

Q2 2025 | Temaspecialist Morten Springborg

Control, Alt, Delete Pax Americana

“Hvordan gik du fallit?” spurgte Bill. “På to måder,” sagde Mike. “Langsomt og så pludseligt.”

Ernest Hemingway, *The Sun Also Rises*, 1926.

Nøgleindsigter:

- Den USA-ledede verdensorden, kendt som Pax Americana, er under forandring. Vi ser nu en ”Control-Alt-Delete”-genstart mod en multipolær verdensorden.
- Toldbarrierer, en mere transaktionel amerikansk udenrigspolitik og opgivelsen af multilaterale forpligtelser har svækket gamle alliancer, fragmenteret verdenshandlen og undergravet dollarens status som global handels- og reservevaluta.
- USA’s store underskud på statsbudgettet og handelsbalancen og Kinas vedvarende handelsoverskud skyldes strukturelle ubalancer i begge lande. Kina har et lavt privatforbrug og stor indkomstulighed, og sparer for meget op. I USA er forbruget omvendt for højt og gældsfinansieret samtidig med, at industrien er svækket. En mere holdbar økonomisk balance vil kræve højere forbrug i overskudslande som f.eks. Danmark og Tyskland, og lavere forbrug i USA, lavere dollar samt en mere målrettet industripolitik i USA. Told alene løser ikke problemet.
- Vinderne fra globaliseringen – især platformvirksomheder – står over for modvind. I stedet vil nationale markedsledere med stærke og robuste forretningsmodeller blive bedre stillet i en mere fragmenteret verden.
- USA vil gå fra at være en global kapitaldestination til at blive en kapitalkilde for andre regioner. Dette betyder, at tiden er inde til at allokere aktieeksposeringen til regioner uden for USA.



“

Denne globale orden har løbende skabt stigende ubalancer med store handels- og budgetunderskud i USA samt en høj gældsopbygning.

Fra Bretton Woods til nedlukningen af Pax Americana

Efter 2. verdenskrig indtog USA rollen som verdens økonomiske supermagt forankret i militær dominans og dollaren som global handels- og reservevaluta. Denne globale orden har dog løbende skabt stigende ubalancer med store handels- og budgetunderskud i USA samt en høj gældsopbygning.

Serviceøkonomi og overforbrug

USA har bevæget sig fra en industribaseret økonomi til en serviceøkonomi, hvor særligt finans- og medicinalektorerne dominerer. Servicesektoren udgør nu næsten 80 pct. af BNP¹. Samtidig har billige importvarer stimuleret privatforbruget og bidraget til et stigende underskud på betalingsbalancen, som i 2024 nåede 1,1 billion dollars (3,9 pct. af BNP)². USA's internationale investeringsposition – forskellen mellem amerikanske aktiver i udlandet og gæld til udlandet – var ved udgangen af 2024 minus 26 billion dollars, svarende til 93 pct. af BNP. Dette betyder, at USA er stærkt afhængig af udenlandsk kapital til at finansiere underskuddene gennem investeringer i amerikanske aktiver, såsom statsobligationer og aktier.

Kapitalindstrømningerne har bidraget til at fastholde lave renter, hvilket igen har drevet aktivpriserne op og tilskyndet til gældsfinansieret forbrug. Denne dynamik har skabt en selvforstærkende cyklus, som har sat den amerikanske økonomi i en nu sårbar position.

Platformøkonomi og skatteunddragelse

Multinationale selskaber har brugt globaliseringen til at maksimere afkast og minimere skatter. Disse selskaber udvikler typisk i USA, producerer billigt i Kina og registrerer overskuddet i lavskattelande som Irland, hvor de i nogle tilfælde betaler under 10 pct. i skat. Det har ført til lavere skatteindtægter og færre lokale arbejdspladser. Dette har optimeret virksomhedernes profit og aktionærernes afkast, men har samtidig undergravet de nationale skatteindtægter og arbejdsmarkeder. Som reaktion har den nye amerikanske administration været nødsaget til at finde alternative indtægtskilder, som for eksempel indførelse af toldtariffer.

