

USA's økonomi under Trumps anden præsidentperiode

Karen Helveg Petersen

NETØK seminar d. 24. oktober 2025



Temaer



- Temaer:
 - Historien om dollaren og politikken: stærk dollar/svag dollar
 - Trump-teamets økonomisk teori
 - Finanspolitik og gæld
 - Finansmarkedet
 - Rentepolitik
 - Den 'reale' økonomi
 - Toldpolitik
 - Kryptovalutaer

Lidt historie: USA gik fra guldet...

- Nixon ophævede guldindløseligheden i 1971 på grund af den stigende inflation, der indebar, at dens officielle kurs mod guld (\$35 per unse) var overvurderet
- London Gold Pool var brudt sammen i 1968
- I 1973 blev de faste pariteter opgivet, og kurserne flød
- Dollaren overlevede, ja, faktisk førte de nye relationer mellem valutaerne og liberalisering af kapitalbevægelser til mere porteføljeinvestering i USA, aktier og obligationer
- Men inflationen fortsatte, bl.a. ophedet af olieprisernes himmelflugt, indtil rentehoppet i 1979-80 på op til 20% (Volckerchokket), der lagde en dæmper på aktieinvesteringer
- Efter 'Volcker' fik amerikanske statsobligationer kronede dage, dollaren steg 50% i kurs over for andre stærke valutaer indtil 1985 – omvendt faldt guldprisen fra \$ 595 i 1980 til \$ 327 i 1985
- Men amerikansk industri led under de høje renter
- Og ikke mindst latinamerikanske lande kom i klemme af samme grund

Lidt historie: Plaza-Accord i september 1985

- Plaza-aftalen blev indgået under Ronald Reagan med Japan, UK, Frankrig og Vesttyskland
- Den var et forsøg på at svække den amerikanske dollar gennem et organiseret samarbejde – samt i givet fald opkøb af de valutaer, der skulle styrkes, med amerikanske dollars
- Hvor meget intervention der var vides ikke, og der står ikke noget om det i aftalen, men dollaren faldt og derefter også handelsunderskuddet i forhold til de andre lande minus Japan
- Ellers lagde Plaza-aftalen også bunden under meget af det, der senere blev kendt som neoliberal politik og Washington Consensus

Den økonomiske teori bag Trumps kaotiske politik - hvad er Mar-a-Lago Accord?

- Mar-a-Lago Accord arkitekter: Stephen Miran (Chef for Council of Economic Advisors), Scott Bessent (Finansminister), Peter Navarro (Handelsrådgiver) – men der er ingen offentligt kendt aftale
- Stephen Mirans *A User's Guide to Restructuring the Global Trading System* fra November 2024 er det vigtigste dokument
- Miran genkalder sig Triffin-dilemmaet fra 1960'erne – dollaren var reservevaluta og fodrede verden med dollars – også gennem USA's import, og dermed fik det underskud på handelsbalancen, bestyrket af at amerikansk eksport blev relativt mindre konkurrencedygtig
- Derfor er amerikansk industri i en dårlig position, og det er det, Trump 2.0 vil gøre op med
- Forestillingen er, at told vil presse andre landes eksportpriser, så amerikanske forbrugere ikke lider så meget, og som ekstra bonus vil det svække andre landes økonomier
- Udenlandske investeringer i USA vil stige
- Miran mener også, at USA's finansielle styrke bidrager til andre landes sikkerhed, samt at det er muligt at bruge det militære skjold mod allierede! Bilaterale aftaler skal erstatte multilaterale

Exorbitant privilege

- Indvendinger:
 - USA har overskud på korte kapitalstrømme – det diskuteres ikke af Miran
 - Han inddrager ikke rigtigt tjenesteydelser, som USA har overskud på
 - Charles Kindleberger påpegede dollarens styrke
 - udlændinge beholdt dollars
 - dollariseringen gennem Eurodollarmarkedet faciliterede international handel og investering
 - dollars blev investeret i produktive aktiver og gav afkast
 - dollaren var et nødvendigt anker
 - Petrodollars fra 1970'erne styrkede Eurodollarmarkedet
 - Altså om noget har USA nydt godt af dollarens styrke, inkl. at kunne importere så meget mere end det eksporterer, dvs. det har raget til sig af verdens goder uden som andre lande at blive straffet: *Exorbitant privilege*



