbe, at Grønland kan komme ind i et seriøst forhandlingsforløb – det er jo ikke let at angribe et NATO-land.

Det bliver heller ikke så nemt at gennemføre de omfattende offentlige besparelser. De opstillede mål fra Elon Musk giver ikke megen mening – hans forslag til besparelser er større end den samlede lønsum for de statsligt ansatte. Ej heller kan Trump styre renten. Det offentlige underskud vil vokse, og inflationen vil stige. Den almindelige amerikaner vil næppe mærke nogen forskel, når det gælder levestandard. Men nyhedsstrømmen vil eksplodere, og team Trump vil fylde medierne med, hvor fantastisk alt udvikler sig.



Finansmarkederne vil reagere anderledes. Her spiller data og viden en afgørende rolle. På kort sigt kan nyhedsstrømme og stemninger få børskurserne til at stige, men på længere sigt vinder de økonomiske fundamentaler. USA står stærkt i dag, og her vil Trump gøre alt for at tage æren. På visse områder kan USA endda blive endnu stærkere – det gælder særligt indenfor teknologi og militær. Men en række forhold vil gradvist skabe problemer. Herunder specielt inflation og renteutvikling. Det er meget sandsynligt, at den amerikanske 10-årige rente kommer op over 5 pct. i de kommende 12 måneder, og det kan bestemt ikke udelukkes, at det amerikanske aktiemarked på 2-3 års sigt får problemer. Handelskrige, gældsætning, stigende renter og overdrevne forventninger til aktier er en cocktail, som kan give betydelige udfordringer. Forventningerne til, hvad Trump kan udrette, kan ikke tåle et datatjek. Og Trump har forretningsmæssigt ikke haft mange succeser – men derimod er han eminent til at skabe stemninger, overskrifter og ikke mindst sætte fingeren på svage punkter, herunder sætte ord på dem.

I Maj Invests Ugeskrift for investorer vil vi løbende følge op på USA's økonomi under Trump.

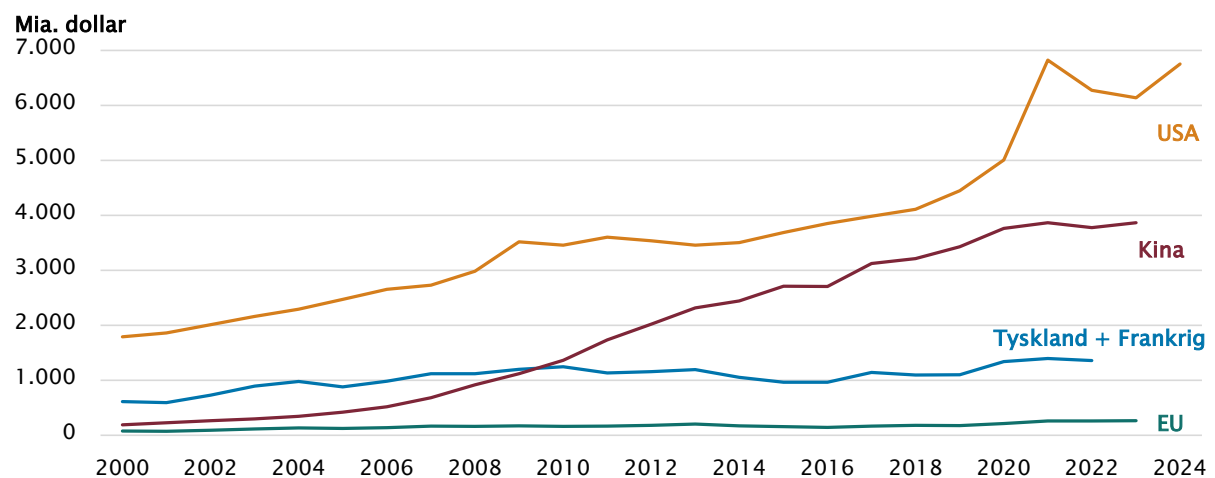


USA i dag – Trump arver et økonomisk monster

USA er i dag verdens absolut største økonomi. Ingen lande kan måle sig med USA, og de er heller ikke i nærheden af det. Uafhængigt af, hvem der sidder som præsident, er det en klar prioritet at sikre USA's militære og økonomiske styrke. Det er sket gennem et stort fokus på investeringer i innovation og erhvervsvenlig regulering, der har skabt grobund for verdens største kapitalmarkeder.

Som figur 1 viser, har USA en økonomisk styrke, der er mindst 20 gange større end EU, og noget større end den kinesiske, når man måler på statsbudgetter. Det sætter en fed streg under, at når USA sætter sig noget for, har landet de økonomiske muskler, der skal til for at få det til at ske. I EU har de enkelte lande selvfølgelig deres egne statsbudgetter, men set i forhold til de største lande – Tyskland og Frankrig – er USA's økonomiske styrke i en helt anden liga. Dette gør det muligt for USA at foretage store offentlige investeringer. EU er hæmmet af mere restriktive budgettrammer, en fragmenteret beslutningsproces og en decideret reguleringsspændetrøje. Det begrænser den økonomiske slagkraft i EU. Omvendt er den europæiske gæld ikke vokset så hurtigt som i USA.

Figur 1. USA's statslige udgifter sammenlignet med EU's og Kinas



Note: For USA vises det føderale budget. For EU er det unionens centraliserede budgetandel. De individuelle medlemslandes aggregerede centrale budgetudgifter udgør 4.392 mia. dollar. For Tyskland og Frankrig vises staternes centrale budgetudgifter. For Kina dækker tallene over både statslige udgifter og udgifter hos lokale myndigheder.

Kilder: Bloomberg, US Treasury, National Bureau of Statistics of China og Eurostat.

Kina er USA's største konkurrent, især inden for teknologi og produktion, men kan slet ikke følge med USA, når det kommer til at dirigere tilstrækkelige midler ud til de rigtige steder i samfundet. Derfor fastholder USA sin førerposition.

USA har både fleksible arbejdsmarkeder, verdensførende universiteter og privat innovation og har i høj grad udnyttet David Ricardos teori om komparative fordele. Gennem handel med EU, Kina, Japan og Indien kan USA eksportere højteknologiske varer og avancerede serviceydelser, mens de importerer billigere råvarer og forbrugsgoder. Denne globale handel har indtil nu også skabt en win-win-situation, der har styrket alle parter.

USA kommer bedst gennem kriser

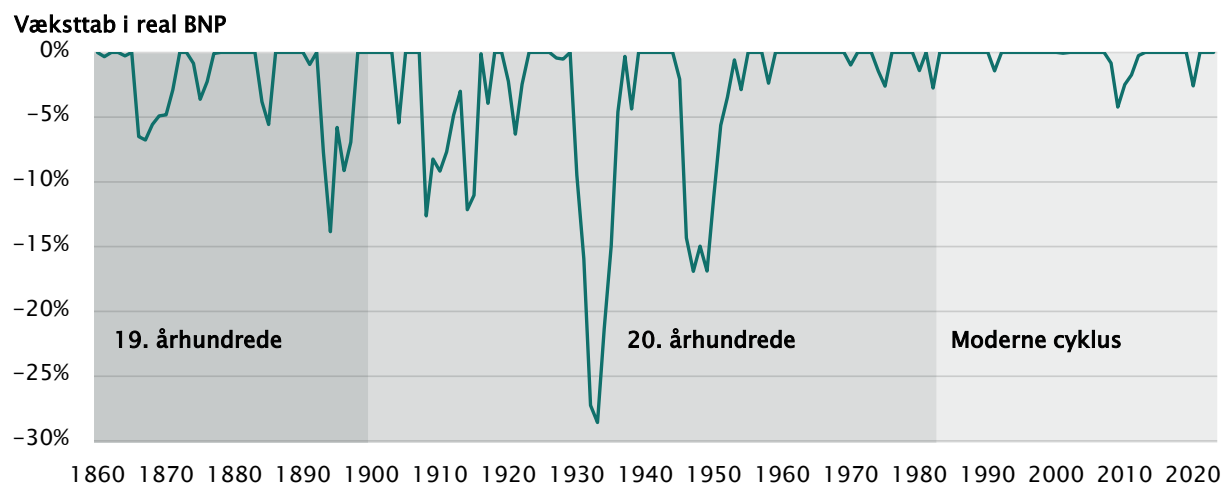
USA's økonomi er en af verdens mest stabile og har gennem de seneste årtier demonstreret en imponerende evne til at håndtere både nationale og globale udfordringer. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve (Fed), spiller en nøglerolle i denne stabilitet. Feds uafhængighed fra politiske interesser og fokus på langsigtet økonomisk stabilitet gør det muligt at føre en konsekvent pengepolitik. Og centralbanken baserer sin pengepolitik på reelle økonomiske data snarere end politiske ønsker. Denne uafhængighed sikrer, at inflation og arbejdsløshed er i fokus. Det har understøttet væksten og udviklingen i aktiekurserne i flere årtier.

