

Bestyrelsesguiden Brief/1

Højaktuel viden til bestyrelsen om geopolitik, energimarked, klimaforhold, toldpolitik, forsvar, kunstig intelligens og ledelsestendenser fra internationale finanshuse og ledelseskonsulenter

Ceasefire in Ukraine –Energy Market and Macro Implications/ EU Defence Package: The reasons behind potentially lower take-up.

Denne udgave af Bestyrelsesguiden Brief er baseret på analyser fra Natexis og Unikredit, som er vedhæftet.

1. Trump og Ukraine

Donald Trumps tilbagevenden til Det Hvide Hus har markant ændret den amerikanske linje i Ukraine-krigen. I stedet for at støtte Kyiv ubetinget, som under Biden, har Trump prioriteret en hurtig fredsftale – også selvom det indebærer at presse Ukraine til kompromis. Denne tilgang har allerede ført til markante ændringer: ophør af militær efterretning og våbenhjælp, samt direkte dialog med Putin uden inddragelse af Zelenskyj. I Trumps optik er det vigtigere at afslutte krigen end at sikre en retfærdig løsning, hvilket kan føre til en fred, der tilgodeser Rusland og underminerer Ukraines suverænitet. Trumps "America First"-strategi og skepsis over for NATO og europæiske alliancer har givet Putin større spillerum og skabt bekymring i både Kyiv og Bruxelles. Samtidig er Europa tvunget til at overveje en ny forsvarsstrategi uden amerikansk lederskab.

2. Ceasefire-dynamikker

Trump's direkte kontakt med Putin og hans valg om at prioritere bilateral forhandling, hvor Ukraine og EU reelt ekskluderes, har skabt en ny dynamik i krigsforløbet. Den tidligere strategi under Biden – ”intet om Ukraine uden Ukraine” – er nu afløst af en mere opportunistisk tilgang, hvor Trump søger hurtige resultater og har signaleret accept af russiske krav, som f.eks. at Ukraine ikke bliver medlem af NATO. Denne tilgang svækker Ukrainens forhandlingsposition, da den udstiller Zelenskyj som en hindring for fred snarere end som en part med legitime sikkerhedsinteresser. Ukraine har derfor været nødt til at acceptere en våbenhvile, der reelt blev påtvunget. Dette ændrer forudsætningerne for en varig fred og skaber præcedens for løsninger, hvor stormagter handler over hovedet på mindre nationer.

3. Putins incitamenter

Vladimir Putin har begrænset incitament til at indgå i reelle fredsforhandlinger. Med militær fremgang på slagmarken – særligt i Kursk – og et amerikansk præsidentskab, der er åbent for russiske ønsker, ser Kreml en mulighed for at opnå sine krigsmål uden egentlige indrømmelser. Disse mål omfatter afnazificering, demilitarisering og en neutral Ukraine

uden NATO-tilknytning. Putin ønsker i realiteten at reducere Ukraine til en vasalstat og kan nu håbe, at USA vil presse Kyiv i denne retning. Desuden kan en våbenhvile blive brugt til at genopbygge russiske styrker og lancere en ny offensiv senere. Så længe Trump signalerer kompromisvillighed over for Rusland, vil Putin se det som en chance for at få sin vilje uden at opgive de besatte områder eller tilbyde sikkerhedsgarantier til Ukraine.

4. Europas rolle

EU er fanget mellem behovet for at støtte Ukraine og usikkerhed om amerikansk opbakning. Det europæiske svar har været at styrke egne forsvarskapaciteter og udvikle initiativer som "ReArm Europe", der skal øge investeringerne i forsvar og skabe strategisk autonomi. Trods viljen er kapaciteten dog begrænset – særligt militært. Flere EU-lande har svært ved at levere på niveau med USA, og der er modstand mod at sende tropper til Ukraine uden amerikansk støtte. Det skaber et strategisk vakuum, hvor Europa på den ene side støtter Ukraine økonomisk og politisk, men på den anden side mangler musklerne til at garantere sikkerheden alene. Det har ført til forslag om fælles EU-forsvar og øget samarbejde på tværs af landegrænser, men processen er langsommelig og præget af nationale hensyn og budgetbegrænsninger.