Kapitalmarkedet undervurderes

- Miran og Trump undervurderer altså i lighed med Triffin den rolle, som dollaren spiller i kapitalbevægelser og *Eurodollarmarkedet*, dvs. som nøglevaluta i international handel og finans og som pengekapital i hele globaliseringen, for direkte investeringer har naturligvis også en finansside
- Selvom de vil bevare dollarens dominans, undergraver de den
- Hvis andre lande ville holde brandudsalg af deres dollarbeholdninger, kunne det blive en trussel mod dollaren – det har man frygtet siden 1970'erne, men det er ikke sket
- Men der er også en anden side af det her: nemlig den amerikanske gæld i form af Treasury bills og obligationer

In The Treasury We Trust

- Udenlandsk kapital strømmede til USA i 1980'erne, dvs. især til fastforrentede papirer
- Det er fortsat i dag, udlændinge ejer \$9,3 billioner (bn = 10^{12}) af den nationale obligationsgæld på nu \$38 bn
- Den totale amerikanske gæld, altså også private, er på \$105 bn
- National gæld/BNP nåede 124% i 2024, kraftig stigning bare fra 2019 (106%)
- Disse obligationer finansierer de kumulerede amerikanske budgetunderskud, eller omvendt: det at obligationerne er så accepterede gør, at der ikke er grænser for den amerikanske gæld
- Budgetunderskud FY 2025 (1. okt. 2024-30. sept. 2025) ca. \$2 bn
- Kongressen skal vedtage at hæve gældsloftet, og det er det, der er strid om nu

Aktiemarkedet

- Dow Jones, S&P 500 og Nasdaq er de index'er, der citeres
- Da Trump tog over, var Dow Jones (30 største aktier i markedsværdi) på 44.053, d. 20 oktober står det på 46.745, en vækst på lidt over 6%
- S&P er steget dobbelt så meget, 12,2% - de mest markedsomsatte aktier
- Nasdaq (en del tech-aktier) er steget med 16,2%
- Alt i alt mener US Treasury, at *udlændinge holder værdipapirer* (aktier og obligationer) for \$30 bn (midt 2024), hvoraf \$16,9 bn ud af en total markedsværdi på \$60 billioner er aktier. Resten er obligationsgæld på \$9,3 bn plus \$3,8 bn i kortsigtet gæld
- Så USA har i den grad nydt godt af udlændinges investeringer, men det udsætter sig også derved for risici, hvis det vender sig imod den hidtidige konsensus om åbne markeder

Mere om USA's kapitalposition

- Altså, efter krigen var USA kapitaleksporterende og med til at få gang i Europa
- Det vendte i 70'erne – 80'erne, hvor udenlandske porteføljeinvesteringer i USA blev større end omvendt
- USA's nettoposition er i dag \$ 15 bn – dvs. amerikanere ejer \$ 15 bn i udenlandske aktiver mod udlændinges beholdninger af amerikanske aktiver på \$ 30 bn
- Mht Kina gentog USA Europa-historien, store realinvesteringer fra især 90'erne og høje afkast
- Det førte også til, at Kina købte amerikanske Treasuries, nu holder det 'kun' \$ 753 mia. i Treasury gæld, har været oppe på \$ 1,272 bn i 2013



Rentepolitik

- USA havde i mange år en lav rente, der også gjorde dets kapitalmarked interessant, regulation og bestemte jo, at der ikke måtte gives renter på bankkonti, derfor opstod alle mulige andre instrumenter, og pengeanbringelser gennem Eurodollarmarkedet, der formidlede investeringer i Europa, blev interessante
- Når vi taler om rentepolitik drejer det sig normalt om the Fed Reserves rente, federal funds rate, den rente Trump nu slås med Fed Formand Jerome Powell om
- Den lange rente kan the Fed kun prøve at have indflydelse på og gør det ved markedsoperationer af forskellig art
- Powells frygt er, at en lav rente blot skubber til inflationen og aktiemarkedet – nu er den på 4.0 - 4,25%, fornylig blev den sænket med 0,25%
- Trump mener, en lavere rente ville sætte fut i økonomien
- Den lange rente er nu højere på amerikanske obligationer end på megen europæisk officiel gæld 3,5%, 4.25% og 4,75% (2 års, 10 års og 30 års løbetid) – selv den græske gæld er lavere
- Bemærkelsesværdigt så flad ydelseskurven er, altså at der ikke er megen forskel på den korte og den lange rente – kan være et krisetegn