De fundamentale realiteter

Handels-ubalancen mellem særligt USA og Kina er et resultat af strukturelle forskelle i opsparing og investering, forankret i landenes økonomiske



1 [USA Share of services - data, chart | TheGlobalEconomy.com](#)

2 [United States Current Account](#)



politikker. Kinas store overskud skyldes høj opsparing, lavt privatforbrug og lave lønninger, hvilket tvinger Kina til at eksportere mere end landet selv forbruger. Efter 2008 kompenserede Kina for den faldende udenlandske efterspørgsel med gældsfinansierede investeringer i bl.a. infrastruktur og ejendomme, hvilket har forøget overkapaciteten og ubalancer.

USA's underskud er et spejlbillede af overskuddet i lande som Kina. Overskudskapital fra lande som Kina er blevet investeret i amerikanske aktiver, hvilket har holdt renterne i USA lave, fremmet overforbrug og reduceret den indenlandske industrielle produktion. I 2025 er den amerikanske nettogæld til udlandet nu nået 93 pct. Toldsatser løser ikke udfordringen. Kina må øge privatforbruget gennem f.eks. højere lønninger og velfærdsprogrammer til tilskynder en lavere opsparing, mens USA bør hæve opsparingskvoten og fremme industriens konkurrenceevne.

Europa må også udvikle en ny vækstmodel med større lokal efterspørgsel. Sydeuropa viser allerede tegn på bedring efter 15 år med økonomiske nedskæringer. Hertil nævnes en stærkere europæisk integration af tyske politikere som en nødvendighed. USA's aggressive toldpolitik og dalende NATO-forpligtelser skubber Europa i retning af selvstændighed. En varig løsning på de globale udfordringer kræver international koordinering frem for mere protektionisme.

Dollarens dominans svækkes

Flere lande forsøger nu at handle i andre valutaer end dollaren. Kina har indgået ca. 40 valutaaftaler med andre centralbanker. Japan og Indien har lavet en swap-aftale på 75 milliarder dollars for at beskytte sig mod dollarmangel. Dette kan varsle en overgang fra én global valuta til et system med flere ledende valutaer og bilaterale aftaler – understøttet af guld som reserveaktiv.

Figur 1

USA's reale handelsvægtede dollar

Kilde: Bloomberg, 31. marts 2025

Som Hemingway pointerede om konkurs; Forandring sker først gradvist, så pludseligt. USA's nuværende politik undergraver i hast dollarens globale dominans, bl.a. via exit fra internationale aftaler, politisering af dollaren og angreb på centralbankens uafhængighed. Samtidig skaber det finanspolitiske kaos i Kongressen bekymring på de globale markeder.

Da den nuværende amerikanske administration tiltrådte, lå dollaren – målt handelsvægtet – på sit højeste niveau nogensinde, se figur 1. Til og med 2. kvartal 2025 er dollaren faldet med 7,4 pct. Ifølge Stephen Miran, formand for Trumps økonomiske råd, kan det reelle mål være at svække dollaren.

