26.06.2025

Slik forbereder du deg på mulig handelsstorm

Handels- og utenrikspolitiske scenarioer for en turbulent høst

Danske Bank

Innhold

3 Introduksjon: Forberedelse på langvarig politisk usikkerhet

4 Handelspolitikk under lupen: Hva er Trump-administrasjonens prioriteringer?

7 Veien videre: Sannsynlige handelspolitiske scenarioer for H2 2025 og fremover
8 Hovedscenario: Tariffer stabiliserer seg på moderate nivåer
9 Negativt scenario: Gjensidige tariffer kommer tilbake
10 Positivt scenario: Tariffer for en stabil inntekt

11 Maktpolitikk i en ny æra: Hva driver amerikansk utenrikspolitikk?

13 Forventede utfall: En blanding av tilnærminger fra Trump-administrasjonen
14 Fred gjennom styrke: "If you want peace, prepare for the war"
15 Isolasjonisme: "Not our war, not our fight"
16 Transaksjonell tilnærming: "America first"

17 Norden i kryssilden: Konsekvenser av en eskalerende handelskrig
18 Danmark: Begrenset risiko for handelskrig, med overvekt mot nedsiden
20 Sverige: Eskalerende handelskrig vil forverre husholdningenes pessimisme ytterligere
22 Norge: Moderate nedsiderisikoer for vekst og oppsiderisikoer for inflasjon
24 Finland: Gjenopphenting avspores i negativt handelskrigsscenario

26 Appendix
27 Disclosures
28 General disclaimer

Authors

Minna Kuusisto
Sjefanalytiker, Geopolitikk og global makro

Antti Ilvonen
Senioranalytiker, US makro

Bjørn Tangaa Sillemann
Sjefanalytiker, Danmark

Susanne Spector
Sjeføkonom, Sverige

Frank Jullum
Sjeføkonom, Norge

Kaisa Kivipelto
Privatøkonom, Finland

© Danske Bank A/S 2025

Introduksjon

Forberedelse på langvarig politisk usikkerhet

Får du noen gang følelsen av det ligger en forbannelse over tiåret 2020? Fra en pandemi som ga oss resesjon til en krig som utløste dyrtid, var den globale økonomien akkurat i ferd med å hente seg inn da den traff en ny vegg av usikkerhet.

Bedrifter og investorer må ta beslutninger i et miljø preget av betydelig usikkerhet rundt makroøkonomiske utsikter for vekst og inflasjon. Våre makroøkonomiske hovedprognose er betinget av antakelser om handelspolitiske utfall og utfordres av geopolitiske risikoer.

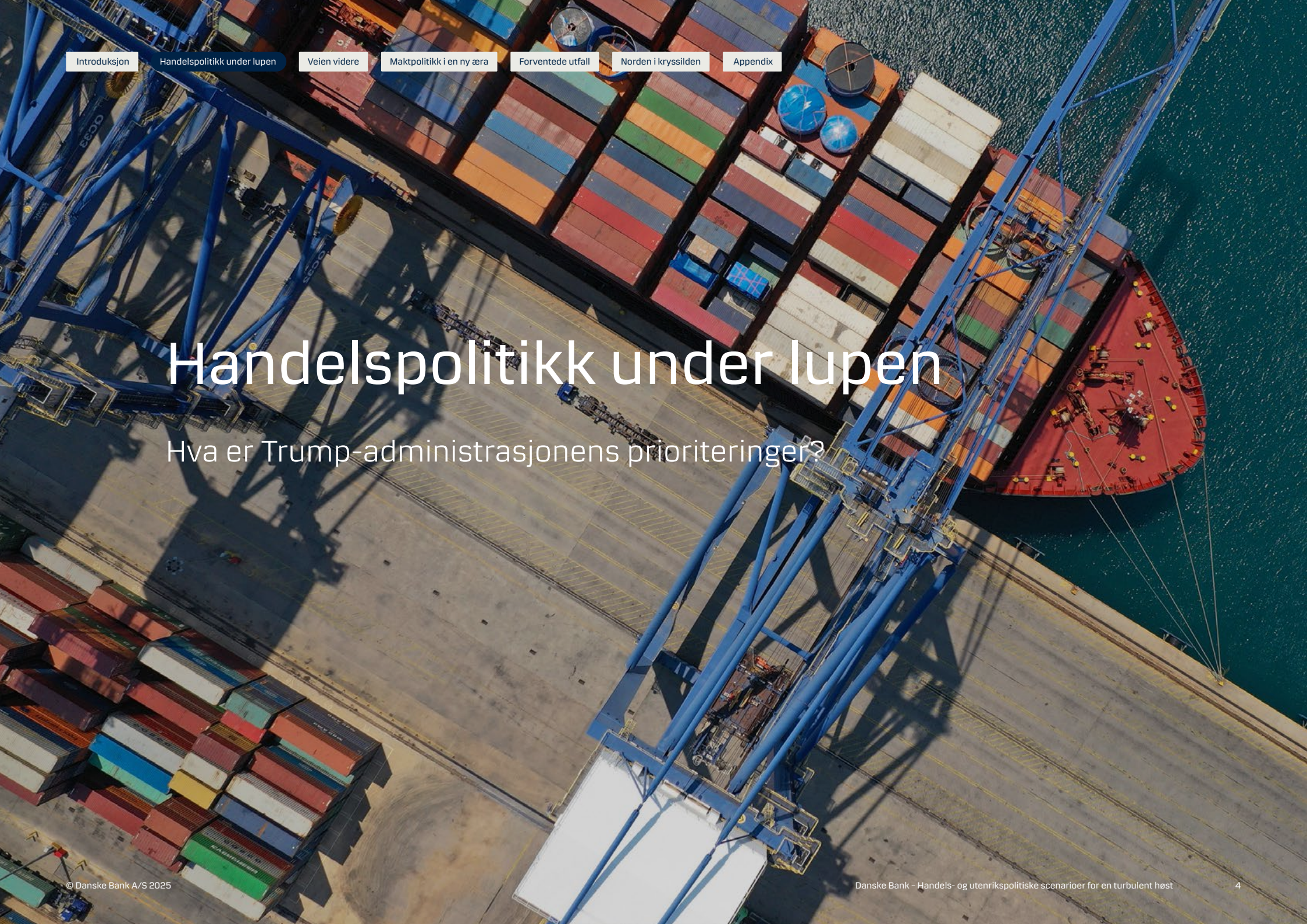
Den pågående handelskrigen er et perfekt eksempel på det uberegnelige politiske miljøet: tariffer har i utgangspunktet blitt satt på ekstremt høye nivåer som virker vilkårlige, men de har raskt blitt redusert, nesten like fort som de ble kunngjort. I vårt hovedscenario forventer vi at tariffene vil lande på moderate, om enn historisk høye, nivåer. Hvis vi har rett, vil den amerikanske økonomiske veksten bremse ned, men ikke kollapse, og Europa være på vei mot gjenopphenting. Men i vårt negative scenario vil tariffene forbli høye, og USA vil oppleve en resesjon sammenlignbar med dot-com-krisen. Europeiske økonomier, inkludert de nordiske landene, vil få en betydelig knekk.

Samtidig som usikkerheten rundt handelspolitikken er rekordhøy, gjennomgår også amerikansk utenrikspolitikk et markant skifte. Noen elementer av Trump-administrasjonens utenrikspolitikk er kjente fra hans første periode og rimer godt med tradisjonelle republikanske utenrikspolitiske doktriner, men det finnes også noen helt nye temaer. I likhet med Trumps første periode, formes amerikansk utenrikspolitikk av en drakamp mellom de intervensjonistiske og de isolasjonistiske leirene innenfor det republikanske partiet. Et godt eksempel på dette er administrasjonens nylige overveielser om hvorvidt de skal intervenere i konflikten mellom Israel og Iran.

> *I likhet med Trumps første periode, formes amerikansk utenrikspolitikk av en drakamp mellom de intervensjonistiske og de isolasjonistiske leirene*

I denne rapporten presenterer vi et rammeverk for å forutse USAs handels- og utenrikspolitikk og de økonomiske og markedsmessige konsekvensene de kan føre med seg. Siden usikkerheten er så høy, avstår vi fra å gi nøyaktige prognoser for handels- eller utenrikspolitikk. I stedet skisserer vi tre scenarioer for USAs handelspolitikk og diskuterer tre tilnærminger til USAs utenrikspolitikk. Ulike motiver fører til ulike utfall. Derfor søker vi, for både handels- og utenrikspolitikk, å forstå de primære motivene som driver amerikansk beslutningstaking.

© Danske Bank A/S 2025



Handelspolitikk under lupen

Hva er Trump-administrasjonens prioriteringer?

© Danske Bank A/S 2025

For våre handelskrigsscenarioer vurderer vi hvilken underliggende motivasjon som kan drive Trumps beslutningstaking. Ingen kan vite sikkert hva Trump til syvende og sist ønsker å oppnå med sin uberegnelige handelskrig, men ulike mål krever ulike tilnærminger. Senere presenterer vi to risikoscenarioer – ett negativt og ett positivt – for å illustrere omfanget og retningen av forventede effekter.

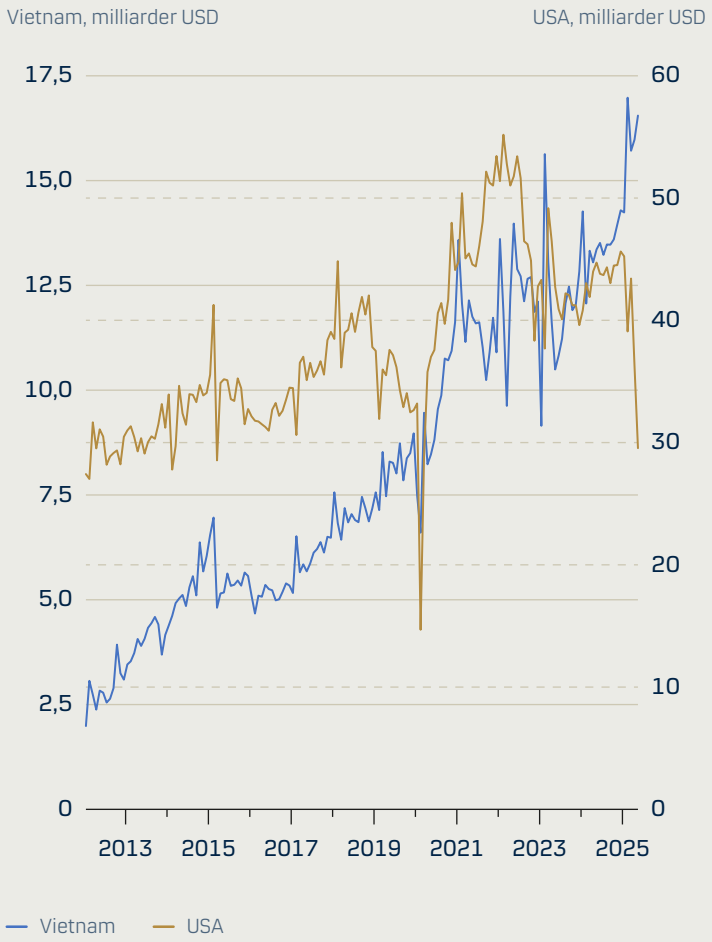
I vårt hovedscenario, som er inkludert i Nordic Outlook-prognosene, antar vi at tariffene forblir nær dagens nivå, der den handelsvektede gjennomsnittlige anvendte tollsatsen på all amerikansk import ligger rundt 15 %. Selv om kortvarige justeringer ikke kan utelukkes, antar vi at flertallet av de "gjensidige tariffene" som ble kunngjort i april, ikke vil bli gjeninnført. I dette scenarioet ser vi primært på tariffene som et forhandlingsverktøy. Noe høyere tariffer på Kina har som mål å redusere USAs avhengighet av kinesisk import, men ikke å fullstendig frikoble de to økonomiene.

