

Dansk prognose

Trumps nye importtold giver nedjustering af dansk vækst

7. april 2025 14:43

Markedsføringsmateriale

Cheføkonom Palle Sørensen, pls@nykredit.dk, 26 85 41 53

- Der skal ikke herske nogen tvivl om, at udsigterne er tågede af den uforudsigelige politik, som Trumps administration fører ...
- ... men heldigvis er der også meget, der taler for, at dansk økonomi klarer skærene; om end væksten bliver sølle til næste år
- Risikobilledet er dog ret asymmetrisk, og flere risici – der udspringer af den nuværende geopolitiske ustabilitet – kan ramme os

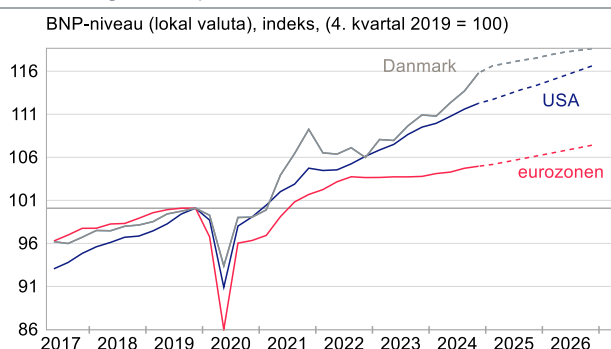
Ny told giver nedjustering, men økonomien klarer skærene

Selvom nyhedsbilledet i øjeblikket er meget negativt, så indikerer det ikke nødvendigvis en nært forestående recession. For selvom Trumps overraskende massive told på resten af verden trækker ned i vækstudsigterne, trækker andre centrale faktorer i den anden retning, herunder faldende renter og økonomisk momentum, og samtidig holder et par særlige danske forhold hånden under væksten på den korte bane.

Den sidste uges dramatiske udvikling på aktiemarkederne er egentlig forenelig med det ventede stød til global økonomi fra Trumps toldpolitik, men der er naturligvis et stort udfaldsrum omkring det skøn. Og lad os være ærlige, de økonomiske modeller, som vi baserer vores skøn på, er baseret på viden om langt mindre udsving i toldbarriererne. Udsigterne er i sandhed tågede i øjeblikket.

I dansk økonomi venter vi dog fortsat, at de seneste års høje tempo vil fortsætte på den helt korte bane. Den fulde åbning af Tyra-gasfeltet i Nordsøen og en forventning om fortsat vækst i medicinalindustriens eksport understøtter et pænt vækstbillede i indeværende år. Navnlig i lyset af, at medicin i første omgang friholdes for Trumps nye importtold, og en stor del af produktionen umiddelbart omgår tolden, da dele af produktionen foregår i USA. Danmark rammes dog også indirekte, da den højere end ventede told skaber nedadrettede risici på vækstbilledet på de vigtigste danske eksportmarkeder i Europa, samt gennem

Vækst nedjusteres, men økonomien klarer skærene



Kilde: Macrobond, Danmarks Statistik, Nykredit Markets

Prognose

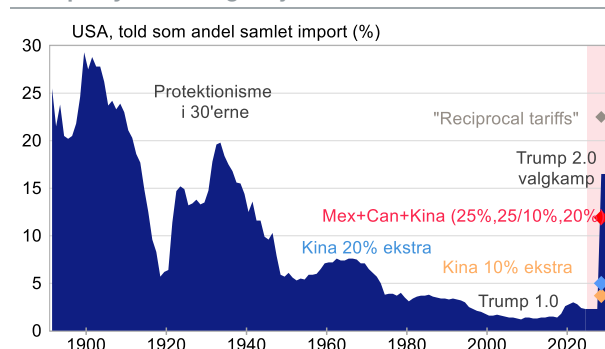
Årlig ændring (%)	2022	2023	2024	2025	2026
BNP	1,5	2,5	3,7	3,5	1,0
Offentligt forbrug	-2,5	0,2	1,4	1,9	1,3
Privatforbrug	-2,3	1,3	0,9	1,6	1,6
Bruttoinvesteringer	2,8	-6,6	2,7	9,3	0,7
Eksport	7,2	10,4	7,5	3,9	1,1
Import	4,4	3,7	3,0	4,4	1,6
Ledighed*	76	83	86	88	98
Inflation (CPI)	7,7	3,3	1,4	1,3	1,4
Huspriser (januar)	0,9	-2,6	3,7	4,4	3,7

Kilde: Nykredit Markets Anm.: * opgjort i tusinde

tjenesteeksporten, der i høj grad er søtransport, som formentlig ser ind i en lavvækstperiode. For 2025 ventes den gennemsnitlige vækst at lande på 3,5%, hvoraf en stor del dog skyldes såkaldt overhæng.

