

**Går vi mod amerikansk stagflation?**

- Mens vi venter på "Liberation Day" og afklaring om kommende todsatser, blev der i denne uge annonceret en 25% told på biler og komponenter hertil gældende fra d. 2. april
- På nøgletalsfronten fik vi PMI-indeks fra både euroområdet og USA, hvor det samlede indeks for euroområdet steg lidt mindre end ventet fra 50,2 til 50,4, mens det amerikanske PMI steg lidt mere end ventet fra 51,6 til 53,5. I euroområdet indikerer PMI-priskomponenten aftagende prispres, mens den indikerer stigende prispres i USA
- Ovenpå recessionslignende forbrugertillidstal fra University of Michigan, fik vi denne uge forbrugertillidstal i form af Conference Board Consumer Confidence, som tegnede samme billede af forbrugertilliden. Forventninger til økonomien den kommende tid har pil ned, mens inflationen har pil op – forbrugerne ser ud til at forvente et slags "stagflationsscenario"
- Det tyske Ifo-barometer for marts viste som forventet en lille stigning, som især blev trukket op af forventningsdelen – hvilket formentlig skal tilskrives den nye finanspolitiske dagsorden i Tyskland
- Næste uge er der især fokus på "Liberation Day" (onsdag) og afklaring på toldpolitikken fremover. På nøgletalsfronten er der fokus på inflation fra euroområdet samt ISM-rapport og Nonfarm Payroll fra USA

Indhold

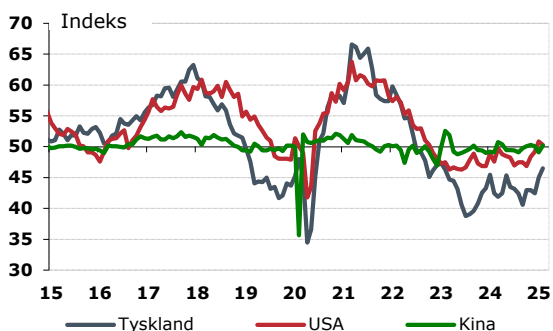
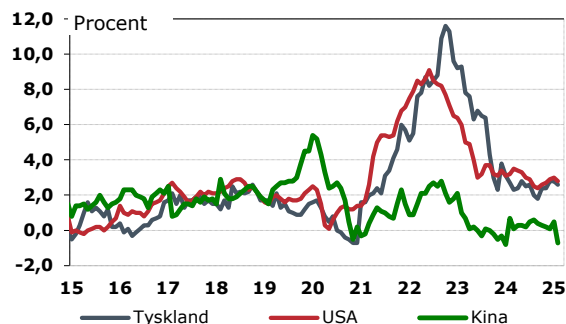
Side 2	Overblik
Side 3	Nøgletalstabel
Side 4	Makroøkonomi
Side 5	Renter & valuta
Side 6	Disclaimer

Ansvarshavende redaktør:

Cheføkonom	Jens Nyholm
Tlf.	96 34 40 57
Email	jny@sparnord.dk

Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)

Land	Dag	Begivenhed	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Eurozone	Tir.	Inflation, CPI (mar. /flash)	0,4% (2,3%)	-	0,7% (2,3%)
USA	Tir.	ISM, Industri (mar.)	50,3	-	49,8
USA	Fre.	Beskæftigelse, Nonfarm Payr	151.000	-	135.000

Figur 1: PMI indeks**Figur 2: Inflation (år-år i %)**

Går vi mod amerikansk stagflation?

Daisy Nielsen, dnie@sparnord.dk, tlf. 96344153

Mens vi venter på det, som Trump kalder for "Liberation Day" d. 2. april i næste uge, blev der allerede torsdag annonceret told på import af biler samt komponenter hertil. Denne uge har desuden budt på foreløbige tal for PMI-indeks, faldende amerikansk forbrugertillid, samt inflation fra begge sider af Atlanten.