De nåværende tariffene gir rikelig med rom for å omdirigere handel, spesielt via sørøstasiatiske land, noe som også ble observert etter Trumps handelskrig i hans første periode. Ved skrivende stund har tidlige handelsdata antydet lignende endringer også etter "Frigjøringsdagen". Kinesiske eksportvolumer til USA falt kraftig i mai og nådde det laveste nivået siden Covid-våren 2020. Samtidig nådde eksporten til Vietnam, som historisk har vært nært korrelert med Vietnams eksport til USA, et rekordhøyt nivå.

> *Ingen kan vite sikkert hva Trump til syvende og sist ønsker å oppnå med sin uberegnelige handelskrig, men ulike mål krever ulike tilnærminger.*

Handelsstrømmer reagerer raskt på nye tariffer

Kina eksportverdi, sesongjustert, USD



Kilder: Macrobond Financial, Chinese Customs

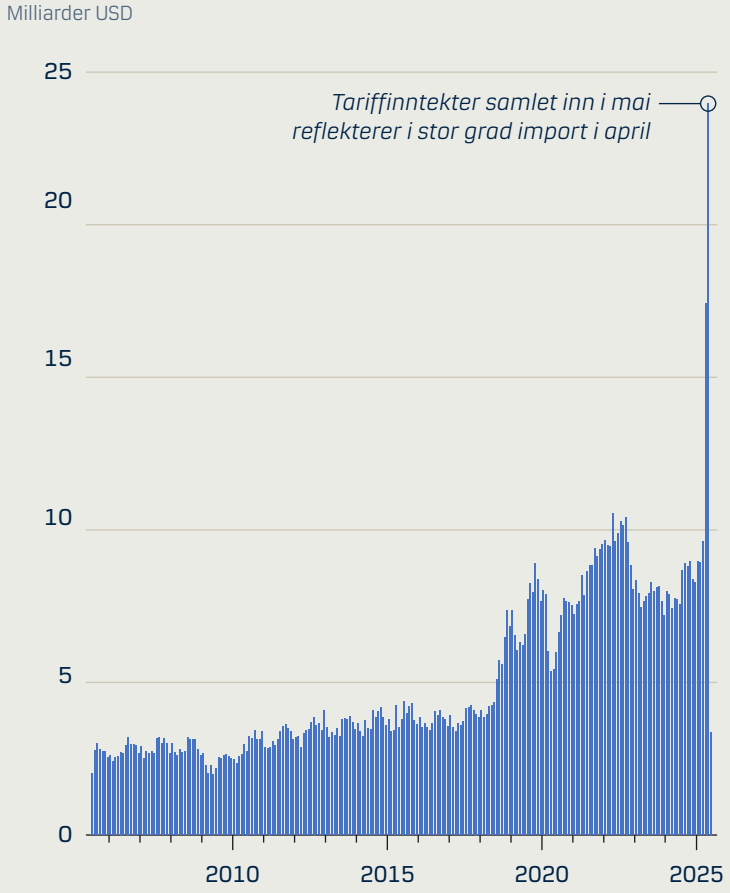
Omdirigering letter den økonomiske smerten for den amerikanske forbrukeren og reduserer risikoen for direkte forsyningsmangler, men det betyr også at administrasjonen ikke vil lykkes fullt ut i sitt uttalte mål om å kraftig redusere USAs handelsunderskudd. Hvis administrasjonen virkelig ønsker å kraftig redusere Kinas rolle i amerikanske verdikjeder, må den derfor innta en mer aggressiv holdning for å begrense omdirigering. Dette kan komme i form av å presse handelspartnere til å begrense kinesisk import, men også ved å sette høyere tariffer direkte på alternative importruter. Her fremstår sørøstasiatiske land, samt EU som sårbare.

En alternativ motivasjon for å innføre tariffer kan rett og slett være behovet for å øke offentlige inntekter. Trump har gjentatte ganger luftet ideen om å "beskatte fremmede land for å berike våre borgere". Selv om tariffkostnadene til syvende og sist vil bli absorbert av amerikanske forbrukere og bedrifter, kan det være politisk enklere å beskatte import enn for eksempel inntekt. Kongressens republikanere har slitt med å bli enige om utgiftskutt inkludert i "Big Beautiful Bill", som for tiden debatteres i begge kamre. Lovforslaget er satt til å øke de offentlige underskuddene betydelig, med rundt 1,5-1,6 % av BNP i 2026-2027 og utover, noe som vil bringe de totale underskuddene nær 7,0 % av BNP.

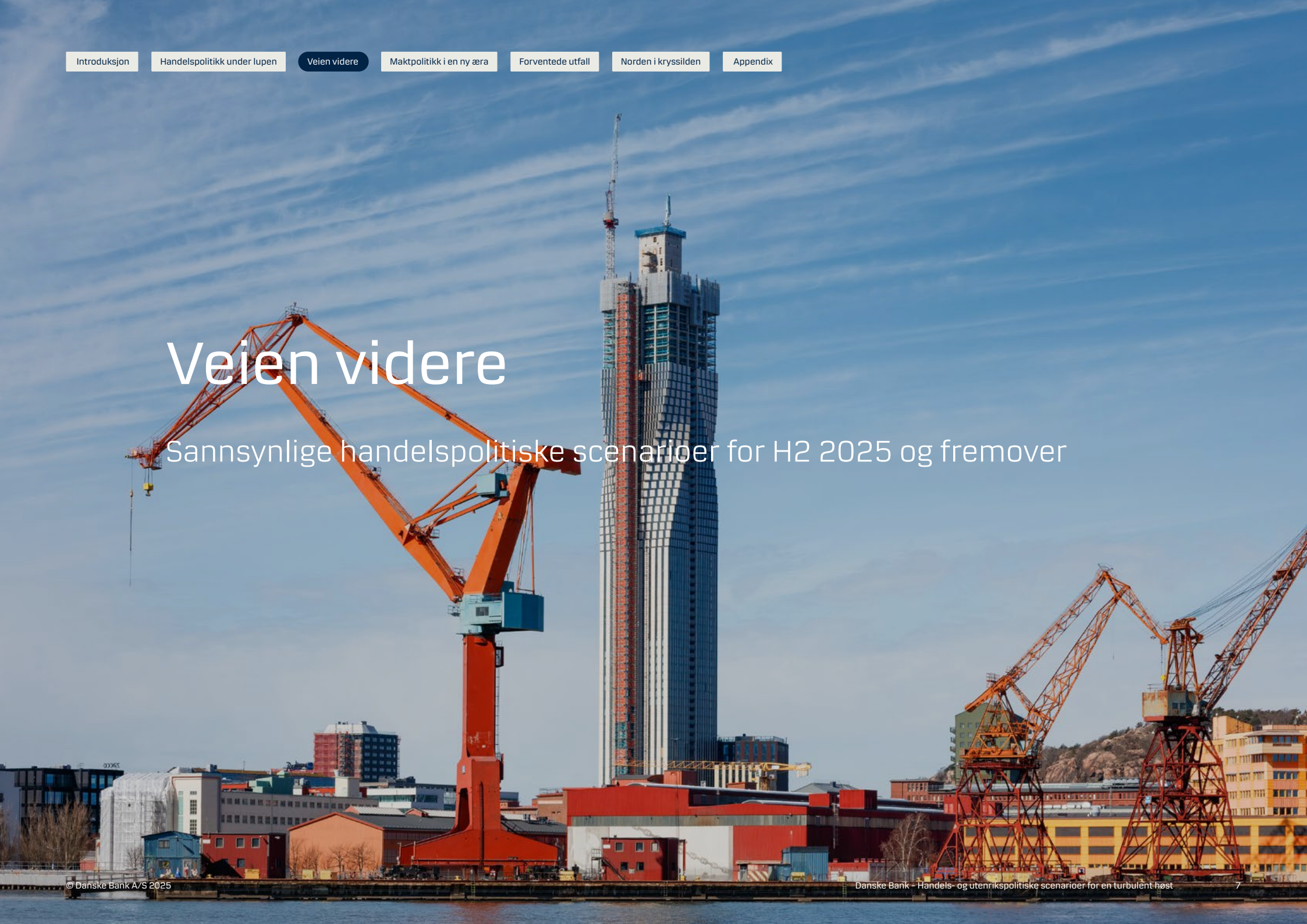
Inntektene fra de nåværende tariffene vil være utilstrekkelige til å motvirke den forventede økningen i utgifter. Basert på tariffinnbetalinger for import gjort i april, anslår vi at de årlige inntektene i løpet av det første året med handelskrig vil være rundt 190-200 milliarder USD – eller bare rundt 0,6 % av BNP. Omdirigering av handel og manglende etterlevelse kan føre til at inntektene blir lavere enn forventet, og den mest effektive måten å øke tariffinntektene på vil derfor være å øke den universelle satsen. En dobling av den nåværende 10 % universelle tariffen til 20 % kan generere rundt 100 milliarder USD i ekstra inntekter – men også tynge BNP vedvarende med rundt 0,4 %.

Tariffinntekter vil ikke være tilstrekkelige til å motvirke økte utgifter

Tariffinnbetalinger til USAs statskasse (US treasury general account)



Kilder: Macrobond Financial, U. S. Department of Treasury



Veien videre

Sannsynlige handelspolitiske scenarioer for H2 2025 og fremover

© Danske Bank A/S 2025

Hovedscenario

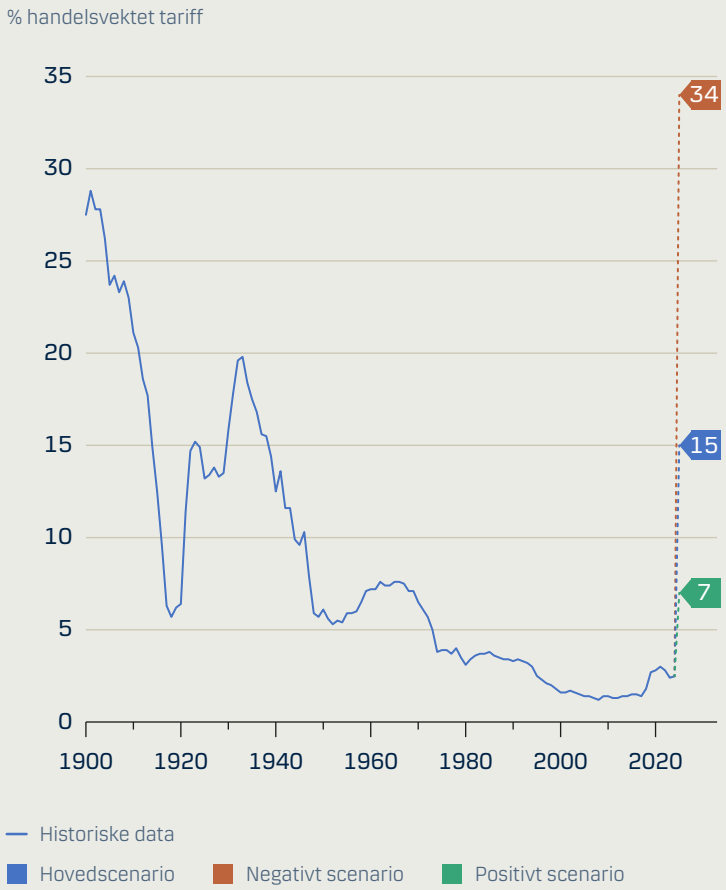
Tariffer stabiliserer seg på moderate nivåer

I vårt hovedscenario forventer vi at den nåværende universelle tollsatsen på 10 % vil bestå, sammen med de landsspesifikke satsene for Kina, Mexico og Canada, samt de produktspesifikke tariffene på biler, stål og aluminium. Dersom de universelle og landsspesifikke tariffene innført under International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) skulle bli kjent ulovlige i USAs høyesterett, antar vi at administrasjonen vil erstatte dem med mer bredbaserte produktspesifikke tariffer slik at den gjennomsnittlige handelsvektede satsen forblir nær dagens nivå på 15 %.