‘Realøkonomien’

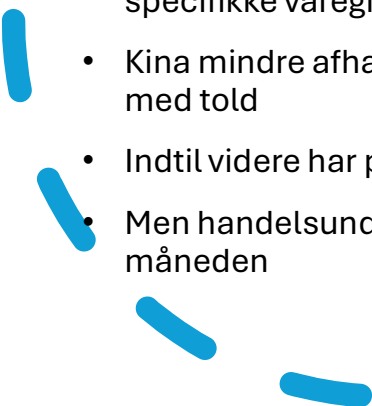
- Outsourcingen til isære Kina begyndte så småt i 1980'erne og tog fart i 1990'ernes hyperglobalisering
- Det førte til en tilsyneladende forbedret levestandard, selvom stigningen i nominallønninger i USA blev holdt i ave
- Værdikæderne blev organiseret så lave lønninger i fremstillingslandene kom hjemlige mellemlid til gode – det fodrede en middelklassen
- Kina og andre vækstøkonomier var dog også i stand til at buldre frem
- Og Kina vandrede op ad den teknologiske stige, så det nu ikke længere halter bagefter, tværtom (minus microchips) og har næsten monopol på forarbejdningen af kritiske råstoffer
- Det blev en konkurrent
- Den amerikanske økonomi udgør nu ca. 24% af verdens BNP, mod 40% i tresserne

Forbrugerne nød godt af de billige varer indtil ...

- Konsekvenserne har været digre for konventionel amerikansk industri, nedlæggelse af rustbælteindustrier, pres på lønningerne
- I lang tid kunne USA skjule den relative lønstagnation, mens ikke mindst boliger blev dyrere
- Antal jobs i fremstillingsindustrien er faldet og dem i tjenesteydelser steget, i 2026 ventes 11,9% af beskæftigelsen at være i fremstillingsvirksomheder i forhold til 81% i tjenesteydelser
- Og en del servicejob (i restauranter, rengøring, personlig pleje, platformsøkonomi) er meget dårligere betalt end de klassiske arbejderes
- Dertil kommer inflationen efter covid
- Så alt i alt har den almindelige amerikaner fået det sværere inkl. en del af middelklassen – også pga. stigende udgifter til sundhedsforsikring og undervisning, der jo i høj grad skal finansieres af brugerne selv



Biden og så Trump: ”Tariffs is the most beautiful word in the dictionary”

- Biden lagde linjen til en stigning i protektionismen og deglobalisering
 - Han gennemførte IRA, Inflation Reduction Act, der jo gik ud på en masse tax credits til middelklassen plus industristøtte, begge dele fortrinsvis til vedvarende energi
 - Trumps første handling var at begynde at tale om toldsatser og strø om sig med dem, true med dem og trække dem tilbage
 - Fik prædikatet TACO (Trump always chickens out), fordi han efter første bralrerunde gav sig, bl.a. fordi obligationspriserne faldt, hvad der kunne føre til kreditklemme
 - Men told er blevet lagt på EU, der har godkendt 15% plus en række andre betingelser, UK 10%, Kina er i øjeblikket 10%, men der trues og forhandles, Mexico 30%, Canada 35%, Brasilien og Indien 50% - der er også en masse specialsatser på specifikke varegrupper, aluminium, biler osv.
 - Kina mindre afhængig af import fra USA end USA er fra Kina– 56% af importen fra Kina er halvfabrikata, og de belægges også med told
 - Indtil videre har prisstigningerne ikke været drastiske, under 3% på årlig basis, heraf kan over 0,5% tilskrives tolden
 - Men handelsunderskuddet er ikke faldet bl.a. fordi USA's eksport ikke udvikler sig særlig meget, plus minus \$10 mia om måneden
- 