Mandag fik vi PMI-indeks (aktivitetsbarometer) for marts for euroområdet og USA. Det samlede indeks for euroområdet steg beskedent fra 50,2 til 50,4, men ikke helt så meget som forventet. Stigningen var trukket af en fortsat fremgang i industrien, der steg mere end ventet, mens service trak lidt ned. PMI-industriindekset ligger på det højeste siden januar 2023, om end tallet kun ligger på 48,7 og dermed stadig er under 50, som indikerer tilbagegang. Man kan fristes til at tænke, at forbedringen i PMI-industriindekset, især i det tyske PMI, trækkes op af fornyet håb fra den nye finanspolitiske kurs i EU samt planer om massiv oprustning. Beskæftigelseskomponenten, som har været under 50, og som dermed har signaleret tilbagegang, steg i marts til 50,1 – hvilket indikerer et relativt neutralt arbejdsmarked. Priskomponenten viste fald i stigningen i både input og outputpriser – især i servicesektoren. Alt i alt tegner der sig et billede af en europæisk økonomi, der har en lille pil op, men altså med fortsat dæmpet vækst og med aftagende prispres – begge dele noget der understøtter, at ECB fortsat har plads til at lempe pengepolitikken lidt endnu.

I USA overraskede PMI-indekset på opsidet med en stigning fra 51,6 til 53,5, hvilket især blev trukket op af et stærkt PMI-serviceindeks, der dog viste tilbagegang i forventningerne til de kommende 12 måneder, mens industri faldt overraskende meget fra 52,7 til 49,8. Det markante fald i PMI-industriindekset i marts kunne tyde på, at de foregående to måneders stigning har været en slags "frontloading" af handel, inden Trumps toldpolitik ville træde i kraft. Samtidig ser vi nu, at PMI-inputpriserne indikerer, at virksomhedernes omkostninger stiger det hurtigste i næsten to år – hvilket formentlig drives af de allerede højere todsatser på en række varer samt højere lønomkostninger. Derudover indikerer PMI-outputpriser også en stigning, hvilket tyder på, at virksomhederne altså sender regningen videre til forbrugerne – noget der ikke rimer på lavere inflation her på den korte bane.

At inflationen måske ikke arter sig helt som ønsket, er også noget, der efterhånden forventes af de amerikanske forbrugere. Seneste måling fra University of Michigan viste en trøls cocktail af forventning om højere inflation på 12 måneders sigt samtidig med en forværring af den økonomiske situation – noget som forbrugertillidstal i form af Conference Board bekræftede tirsdag, da den faldt fra 100,1 i februar til 92,9 i marts. Faldet skyldes især et fald i forventninger til den økonomiske situation de kommende 6

måneder. Trumps politiske linje, herunder især toldpolitik samt planer om offentlige nedskæringer, skaber usikkerhed hos forbrugerne. Sætter den lave forbrugertillid sig i det faktiske forbrug, kan bekymringen hos forbrugerne blive en selvopfyldende profeti, hvor vi faktisk ser en nedgang i væksten og på arbejdsmarkedet.

Tirsdag fik vi også tal for det tyske Ifo-barometer, hvor der som forventet var en stigning fra 85,3 til 86,7, hvilket især blev trukket op af en stor stigning i forventningsdelen – der nu er på det højeste niveau siden juni 2024. Det afspejler en fornyet optimisme fra den nye finanspolitiske linje i Tyskland, hvor øgede forsvarsudgifter og investeringer de kommende år forventes at trække op i den tyske vækst – om end der fortsat er en trussel fra USA's toldpolitik.

Fredag fik vi en lille forsmag på udviklingen i den samlede inflation i euroområdet i marts. Inflationstallene fra Frankrig kom ud lavere end ventet, og ligger fortsat på 0,9% år-år (der var forventet en lille stigning). Også den spanske inflation overraskede på nedsiden, da inflationen faldt fra 2,9% til 2,2% (ventet 2,5%). Begge tal taler for, at vi måske kan se et lidt større fald i den samlede inflation for euroområdet i marts end hidtil forventet. Det taler også ind vores hovedscenarie om, at ECB sænker renten igen til april og juni. Efter deadline på denne publikation blev også tal for PCE-inflationen (Fed's foretrukne inflationsmål) i USA udgivet, hvor der har været forventet en lille stigning fra 2,6% til 2,7% – og altså ikke i den retning, som Fed ønsker at se, før de igen vil sænke renten.