5. Amerikansk pres

Trump har brugt våbenleverancer og efterretninger som pressionsmiddel over for Ukraine. Da USA i marts 2025 stoppede al militær støtte og deling af efterretninger, blev det et vendepunkt. Ukraine måtte under pres acceptere en 30-dages våbenhvile, der reelt ikke indebar nogen russiske indrømmelser. Det var et klart signal om, at Trump var villig til at tvinge Kyiv til forhandlingsbordet – ikke Rusland. Dette ændrer magtbalancen og underminerer Ukraines mulighed for at opnå en retfærdig aftale. Samtidig signalerer det til Kreml, at USA vil presse Ukraine frem for at eskalere konflikten. Brugen af militærstøtte som forhandlingschip skaber frygt for, at fremtidige forhandlinger vil blive dikteret af stormagtslogik, og at mindre allierede som Ukraine kan ofres for kortsigtet geopolitisk gevinst.

6. Energisanktioner

De energirelaterede sanktioner mod Rusland har haft størst effekt gennem EU's importforbud på olie og olieprodukter, som har tvunget Rusland til at omlægge sine eksportstrømme mod Asien. G7's prisloft på \$60/bbl for russisk olie eksporteret via vestlige tjenester har haft en vis effekt på indtægter, men ikke på volumen. Rusland har fundet alternative transportveje og forsikringsmuligheder og fortsætter eksporten til bl.a. Indien og Kina. Effekten har derfor været at skabe ineffektivitet og øget transportomkostninger snarere end at blokere russisk olie. Europa spiller en nøglerolle, da dets importforbud reelt bestemmer, om russisk olie kan vende tilbage til kontinentet. Hvis EU fastholder sanktionerne, vil selv lettelser fra USA have begrænset virkning. Derfor er Europa i dag den reelle økonomiske stopklods for en fuld russisk energiretur.

7. Gaseksport

Selv om pipeline-gas fra Rusland til EU i praksis er ophørt, fortsætter importen af russisk LNG (flydende naturgas) uændret. EU har valgt ikke at sanktionere disse leverancer, da gasmarkedet fortsat er skrøbeligt. I 2024 stod russisk

LNG for ca. 18 % af Europas samlede LNG-import. Flere planlagte ekspansionsprojekter – som Arctic LNG 2 – er dog blevet ramt af målrettede amerikanske sanktioner, hvilket blokerer for deres fulde idriftsættelse. EU forsøger symbolsk at begrænse transithandel af russisk LNG gennem europæiske havne, men reelt fastholder kontinentet sin afhængighed. Det vidner om dilemmaet mellem energisikkerhed og sanktionstrofasthed. Kun en solid våbenhvile med troværdige sikkerhedsgarantier vil åbne for bred energinormalisering, og indtil da er LNG et af de få områder, hvor Rusland fortsat har fodfæste på det europæiske marked.

8. Oliepriser

Et våbenhvile-scenarie, hvor USA lempet sanktionerne, men EU fastholder sin olieembargo, vurderes kun at påvirke priserne i begrænset omfang. Brent-prisen skønnes at falde med ca. \$4 pr. tønde i 2025–26 sammenlignet med et uændret konfliktforløb. Dette skyldes, at de væsentligste begrænsninger på russisk olieeksport er af europæisk oprindelse. USA's ophævelse af tankskibssanktioner og blødere håndhævelse af prisloftet vil øge logistikken, men ikke ændre markedsstrømme markant. Olien vil fortsat flyde østpå – bare til lidt lavere priser og med færre risici for eksportørerne. Dermed vil markedsreaktionen være afdæmpet og primært bestå i reduceret risikopræmie snarere end strukturelt prispres. Kun i et ekstremt scenarie, hvor OPEC+ aftaler kollapse, vurderes prisen at kunne falde mere markant.