I dette scenarioet tror vi den negative effekten på USAs BNP vil være rundt -0,5 %, og inntektseffekten vil være rundt 190-200 milliarder USD i løpet av det første året. Vi forventer at den amerikanske sentralbanken vil gjenoppta kvartalsvise rentekutt fra september og utover. Dette betyr ytterligere to rentekutt i 2025 og tre reduksjoner i 2026, noe som bringer Fed Funds-rentemålet til 3,00-3,25 %. Vi tror ECB vil kutte renten bare én gang til i september, og la innskuddsrenten ligge på 1,75 %. Les våre detaljerte hovedprognoser i Nordic Outlook - Normalisation with tariff risks, 4 juni.

Tariffene forblir på det høyeste nivået på flere tiår i vårt hovedscenario

USAs gjennomsnittlige handelsvektede tollsats på all import (før substitusjon)



Kilder: Macrobond Financial, Tax Foundation, U. S. Census Bureau, Danske Bank

© Danske Bank A/S 2025

Negativt scenario

Gjensidige tariffer kommer tilbake

I et negativt scenario bryter handelsforhandlingene sammen etter fristen 9. juli, og tariffene går tilbake til nivåene som ble truet med i april. Gjensidige tariffer vil bli gjeninnført, og kinesiske tariffer vil bli hevet tilbake til 145 %. Tollsatsen mot EU vil øke til 20 %, og den gjennomsnittlige handelsvektede tollsatsen på all import til USA vil stige til rundt 34 %.

Den negative effekten på USAs BNP vil øke til rundt -1,4 %, noe som vil føre til at økonomien faller inn i en moderat resesjon i løpet av andre halvdel av 2025. Alvorlighetsgraden av resesjonen vil være omtrent sammenlignbar med sprekket av dot-com-boblen i 2001. Den årlige BNP-prognosen for USA vil synke til +1,5 % i 2025 (fra +1,6 %) og til +0,6 % i 2026 (fra +1,3 %). Tilsvarende vil BNP-prognosen for euroområdet synke til +0,6 % i 2025 (fra +0,9 %) og +0,8 % i 2026 (fra +1,2 %). Kinas vekstutsikter vil bli kuttet til +4,5 % i 2025 (fra +4,7 %) og +4,1 % i 2026 (fra +4,8 %).

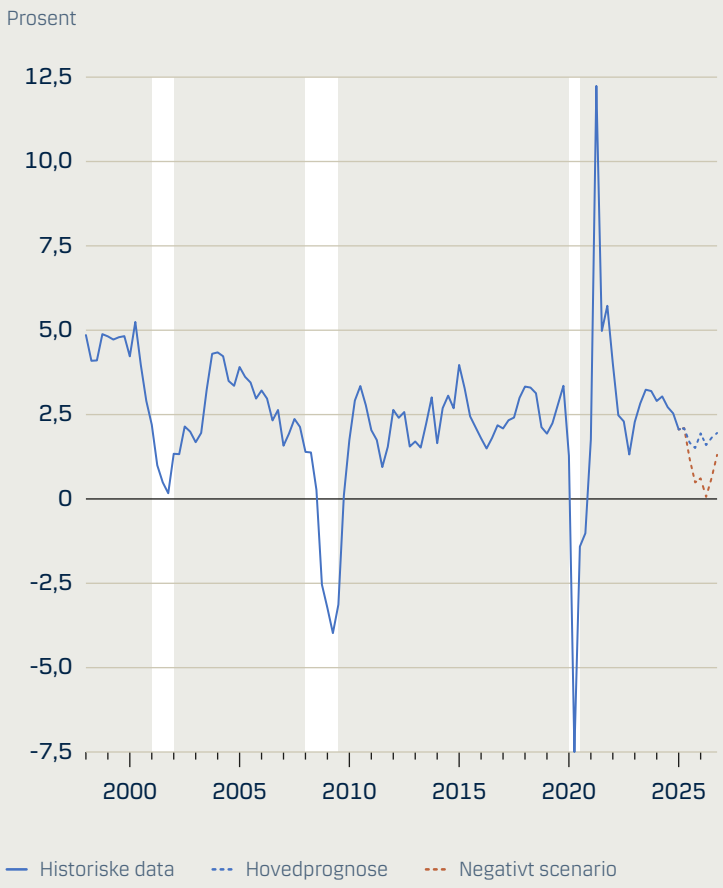
Markedenes risikosentiment vil surne betydelig ettersom bekymringer for resesjon i USA øker, og oljeprisene vil falle på grunn av svakere etterspørselsutsikter. ECB vil reagere med ytterligere rentekutt til innskuddsrenten når 1,0 %, noe som vil dempe den negative effekten på veksten, spesielt mot 2026. Feds antatte terminalrente (3,00-3,25 %) vil forbli den samme, men vi forventer at sentralbanken vil kutte rentene raskere, 25 basispunkter på hvert møte i år.

Vi forventer at EUR/USD vil bevege seg kraftig oppover, over vår nåværende 12-måneders prognose på 1,22. I den korte enden av rentekurven vil rentene falle, og renteforskjellen mellom EUR og USD vil utvides ytterligere, ettersom markedene priser inn raskere tariff-inflasjon i USA og det motsatte i Europa.

Kostnaden for å sikre valutarisikoen knyttet til USD-eiendeler/fordringer vil øke kraftig på grunn av både svakere spotkurs og større renteforskjell. I den lange enden av rentekurven forventer vi at EUR-rentene vil falle, drevet av både etterspørsel etter trygge havner og investorer som flykter fra amerikanske markeder. Resesjonsbekymringer kan også øke etterspørselen etter langløpende amerikanske statsobligasjoner, men vi forventer at generell mistillit til amerikansk økonomisk politikk vil motvirke en del av den vanlige etterspørselen etter trygge havner.

Negativt scenario vil medføre en moderat resesjon, omtrent som i 2001

USAs reelle BNP-vekst, år/år %



Kilder: Macrobond Financial, U. S. Bureau of Economic Analysis, Danske Bank
Hvite områder representerer tidligere resesjoner som definert av NBER

© Danske Bank A/S 2025

Positivt scenario

Tariffer for en stabil inntekt

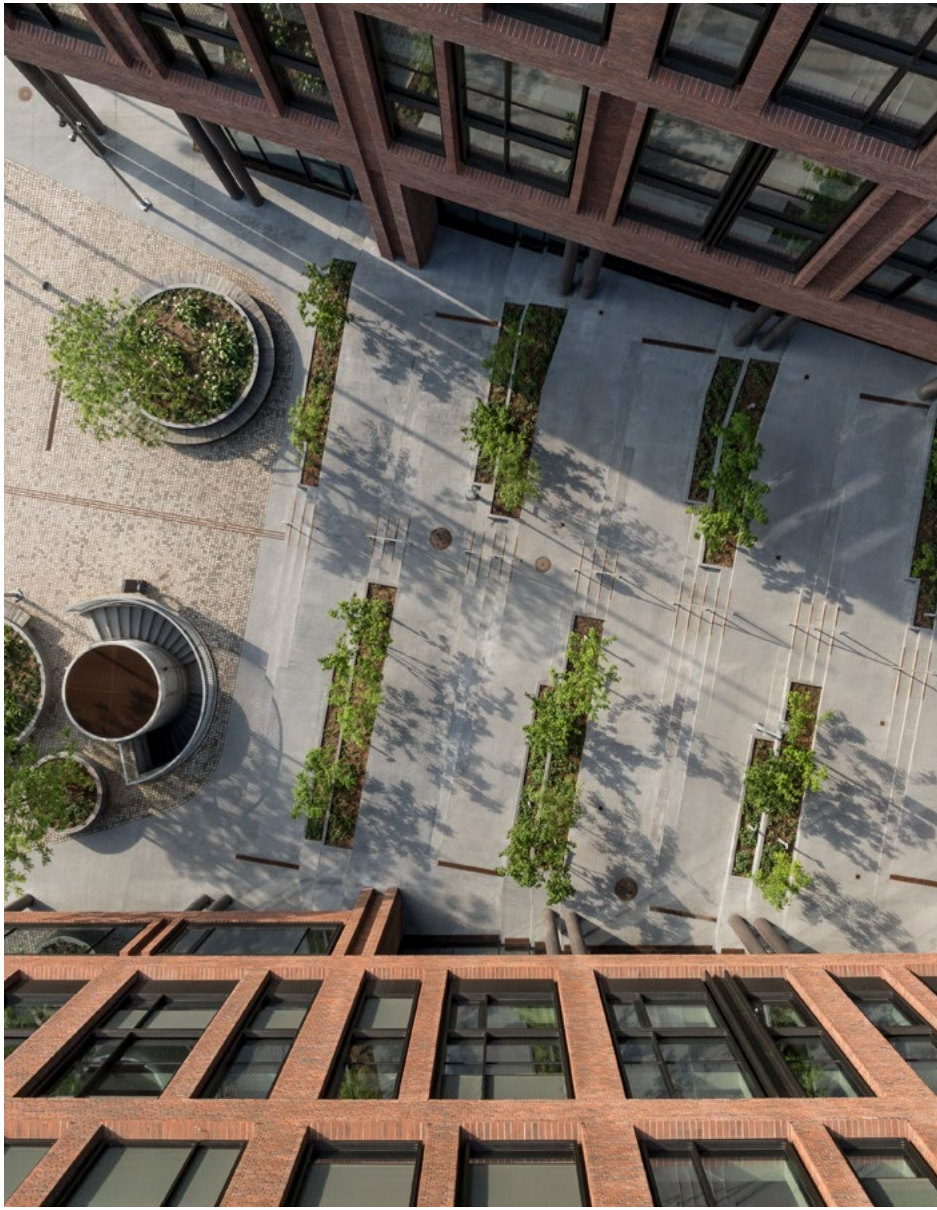
I et positivt scenario vedtar USA en mer tradisjonell republikansk pro-vekst-tilnærming i sin økonomiske politikk og går med på å fjerne de universelle tariffene og alle de landsspesifikke tariffene som er kunngjort så langt i 2025 etter forhandlinger. Den gjennomsnittlige amerikanske handelsvektede tollsatsen vil likevel forbli over 2024-nivåene, på rundt 7 %. Denne tilnærmingen ville vært nærmere den Trump valgte i sin første periode, da omfanget av skattelettelser var betydelig større enn skaden forårsaket av tariffer pålagt Kina, stål og aluminium.

I dette scenarioet ville den negative effekten på USAs BNP være mer beskjeden, bare rundt -0,2 % av BNP. I forhold til vår hovedprognose, vil den årlige BNP-prognosen for USA øke til +1,7 % i 2025 (fra +1,6 %) og +1,5 % i 2026 (fra +1,3 %). Vi ville forvente at BNP i euroområdet vokser med +1,0 % i 2025 (fra +0,9 %) og +1,5 % i 2026 (fra +1,2 %). Kinas vekstprognose ville forbli stabil på +4,7 % i 2025, men øke til +5,0 % i 2026 (fra +4,8 %).