Hvad der sker

- The Big Beautiful Bill vil øge budgetunderskuddet - og dermed presset på obligationsmarkedet - ved at sænke skatten på de rige
- Men Trump-teamet hævder, at toldindtægterne vil give \$4 bn over de næste 10 år, og at det svarer til underskuddet forventet fra BBB
- Sundhedsydelser bliver dyrere for de fattige (det er det gældsstriden især står om), men Trump prøver at mose lavere medicinpriser igennem
- En foreløbig konsekvens er, at amerikanske importører tjener mindre, fordi de har taget noget af skraldet, især mindre virksomheder
- Lande omlægger deres import, f.eks. importerer Kina flere landbrugsvarer fra Brasilien
- Men én effekt er sikker: dollarkursen er faldet, den danske krone står nu i 6,43 (7,16 da Trump tog over), ca. 10%
- På den anden side:
 - Der er faktisk store udenlandske investeringer i USA, inden for teknologi, eks danske UXV, drone- og robotteknologi
 - Arbejdsløsheden er stadig lav

Dedollarisering? Hvad er kriteriet?

- Dollarens andel i verdens nationalbankreserver er faldet til 58%, var 80% i 1977
- Guldprisens himmelflugt? Prisen var for tre dage siden \$ 4353 mod \$ 2772, da Trump tog over, en stigning på over 50%
- Stigende brug af guld i centralbankreserver, 20% i udviklede markeder
- Mindre brug af \$ i verdens transaktioner? Ikke meget. I internationale kontrakter? Nja. Mindre brug af Swift-systemet? Ja, alternativer udviklet, men fungerer de?
- Dollars stadig vigtige i udenlandske bankindeståender, ikke mindst i 'emerging' markeder
- I olie, gas - og anden råvarehandel er der imidlertid et signifikant fald i brugen af dollars
- ***Mindre andel af udenlandsk ejerskab af amerikanske treasuries, 30% nu mod 50% i 2008, samt udlændinge veksler dollars til egen eller anden valuta***
- ***Hvis Fed opkøber treasuries for at sænke renten, forsvinder de fra cirkulationen og dermed som likviditetsunderlag***
- Konklusion: Der finder en vis afdollarisering sted, det er klart, men det går langsomt
- Er krypto en konkurrent?

GENIUS Act

- ***Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins*** Act fra juli i år drejer sig altså om kryptoer, der har en fast paritet med en valuta (normalt dollaren)
- Finansielle institutioner (non-banks) kan sælge stablecoins til publikum uden nogen opbakning eller sikkerhed, dvs. de kan nøjes med at dække sig ind i tvivlsomme pengemarkedsinstrumenter
- De kan også søge om tilladelse til at sælge kryptoderivater til offentligheden - uden krav om sikkerhed - Big Tech må også tilbyde stablecoins og kryptohandel
- Stablecoins bruges mest til at købe kryptoer for, altså rent spekulativt eller til at skjule dirty deals eller skatteunddragelse
- Det springende punkt er hvad kryptoudstederen gør, når folk vil have udbetalt 'den stabile mønt' i rigtige penge – der har været flere krak
- Eller hvis krypto er brugt til videre transaktioner, og de falder i værdi og skal brandsælges - mega risici
- Trump har lavet sin egen lille forretning med De Forenede Arabiske Emirater, der vil betale \$ 2 mia til World Liberty Financial mod adgang til avancerede computerchips – dvs. UAE skal vel også betale for chips'ene med rigtige penge, eller gøres det med krypto?
- Da stablecoins fortrinsvis er 'stabile' mod dollars (altså det er meningen), repræsenterer de ikke en dedollarisering
- ***Krypto er et levendegjort fantasifoster, der sikkert vil finde sin form som et andet ikke-stofligt betalingsmiddel***

Konklusion

- Der er mange forvirrende tegn
- IMF er begyndt at tale om en aktieboble (price-earnings er for høje, omkring 28 på Nasdaq), der risikerer at blive større inden den brister – hvis Trump fx skulle have held med sig til at holde den korte rente lav
- Der er naturligvis også mange andre foruroligende tegn, angrebene på universiteterne, Bidens klima- og miljøpolitik, ekspertviden inden for naturvidenskaberne, sundhedssektoren og forskning, der vil indvirke på økonomien
- Hvis aktieboblen brister vil det også gå ud over 'almindelige mennesker' og pensionsfonde
- Det kan fremskyndes af salg af amerikanske statsobligationer fra udlændinges side