9. Gaspriser

I gasscenariet er der mere betydelig effekt. Hvis USA fjerner sanktioner på LNG-projekter som Arctic LNG 2, kan op mod 8 mia. kubikmeter ekstra gas årligt nå markedet. Dette vil især kunne mærkes i 2025 og 2026, hvor europæiske TTF-gaspriser skønnes at falde 4–5 €/MWh sammenlignet med business-as-usual. Effekten er dog kortsigtet, fordi nye LNG-projekter globalt – især i USA og Qatar – ventes at ramme markedet i 2026 og frem. Derudover har Europa allerede investeret i infrastruktur og substitutter, som reducerer følsomheden over for russisk gas. På lang sigt vil efterspørgslen på russisk LNG falde, også fordi markedsadgang kan forringes af europæiske lovgivningsmæssige og politiske barrierer. Den potentielle prisgevinst er derfor reel, men kortvarig.

10. LNG-kapacitet

Globale investeringer i LNG-infrastruktur har taget fart siden krigens udbrud. Mange projekter blev fremskyndet for at erstatte russisk pipelinegas, og nu står adskillige terminaler klar til drift i 2026–2028. Disse inkluderer anlæg i USA, Qatar og Mozambique. Resultatet er en strukturel overkapacitet i forhold til forventet efterspørgsel, hvilket vil presse priserne nedad. Derfor vil eventuelle lettelser på russisk LNG kun have kortvarig betydning. Markedet bliver mere konkurrencedygtigt, og russisk LNG vil i stigende grad blive klemmt af billigere, mere stabile leverandører. Samtidig bliver europæiske forbrugere mindre villige til at indgå langsigtede kontrakter med russiske selskaber. I praksis betyder det, at Rusland taber strukturel markedsandel, og at fredsaftaler kun vil ændre dette i begrænset grad – og da kun midlertidigt.

11. Elpriser i EU

Effekten af lavere gaspriser på de europæiske elmarkeder afhænger af, hvilke energikilder der er prisdannende i det enkelte land og år. I 2025 forventes elpriserne kun at påvirkes moderat, da kul i øjeblikket er marginal brændsel i mange markeder. Først i 2026 forventes naturgas at genvinde rollen som marginalprissætter i flere lande – især Tyskland og Holland – hvilket vil øge koblingen mellem gas- og elpriser igen. I dette scenarie kan lavere TTF-gaspriser føre til markant lavere elpriser, især i vinterhalvåret. Samtidig kan et fald i gasprisen reducere CO₂-kvotepriser, fordi efterspørgslen efter kvoter falder, når gas bliver mere konkurrencedygtig end kul. Det giver et yderligere prisfald på elmarkedet. De samlede effekter er altså tidsforskudefte og afhænger af fremtidige ændringer i kapacitetsmiks og brændselspriser, men på sigt peger alt på lavere energipriser – dog stadig afhængig af geopolitisk stabilitet.

12. Geopolitiske risici

Et scenarie, hvor USA ensidigt ophæver eller lempeligt håndhæver sanktionerne mod Rusland, mens EU fastholder sine restriktioner, vil skabe en dyb splittelse i den transatlantiske alliance. En sådan ubalance vil udfordre EU's sammenhold og stille spørgsmålet om, hvorvidt Europa kan føre en selvstændig sikkerhedspolitik uden amerikansk opbakning. Det risikerer at svække NATO som fælles platform og styrke stormagter som Kina, der kan drage fordel af vestlig splittelse. Derudover risikerer en sådan uensartet tilgang at undergrave effektiviteten af sanktionerne, da markedet typisk finder smuthuller mellem reguleringer. Også investorer kan miste tillid til en samlet vestlig front, hvilket kan skabe volatilitet på råvare- og valutamarkeder. På længere sigt kan det føre til, at autoritære regimer føler sig styrket i troen på, at sanktioner og international isolation kan overleves med nok tålmodighed og interne ressourcer.