Under finanskrisen i 2008, og senest under covid-19-pandemien, viste USA's økonomiske system sin styrke. Gennem hurtig og målrettet finans- og pengepolitisk handling, herunder rentenedsættelser og kvantitative lempelser (QE) i form af store obligationsopkøb, lykkedes det Fed i kombination med den førte pengepolitik at stabilisere økonomien og bringe væksten tilbage på sporet i USA hurtigere end i mange andre lande. Sammenlignet med EU og andre større økonomier håndterer USA kriser langt mere effektivt. Europa blev derimod ramt af både en eurokrise og en sydeuropæisk gældskrise lige i forlængelse af finanskrisen. Det er årsagen til, at Europa er sakket så langt bagud ift. USA. I dag er det finansielle styrkeforhold mellem USA og EU nogenlunde som i 1950'erne og begyndelsen af 1960'erne, hvor USA også udgjorde omkring 70 pct. af verdens aktiemarked. Men dengang var Kina, Japan og resten af Asien også svagere. I dag føler USA sig truet af Kina.



USA's økonomiske succes er ikke kun resultatet af Feds pengepolitik, men også af en bred politisk indsats for at beskytte og fremme økonomisk stabilitet. Figur 2 illustrerer alle USA's kriser og recessioner siden 1860. Bemærk, hvor få kriser med vækstfald der har været de sidste 50 år. Det skyldes både landets fokus på vækst og fremgang i det private erhvervsliv og den kompetente økonomiske ledelse i centralbanken og i finansministeriet.

Figur 2. Analyse af USA's BNP-vækst – kriserne er meget små i nyere tid



Note: Væksttabet er vist som et drawdown, der måler det procentvise fald siden seneste top. Drawdown er baseret på årlig BNP pr. capita. 19. århundrede angiver 1860–1899. 20. århundrede angiver 1900–1982. Moderne cyklus angiver perioden fra og med 1983. Kilde: Louis Johnston og Samuel H. Williamson, "What Was the U.S. GDP Then?" MeasuringWorth, 2024.



USA's 'secret sauce' – fire afgørende parametre, der alle skaber vækst

USA fører solidt over for EU og Kina, når det gælder alle de parametre, som historisk har skabt stærke økonomier. Det drejer sig om:

- Billig energi
- Veluddannet arbejdskraft og mange iværksættere
- Masser af risikovillig kapital
- Avanceret teknologi og innovationsevne

Adgang til masser af billig energi

USA har masser af råvarer og energi. Landet har enorme reserver af olie, naturgas og kul samt rig adgang til vedvarende energikilder som sol og vind. Denne energirigdom har gjort USA selvforsynende med alle væsentlige energiformer, hvilket ikke blot har sikret lave energipriser, men også gjort landet til en nettoeksportør af energi. Faktisk er energi så billig i USA, at naturgas og elektricitet koster omkring en tredjedel af prisen i de store europæiske lande.

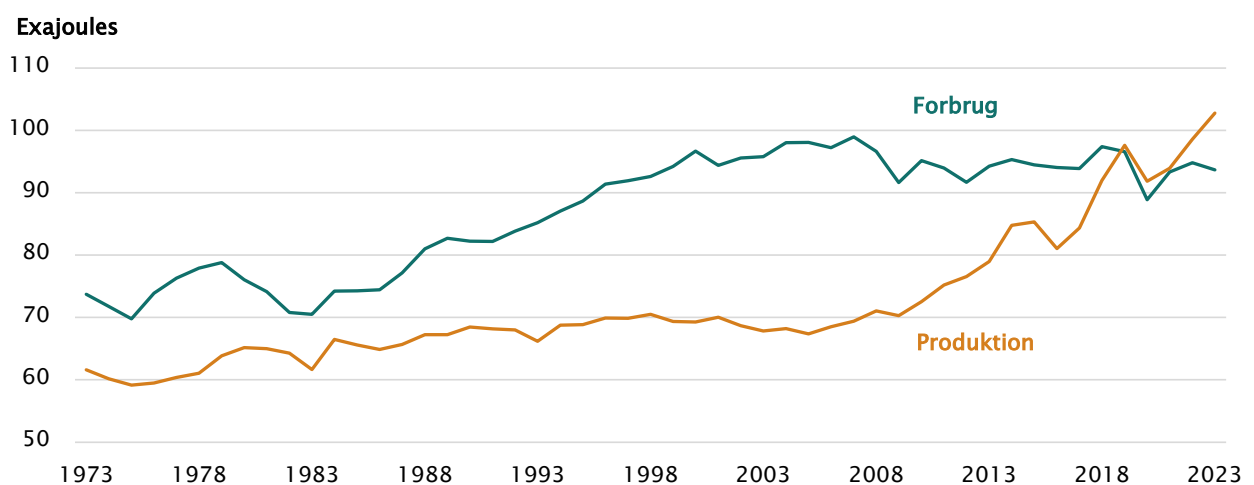
USA har formået at vende en tidligere afhængighed af energiimport til en styrkeposition. Den amerikanske energisektor har gjort landet i stand til ikke blot at forsyne det hjemlige marked, men også at eksportere energi – både gas og olie – til energihungrende markeder som Asien og særligt Europa. I 2023 overtog USA rollen som verdens største eksportør af flydende naturgas, LNG, fra Australien med en nettoeksport på 124 mia. kubikmeter gas. Den amerikanske eksport af LNG har været af afgørende betydning for Europa, da den russiske gas forsvandt i kølvandet på invasionen af Ukraine. Det udgør en stor andel af Europas samlede nettoimport af LNG i 2023 på hele 159 mia. kubikmeter og understreger, at Europa slet ikke kan nøjes med vind- og solenergi. De energiformer er utilstrækkelige og koster langt mere end naturgas. EU's store fokus på netop vind og sol er en af årsagerne til, at Europa fortsat mangler energi, selvom der er et stort behov for stabile billige energikilder. Det er et kæmpe problem, som ultimativt kan føre til afindustrialisering af EU.



De lave energipriser i USA har også haft en positiv effekt på landets økonomi. Industrien nyder godt af billige energiomkostninger, som fremmer vækst og arbejdspladser, især inden for energiintensive sektorer. Samtidig styrker den indenlandske energiproduktion husholdningernes købekraft og reducerer udsvingene i økonomien, selv under globale energikriser. Figur 3 viser, hvordan USA's energiproduktion de seneste årtier er steget markant og nu overstiger forbruget.

Det lader dog ikke til at være nok for den nye amerikanske finansminister Scott Bessent. Han har varslet et 3-3-3-mål om hhv. 3 pct. årlig BNP-vækst, en reduktion i budgetunderskuddet til 3 pct. af BNP og afslutningsvis at øge olieproduktionen med 3 mio. tønder dagligt, eller hvad der svarer til 22 pct. Den nuværende daglige olieproduktion i USA er nemlig rekordhøj på 13,5 mio. tønder. Målet er derfor ambitiøst, men også usandsynligt, da energiproducenterne ønsker at holde olieudbuddet tilpas lavt til at tilgodese deres egen profit. Selvom Trump-administrationen vil tilgodese den fossile energisektor, er det altså ikke sikkert, at de vil efterleve det ønske.

Figur 3. Forbrug og produktion af energi i USA



Note: Kurverne angiver hhv. forbrug og produktion af primær energi i USA. Primær energi er energi, der er udvundet direkte fra naturressourcer.

Kilder: Macrobond og Maj Invest.



Tilstrækkelig arbejdskraft sikret af immigration

Immigranter har i årtier spillet en central rolle i USA's økonomiske vækst og innovation. Mange af landets mest succesfulde virksomheder er bygget af udlændinge, f.eks. Nvidia med Jensen Huang i spidsen, ligesom russiskfødte Sergey Brin var med til at starte Google. Udlændinge udgør desuden en voksende andel af arbejdsstyrken og har bidraget til at drive udviklingen i en række sektorer, herunder teknologi, sundhed og byggeri.

USA's fleksible arbejdsmarked og stærke erhvervsklima gør landet særligt attraktivt for udlændinge. Immigranter finder ofte beskæftigelse i både specialiserede og mere manuelle jobs, hvor deres indsats er med til at holde økonomien dynamisk og konkurrencedygtig. Deres arbejdsindsats styrker produktionen, skaber vækst og bidrager til innovation, som ofte gør USA til verdensførende på mange områder.

Det amerikanske samfund tilbyder også gode muligheder for dem, der ønsker at starte egen virksomhed, da rammevilkårene ved at drive forretning er mere attraktive end i mange andre lande. Dette betyder, at mange immigranter ikke blot finder jobs, men også skaber dem. Deres iværksætterier har haft en positiv effekt på både den lokale og nationale økonomi, idet de ofte bidrager til udviklingen af nye industrier og forretningsmodeller.