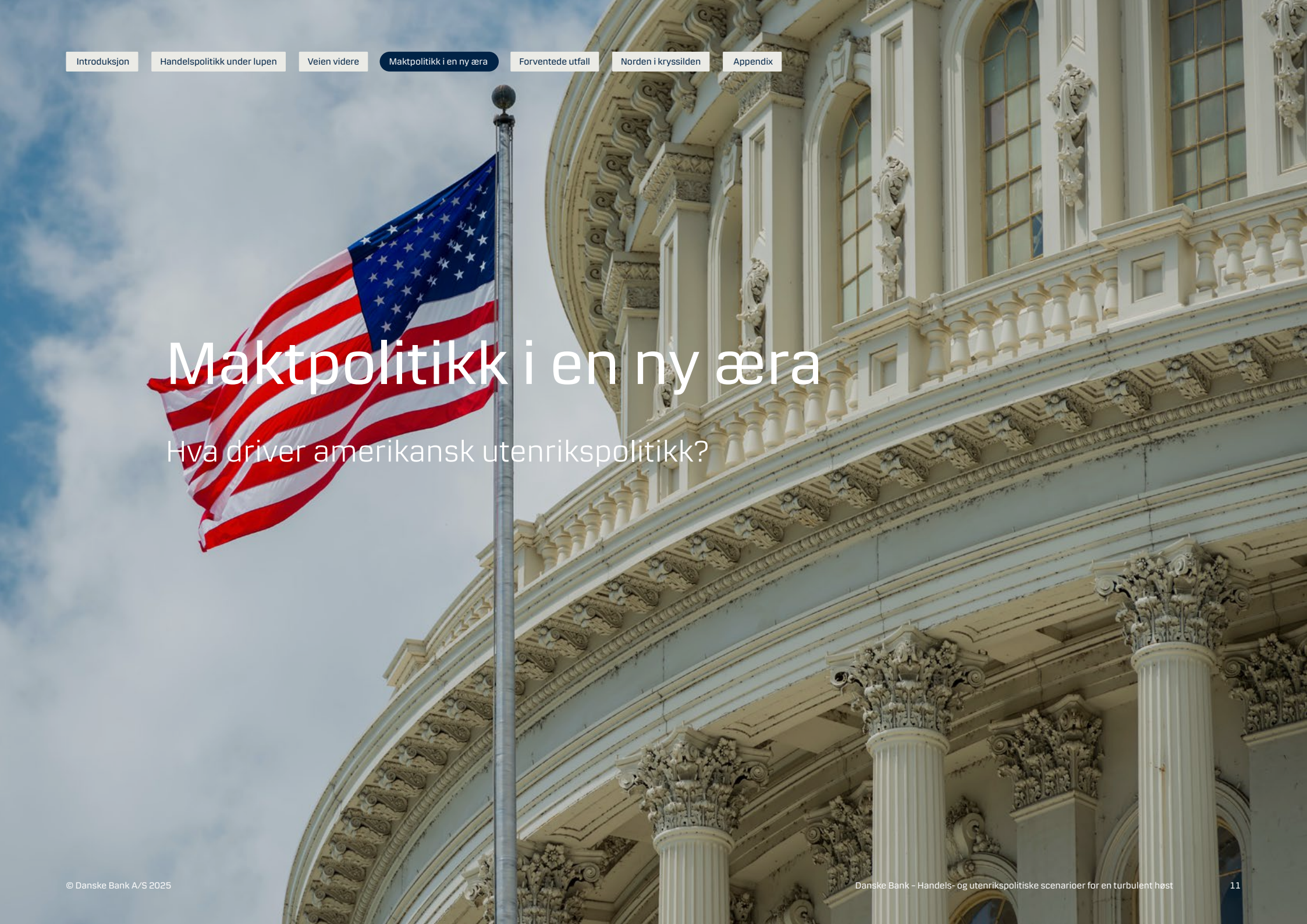
I dette tilfellet ville vi forvente at de generelle finansielle forholdene ville lette ytterligere, slik tilfellet var etter den foreløpige handelsavtalen mellom USA og Kina i mai. Risikosentimentet ville komme seg, med både aksje- og oljepriser som beveger seg høyere. Hvis løsningen kom raskt, kanskje innen Trumps frist 9. juli, ville ECB kanskje ikke trenge å kutte renten ytterligere fra dette punktet. Vi ville fortsatt forvente at Fed fortsetter å kutte rentene fra september ettersom usikkerheten avtar, men vi ville også forvente at kuttsyklusen avsluttes på et høyere nivå på 3,50-3,75 %.

EUR/USD-spotkursen ville sannsynligvis synke gradvis ettersom den umiddelbare risikoen for en amerikansk resesjon avtar, og renteforskjellen på kort sikt kunne snevres inn ettersom markedenes inflasjonsforventninger normaliseres nærmere 2 % for begge økonomiene.

Bevegelsen ville sannsynligvis se annerledes ut i den lange enden av kurven, der renteforskjellen kunne utvides, drevet av høyere amerikanske statsrenter. Mindre tariffer betyr at den samlede finanspolitiske holdningen ville bli mer ekspansiv, noe som igjen kunne rette markedenes fokus tilbake mot bekymringer for gjeldsbærekraft. Dette kan løfte nivået på terminpremien som markedene krever for å finansiere de svulmende amerikanske budsjettunderskuddene.



© Danske Bank A/S 2025



Maktpolitikk i en ny æra

Hva driver amerikansk utenrikspolitikk?

© Danske Bank A/S 2025

Gitt stormaktsrivaliseringen og de pågående militære konfliktene, er det viktig å vurdere hvilken type utenrikspolitisk doktrine den amerikanske administrasjonen velger å følge. I de siste fire årene har kriger og trusselen om krig tidvis ført til betydelig markedsturbulens. Selv om lokale hendelser har en tendens til å bare midlertidig påvirke aksjemarkedets bevegelser, har også økonomisk aktivitet blitt forstyrret.

Energimarkedet står sentralt i geopolitiske spenninger. Russlands krig i Ukraina og sanksjonene som fulgte, førte til en energikrise i Europa og endret energimarkedets dynamikk for alltid. Mer nylig har energimarkedene blitt utfordret av det eskalerende konfliktnivået i Midtøsten.

USA er fortsatt den mektigste militærmakten globalt. Derfor kan tilnærmingen landet velger for sin utenrikspolitikk endre den globale kursen for fred og konflikter. Ved å bruke dyktig diplomati og utnytte sin økonomiske makt, kan USA overtale krigførende parter til å forhandle i stedet for å kjempe, og presse på for fred. Men dette betyr også at USA har makten til å påvirke utfallet – hvem som blir tvunget til å gi innrømmelser, og hvem som vinner.

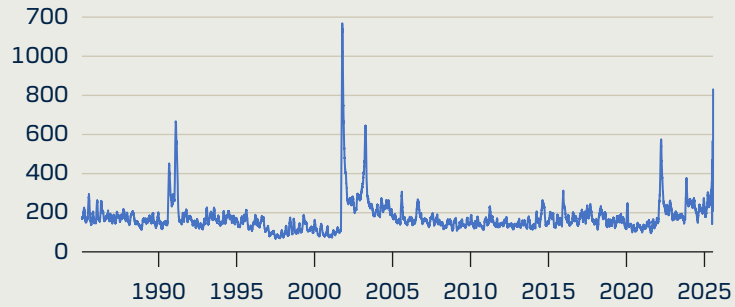
Et visst nivå av amerikansk intervensjon i globale saker er sannsynligvis bra for global sikkerhet, og spesielt for Europa. Imidlertid er den nøyaktige kalibreringen av intervensjonens omfang vanskelig, da enten for lite eller for mye intervensjon faktisk kan fyre opp under nåværende konflikter eller utløse nye. Her er USAs strategiske tvetydighet overfor Taiwan et perfekt eksempel. Den beste måten å opprettholde status quo på er at USA ikke kommuniserer om de vil forsvare Taiwan eller ikke i tilfelle et kinesisk angrep.

Nedenfor diskuterer vi tre utenrikspolitiske tilnærminger for den amerikanske administrasjonen. Vi tror ikke Trump-administrasjonen har valgt å følge én bestemt tilnærming puritansk. I stedet ser vi signaler om at alle tre er relevante. Hvilken tilnærming som til slutt vil dominere, vil ha betydelige konsekvenser for global sikkerhet, økonomi og markeder. Når det er sagt, er det mulig at ingen av tilnærmingene vil dominere, men at administrasjonen i stedet vil velge forskjellige tilnærminger for forskjellige regioner.

> *USA er fortsatt den mektigste militærmakten globalt. Derfor kan tilnærmingen landet velger for sin utenriks-politikk endre den globale kursen for fred og konflikter.*

Geopolitiske risikoer er forhøyede, men langt fra historiske høyder

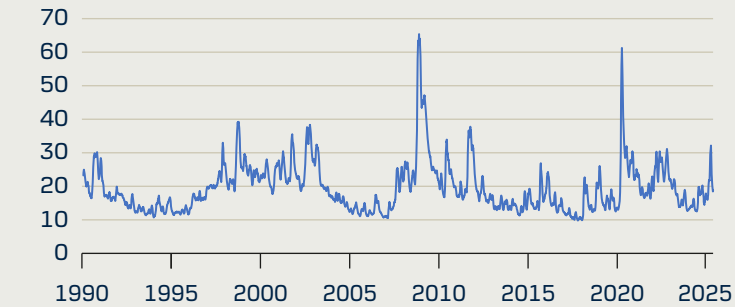
Geopolitisk risiko indeks, 1-måneds gjennomsnitt



Kilder: Matteo Iacoviello, Macrobond Financial

Aksjemarkedene har tatt den nylige geopolitiske eskaleringen relativt rolig

%, USAs aksjemarkedsopsjons-impliserte volatilitetsindeks ('fryktindeks')



Kilder: Macrobond Financial

© Danske Bank A/S 2025

Forventede utfall

En blanding av tilnærminger fra Trump-administrasjonen

© Danske Bank A/S 2025

Fred gjennom styrke

"If you want peace, prepare for the war"

En langvarig republikansk utenrikspolitisk doktrine er den såkalte «peace through strength» der kjerneideen er at fred best bevares ved å demonstrere stor militær kapasitet slik at potensielle motstandere avskrekkes fra aggresjon. De mest berømte talsmennene for denne politiske tilnærmingen inkluderer tidligere presidenter George Washington og Ronald Reagan.

Å oppnå fred gjennom styrke har viktige økonomiske implikasjoner. Kjernen i strategien er å bygge en sterk hær, noe som krever betydelige investeringer i modernisering og utvidelse av militært utstyr og infrastruktur. Denne tilnærmingen går også hånd i hånd med den såkalte "maximum pressure"-taktikken – en tvangspolitikk med økonomisk press, for eksempel via bruk av sanksjoner og eksportforbud.

Handlinger fra Trump-administrasjonen inkluderer definitivt elementer som er kjent fra denne gamle amerikanske utenrikspolitiske doktrinen. Mens det amerikanske forsvarsbudsjettet for regnskapsåret 2026 er flatt, fokuserer det på å styrke spesielt marinen og luftforsvarets flåte. Enda viktigere er det at takket være Trump har NATO-landene nå blitt enige om å heve den offisielle anbefalingen for nivået på forsvarsutgifter fra dagens 2 % av BNP til 3,5 % (pluss 1,5 % i infrastruktur og forsvarsrelaterte kostnader).

Trump-administrasjonen har foretrukket "maximum pressure"-strategien overfor Iran. I mai, midt under de pågående atomforhandlingene mellom USA og Iran, erklærte Trump at enhver importør av iransk olje ville miste tilgangen til amerikanske markeder. En måned senere kollapset samtalene etter at Israel lanserte et storstilt missilangrep mot Iran, som Teheran umiddelbart gjengjeldte. USA har også sluttet seg til Israels krigsoperasjon, noe som har hevet innsatsen ytterligere.

Det verste scenarioet for markedene i Midtøsten er ett der energiforsyningen fra regionen blir alvorlig forstyrret. En oljepris rundt 75 USD-nivået reflekterer allerede en viss geopolitisk risikopremie, som en forstyrrelse i Irans oljeproduksjon, men markedet priser ennå ikke inn mer alvorlige scenarioer. I et ekstremt scenario, der trafikken gjennom Hormuzstredet ville stoppe, kunne oljeprisen skyte i været til over 100 USD, samtidig som naturgassprisene også ville øke. Verden ville stå overfor et energisjokk sammenlignbart med eller verre enn krisen i 2022, og resesjonsrisikoen ville øke. Reaksjonen fra andre OPEC-produsenter ville være nøkkelen.