Næste uge: "Liberation Day"

Onsdag d. 2. april er efter Trumps eget udsagn "Liberation Day", og her bliver vi klogere på, hvordan toldpolitikken vil komme til at udspille sig fremover. Der har været rigtig mange bolde i luften i forhold til foreslåede todsatser, men udover den netop annoncerede told på biler på 25%, der også skal træde i kraft på dagen, lyder det til, at der kommer en generel gengældelsestold. Det afgørende er så, især for Europa og for Danmark, hvorvidt gengældelsestolden også inkluderer en form for "straf" for moms. Lige nu forlyder det sig, at der kan komme en 20% gengældelsestold på Europa.

Den kommende uge byder også på en række interessante nøgletal. Tirsdag får vi tal for den foreløbige inflation i marts fra det samlede euroområde, hvor headline forventes uforandret, og hvor der forventes et lille fald fra 2,6% til 2,5% på kernen. Der er dog en risiko for, at kerneinflationen kan vise et større fald i marts, da påsken falder sent i år, hvorfor kerneinflationen kan stige lidt igen i april – som mere skyldes tekniske forhold. I løbet af ugen vil der også være fokus på ISM-rapport, hvor det især bliver interessant at se, om ISM-industri tegner samme billede af aktiviteten i industrisektoren som PMI-indekset. Ugen slutter af med beskæftigelsesrapport i form af Nonfarm Payroll.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 31. marts					
01:50	Japan	Industriproduktion (feb. /flash)	-1,1% (2,2%)	-	1,9% (1,3%)
08:00	Tyskland	Importpriser (feb.)	1,1% (3,1%)	-	-0,2% (3,1%)
08:00	Tyskland	Detailsalg (feb.)	0,2% (3,5%)	-	0,0% (0,5%)
08:00	Danmark	BNP (4. kvartal /endelig)	1,6% (4,1%)	-	-
11:00	Italien	Inflation, HICP (mar. /flash)	(1,7%)	-	(2,0%)
14:00	Tyskland	Inflation, CPI (mar. /flash)	0,4% (2,3%)	-	0,4 (2,3%)
Tirsdag den 1. april					
01:30	Japan	Arbejdsløshedsprocent (feb.)	2,5%	-	2,5%
01:50	Japan	Tankan, Industri (1. kvartal)	14	-	12
03:45	Kina	Caixin PMI, Industri (mar.)	50,8	-	50,6
09:55	Tyskland	S&P PMI, Industri (mar. /endelig)	48,3	-	48,3
10:00	Italien	Arbejdsløshedsprocent (feb.)	6,3%	-	6,3%
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Industri (mar. /endelig)	48,7	-	48,7
11:00	Eurozonen	Inflation, CPI (mar. /flash)	0,4% (2,3%)	-	0,7% (2,3%)
11:00	Eurozonen	Kerneinflation (mar. /flash)	(2,6%)	-	(2,5%)
11:00	Eurozonen	Arbejdsløshedsprocent (feb.)	6,2%	-	6,2%
14:30	Eurozonen	ECB's Lagarde taler	-	-	-
15:45	USA	S&P PMI, Industri (mar. /endelig)	49,8	-	-
16:00	USA	JOLTS, jobåbninger (feb.)	7.740.000	-	7.690.000
16:00	USA	ISM, Industri (mar.)	50,3	-	49,8
16:00	USA	ISM, Prisindeks (mar.)	62,4	-	-
16:00	USA	ISM, Nye ordrer (mar.)	48,6	-	-
16:00	USA	ISM, Beskæftigelse (mar.)	47,6	-	-
18:30	Eurozonen	ECB's Lane taler	-	-	-
Onsdag den 2. april					
00:00	USA	Liberation Day (Planlagt told)	-	-	-
14:15	USA	ADP beskæftigelse (mar.)	77.000	-	119.000
16:00	USA	Industriordrer (feb.)	1,7%	-	0,4%
16:00	USA	Ordrer, varige forbrugsgoder (feb. /endelig)	0,9%	-	-
16:00	USA	Ordrer, kernekapitalgoder (feb. /endelig)	0,9%	-	-
17:00	Danmark	Valutareserven / ændring (mar.)	657,0 / 3,4 mia.	-	-
Torsdag den 3. april					
03:45	Kina	Caixin PMI, Service (mar.)	51,5	-	-
03:45	Kina	Caixin PMI, Sammensat (mar.)	51,4	-	51,5
09:55	Tyskland	S&P PMI, Service (mar. /endelig)	50,2	-	50,2
09:55	Tyskland	S&P PMI, Sammensat (mar. /endelig)	50,9	-	50,9
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Service (mar. /endelig)	50,4	-	50,4
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Sammensat (mar. /endelig)	50,4	-	50,4
10:30	UK	S&P Global, sammensat (mar. /endelig)	52,0	-	-
11:00	Eurozonen	PPI (feb.)	0,8% (1,8%)	-	0,3% (3,0%)
12:30	Eurozonen	ECB's Schnabel taler	-	-	-
14:30	USA	Handelsbalance (feb.)	-131,4 mia.	-	-110 mia.
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	224.000	-	-
15:45	USA	S&P PMI, Service (mar. /endelig)	54,30	-	-
15:45	USA	S&P PMI, Sammensat (mar. /endelig)	53,5	-	-
16:00	USA	ISM, Service (mar.)	53,5	-	53,1
Fredag den 4. april					
08:00	Sverige	Inflation, CPI (mar. /flash)	0,6% (1,3%)	-	-0,5% (0,8%)
08:00	Tyskland	Industriordrer (feb.)	-7,0% (-2,6%)	-	3,3% (1,5%)
08:45	Frankrig	Industriproduktion (feb.)	-0,6% (1,6%)	-	0,2% (-1,3%)
09:30	Tyskland	S&P PMI, byggeri (mar.)	41,2	-	-
14:30	USA	Beskæftigelse, Nonfarm Payroll (mar.)	151.000	-	135.000
14:30	USA	Arbejdsløshedsprocent (mar.)	4,1%	-	4,1%
14:30	USA	Gns. ugentlige lønninger (mar.)	0,3% (4,0%)	-	0,3% (3,9%)
14:30	USA	Gns. ugentlige arbejdstimer (mar.)	34,1	-	34,2