Det handler om værdiansættelse

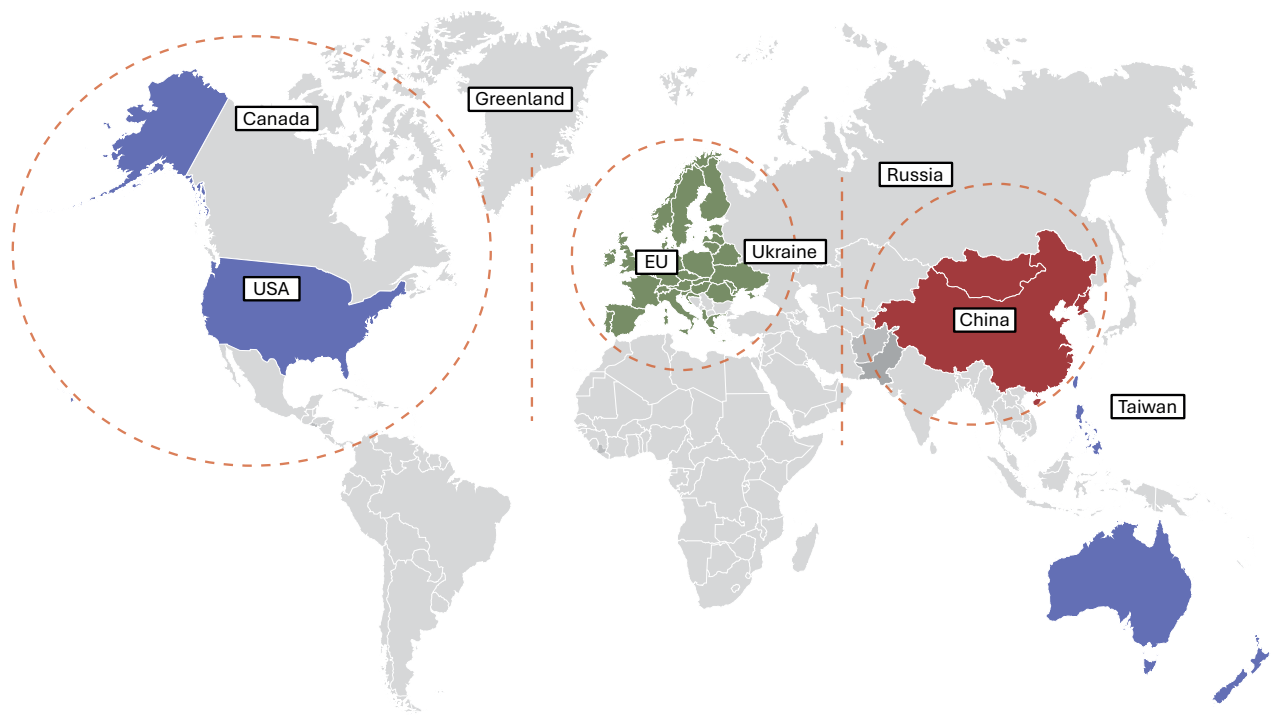
USA's aktiemarked og dollaren er stadig højt prisat. Værdien af amerikanske aktier udgjorde for nylig næsten 70 pct. af verdens samlede aktiemarked. En svækket dollar og lavere obligationsskurser og en lavere værdiansættelse af aktier kan gøre amerikanske aktiver mere attraktive. Men uden en mere samarbejdende udenrigs- og økonomisk politik risikerer USA at miste kapitalstrømme fra udlandet.

Regional sikkerhed i bred forstand

De-globaliseringen vil omforme verdenshandlen, energiforsyningen og de militære alliancer. Dette kan føre til en tripolær verdensorden med tre konkurrerende magtblokke, se figur 2.

Figur 2

Verden bevæger sig mod tre løst sammenhængende økonomiske blokke



Kilde: C WorldWide 2025

- **USA-blokken** bygger på handelsaftalen USMCA (United States–Mexico–Canada Agreement), hvor 40 pct. af den samlede handel i denne blok foregår mellem de tre medlemslande indbyrdes. Det er uklart, om USA vil fokusere på egen region eller forsøge at inkludere lande i Asien for at inddæmme Kina.
- **EU-Blokken** har 66 pct. intern handel og har samtidig en stærk og avanceret industri-sektor særligt inden for avancerede kapital-goder. Europa har således langt fra mistet sin industrielle styrke.
- **Kina-blokken** har 60 pct. intern asiatisk handel. Kina-blokken konsoliderer sin rolle gennem RCEP (Regional Comprehensive Economic

Partnership), og Belt and Road-initiativet (Infrastruktur- og investeringsprogram, der økonomisk og politisk styrker forbindelserne mellem Kina og resten af verden). Samtidig styrkes relationerne til Rusland, det globale syd og andre strategisk vigtige udviklings-lande. Kinas industrielle skala og evne til at producere teknologier med både civile og militære anvendelser udfordrer USA's rolle i regionen.