> *Trump-administrasjonen har foretrukket "maximum pressure"-strategien overfor Iran.*

«Maximum pressure» taktikken kan i beste fall være svært effektiv, men til en pris. Ikke bare fører økonomisk tvang ofte til velferdstap for alle involverte, men bruken av sanksjoner og andre tvangstiltak reduserer økonomiske avhengighetsforhold, noe som i seg selv kan øke sannsynligheten for krig ettersom kostnadene ved en potensiell konflikt reduseres. Å holde noe krutt tørt er en sentral del av avskrekkingen.

© Danske Bank A/S 2025

Isolasjonisme

“Not our war, not our fight”

I motsetning til den første tilnærmingen som bygger på amerikansk intervensjonisme i globale anliggender, er den andre tilnærmingen det stikk motsatte. Her velger USA i stor grad å isolere seg fra globale konflikter, og potensielt nå, også å fremmedgjøre seg fra sine tradisjonelle allierte. Historisk sett har USA faktisk oftere foretrukket en noe isolasjonistisk tilnærming fremfor en intervensjonistisk en. Et ofte referert eksempel er den såkalte Monroe-doktrinen, som stammer fra James Monroes berømte tale til Kongressen i 1823, som fremhevet en tilbaketrekning fra europeiske affærer.

Under Trumps første periode var det klare tegn på at han foretrakk en isolasjonistisk utenrikspolitikk. Han trakk seg fra multilaterale avtaler som Paris-avtalen og Trans-Pacific Partnership, og forlot Iran-atomavtalen. I løpet av de første månedene av sin andre periode har han igjen vist en viss preferanse for isolasjonisme ved å hardne sin holdning overfor europeiske allierte, midlertidig kutte militærhjelpen til Ukraina og true med å trekke seg fra fredssamtalene om Ukraina.

Forslaget fra den intervensjonistiske republikanske senatoren Lindsey Graham om å innføre en svimlende 500 % sekundær tariff på land som importerer russisk olje har falt for døve ører. På alle fronter har USA unnlatt å legge press på Russland. I juni foreslo EU-kommisjonen for G7 å senke pristaket for russisk olje fra 60 USD til 45 USD. USA støtter ikke EU-forslaget, og uten Washingtons støtte er tiltaket neppe effektivt.

En fullstendig isolasjonistisk tilnærming ville bety at Europa bør være forberedt på en fullstendig og permanent stans i amerikansk hjelp til Ukraina. Trusselen om amerikansk intervensjon er fortsatt en kritisk avskrekkende faktor som hindrer Russland i å utvide sin militære aggresjon i Europa. Uten den blir Russland farligere.

> *En fullstendig isolasjonistisk tilnærming ville bety at Europa bør være forberedt på en fullstendig og permanent stans i amerikansk hjelp til Ukraina.*

På samme måte er det avskrekking som hindrer Kina i å gjøre et trekk mot Taiwan, som å innføre en handelsblokade eller starte et direkte militært angrep. For Taiwan vil en isolasjonistisk tilnærming bety at den amerikanske administrasjonen ville avvike fra sin langvarige strategiske tvetydighet og kommunisere at de ikke ville forsvare øya hvis den ble angrepet. Kina kan tolke en slik handling som et grønt lys for å trappe opp aggresjonen mot Taiwan. Og selv uten at USA avviker fra sin holdning, kan Kina se andre isolasjonistiske trekk fra USA og beregne at tiden for å handle er kommet.

© Danske Bank A/S 2025

Transaksjonell tilnærming

"America first"

Allerede i sin første periode i Det ovale kontor var president Trump kjent for sin unike utenrikspolitiske tilnærming – verken intervensjonisme eller fullstendig isolasjonisme – men snarere en politisk blanding drevet av amerikanske interesser og realisme. Trumps utenrikspolitikk kan best karakteriseres som å ha en transaksjonell tilnærming. Presidenten selv har understreket sin lidenskap for å inngå avtaler med både venner og fiender.

Siden starten av sin andre periode har president Trump hatt det travelt med å inngå avtaler. Han lovet opprinnelig at han ville bringe fred til Ukraina på 24 timer, men etter måneder med samtaler er det fortsatt ingen løsning i sikte. Trump var også rask til å kunngjøre at han ville søke en ny atomavtale med Iran – bare for å innse etter fem runder med samtaler at Iran ikke ville gi etter for alle USAs krav.

Mens Trumps ambisjoner om å inngå avtaler har mislyktes i Ukraina og Iran, har de båret frukter i Persiabukta. Presidentens rundreise i Saudi-Arabia, Qatar og De forente arabiske emirater i mai resulterte i lukrative våpen- og forretningsavtaler.

I noen tilfeller har det vært vanskelig å skille forretningene til Trumps familiemedlemmer fra hans utenriks- og handelspolitikk. For eksempel feiret president Trumps sønn, Eric Trump, nylig byggestarten for et 1,5 milliarder USD eiendoms- og golfanlegg for familiebedriften i Vietnam. Samtidig forhandler Vietnam med USA for å unngå den gjensidige tariffen på 46 % som landet ble ilagt i april.

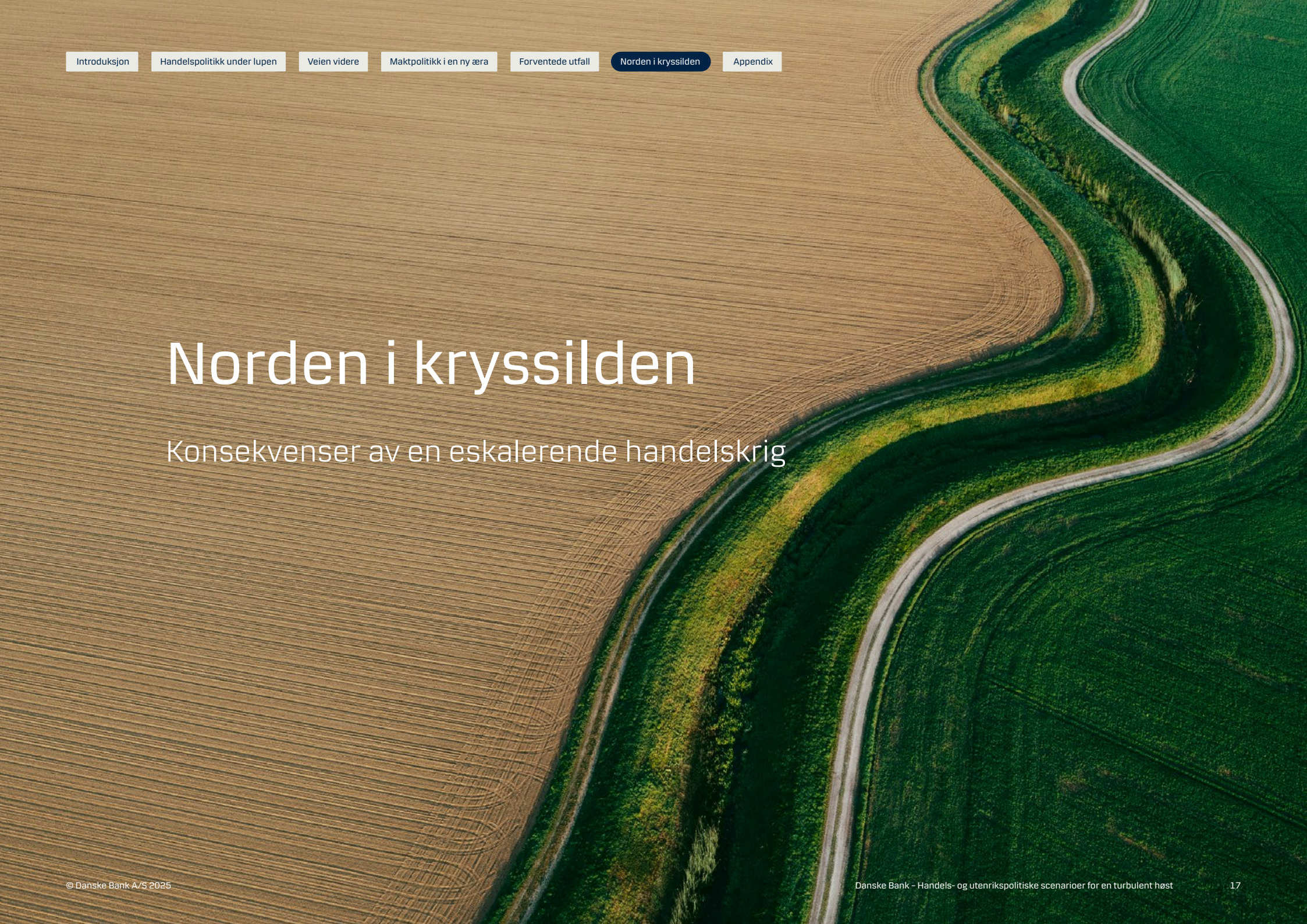
Den transaksjonelle tilnærmingen har sine fordeler og ulemper. For Europas sikkerhet ville det være et bedre scenario enn ett der USA velger fullstendig isolasjonisme. Transaksjonalitet ville likevel bety at Europa måtte akseptere et større ansvar for sitt eget forsvar. Å blidgjøre den amerikanske administrasjonen kan også kreve at Europa re-kalibrerer sin politikk overfor Kina.

For tradisjonelle amerikanske motstandere er Trumps transaksjonelle tilnærming et tveegget sverd. Å identifisere felles interesser – spesielt økonomiske interesser – kan gi muligheter for noen, som for eksempel Russland, som allerede har forsøkt å gjenoppbygge økonomiske forbindelser med USA. For Iran ser Trumps krav ut til å ha vært uakseptable. Derfor er en avtale av bordet. Kina har på sin side vist at de har en viss innflytelse i handelsforhandlingene med USA.

> *I noen tilfeller har det vært vanskelig å skille forretningene til Trumps familiemedlemmer fra hans utenriks- og handelspolitikk.*

Samlet sett, når det gjelder USAs utenrikspolitikk i Asia, er det fortsatt usikkert nøyaktig hva tilnærmingen vil bli. Det faktum at handelskrigen mellom USA og Kina raskt eskalerte og deretter kjølnet ned da landene gikk tilbake til forhandlingsbordet, er et signal om at Trump-administrasjonen balanserer mellom "maksimalt press"- og den transaksjonelle tilnærmingen. Når det gjelder Sør-Kinahavet, der spenningene mellom Kina og tradisjonelle amerikanske allierte som Filippinene er svært høye, ser det ut til at president Trump ikke har en sterk posisjon.