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

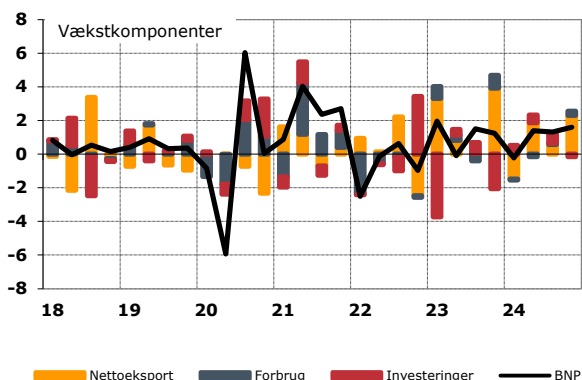
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

Vækst, BNP procent å-å (pr. 28. februar 2025)*			
	2023	2024E	2025E
Global	3,3	(3,2)	(3,0)
Danmark	2,5	3,6 (2,6)	2,9 (2,2)
Eurozonen	0,4	0,9 (0,8)	1,1 (1,0)
Tyskland	-0,3	-0,2 (-0,1)	0,4 (0,4)
USA	2,9	2,8 (2,7)	1,8 (2,1)
Kina	5,4	(5,0)	(4,5)
Japan	1,5	-0,2 (-0,2)	1,0 (1,2)
England	0,4	0,9 (0,8)	1,4 (1,3)
Sverige	0,1	0,6 (0,6)	1,8 (1,9)
Norge	0,0	0,8 (1,0)	1,3 (1,4)

* Konsensusskøn i parentes

Danske nøgletal (pr. 28. februar 2025)			
	2023	2024	2025E
Inflation, pct.	3,3	1,4	1,9
Arbejdsløshed, pct. (brutto)	2,8	2,9	3,0
Arbejdsløshed, tusinder	84	87	92
Off. saldo, pct. af BNP	3,3	2,9	1,6
Off. gæld, pct. af BNP	33,6	31,5	30,0
Betalingsbalance, mia.	283	407	375
Indskudsbevisrente (ultimo)	3,60	2,60	1,60
3 mdr. Cibur (ultimo)	3,90	2,65	1,80
10 årig stat, (ultimo)	2,25	2,10	2,55
DKK/USD, (ultimo)	6,75	7,20	7,05