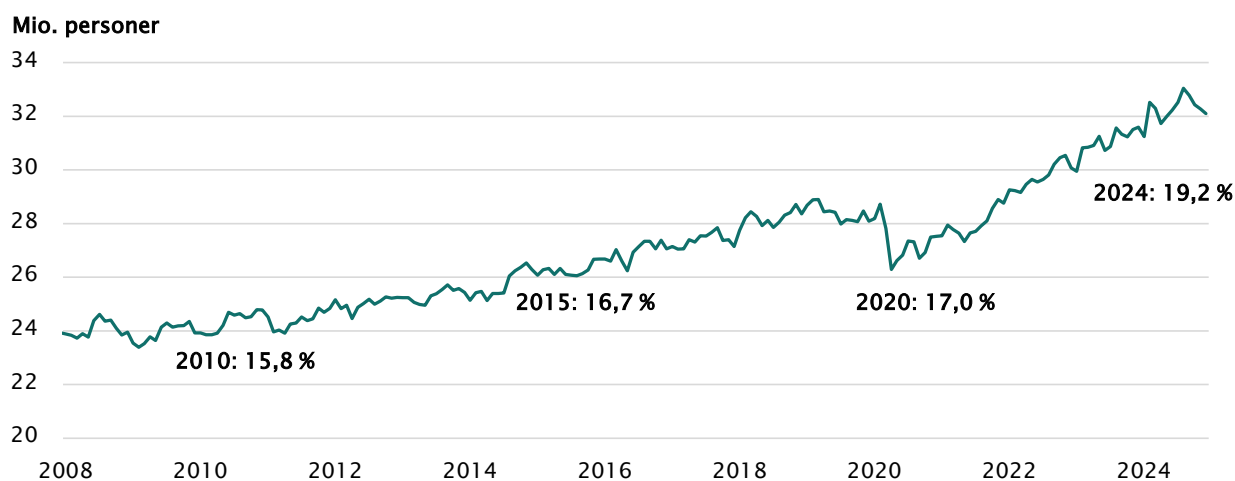
Udenlandsk fødte arbejdstagere er særligt vigtige i brancher, hvor der er høj efterspørgsel efter arbejdskraft, og hvor amerikanske virksomheder ellers kunne opleve mangel på kvalificerede medarbejdere.

Figur 4 viser, hvordan antallet af udenlandsk fødte i arbejdsstyrken er vokset med 9 mio. siden 2008. Det svarer til ca. tre gange den danske arbejdsstyrke eller hele den hollandske. Alene siden Biden tiltrådte som præsident i januar 2021, er antallet vokset med 5 mio. personer. Den stærke økonomiske vækst, som USA har oplevet i årene 2021–2024, kunne ikke være skabt uden disse immigranter.

Væksten i udenlandsk fødte i arbejdsstyrken afspejler ikke kun USA's tiltrækningskraft, men også hvor afgørende immigranter er for landets arbejdsmarked. I 2024 udgjorde gruppen hele 19 pct. af den samlede arbejdsstyrke.

Trump vil ændre på immigrantsituationen. Det gjorde han klart ved sin indsættelse, da han erklærede, at militæret nu sættes ind ved den sydlige grænse. Det er en politisk nødvendighed, men kan komme med en pris på arbejdsmarkedet. En lønpris (godt for de eksisterende amerikanske lønmodtagere) og dermed et prispres på visse produkter som følge af mindre adgang til billig arbejdskraft.

Figur 4. Immigranter i USA's arbejdsstyrke



Note: Angiver den samlede amerikanske arbejdsstyrke født uden for USA. Procenttal angiver den gennemsnitlige andel af den samlede arbejdsstyrke i udvalgte år.

Kilder: Bloomberg og Bureau of Labor Statistics.

Også uddannelsesmulighederne i USA fungerer som et stort trækplaster for at tiltrække talenter. Universiteter som Yale, Harvard, Berkeley og Stanford er førende i verden. Og de tænker kommercielt. De udklækker nye virksomheder på samlebånd, mens vi i EU er bekymrede for om forskere tager værdi med sig, når de starter virksomhed. Vores reguleringsfilosofi er såkaldt "finmasket", hvilket betyder, at vi sætter en stopper for udviklingen.

Verdens centrum for kapital

USA spiller en central rolle i den globale økonomi og er hjemsted for nogle af verdens mest indflydelsesrige banker og finansinstitutioner. Dollaren fungerer som verdens reservevaluta og anvendes bredt i international handel og finans. Det betyder, at USA også er verdens finansielle centrum.

Dollaren gør det muligt for USA at tiltrække kapital og finansiere investeringer på gunstige vilkår. Samtidig giver valutaens udbredelse landet en vis robusthed i forhold til økonomiske udsving, da mange lande holder store reserver i dollar. Dette skaber en solid base for amerikanske banker.

Banker som J.P. Morgan og Bank of America skiller sig ud som de mest værdifulde på globalt plan, se figur 5. Disse institutioner nyder godt af en stærk national økonomi og adgang til verdens største kapitalmarked. Deres størrelse og ressourcer giver dem en fordel i forhold til at tilpasse sig nye teknologier og udvikle innovative finansielle produkter.

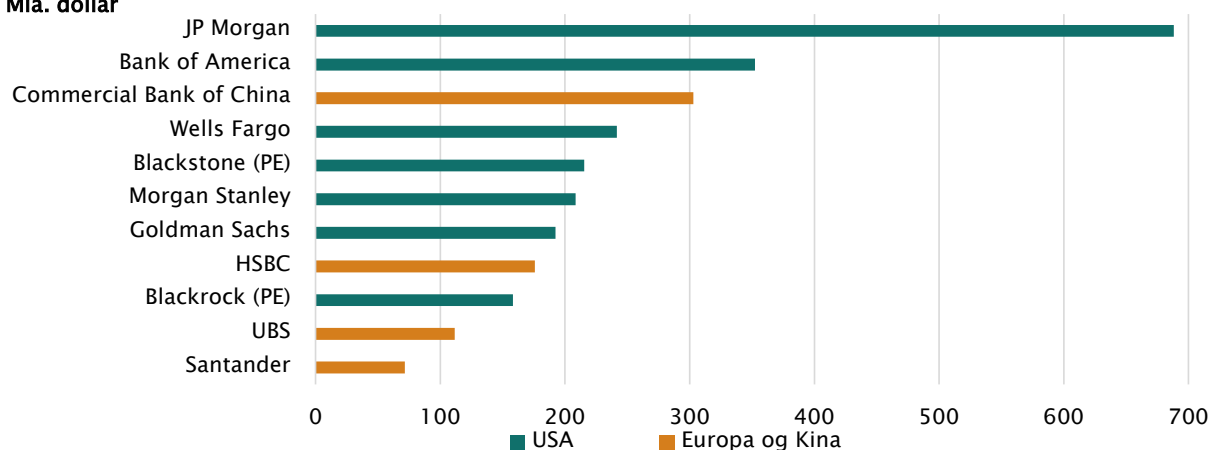
Sammenlignet med europæiske og kinesiske banker som HSBC, UBS, Santander og Commercial Bank of China er de amerikanske banker generelt bedre positioneret på markeder med høj vækst og avanceret teknologi. Europæiske banker er ofte hæmmet af mere fragmenterede finansielle systemer, mens kinesiske banker primært opererer i et statskontrolleret miljø.

USA's finansielle sektor drager fordel af et udviklet kapitalmarked, der giver virksomheder mulighed for effektivt at rejse kapital. Wall Street er fortsat en global hub for investeringer, hvilket styrker både banker og den overordnede økonomi.

USA har meget store ressourcer i form af risikovillig kapital, og USA råder over venturefonde og private equity-fonde, der er ti gange større end dem, vi har i EU.

Figur 5. Markedsværdi af banker

Mia. dollar



Note: Viser udvalgte amerikanske banker samt den største kinesiske bank og de tre største europæiske banker. Senest opdateret December 2024.

Kilder: Companiesmarketcap og Bloomberg.

Innovation og teknologi er amerikanske virksomheders DNA

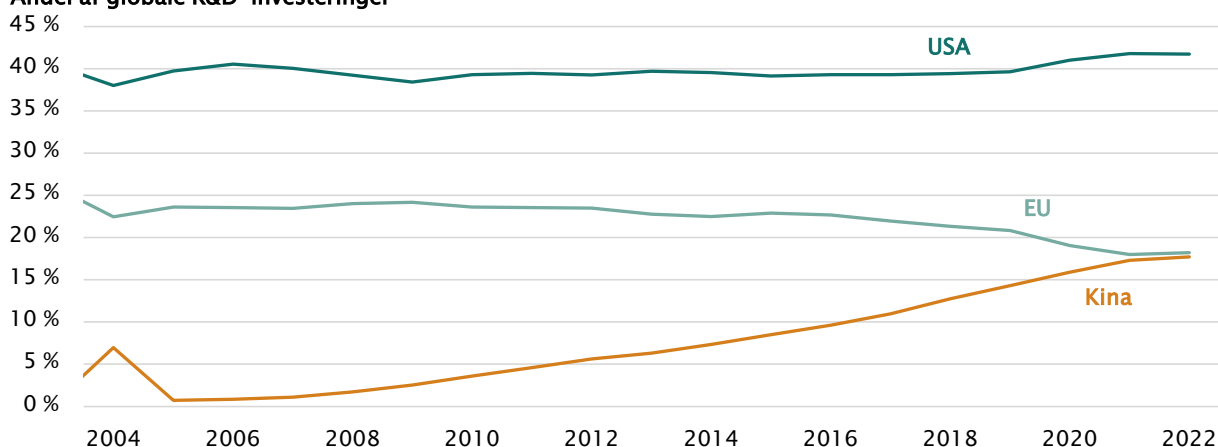
USA er førende, når det kommer til investeringer i forskning og udvikling (R&D), især inden for teknologisk innovation. Amerikanske virksomheder investerer konsekvent en stor andel af de globale midler i R&D. Denne prioritering har været en nøgelfaktor for udviklingen af avancerede teknologier inden for blandt andet kunstig intelligens, bioteknologi og grøn energi.