Næste år er billedet mindre opmuntrende. Forventningen er, at handelskrigen mellem USA og Europa vil fortsætte. Vi finder det samtidig usandsynligt, at der kommer fuldstændig afklaring om toldreglerne på den korte bane. Således kan der fx løbende blive lavet udskydelser, og konkrete produkter kan blive

Trumps nye told langt højere end ventet



Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Denne analyse er markedsføringsmateriale og udgør en "ikke-uafhængig analyse" udarbejdet af Macro & Strategy i Nykredit Markets. Analysen er ikke en objektiv og uafhængig investeringsanalyse og er derfor ikke underlagt de juridiske krav, som gælder for uafhængige investeringsanalyser. Der gælder derfor heller ikke et handelsforbud inden udbredelsen af analysen.

undtaget. Altså nogenlunde samme strategi, som Trump administrationen har valgt over for Canada og Mexico.

Meget tyder i øjeblikket på, at den gennemsnitlige effektive tolsats ender med at blive højere end det, der blev lagt til under valgkampen – også på den mellemlange bane. Det vil kunne mærkes i en lille åben økonomi som den danske, men det er ikke nok til at drive decideret tilbagegang. For 2026 ventes den gennemsnitlige vækst at lande på sølle 1,0%.

Historiske nøgletal fra dansk økonomi imponerer stadig

Det gælder ikke mindst aktivitetsudviklingen, der peger på, at væksten sidste år var hele 3,7%. Samtidig har vi set beskæftigelsen fortsætte med at stige i et ret kraftigt tempo. Og tilmed ser ledighedsstigningerne ud til at være sat mere eller mindre på pause her i starten af det nye år.

Det positive billede bekræftes bl.a. af konkursstatistikken, der peger på et normaliseret antal konkurser på et niveau sammenlignet med det, vi så inden pandemien. Derudover er detailsalget kommet flyvende fra start i det nye år, og erhvervstilliden ligger stadigvæk pænt over det historiske gennemsnit.

Økonomien er også umiddelbart uden store ubalancer. Løn-væksten ligger tæt på udviklingen hos samhandelspartnerne. Forbrugskvoten er stadigvæk til den fornuftige side. Der er med andre ord ingen tegn på, at danskerne forbruger over evne.

Spørgsmålet er så, om det mildest talt dystre nyhedsbillede kan ændre på dette? Reelt er det kun den danske forbrugertillid, der har reageret. Forbrugertilliden er negativ i øjeblikket, men ikke som under inflationskrisen. Danskernes syn på egen økonomien er trods alt blevet mere positivt. Men interessant er det, at danskernes syn på hele økonomien det kommende år var meget negativt. Faktisk har danskerne ikke set så dystert på økonomien siden 1986. Det er dog vigtigt at holde sig for øje, at sammenhængen mellem forbrugertillid og faktiske forbrugsmønstre er relativt svag.

Der er flere nedadrettede risici

Det er ikke blot de højere end ventede tolsatser, der kan ramme verdensøkonomien i øjeblikket. Der er også en risiko for, at samarbejdet på tværs af Atlanten bryder mere fundamentalt sammen. Ikke mindst i lyset af Trumps ortodokse tilgang til at skabe fred i Ukraine og hans ytringer omkring amerikansk ejerskab af Grønland (og Panama og Canada). Ender

konklusion med at blive, at Europa bør (delvist) afkoble sig teknologisk og militært fra USA, vil det koste på produktiviteten.

Samtidig kan amerikansk økonomi blive langt mere udfordret end i hovedscenariet. Det kunne fx skyldes for massive nedskæringer i det offentlige, der de facto får bureaukratiet i USA til at bryde sammen. Trump har fx barslet med fyringer af halvdelen af de ansatte i det amerikanske skattevæsen. Det kunne tale for et regulært sammenbrud af skatteopkrævningen, hvilket så også kan true en i forvejen udfordret offentlig økonomi.

Trump's massive angreb på de amerikanske institutioner er også risikofyldt, da de langsigtede vækstudsigter for USA bliver kraftigt forværret af en mere autokratisk styreform. Og går USA kraftigt ned i gear, så rammer det i sidste ende også Danmark, der trods alt har USA som sit vigtigste eksportmarked.

Nettoeksport og lavt investeringsniveau trækker ned i 2026

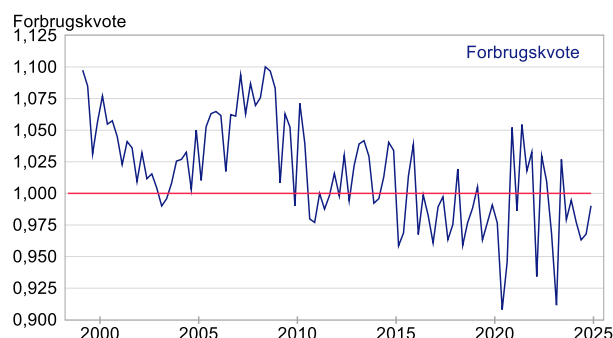
Den lave vækst i 2026 ventes at være drevet af en svag udvikling i nettoeksporten og investeringerne. Nettoeksporten drives ned af en svag udvikling i både tjeneste- og vareeksporten, samtidig med at importen holdes oppe af en relativt fornuftig udvikling i privatforbruget. Investeringerne ventes at udvikle sig svagt navnlig som konsekvens af den massive usikkerhed, som Trump-administration har skabt.