© Danske Bank A/S 2025



Norden i kryssilden

Konsekvenser av en eskalerende handelskrig

© Danske Bank A/S 2025

Danmark

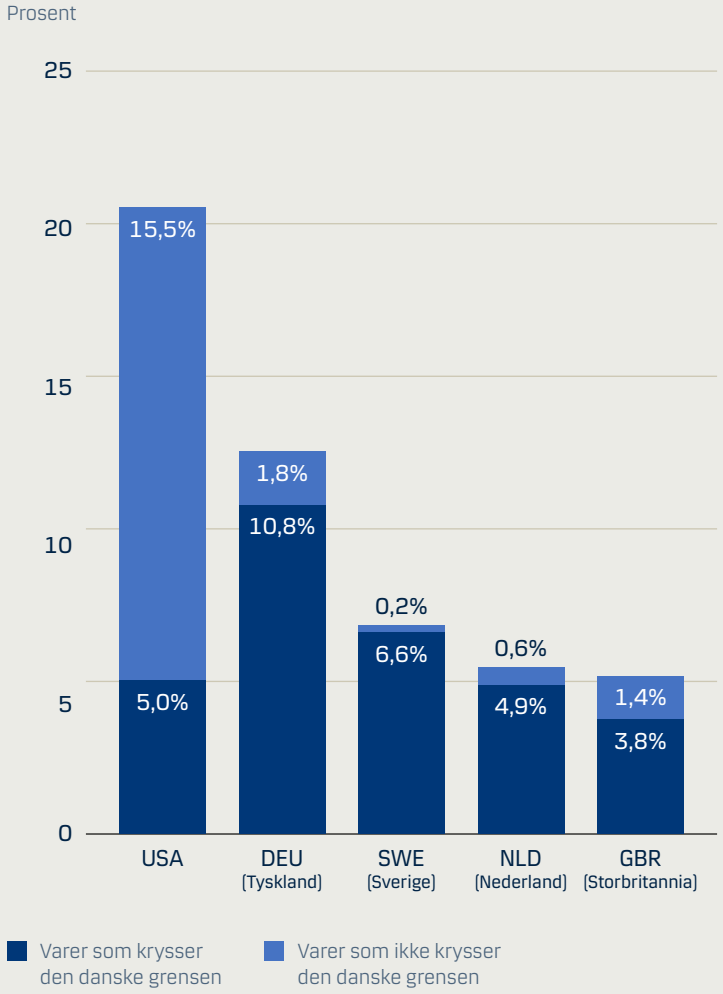
Begrenset risiko for handelskrig, med overvekt mot nedsiden

I hovedscenarioet forventes BNP-veksten å forbli høy, drevet av Novo Nordisk og andre virksomheter med betydelig produksjon i utlandet, men det er også rom for mer innenlandsk vekst. Så langt har forbrukernes ekstremt pessimistiske syn på de økonomiske utsiktene ikke ført til noen betydelig nedgang i forbruket. Stigende reallønn og lavere renter forventes å støtte privat forbruk, men omfanget av forbruksveksten vil avhenge av hvordan forbrukerne reagerer på økt usikkerhet.

I tilfelle en eskalerende handelskrig, vil både utenlandsk og innenlandsk etterspørsel svekkes. USA står for 21 % av dansk vareeksport, noe som gjør dem til det desidert største eksportmarkedet. Imidlertid produseres 75 % av varene utenfor Danmark, en veldig stor andel av dem i USA, noe som betyr at de ikke omfattes av tariffer. I tillegg utgjør ikke-syklisk sensitive varer som legemidler og mat en stor andel av dansk eksport, noe som gjør dem relativt mindre utsatt for en global nedgang.

> *USA står for 21 % av dansk vareeksport, noe som gjør dem til det desidert største eksportmarkedet.*

Andel av dansk vareeksport



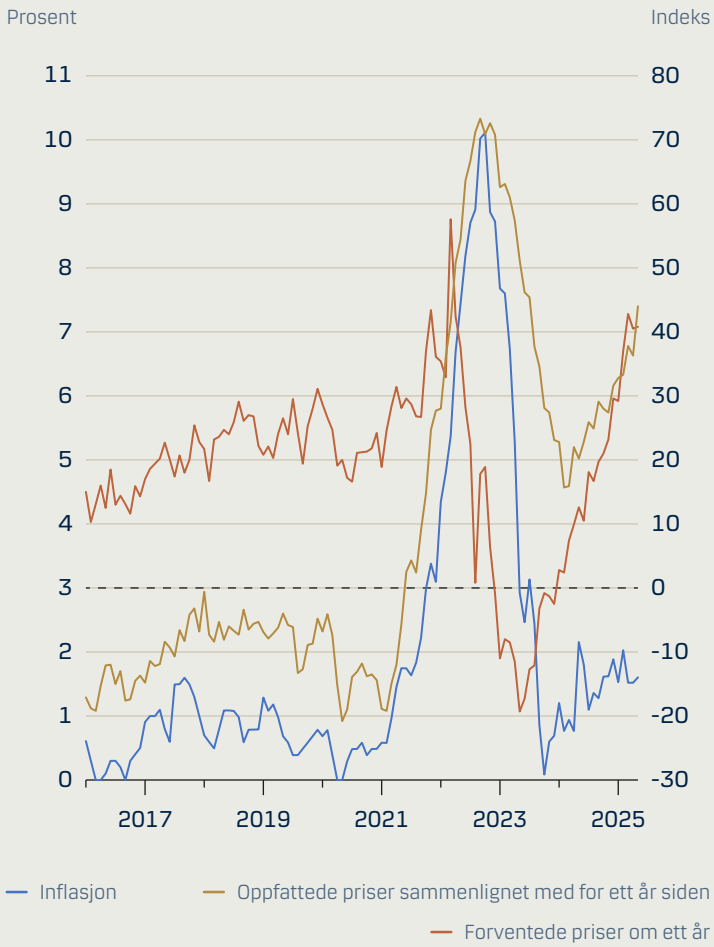
Kilder: Statistics Denmark, Macrobond Financial

Når det er sagt, vil en styrking av den danske kronen (DKK) tynge eksportørenes konkurranseevne, og på lengre sikt er en verden med mindre frihandel uunngåelig dårlige nyheter for en liten åpen økonomi som den danske, som har tjent så mye på frihandel. I løpet av de siste tre årene har i praksis all økonomisk vekst vært drevet av utenlandsk etterspørsel etter danske varer og tjenester. Det bør bemerkes at bortsett fra tariffer, finnes det andre måter for Trump-administrasjonen å ramme dansk økonomisk aktivitet (kanskje basert på Grønland-konflikten).

Forbrukertilliten har så langt reagert sterkt på handelskrigen, og vi forventer at denne tendensen vil forsterkes og i større grad smitte over på privat forbruk. Vi ville forvente en BNP-vekst som er omtrent 1 prosentpoeng lavere i 2026 i det negative scenarioet.

I det positive scenarioet ser vi et visst potensial for sterkere privat forbruk. Handelskrigen og den generelle inflasjonsbekymringen som følger av den, er sentrale drivere for den ekstremt lave tilliten blant danske forbrukere. Å fjerne noen av disse bekymringene kan frigjøre sterkere privat forbruk. Sterkere global etterspørsel og en svakere DKK vil også være til fordel for eksportørene. Siden utsiktene i hovedscenarioet i hovedsak ikke er markant påvirket av handelskrigen, forventer vi også en ganske begrenset vekstpåvirkning i et slikt scenario, der vi ser en vekst som er rundt 0,25 prosentpoeng høyere i 2026.

Inflasjonen er beskjeden, men oppfattes ikke slik av forbrukerne



Kilder: Statistics Denmark, Macrobond Financial

Sverige

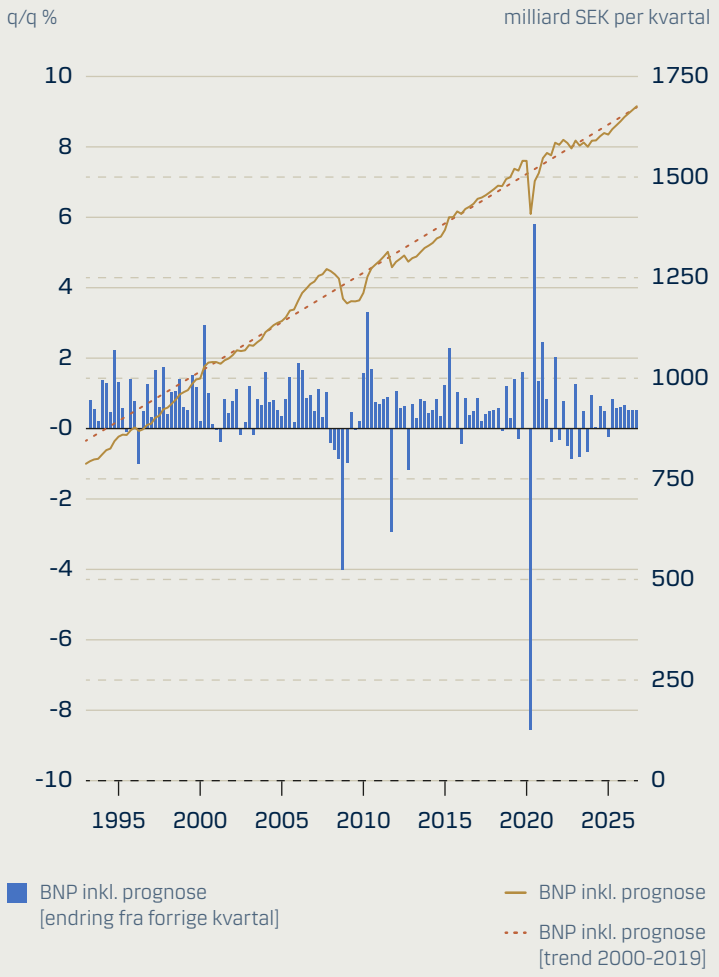
Eskalerende handelskrig vil forverre husholdningenes pessimisme ytterligere

I hovedscenarioet ser vi at alt ligger til rette for at gjenopphentingen kan få ny fart i andre halvdel av året, gitt at usikkerheten avtar og husholdningenes økonomi bedres. Riksbanken forventes å holde renten på 2 %. Samtidig er det bekymringer som bedriftenes prisplaner og geopolitiske risikoer som bidrar til Riksbankens forsiktige tilnærming.

Risikobildet er blandet. Hvis handelskrigen eskalerer, kan usikkerhet og pessimisme hos husholdningene svekke utsiktene ytterligere. På kort sikt vil effekten være begrenset, men veksten i andre halvdel av året vil bli svakere, noe som hovedsakelig påvirker utsiktene for 2026, der veksten kan bli revidert ned fra 2,5 % til nærmere 1,5 %. Hovedbremsen for veksten i et slikt scenario vil være lavere investeringer, lavere forbruk og noe negativ påvirkning fra lavere sysselsetting i industrien, men offentlig forbruk vil sannsynligvis øke, spesielt i forkant av det kommende valget.

> *Veksten i andre halvdel av året vil bli svakere, noe som hovedsakelig påvirker utsiktene for 2026, der veksten kan bli revidert ned fra 2,5 % til nærmere 1,5 %.*

Svensk vekst forventes å ta seg opp i hovedscenarioet

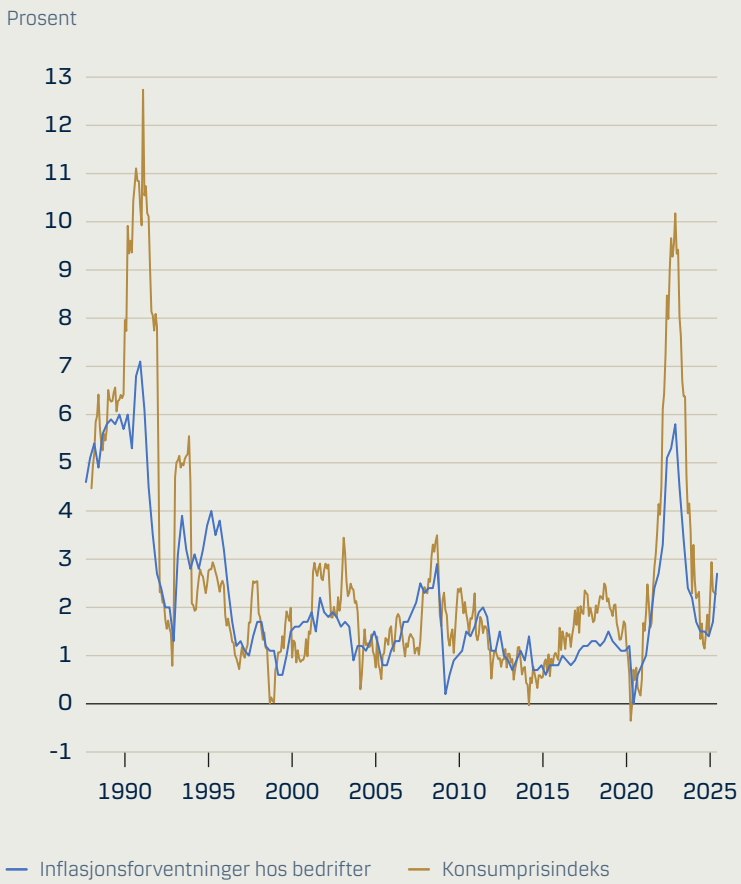


Kilder: Statistics Sweden, Macrobond and Danske Bank

For Riksbanken skaper en eskalering av handelskrigen et uklart bilde. Inflasjonen er allerede over målet, og inflasjonsindikatorene er blandede. Selv om resultatet for inflasjonen til slutt blir at svakere etterspørsel veier tyngre enn høyere kostnadspress, vil prisplaner og bedriftenes inflasjonsforventninger sannsynligvis stige. Dette kan hindre Riksbanken i å kutte renten på kort sikt, og dermed bremse gjenopphentingen. Neste år kan lavere kostnadspress åpne døren for ytterligere rentekutt til 1,5-1,75 %, og en lavere styringsrente vil være positivt for veksten på mellomlang sikt.