Investeringerne drives af et stærkt økosystem, hvor regeringen, private virksomheder og førende universiteter arbejder tæt sammen. Dette økosystem gør det muligt at omsætte forskning til konkrete løsninger, der styrker både økonomien og arbejdsmarkedet. Mange af verdens mest indflydelsesrige techvirksomheder som Apple, Google og Microsoft har opnået deres førerpositioner gennem kontinuerlige investeringer i innovation.

EU ligger på en stabil andel af de globale R&D-investeringer og har ikke formået at øge sin andel væsentligt. Dette kan skyldes forskelle i medlemslandenes prioriteter. Kina har derimod set en betydelig vækst i sine investeringer i R&D og nærmer sig nu EU's niveau. Selvom Kina er på fremmarch, har USA fortsat en betydelig fordel takket være sin stærke infrastruktur, adgang til kapital og et fleksibelt erhvervsklima, der fremmer innovation. Her kan Kina slet ikke være med. Som vist i figur 6 har USA's andel af globale investeringer i mange år været markant højere end i andre lande. Det afspejles også i aktiemarkedet, hvor amerikanske virksomheder har en klar overvægt i toppen af verdensindekset.

Figur 6. USA har massivt forspring, når det gælder R&D

Andel af globale R&D-investeringer



Note: Angiver andel af de totale R&D-investeringer blandt verdens 2.500 største virksomheder.

Kilde: The 2023 EU Industrial R&D Investment Scoreboard.



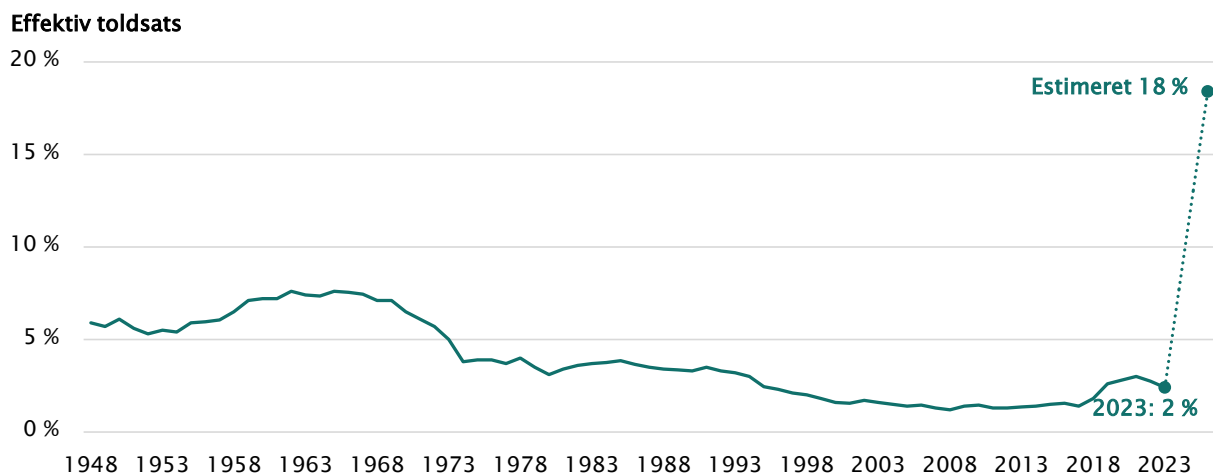
USA i morgen – et blik i krystalkuglen

Trumps politik domineres af fire grundsøjler: Højere toldsatser, stop for immigration, deregulering og offentlige besparelser. Samtidig vil han forlænge en række skattelettelser. Nedenfor analyseres effekten på økonomien af hver grundsøjle.

Trumps første grundsøjle: Højere toldsatser giver højere inflation

Et af Trumps mest fremtrædende politiske udspil er de meget omtalte nye høje toldsatser – 60 pct. på varer fra Kina, 25 pct. på varer fra Canada og Mexico samt 10 pct. på varer fra resten af verden. Dette er et markant brud på mere end 50 års succesfuld global handelspolitik drevet af lave toldsatser – se figur 7.

Figur 7. Trumps foreslåede politik vil nidoble den effektive toldsats



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

Kilder: Fortune og Goldman Sachs.



Trumps fokus på øget told særligt rettet mod Kina er dog ikke uden bagvedliggende argumenter. Kina har nemlig domineret verdenshandlen i mange år. 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.

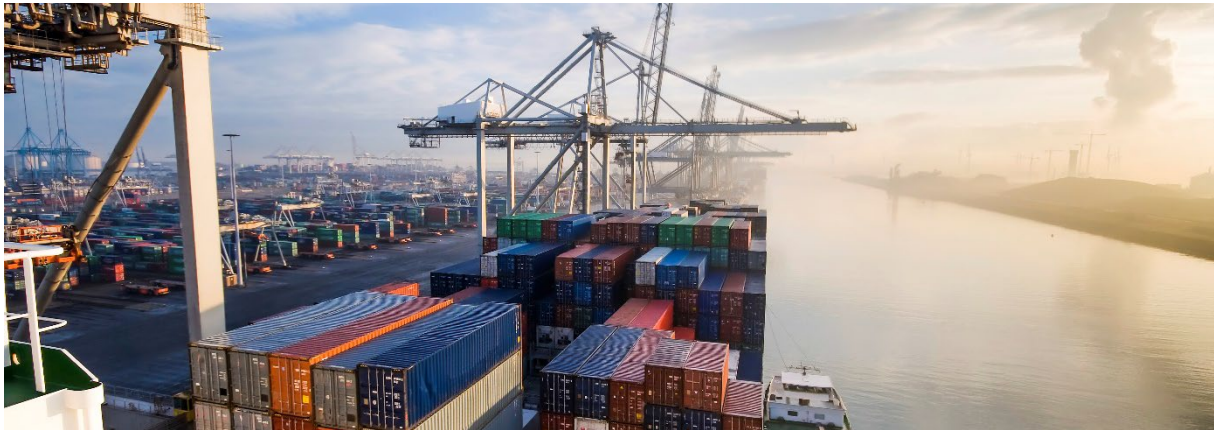
Ingen ved, hvordan Trumps toldsatser præcis vil ramme global økonomi, da det i høj grad afhænger af modsvaret fra f.eks. Kina. Ingen parter bør dog være interesserede i en eskalierende handelskrig, der i sidste ende vil stille alle værre. Derfor har vi en forventning om, at USA og Kina finder et nyt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

Højere tolds effekt på amerikanske virksomheder

Den amerikanske økonomi vil fortsat vokse stabilt på den korte bane. Toldsatserne er positive for amerikanske virksomheder, der får en konkurrencefordel i forhold til virksomheder uden for landets grænser. Det vil øge indtjeningen hos de amerikanske virksomheder og ligeledes de indenlandske investeringer. Det vil på kort sigt give både de amerikanske virksomheder og væksten et rygstød.

Højere tolds effekt på inflationen

Den amerikanske inflation vil uden tvivl stige som følge af de højere toldsatser. 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. Toldsatserne væltes dermed over på forbrugeren og resulterer i højere forbrugerpriser. Udviklingen vil ske gradvist. Ved udgangen af 2025 forventer vi, at inflationen er 0,5 procentpoint højere end ellers, og der er udsigt til en tilsvarende stigning i 2026.



Højere tolds effekt på betalingsbalance og budgetunderskud i USA

Et af Trumps store mål med at indføre højere told er at mindske underskuddet på betalingsbalancen. Det ser dog ikke ud til at ske, fordi de amerikanske forbrugere fortsætter med at efterspørge varer i udlandet.

Ud over at forbedre betalingsbalancen har Trump også i høj grad fokuseret på, at toldsatsene ville give indtægter til det enorme statslige budget. Og isoleret set vil dette da også være tilfældet. Baseret på en 10 pct. told på alle lande på nær Kina vil det skabe et ekstra provenu på omkring 280 mia. dollar årligt. Derudover vil 60 pct. told på kinesiske varer give et provenu på omkring 200 mia. dollar. Dette er vel at mærke baseret på, at forbrugerne fortsætter deres normale forbrugsvaner på trods af toldsatsene. Den amerikanske statskasse står således potentielt til at få ekstra indtægter på 480 mia. dollar årligt. Isoleret set er det godt nyt for statsbudgetterne, men da Trump samtidig vil fortsætte skattelettelse via TCJA (Tax Cuts and Jobs Act) fra 2017, der har en værdi af 400 mia. dollar, bliver nettoeffekten på statsbudgettet ganske lille.