13. CEEMEA-lande

De central- og østeuropæiske lande – ofte kaldet CEEMEA (Central and Eastern Europe, Middle East and Africa) – befinder sig i frontlinjen af Ukraine-krigens afledte effekter. Polen, Slovakiet, Ungarn og Rumænien er direkte påvirket af flygtningestrømme, ændrede energiforsyninger og sikkerhedspolitiske spændinger. Deres økonomier har nydt godt af høj efterspørgsel og offentlig støtte til ukrainske flygtninge, men en våbenhvile kan ændre balancen. Hvis millioner af ukrainere vender hjem, vil det skabe et hul i arbejdsstyrken og påvirke bolig- og forbrugsmarkeder. Samtidig kan gevinsten ligge i rollen som genopbygningshubs, hvor især Polen står centralt placeret. De fleste af disse lande har også opfyldt NATOs 2 %-mål for forsvarsudgifter og vil derfor få strategisk betydning i et nyt europæisk sikkerhedslandskab – men balancen mellem økonomisk gevinst og sikkerhedsrisiko er skrøbelig.

14. Arbejdsmarkeder

Polen og andre nabolande har optaget millioner af ukrainske flygtninge, hvoraf mange har indgået i arbejdsstyrken og dermed lettet pres på stramme arbejdsmarkeder. En våbenhvile og fredsproces vil sandsynligvis få en del af disse til at vende hjem, hvilket kan føre til mangel på arbejdskraft i lavtlønsfag og serviceerhverv. Det vil især påvirke Polen, hvor ukrainske arbejdere udgør en væsentlig andel af arbejdsmarkedet i byer og sektorer med lav ledighed. Konsekvensen kan blive højere lønnes og inflation, hvilket tvinger centralbankerne til at bevare en stram pengepolitik. Det kan også ramme væksten i sektorer som byggeri, transport og detailhandel. På den anden side kan genopbygningen af Ukraine skabe eksportmuligheder og efterspørgsel efter arbejdskraft, men balancen afhænger af, om tilbagevenden sker hurtigt og organiseret eller fragmenteret og uforudsigeligt.

15. Rekonstruktion

Genopbygningen af Ukraine er både en enorm økonomisk opgave og en geopolitisk mulighed. Ifølge World Bank og EU-Kommissionen vurderes behovet til ca. €506 mia. over de næste 10 år. Polen og Baltikum kan blive centrale logistikknudepunkter, mens Tyskland og Italien forventes at levere store dele af teknologien, maskinerne og knowhow. Der vil være behov for alt fra byggeri og infrastruktur til energi og digitalisering. Samtidig er risikoen for korruption og ineffektivitet høj, og et succesfuldt program vil kræve massiv international koordinering. EU's engagement bliver afgørende – både politisk og finansielt. For erhvervslivet ligger der muligheder i eksport og investeringer, men også risici i form af lav afkastprofil, politisk ustabilitet og dårlig kontraktsikkerhed. Strategisk set handler genopbygningen ikke kun om økonomi, men om at integrere Ukraine i det europæiske marked og værdifællesskab – og mindske fremtidig russisk indflydelse.

16. USAs økonomiske effekt

For USA vil et fredsscenarie i Ukraine føre til lavere energipriser, især hvis sanktioner lempes og russisk olie og gas når globale markeder lettere. Dette vil kunne stimulere forbrug og dæmpe inflation, hvilket er attraktivt for Trumps økonomiske dagsorden. Samtidig reduceres behovet for militær bistand og genopbygningshjælp, hvilket kan frigøre midler i statsbudgettet. Dog er der også strategiske omkostninger: USA risikerer at fremstå som upålidelig sikkerhedspartner over for Europa og Asien. Det kan svække alliancer, herunder NATO, og skabe tvivl om USA's vilje til at modstå autoritære regimer. Derudover kan investorer reagere negativt på øget geopolitisk usikkerhed, hvilket vil ramme dollaren og de finansielle markeder. På den korte bane vinder USA økonomisk, men på lang sigt kan prisen være høj, hvis landets globale position undermineres af en perception af tilbagetrækning og kompromisser med aggressive stater.