På den annen side, i det positive scenarioet, styrker høyere terminalrenter i euroområdet og USA synet på at Riksbanken vil avslutte sin kuttesyklus på 2,0 %. Sterkere vekst i utlandet vil være en positiv faktor for industrien, og øke innenlandsk etterspørsel gjennom høyere sysselsetting i den sektoren. I tillegg kan et mer positivt bilde i utlandet lette noe av usikkerheten og få husholdningene til å redusere spareraten, noe som også vil løfte forbruksutsiktene. Men selv om handelskrigen legges død, gjenstår andre usikkerheter om den globale verdensordenen, noe som sannsynligvis også tynger forbrukertilliten og bedriftenes investeringsbeslutninger. Dermed vil den positive effekten av mindre handelsspenninger sannsynligvis være liten, og løfte BNP med et par tideler til en vekst nærmere 3 % neste år.

Bedriftenes inflasjonsforventninger økte markant i april på bakgrunn av høyere inflasjon tidligere i år og tariffusikkerhet



Kilder: National Institute of Economic Research, Statistics Sweden, Macrobond and Danske Bank

© Danske Bank A/S 2025

Norge

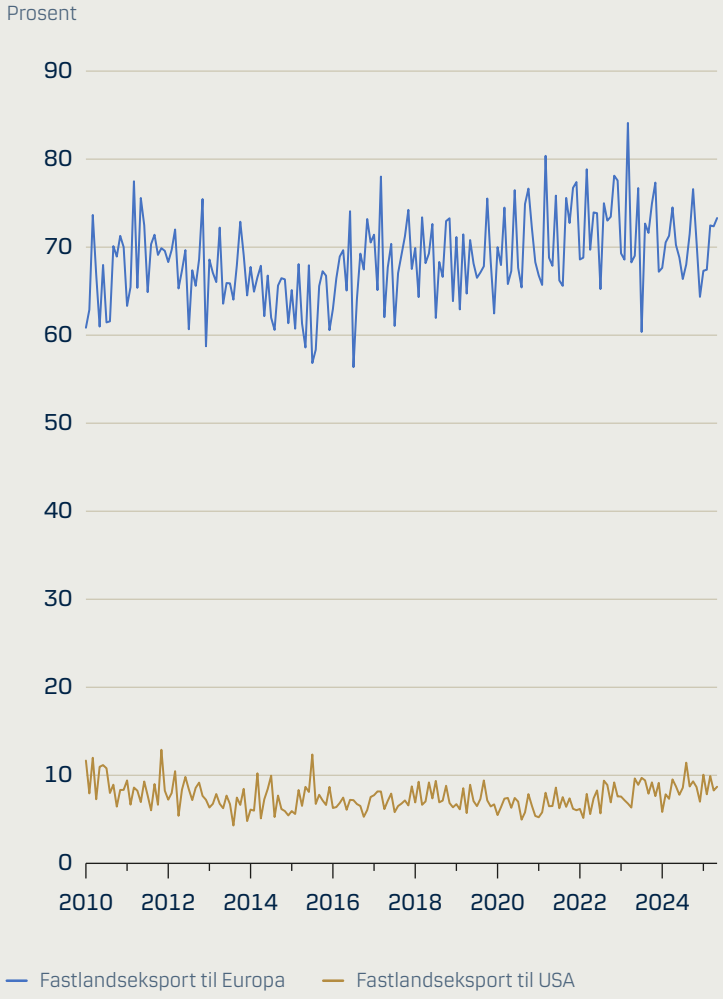
Moderate nedsiderisikoer for vekst og oppsiderisikoer for inflasjon

I hovedscenarioet for handelspolitikken vil de direkte effektene på norsk økonomi sannsynligvis være moderate, ettersom eksporten til USA bare utgjør rundt 8 % av fastlandseksporten, og vi antar at ingen andre land vil øke sine tollsatser på norske varer. Basert på beregninger fra Statistisk sentralbyrå tror vi at høyere tariffer vil trekke ned BNP for fastlandet med omtrent 0,15 prosentpoeng. Dette er avhengig av antakelsen om at det nesten ikke vil være noen effekter fra et negativt skifte i sentimentet. Vi forventer imidlertid at inflasjonen isolert sett vil bli løftet med omtrent 0,1 prosentpoeng, ettersom valutakursen vil svekke seg og presse opp importert inflasjon.

Denne antakelsen støttes av en fersk undersøkelse fra Norges Bank, der få selskaper forventer at tollbarrierer vil dempe deres egen eksport i 2. og 3. kvartal 2025, primært som følge av lav eksport til USA og vareeksportørers evne til i stor grad å bytte til andre markeder. Samtidig påpeker en rekke virksomheter at en nedgang i det europeiske markedet ville hatt en langt større innvirkning, selv om få forventer at dette vil bremse veksten i 2. og 3. kvartal. En liten andel av respondentene hadde også justert investeringsplanene nedover.

> *Et betydelig fall i oljeprisene kan forsterke fallet i oljeinvesteringer som vi forventer selv i hovedscenarioet.*

Europa er den desidert største handelspartneren



Kilder: Macrobond and Danske Bank

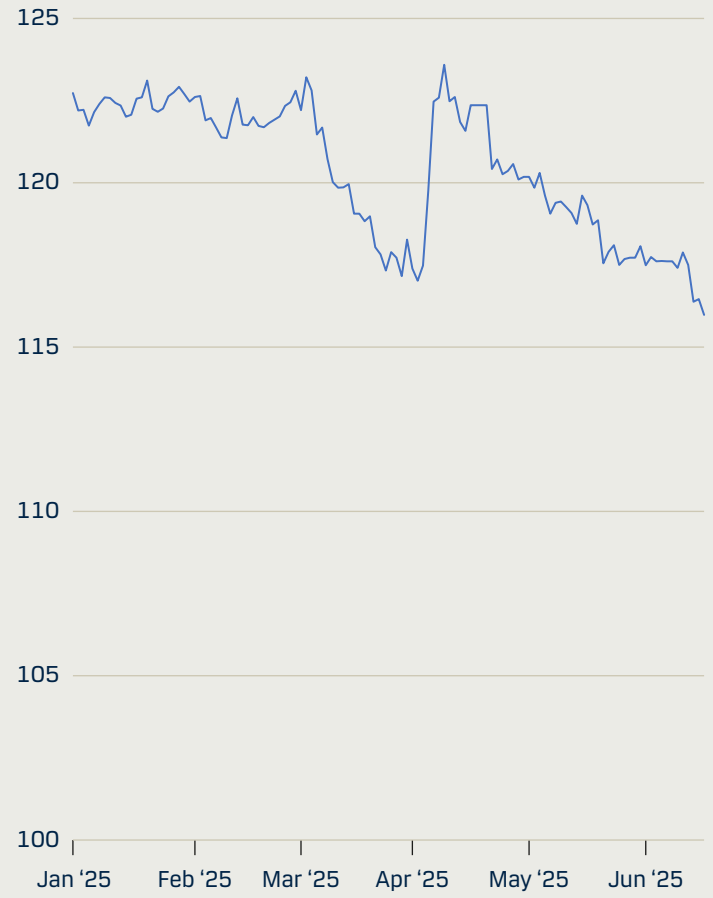
I dette scenarioet forventer vi at svakere global risikoappetitt vil føre til en mild svekkelse av NOK. Svakere vekst og høyere inflasjon gjør pengepolitiske beslutninger vanskeligere, og som et resultat vil normaliseringen av rentene ligge etter våre europeiske handelspartnere. Vi forventer at Norges Bank kutter renten i september og desember, og at terminalrenten vil ligge rundt 3 %.

I det negative handelskrigsscenarioet vil de negative effektene være mer omfattende, ettersom global vekst vil bli hardere rammet. I tillegg kan et betydelig fall i oljeprisene forsterke fallet i oljeinvesteringer som vi forventer selv i hovedscenarioet. På den annen side vil økt resesjonsrisiko sannsynligvis utløse en kraftigere pengepolitisk respons. Med en høy (95 %) andel flytende boliglånsrenter og høye gjeldsgrader (240 %), er pengepolitikken mer potent enn hos våre naboland. I tillegg vil en svekkelse av NOK motvirke noen av de negative effektene fra svakere global vekst. Derfor forventer vi at dette scenarioet vil trekke ned fastlands-BNP med omtrent 0,3 prosentpoeng og at inflasjonen vil stige med 0,3 prosentpoeng. Sistnevnte skyldes delvis en svakere valuta, men ettersom resesjonsrisikoen vil dominere, forventer vi at Norges Bank kutter renten ytterligere to ganger i 2025 og fem ganger neste år, slik at terminalrenten ender på 2,5 %.

I det positive scenarioet vil effektene på innenlandsk vekst være ubetydelige, ettersom global vekst bare vil være moderat lavere. Vi forventer ikke at økningen i oljeprisene vil være tilstrekkelig til å utløse noen betydelig effekt på oljeinvesteringer. På den annen side kan inflasjonen faktisk bli marginalt lavere, ettersom vi forventer at en kombinasjon av forbedret risikoappetitt og høyere oljepriser vil føre til en styrking av valutakursen. Derfor forventer vi at Norges Bank kutter renten i september og desember, og at terminalrenten vil ligge rundt 3 %. Dette speiler responsen i hovedscenarioet, noe som selvfølgelig skyldes Norges Banks doble mandat.