FAKTABOKS: Toldsatsernes samlede effekt på amerikansk økonomi

- Amerikansk erhvervsliv får en konkurrencefordel, hvilket skaber vækst.
- På længere sigt afhænger væksten af modsvaret fra udlandet.
- Inflationen vil stige, da den høje kapacitetsudnyttelse i USA betyder, at virksomhederne får svært ved at øge produktionen.
- Højere inflation vil føre til højere renter.
- Betalingsbalancen vil ikke ændres nævneværdigt, da amerikanske virksomheder ikke kan levere svarende til efterspørgslen.
- Højere told vil mindske budgetunderskuddet. Samlet set vil Trumps politik med fortsatte skattelettelse dog ikke rykke ved det nuværende underskud.

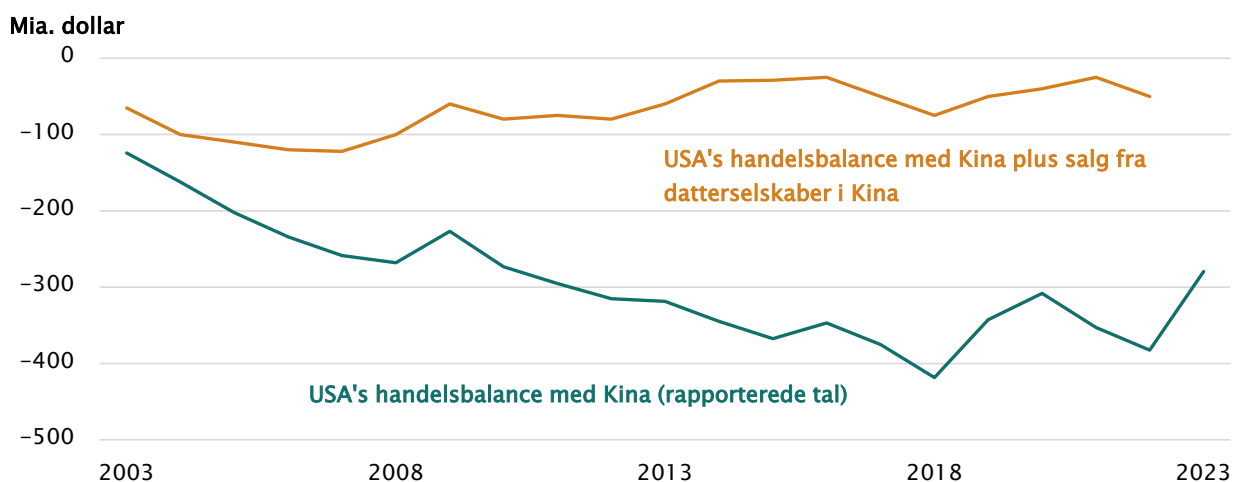
Toldsatserne – USA er ikke en ø

Toldsatserne vil selvsagt også have effekt uden for USA. Særligt i Kina. Kina har en voldsom overkapacitet i mange industrier og et akut behov for at eksportere sig ud af de problemer, som strukturel overopsparing og stagnerende indenlandsk efterspørgsel har ført dem ud i.

Kinesiske virksomheder, der forventeligt rammes med en toldsats på 60 pct., skal justere deres forretningspolitik for at kunne opretholde en markedsandel i USA. Derudover får de brug for at øge deres eksport til resten af verden. Da den kinesiske økonomi har rigeligt med ledig kapacitet, er det dog også muligt. Kineserne vil formentlig sænke priserne yderligere og samtidig devaluere deres valuta. Disse effekter vil tilsammen delvist kompensere for den højere toldsats, og derfor vil der stadig sælges mange kinesiske varer i USA.

Kineserne har også en stærk forhandlingsposition, som Trump ikke skal undervurdere. Mange store amerikanske virksomheder sælger nemlig varer for mia. af dollar i Kina via datterselskaber. Det kommer derfor ikke med på handelsbalancen, men kineserne er udmærket klar over dette. Reelt er det amerikanske handelsbalanceunderskud med Kina derfor langt mindre end de officielle tal viser – se figur 8. Kineserne kan nemt gøre det meget svært eller meget dyrt for de amerikanske datterselskaber at lave forretning i Kina, og hvis det bliver tilfældet, vil det ramme de amerikanske virksomheder hårdt.

Figur 8. Amerikansk salg til Kina er reelt langt større, end de officielle tal viser



Kilder: J.P. Morgan og Deutsche Bank.



Derudover har Kina en enorm magtposition, når det kommer til de kritiske mineraler og sjældne jordarter, der er vigtige for produktionen af semiconductors og den grønne omstilling. Kineserne har sat sig på råvarerne i store dele af Afrika og Sydamerika og står nu for 35–85 pct. af al forarbejdning af de mest kritiske metaller til elektrificeringen. Vesten er langt bagud i dette spil og er derfor afhængig af Kina for at få adgang til en lang række af disse råvarer.

Trumps interesse for Grønland har nok også afsæt i dette. Med eksportforbud kan Kina derfor ramme USA hårdt. Og kineserne er faktisk allerede i gang. I december 2024 lukkede de for eksporten af de kritiske mineraler gallium og germanium, der bruges i semiconductors.

I Europa er effekterne modsatrettede. På den ene side får europæiske virksomheder en konkurrencefordel på det amerikanske marked i forhold til Kina. Samtidig forventer vi, at de amerikanske forbrugere fortsat vil efterspørge produkter fra Europa. 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.

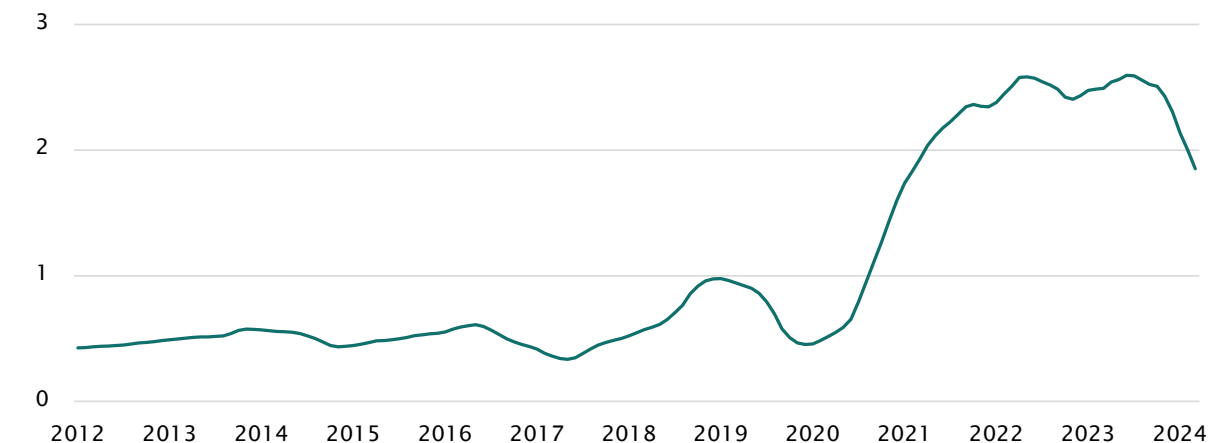
Trumps anden grundstøje: Lukning af grænserne vil presse arbejdsmarkedet yderligere

Det amerikanske arbejdsmarked er stramt. Arbejdsløsheden på 4,1 pct. er lav i et historisk perspektiv, og derfor er det amerikanske arbejdsmarked reelt tæt på dets fulde kapacitet. Det amerikanske arbejdsmarked er derfor dybt afhængigt af udenlandsk arbejdskraft. Under Biden har der endda været en særlig stor tilgang – se figur 9.

Trumps valg om at lukke grænserne og intention om at deportere store grupper af illegale udenlandske indvandrere kommer derfor til at presse arbejdsmarkedet yderligere. Immigranter sender formodentlig en vis del af deres løn tilbage til deres hjemland og bidrager dermed mere til udbuds- end til efterspørgselssiden. Lavere indvandring vil således øge kapacitetspresset. Det er vanskeligt at sige, hvor voldsom effekten er, men det vil have et opadgående pres på lønninger og dermed inflationen i USA.

Figur 9. Registrerede migranter er steget voldsomt under Biden

Mio. personer



Note: Angiver 12 måneders sum af registrerede migranter ved USA's sydvestlige grænse.

Kilder: Macrobond og U.S. Department of Homeland Security.

Trumps tredje grundstøtte: Deregulering – kan mindske inflationen og øge væksten

Trump er stor fortæller for deregulering. Og hvem er ikke det? Langt de fleste studier peger på, at mindre regulering fører til højere produktivitet og dermed lavere pris per produceret enhed. Det giver gode forudsætninger for højere vækst og lavere inflation.