USA's toldpolitik kan utilsigtet give Kina en fordel. Hvis lande som Canada, Mexico og EU presses af amerikanske handelsrestriktioner, kan de vælge at kigge Kinas vej – især på områder som teknologi og råmaterialer. Dette kan føre til mere frihandel mellem mange lande, mens USA isoleres

“

Pax Americana nærmer sig sin afslutning. I stedet ser vi konturerne af en multipolær verdensorden præget af regionale handels- og sikkerhedsalliancer.

bag toldmure. Mexico og Canada bliver centrale omdrejningspunkter, og da de er en del af USMCA-handelsområdet, er det usikkert, om de på sigt fortsat vil være tæt knyttet til USA, eller om de vil søge nye partnerskaber.

Energisikkerhed som forudsætning for europæisk uafhængighed

Europas klimapolitik har ikke haft den ønskede effekt. På trods af investeringer på over ni billioner dollars i den grønne omstilling, nåede de globale CO₂-udledninger et rekordhøjt niveau i 2024. Mange lande prioriterer i stigende grad billig, indenlandsk energi frem for klimamål. Dette af hensyn til sikkerhed og vækst.

Europa er under et strategisk pres fra USA, Rusland og Kina, hvor kombinationen af lave energiomkostninger og en stærk industrisektor er en alvorlig trussel mod den europæiske konkurrenceevne.

EU's industripolitik har gennem det sidste årti været præget af modsatrettede tiltag og effekter. På den ene side fremhæves det, at dekarbonisering skal styrke konkurrenceevnen, mens industrien i 2023 omvendt blev pålagt at betale 44 milliarder euro i CO₂-afgifter. Samtidig kæmper kontinentet med høje priser og forsyningsusikkerhed. Et mere pragmatisk energimix med vedvarende energi, atomkraft og gas bliver nødvendigt. Uden dette vil Europa fortsætte med at tabe global konkurrenceevne.

Konklusion:

Fragmenteret gensidig afhængighed

Pax Americana nærmer sig sin afslutning. I stedet ser vi konturerne af en multipolær verdensorden præget af regionale handels- og sikkerheds-

alliancer. Verden samler sig i tre konkurrerende blokke – som dog ikke er fuldstændigt adskilte. Der er en gensidig afhængighed og ikke én dominerende aktør. Dollaren vil gradvist miste sin særstatus, uden at en enkelt valuta overtager rollen. Et nyt, mere balanceret valutasystem er undervejs, hvor f.eks. guld og bilaterale valutaaftaler får større betydning.

Virksomheder flytter fokus fra effektivitet til robusthed. Efter dårlige erfaringer med brudte forsyningskæder genintegreres produktion lokalt, og stater kræver en større andel af værdiskabelsen gennem beskatning. Platformselskaber risikerer at stå svagere, mens selskaber, der dominerer nationalt eller regionalt, vinder frem.

Som Hemingway skrev, sker forandring først gradvist – og derefter pludseligt. Dette harmonerer godt med C WorldWides investeringsfilosofi, særligt ift. betydningen af at tænke langsigtet, hvor nøglen er at forstå de langsigtede konsekvenser af de vigtige forandringer, der sker under overfladen.

For investorer betyder det, at international diversificering bliver afgørende. USA vil langsomt miste rollen som den primære globale investeringsdestination og vil være sårbare over for kapitaludstrømning. I takt med at vækst og investeringsmuligheder forbedres i andre regioner, vil fremtidige kapitalstrømme i stigende grad tilgå til disse. For investorer er tiden derfor inde til at øge allokeringen mod aktier uden for USA.

Investeringsforeningen
C WorldWide

Dampfærgevej 26
2100 København

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

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