17. Mineralrigdomme

Trump har udtalt, at USA bør støtte Ukraine som "betaling" for adgang til landets mineralressourcer – særligt sjældne jordarter og lithium. Ukraine har betydelige ressourcer, især i Donbas og det sydlige Ukraine, men mange af dem ligger i områder kontrolleret af Rusland eller tæt på frontlinjen. Desuden er størrelsen af reserven og kvaliteten af forekomsterne ofte usikker. Uden stabile politiske rammer og sikkerhedsgarantier vil det være svært at tiltrække investeringer i udvinding og eksport. Trumps retorik møder modstand i EU, der ser mineraler som strategiske aktiver, men samtidig ønsker samarbejde på lige vilkår. USA's interesse i Ukraines ressourcer er derfor både geopolitisk og økonomisk, men den kommercielle realisering er på kort sigt begrænset. Retorikken kan dog skabe spændinger, hvis Ukraine presses til at udlicite strategiske aktiver som modydelse for vestlig støtte.

18. ReArm Europe-planen

Som svar på usikkerheden om USA's sikkerhedsgaranti har EU-Kommissionen lanceret ReArm Europe/Readiness 2030 – en ambitiøs plan om at mobilisere op mod €800 mia. i fælles europæisk forsvarsindsats over det næste årti. Planen bygger på to hovedsøjler: nationale investeringer med fleksibilitet i budgetreglerne og fælles EU-lån til specifikke forsvarsprojekter. Formålet er at reducere afhængigheden af amerikansk militær beskyttelse og skabe en

robust, interoperabel europæisk forsvarsindustri. Planen adresserer også støtte til Ukraine, især hvis en våbenhvile indgås. For første gang tales der om strategisk autonomi i praktiske termer – med konkrete budgetlinjer, industripolitik og teknologisk kapacitetsopbygning. Implementeringen afhænger dog af medlemslandenes villighed og evne til at prioritere forsvar i statsbudgetterne, hvilket i praksis varierer markant mellem nord og syd i EU.

19. Finansieringsudfordringer

Selvom EU's ReArm-plan er ambitiøs, er virkeliggørelsen begrænset af finanspolitiske realiteter. Tyskland, Holland og Sverige har budgettrum og lav offentlig gæld og kan øge forsvarsudgifterne markant. Omvendt har lande som Italien, Frankrig, Belgien og Spanien allerede underskud tæt på eller over 3 % af BNP og er underlagt EU's økonomiske overvågning. For dem vil ekstra forsvarsudgifter kræve enten skatteforhøjelser eller nedskæringer på andre velfærdsområder. EU forsøger at afbøde dette gennem den såkaldte National Escape Clause (NEC), som midlertidigt giver budgetfrihed til forsvarsudgifter, men den er tidsbegrænset og kræver efterfølgende konsolidering. Derfor risikerer EU's plan at blive skævvredet: få lande løfter det meste, mens andre deltager symbolsk. Det kan underminere idéen om fælles europæisk forsvar og skabe interne spændinger i EU-samarbejdet.

20. SAFE-instrumentet

Den anden søjle i EU's forsvarsstrategi er SAFE – et låneinstrument på op til €150 mia., som skal støtte fælles forsvarsprojekter mellem mindst to medlemslande. Lånene tilbydes med op til 45 års løbetid og 10 års afdragsfrihed, hvilket gør dem attraktive for lande med trange budgetter. Midlerne skal bruges til investeringer i pan-europæiske kapabiliteter – bl.a. droner, missiler, AI, cyberforsvar og infrastrukturbeskyttelse – og være koordineret med NATO's prioriteter. For at opnå lån kræves detaljerede investeringsplaner fra medlemslandene. Dog er interessen foreløbig afdæmpet, især blandt lande der tidligere har modtaget lån via NextGenerationEU. For eksempel kan Spanien og Belgien have svært ved at absorbere nye midler. Hvis kun få lande ansøger om SAFE-lån, vil pakken blive mindre end de oprindelige €800 mia. og dermed få lavere makroøkonomisk og strategisk effekt.