Trump har særligt fokus på tre områder, når det kommer til at deregulere det amerikanske samfund. Energi, finanssektoren og den offentlige sektor.

Trump vil reducere restriktionerne på olie- gas- og kulindustrien, bedst indrammet af hans citat: "Drill, baby, drill". USA er allerede selvforsynende med energi, men med Trumps nye tiltag er det muligt at øge energieksporsten. Det er godt for den stærkt negative handelsbalance, som todsatserne formentlig ikke får bugt med.

Derudover har Trump øje på finanssektoren. Efter finanskrisen er kravene til både amerikanske og globale banker blevet langt større. Trump vil gerne rulle dele af disse kapitalkrav mv. tilbage, så bankerne har bedre muligheder for at tage risiko i form af udlån og investeringer. Hvis det lykkes og resulterer i mere kredit, kan det give den økonomiske aktivitet et nøk op. Bagsiden af medaljen er dog en mere risikofyldt finansiel sektor, hvilket formanden for Federal Deposit Insurance Corporation for nyligt har været ude og advare imod.

Næste afsnit går dybere ned i Trumps planer om at effektivisere den offentlige sektor, blandt andet via deregulering.

Trumps ønske om mindre regulering vil være et rygstød til økonomien på den korte bane, men man skal være meget opmærksom på, hvordan det kan ændre risikobilledet.



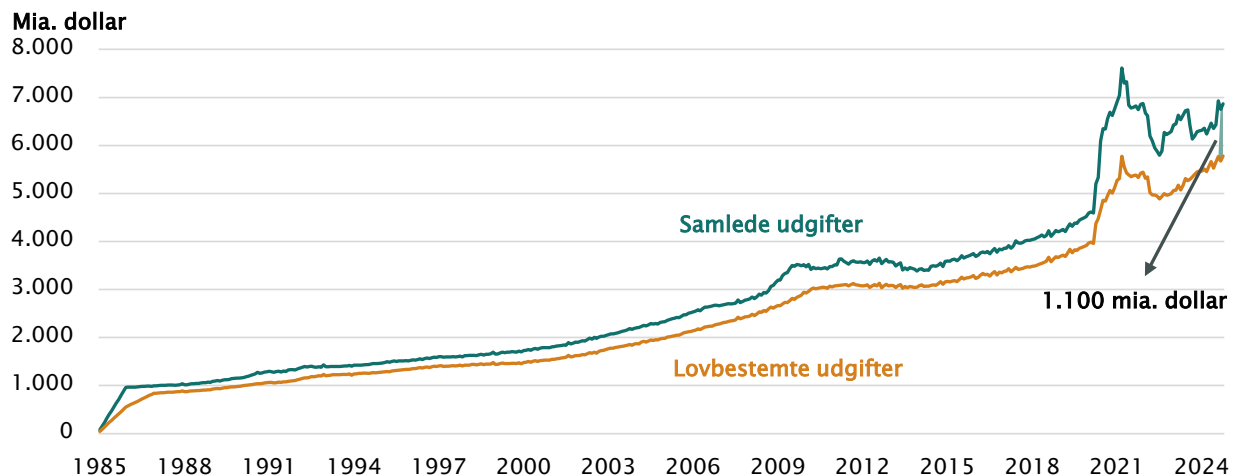
Trumps fjerde grundstøje: Offentlige besparelser – vil det virke?

Mange er enige i, at det amerikanske budgetunderskud og den voksende gæld er bekymrende. Og Trump vil gerne skære i omkostningerne samt effektivisere den offentlige sektor. De offentlige udgifter i USA er i dag tæt på 7.000 mia. dollar, hvilket svarer til lidt over 20 pct. af BNP. Han har betroet opgaven til milliardæren Elon Musk. 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 dog tvivlsomt. Musk har ingen tidligere erfaring med den offentlige sektor, og den fungerer ikke præcis som en privat virksomhed, hvor de har deres ekspertise.

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 10. 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 skrevet, at de i første omgang har et mål om at skære 500 mia. dollar i budgettet.

Det er tvivlsomt, at Musk lykkes med at skære så meget i de offentlige budgetter, som de har sat som deres mål. Derfor vil det nok også have begrænset effekt på både økonomien og inflationen.

Figur 10. 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.

Ud over Trumps grundstøjl er der en række andre områder, der er værd at belyse. For hvordan klarer forbrugerne de højere priser, og hvad sker der med Fed og kryptomarkedet?

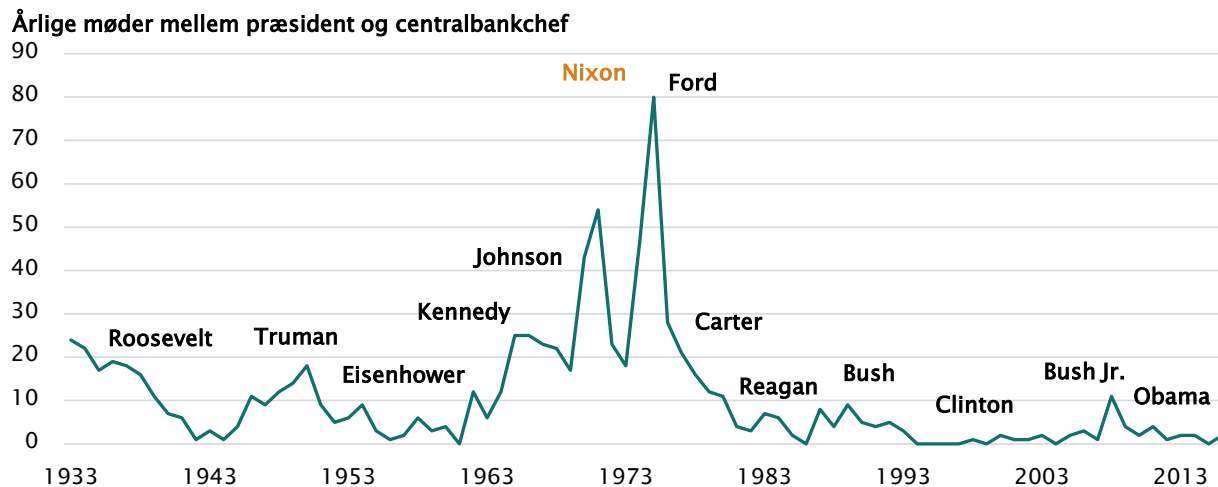
Centralbankens uafhængighed vil blive testet

Inflationen fra Trumps politiske tiltag kan ramme andre end forbrugerne. Hvis inflationen stiger, kan det nemlig presse den amerikanske centralbank, Fed, til at hæve renten. Det er desværre opskriften på en "krig" mellem Trump og Fed.

Trump har ved flere lejligheder tydeligt givet udtryk for, at han som præsident bør have ret til at blande sig i centralbankens beslutninger og presse renten ned. Det er langt fra den traditionelle opfattelse, som er, at pengepolitikken og finanspolitikken skal være adskilt.

Historisk ses det også tydeligt, at tidligere tilfælde, hvor præsidenten har blandet sig i centralbankens politik, er endt galt. Sidste fortilfælde er fra begyndelsen af 1970'erne, hvor præsident Nixon lagde et stort pres på centralbankchef Arthur Burns for at lempe pengepolitikken: Fra 1970 til 1972 sænkede Fed derfor renten fra 9 pct. til 4 pct., og samtidig øgede Fed væksten i pengemængden med mere end 50 pct. Se figur 11. Det gav bagslag, og fra 1972 til 1974 steg inflationen i USA fra 2,7 pct. til 12,4 pct. årligt.

Figur 11. Ikke siden Nixon har amerikanske præsidenter blandet sig i Feds arbejde



Kilde: Estimating the effects of political pressure on the Fed, Thomas Drechsel (2024).

Det store spørgsmål er, hvor meget Trump reelt kan blande sig i Federal Reserves pengepolitik. Den nuværende centralbankchef Jerome Powells embedsperiode slutter i maj 2026. Til den tid kan Trump indsætte sin egen centralbankchef, men indtil da har han kun mulighed for at udskifte et enkelt medlem, der afslutter sin periode i januar 2026.

Udefra skal han dog nok forsøge at påvirke Fed. Under Trumps seneste præsidentperiode brugte han flittigt Twitter og andre medier til at kritisere centralbankens beslutning, og det må man forvente sker igen. Det er tvivlsomt, om det reelt får betydning for den førte pengepolitik. Det risikerer dog at skabe ustabilitet på finansmarkederne og i værste fald et tillidsproblem til Fed.

Krypto pustes op

Trump er åbenlys fortalere for kryptovalutaer, herunder Bitcoin. Under sin valgkampagne lovede han at gøre USA til "krypthovedstaden på planeten" og foreslog oprettelsen af en national Bitcoin-reserve. I kølvandet på dette er hele kryptomarkedet steget voldsomt i værdi, f.eks. er Bitcoin steget med 50 pct., siden Trump blev valgt.