Valutakursen fortsetter å absorbere globale sjokk

Importvektet NOK



Kilder: Macrobond and Danske Bank

Finland

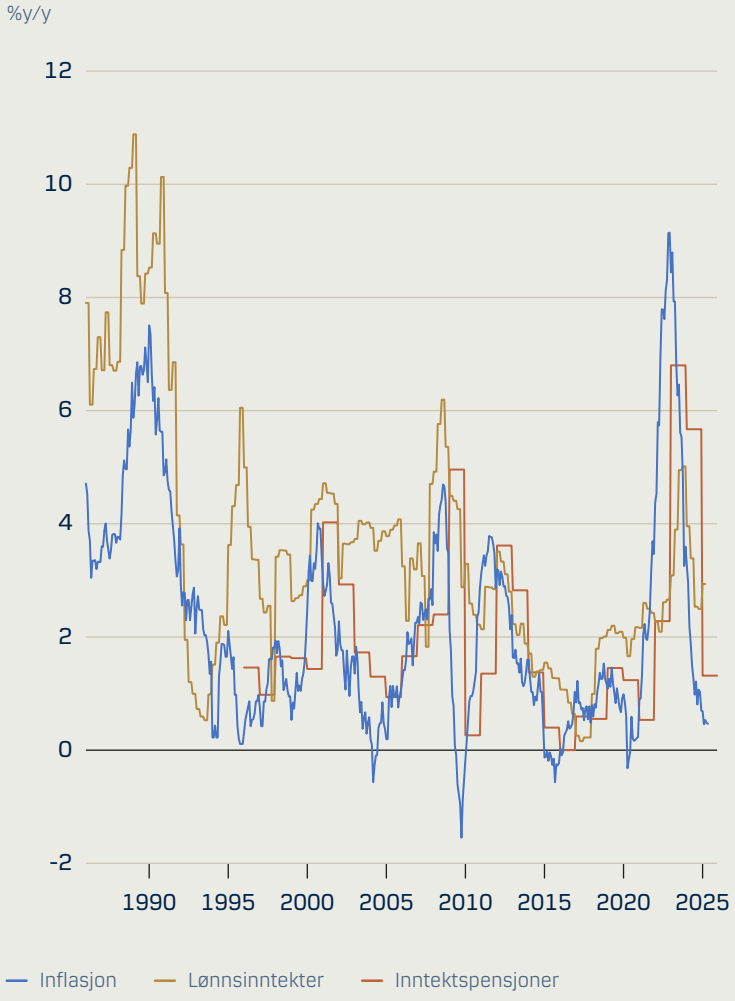
Gjenopphenting avspores i negativt handelskrigsscenario

I hovedscenarioet forventer vi at den finske økonomien vil komme seg sakte i 2025, med vekst som tar seg opp i 2026. Forbrukernes etterspørsel bedres gradvis ettersom kjøpekraften bedres og rentene synker. Vi forventer en langsom bedring i arbeidsmarkedet i år og mer neste år ettersom veksten tar seg opp. Byggesektoren er bare i de første fasene av en gjenopphenting, og vi forventer at veksten vil styrke seg neste år. Den finske økonomien er følsom for global vekst. I hovedscenarioet med 10 % amerikanske tariffer over hele linjen, forventer vi at finsk eksport vil vokse med 1 % i 2025 og 3 % i 2026.

I det negative handelskrigsscenarioet vil det største slaget ramme industriproduksjonen og forbruksutgiftene. Finsk vareeksport vil lide, og høyere usikkerhet vil svekke tilliten både i næringslivet og hos husholdningene. Gjenopphentingen i investeringene vil ikke finne sted som forventet i hovedscenarioet. Vekst i tjenesteeksporten støttet finsk eksport i 2024 mens vareeksporten var i nedgang. I det negative scenarioet forventer vi at en lignende utvikling vil fortsette.

> *I det negative handelskrigsscenarioet vil det største slaget ramme industri-produksjonen og forbruksutgiftene.*

Kjøpekraften stiger når inflasjonen holder seg lav



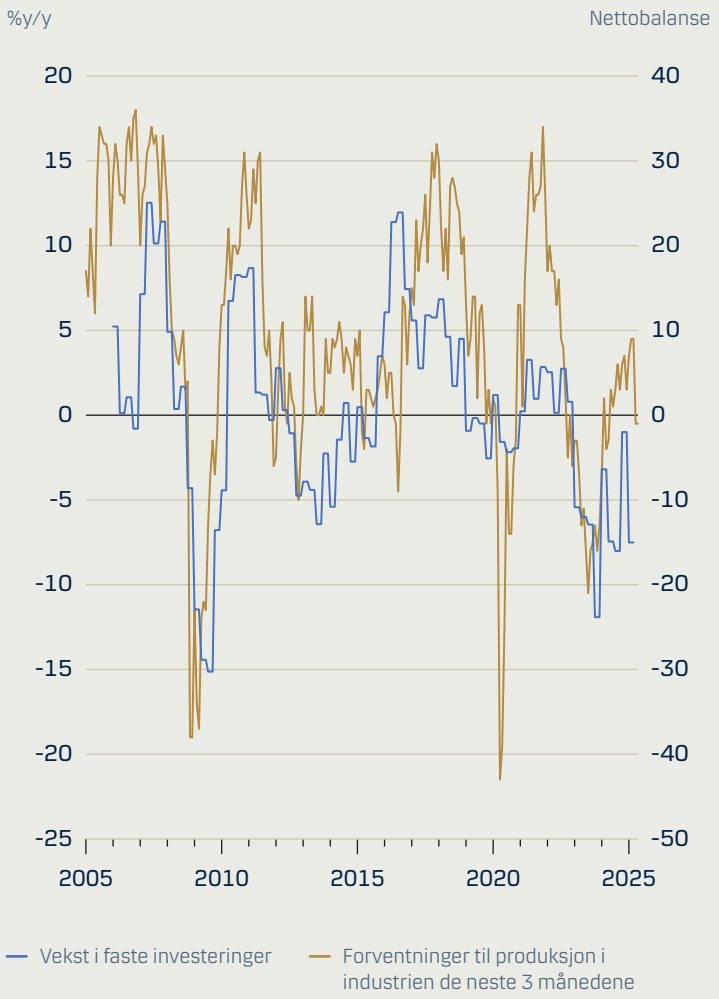
Kilder: Macrobond Financial, Statistics Finland, Danske Bank

© Danske Bank A/S 2025

Vi forventer at den finske arbeidsledigheten vil synke i alle scenarioer, men mindre i det negative scenarioet. Vi prognoser viser at boligprisene vil forbli flate neste år på lave nivåer i det negative scenarioet, noe som utsetter gjenopphentingen i boligmarkedet ytterligere. Den økende gjelden i offentlig sektor begrenser muligheten til å øke offentlige utgifter, men lavere renter støtter husholdningene og næringslivet.

I det positive handelskrigsscenarioet ville sterkere industriproduksjon styrke finsk BNP-vekst. Bedre vekst hos store handelspartnere som Sverige, Tyskland og USA ville gi flere ordre til finske eksportbedrifter. Husholdningenes tillit og forbruk ville også bedres ettersom usikkerheten er lavere og arbeidsledigheten synker i et sterkere tempo enn i hovedscenarioet. På den annen side har litt høyere renter enn i hovedscenarioet en lett avkjølende effekt på husholdninger med boliglån, og vi forventer at offentlig sektor vil fortsette innsatsen for å redusere den økende offentlige gjelden. Dette begrenser oppgangen i forbruksutgiftene i det positive scenarioet. Sterkere vekst ville revitalisere boligmarkedet, med priser som stiger spesielt neste år og deretter.

Investeringsnedgangen er i ferd med å ta slutt



Kilder: Macrobond Financial, Statistics Finland, EK, Danske Bank

Appendix

© Danske Bank A/S 2025

Disclosures

This research report has been prepared by Danske Bank A/S ('Danske Bank'). The authors of this research report are listed on page 2.

Analyst certification
Each research analyst responsible for the content of this research report certifies that the views expressed in the research report accurately reflect the research analyst's personal view about the financial instruments and issuers covered by the research report. Each responsible research analyst further certifies that no part of the compensation of the research analyst was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations expressed in the research report.

Regulation
Danske Bank is authorised and regulated by the Danish Financial Services Authority (Finanstilsynet). Danske Bank is authorised by the Prudential Regulation Authority in the UK. Subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our regulation by the Prudential Regulation Authority are available from us on request. Danske Bank's research reports are prepared in accordance with the recommendations of Capital Market Denmark.

Conflicts of interest
Danske Bank has established procedures to prevent conflicts of interest and to ensure the provision of high-quality research based on research objectivity and independence. These procedures are documented in Danske Bank's research policies. Employees within Danske Bank's Research Departments have been instructed that any request that might impair the objectivity and independence of research shall be referred to Research Management and the Compliance Department. Danske Bank's Research Departments are organised independently from, and do not report to, other business areas within Danske Bank. Research analysts are remunerated in part based on the overall profitability of Danske Bank, which includes investment banking revenues, but do not receive bonuses or other remuneration linked to specific corporate finance or debt capital transactions.

Financial models and/or methodology used in this research report
Calculations and presentations in this research report are based on standard econometric tools and methodology as well as publicly available statistics for each individual security, issuer and/or country. Documentation can be obtained from the authors on request. Risk warning Major risks connected with recommendations or opinions in this research report, including as sensitivity analysis of relevant assumptions, are stated throughout the text.

Date of first publication
See page 1 of this research report for the date of first publication.

© Danske Bank A/S 2025

General disclaimer

This research has been prepared by Danske Bank A/S. It is provided for informational purposes only and should not be considered investment, legal or tax advice. It does not constitute or form part of, and shall under no circumstances be considered as, an offer to sell or a solicitation of an offer to purchase or sell any relevant financial instruments (i.e. financial instruments mentioned herein or other financial instruments of any issuer mentioned herein and/or options, warrants, rights or other interests with respect to any such financial instruments) ('Relevant Financial Instruments').

This research report has been prepared independently and solely on the basis of publicly available information that Danske Bank A/S considers to be reliable but Danske Bank A/S has not independently verified the contents hereof. While reasonable care has been taken to ensure that its contents are not untrue or misleading, no representation or warranty, express or implied, is made as to, and no reliance should be placed on, the fairness, accuracy, completeness or reasonableness of the information, opinions and projections contained in this research report and Danske Bank A/S, its affiliates and subsidiaries accept no liability whatsoever for any direct or consequential loss, including without limitation any loss of profits, arising from reliance on this research report.

The opinions expressed herein are the opinions of the research analysts and reflect their opinion as of the date hereof. These opinions are subject to change and Danske Bank A/S does not undertake to notify any recipient of this research report of any such change nor of any other changes related to the information provided in this research report.

This research report is not intended for, and may not be redistributed to, retail customers in the United Kingdom (see separate disclaimer below) and retail customers in the European Economic Area as defined by Directive 2014/65/EU.

This research report is protected by copyright and is intended solely for the designated addressee. It may not be reproduced or distributed, in whole or in part, by any recipient for any purpose without Danske Bank A/S's prior written consent.

© Danske Bank A/S 2025

Disclaimer related to distribution in the United States

This research report was created by Danske Bank A/S and is distributed in the United States by Danske Markets Inc., a U.S. registered broker-dealer and subsidiary of Danske Bank A/S, pursuant to SEC Rule 15a-6 and related interpretations issued by the U.S. Securities and Exchange Commission. The research report is intended for distribution in the United States solely to 'U.S. institutional investors' as defined in SEC Rule 15a-6. Danske Markets Inc. accepts responsibility for this research report in connection with distribution in the United States solely to 'U.S. institutional investors'

Danske Bank A/S is not subject to U.S. rules with regard to the preparation of research reports and the independence of research analysts. In addition, the research analysts of Danske Bank A/S who have prepared this research report are not registered or qualified as research analysts with the New York Stock Exchange or Financial Industry Regulatory Authority but satisfy the applicable requirements of a non-U.S. jurisdiction. Any U.S. investor recipient of this research report who wishes to purchase or sell any Relevant Financial Instrument may do so only by contacting Danske Markets Inc. directly and should be aware that investing in non-U.S. financial instruments may entail certain risks. Financial instruments of non-U.S. issuers may not be registered with the U.S. Securities and Exchange Commission and may not be subject to the reporting and auditing standards of the U.S. Securities and Exchange Commission.

Disclaimer related to distribution in the United Kingdom

In the United Kingdom, this document is for distribution only to (I) persons who have professional experience in matters relating to investments falling within article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the 'Order'); (II) high net worth entities falling within article 49(2)(a) to (d) of the Order; or (III) persons who are an elective professional client or a per se professional client under Chapter 3 of the FCA Conduct of Business Sourcebook (all such persons together being referred to as 'Relevant Persons'). In the United Kingdom, this document is directed only at Relevant Persons, and other persons should not act or rely on this document or any of its contents.

© Danske Bank A/S 2025

Danske Bank