Derudover er det mest sandsynlige, at det offentlige forbrug kommer til at understøtte væksten.

Prisstabilitet fortsat det mest sandsynlige

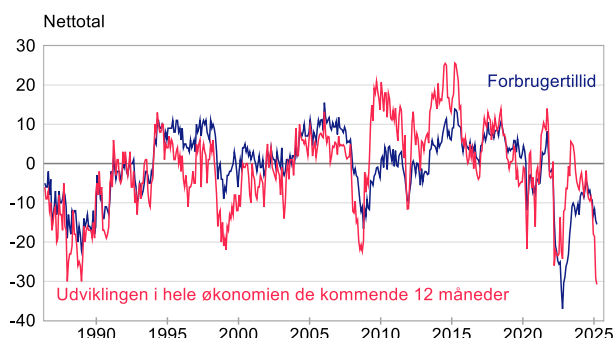
For nuværende kender vi ikke det europæiske modsvar på Trumps nye importtold, men det virker sandsynligt, at vi vil se et ret betydeligt modsvar. Det vil naturligvis også kunne ses i de danske forbrugerpriser på kort sigt, men andelen af amerikanske varer er generelt ikke voldsomt høj. Netto tror vi heller ikke, at det vil hæve inflationspresset markant de kommende år. For aktiviteten bliver lavere (lokalt og globalt), og vi ser allerede ret massive fald i både olie- og gaspriser i Europa. Samlet taler det for et ret lavt inflationspres de kommende år. Således ventes den gennemsnitlige inflation at lande på 1,3% i år og 1,4% i 2026.

Ingen tegn på, at husholdningerne lever over evne



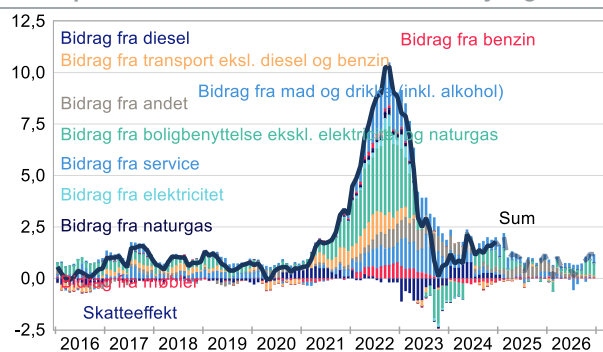
Kilde: Macrobond, Danmarks Statistik, Nykredit Markets

Forbrugertilliden er foreløbig det eneste svaghedstegn



Kilde: Macrobond, Danmarks Statistik, Nykredit Markets

Dansk prisstabilitet er fortsat det mest sandsynlige



Kilde: Danmarks Statistik, Macrobond, Nykredit Markets

DISCLOSURE

Dette materiale er udarbejdet af Nykredit Markets, der er en del af Nykredit Bank A/S. Nykredit Bank A/S er en finansiel virksomhed, der er under tilsyn af Finanstilsynet.

Denne analyse er en "ikke-uafhængig analyse" udarbejdet af Fixed Income and Nordic Research i Nykredit Markets. Ikke-uafhængige analyser er markedsføringsmateriale og udgør ikke-uafhængige objektive investeringsanalyser, og de er derfor ikke underlagt de juridiske krav, som gælder for uafhængige investeringsanalyser. Der gælder derfor heller ikke et handelsforbud inden udbredelsen af markedsføringsmaterialet.

DISCLAIMER

Dette materiale er udarbejdet af Nykredit Markets til personlig orientering for de investorer, som Nykredit Markets har udleveret materialet til. Materialet er baseret på offentligt tilgængelige oplysninger samt egne beregninger baseret herpå.

Nykredit Markets påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. Anbefalinger skal ikke opfattes som tilbud om køb eller salg af de specifikke finansielle instrumenter, og Nykredit Markets påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet.

Oplysninger i materialet om tidligere afkast, simulerede tidligere afkast eller fremtidige afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast, og afkast kan blive negativ. Oplysninger i materialet om kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidig kursudvikling, og kursudvikling kan blive negativ. Gevinster kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover. Såfremt materialet indeholder oplysninger baseret på bruttoafkast, kan gebyrer, provisioner og andre omkostninger påvirke afkastet i nedadgående retning.

Nykredit Bank A/S og/eller andre selskaber i Nykredit koncernen kan have positioner i værdipapirer omtalt i materialet samt foretage køb eller salg af samme, ligesom disse selskaber kan være involveret i corporate finance-aktiviteter eller andre aktiviteter for virksomheder, der er omtalt i materialet.

Materialet må ikke mangfoldiggøres eller distribueres uden samtykke fra Nykredit Markets.

Ansvarshavende redaktør: Chefanalytiker Frederik Engholm

Nykredit - Kalvebod Brygge 1-3 - 1780 København V - Tlf. 44 55 18 00 - Fax 44 55 10 01