Senest har Trump lanceret sin egen kryptovaluta, \$TRUMP, der på fire dage har fået en markedsværdi på mere end 8 mia. dollar. Samtidig har hans kone, Melania Trump, også lanceret en personlig kryptovaluta. Udviklingen er mildest talt absurd, og det virker mere end noget andet som om, Trump-familien er i gang med at kapitalisere på deres magt.

Det er måske en af de største finansielle bobler nogensinde. Værdien af kryptomarkederne er enorm. De er steget så meget i værdi i løbet af få år, at den samlede kryptoværdi i dag er lige

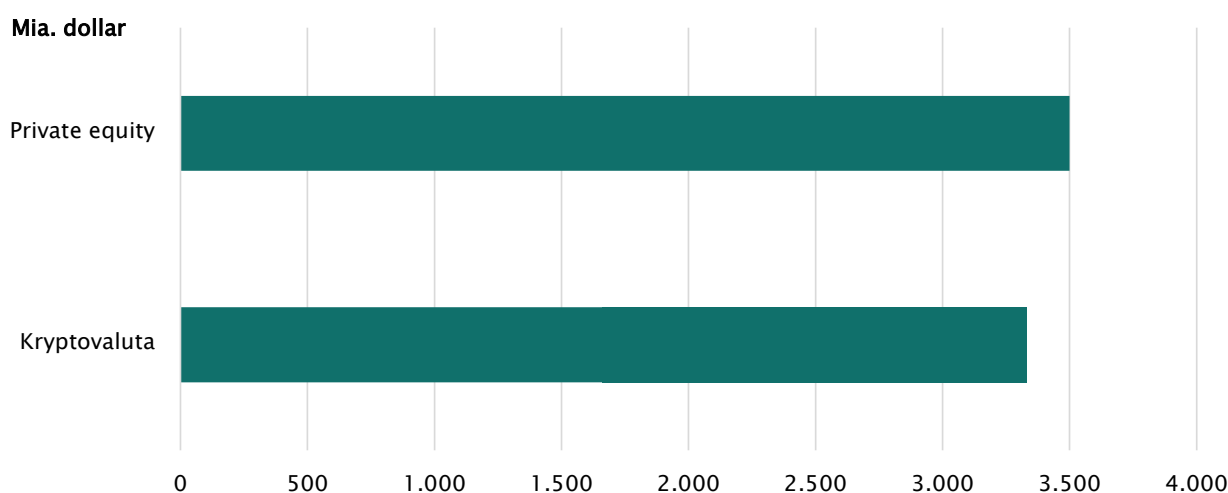
så stor som summen af samtlige private equity virksomheder på hele jordkloden – se figur 12. PE-industrien er opbygget på 40 år og består af tusinde af værdifulde virksomheder. Kryptomarkedet består af computerkoder lavet af programmører på kun 10 år – og de giver vel og mærke hverken rente eller udbytte til ejeren.

Trump planlægger flere initiativer for at fremme kryptovalutaerne i USA. Først og fremmest taler Trump om en strategisk Bitcoin-reserve, som vil integrere kryptovalutaen i landets finansielle strategi. Det eneste andet land, hvor dette er tilfældet, er i El Salvador. Derudover har Trump udnævnt flere kryptovenlige embedsmænd. David Sacks, tidligere PayPal-chef, er udnævnt til "White House A.I. & Krypto Czar" med ansvar for at skabe en klar juridisk ramme for kryptoindustrien. Desuden er Paul Atkins, kendt for sin pro-krypto holdning, nomineret til at lede U.S. Securities and Exchange Commission, SEC, der er den amerikanske pendant til Finanstilsynet.

Trump har tidligere været modstander af krypto, men hans klarsyn er nok hjulpet på vej af kryptoindustriens store bidrag til hans kampagne. Derudover opfatter Trump kryptovalutaer som en ren "win-win". Så længe prisen stiger, bliver alle rigere.

Medvinden til krypto kan forsætte længe under Trump. Som fundamental investor, der fokuserer på investeringer, der giver et løbende afkast i form af enten renter, udbytter, aktietilbagekøb eller har et reelt værdigrundlag, er Bitcoin dog fortsat uinteressant.

Figur 12. Kryptomarkedet er nu lige så meget værd som hele markedet for private equity



Note: Angiver værdien pr. 31.12.2023 med korrektioner af kryptovalutas markedsværdi, så det afspejler den aktuelle værdi.
Kilder: MSCI, Visual Capitalist og CoinMarketCap.



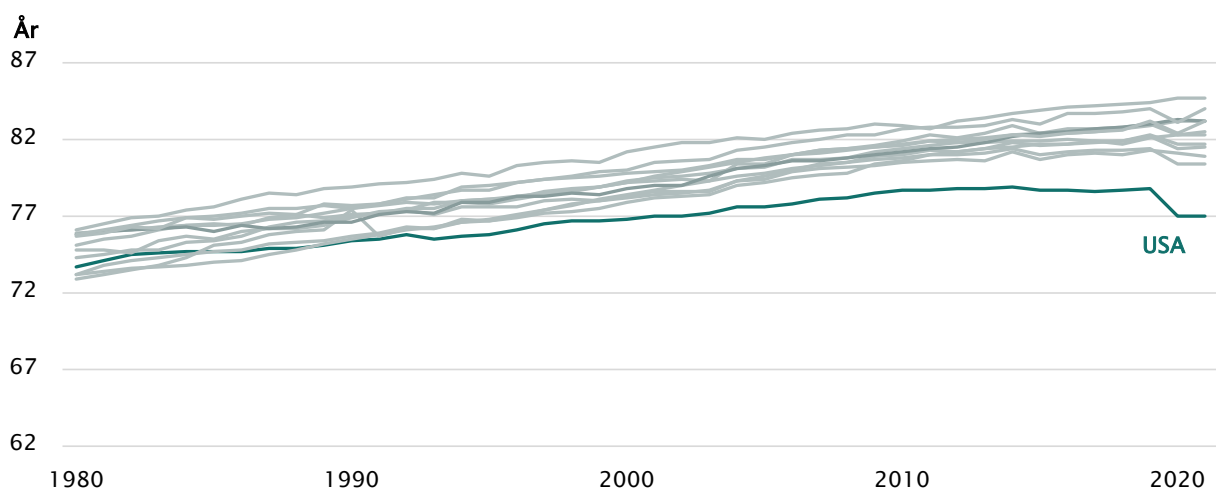
Bagsiden af medaljen i USA

Den amerikanske økonomi har det altså godt, og selvom udfaldsrummet bliver større, vil det nok også fortsætte sådan under Trump. Amerikanerne har dog et stigende problem: Ulighed. Det ses særligt inden for sundhed og uddannelse – to grundpiller i et udviklet samfund.

Når det kommer til sundhed, ligger USA langt under sammenlignelige lande. Eller rettere sagt er de rigeste i samfundet sunde og har råd til de bedste behandlinger. Her er der intet problem. Men så snart indkomsten falder, falder sundheden også. Samlet set ser det derfor ikke godt ud.

Der dør 50 pct. flere af sygdomme i USA, man burde kunne behandle, i forhold til gennemsnittet i OECD. Børnedødeligheden ligger 30 pct. over gennemsnittet i OECD, og andelen af overvægtige er tæt på dobbelt så høj som gennemsnittet i OECD. Det hele kan opsummeres i figur 13, hvor det er tydeligt, at den forventede levetid er markant lavere i USA end andre sammenlignelige lande. Det paradoksale er, at udgifter til sundhed fylder omkring 18 pct. af det amerikanske BNP, mens gennemsnittet i OECD er tæt på 10 pct.

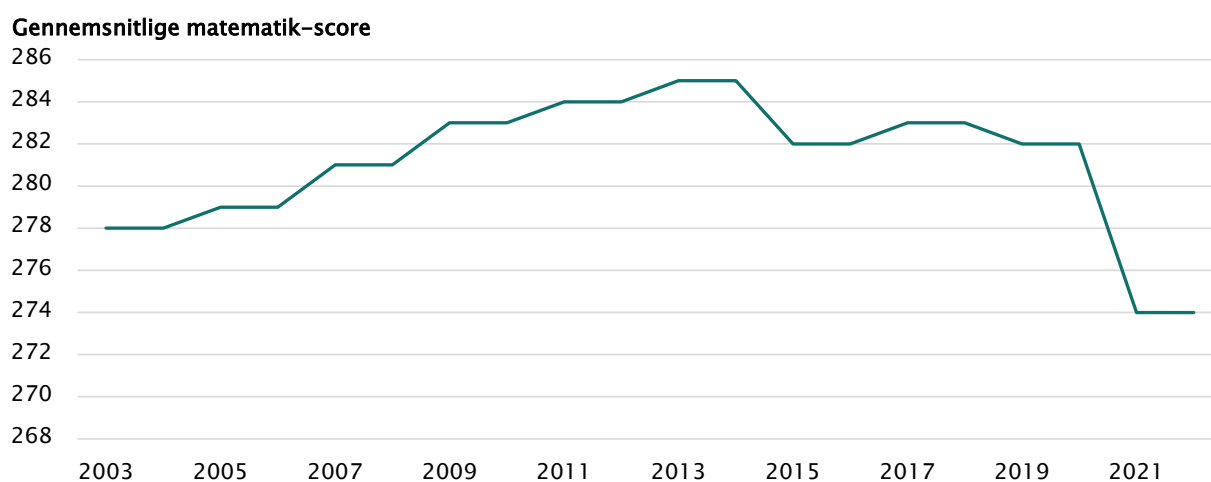
Figur 13. Forventet levealder for en række OECD-lande



Kilde: OECD.

Det samme gør sig gældende, når det kommer til uddannelse. De velstående familier kan sende deres børn på verdens bedste skoler og universiteter, mens middelklassen og lavindkomstgrupperne langt fra har samme muligheder. Samlet set resulterer det nu i et lavere fagligt niveau – se figur 14.

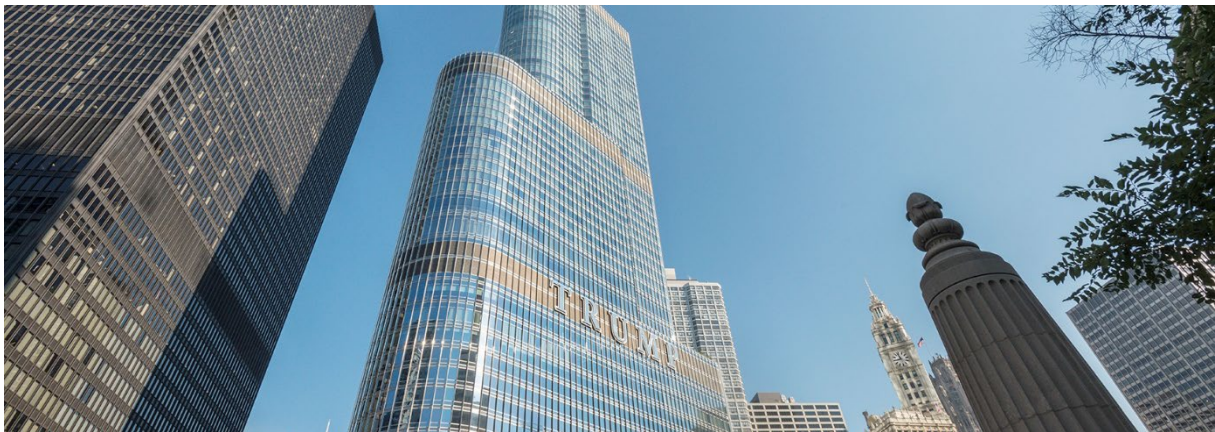
Figur 14. Matematik-score i USA falder



Note: Tallene er for 8. klasse svarende til 13-14-årige.
Kilde: NEAP.

Kort og godt er de 10 pct. rigeste i USA's levestandard så høj, og deres bidrag til økonomiens størrelse så stor, at det på aggregeret niveau får USA til at se bedre ud, end det reelt er. I realiteten bliver flere og flere amerikanere efterladt på perronen med ringere sundhed, uddannelse og generel velfærd.

Den store ulighed er derfor et strukturelt problem, der ikke skal undervurderes. I yderste konsekvens kan det føre til sociale uroligheder. Samtidig vil den større ulighed både økonomisk og uddannelsesmæssigt bidrage til et generelt lavere oplysningsniveau. Det er aldrig sundt for et demokrati. Muligheden for, at den amerikanske sammenhængskraft bliver mindre og mindre, er derfor til stede. Området får sjældent det store fokus fra økonomer og finansfolk, da det i mange år ikke har været et problem, men det vil måske ændre sig. Ingen ved dog, hvor længe udviklingen reelt kan fortsætte, før det giver synlige konsekvenser.



Konklusion

Trumps politik vil uden tvivl sætte dybe spor i den amerikanske politik og selvforståelse. Men det er værd at huske på, at den historiske erfaring gennem mere end 100 år peger på, at præsidentvalg ikke er særligt afgørende for den amerikanske økonomi. Markedsmekanismerne, konkurrencen, investeringerne, innovationsevnen, opsparingen og risikovilligheden blandt investorerne betyder langt mere end præsidenten. Men lad være med at fortælle det til Trump.

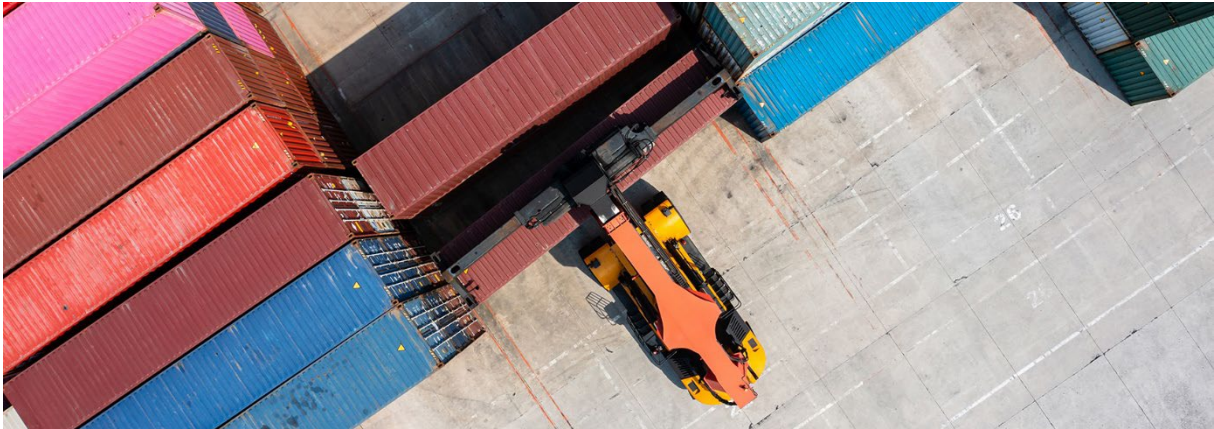
På den korte bane vil den amerikanske vækst fortsætte, og selvom nogle store eksportlande vil blive ramt af den højere told, vil global økonomi også fortsætte de positive tendenser. I USA skal man dog vænne sig til en højere inflation. Toldsatser og mindre immigration er begge faktorer, der vil presse inflationen op i USA. Den højere inflation vil samtidig presse renteniveauet op – den 10-årige statsrente ender sandsynligvis over 5 pct. Forbrugernes indkomstudvikling og fortsatte skattelettelser betyder, at væksten i privatforbruget vil fortsætte. Derfor vil økonomien vokse med 2–3 pct årligt de næste par år. Vores konklusioner er opsummeret i figur 15.

Figur 15. Scoreboard over Trumps annoncerede politik

	<u>BNP-vækst</u>		<u>Inflation</u>	<u>Rente</u>
	USA	Verden		
Told på import	+	÷	++	+
Immigration	÷	Uændret	+	+
Skattelempler	+	+	++	+
Off. udgifter	÷	÷	÷	÷
Total	+	Uændret	+	+

Note: Oversigten dækker de kortsigtede effekter af Trumps annoncerede politiske tiltag.

Kilde: Maj Invest.



Det helt store spørgsmål er de såkaldte andenrunde effekter fra toldsætserne. Hvis forløbet udvikler sig konfrontatorisk, har Kina – via sit monopol på udvalgte råstoffer og nøglekomponenter – gode muligheder for at skabe kaos i den globale forsyningskæde. Det kan ramme både amerikansk og europæisk økonomi. På den længere bane kan Trumps uforudsigelige politik også skabe problemer – særligt i form af stigende risikopræmier. Det giver stigende renter og faldende aktiekurser.

Forvent ustabilitet og lettere kaotiske forhold i verdenshandlen. Men forvent også, at væksten fortsætter. Den globale markedøkonomi er som sagt væsentlig stærkere end den amerikanske præsident.

Som investor skal man bevare roen og fastholde sine aktiepositioner. Man kan med fordel gå porteføljen igennem og sikre, at der er global spredning i aktieporteføljen og tilstrækkeligt mange obligationer eller kontanter. Det er næppe nu, man skal øge sine risikofyldte investeringer eller optage store lån.

Som udgangspunkt skal globale aktier fylde størstedelen af en aktieportefølje. Det giver risikospredning og samtidig gode afkastmuligheder. Value- eller vækstaktier er to gode alternativer for de langsigtede investorer. Samtidig er der muligheder i emerging markets, hvor aktierne er relativt billige.

Obligationer er også en central byggeklods. De højere renter betyder, at obligationerne giver et solidt afkast mellem 2 og 6 pct. årligt, afhængig af risiko. Samtidig kan det give sikkerhed i porteføljen i perioder, hvor aktiemarkedet har det svært.

Som investor skal man altså ikke lave sin portefølje helt om, blot fordi USA har fået en ny præsident. Men den større uforudsigelighed taler dog for, at man som altid har styr på sin risiko.

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.