Figur 1: Danmark, vækstbidrag (k-k)

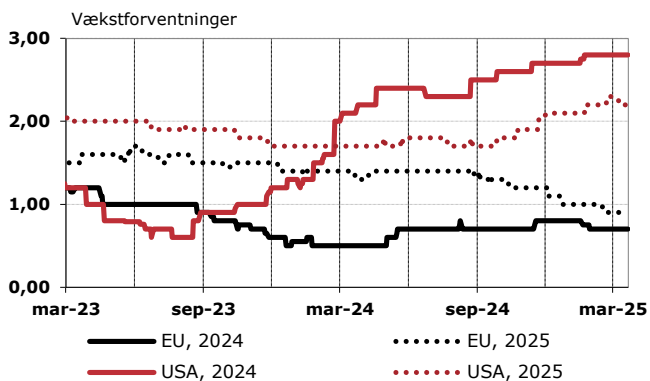


Dansk forsyningsbalance (pr. 28. februar 2025)			
Ændring, procent p.a. *	2023	2024	2025E
Bruttonationalprodukt*	2,5	3,6	2,9
Import*	3,7	1,7	3,3
Eksport*	10,4	7,6	5,9
Privatforbrug*	1,4	0,9	1,7
Off. forbrug*	0,2	1,8	1,6
Investeringer*	-6,6	-0,1	2,5
Lagre (vækstbidrag)	-1,2	1,2	0,0
Beskæftigelse, tusinde	44	28	0

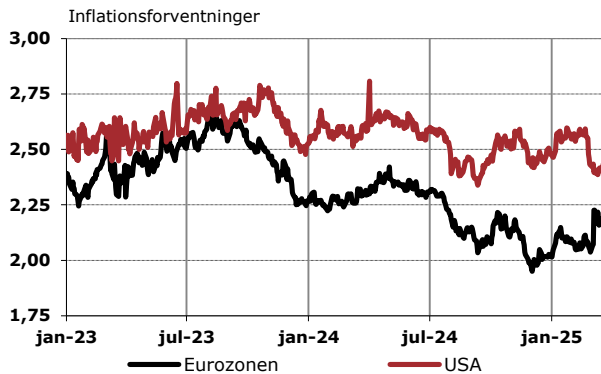
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 21. marts 2025

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
28-03-25	2,10	2,50	4,25 - 4,50	4,50	0,50	2,25	4,50	0,25
Jun 25	1,60	2,00	4,00 - 4,25	4,50	0,60	2,25	4,25	0,25
Sep 25	1,60	2,00	3,75 - 4,00	4,25	0,70	2,25	4,00	0,25
Dec 25	1,60	2,00	3,50 - 3,75	4,25	0,70	2,25	4,00	0,25
Mar 26	1,60	2,00	3,25 - 3,50	4,00	0,80	2,25	4,00	0,25

Figur 2: EU & USA, vækstforventninger (konsensus)



Figur 3: Eurozonen & USA, 5 år inflationsswap



Renter og valuta

Renter: Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 40 57

Valuta: Henrik Nielsen, nie@sparnord.dk, tlf. 96 34 41 54

Valutakurs og forventninger

(pilene angiver retningen i forhold til seneste uges forecast)

	28-03-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	746,14	746	746	746
USD/DKK	692,24	685	695	680
JPY/DKK	4,60	4,65	4,70	4,90
GBP/DKK	896,87	890	895	900
SEK/DKK	68,86	68 ↑	69 ↑	70
NOK/DKK	65,90	65	66	67
EUR/USD	107,79	109	107	110
USD/JPY	150,63	147	148	139
EUR/JPY	162,36	160	159	152

Figur 1: Valutakurser



Renteforventninger: opdateret 21. marts 2025

af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 40 57

	Renten på danske statsobligationer			Danske CIBOR og swap-renter				
	2 år	5 år	10 år	CIBOR 3	2 år	5 år	10 år	
28-03-25	1,83	2,17	2,46	28-03-25	2,32	2,28	2,55	2,80
jun 25	1,85	2,25	2,50	jun 25	1,90	2,35	2,65	2,85
sep 25	1,80	2,15	2,50	sep 25	1,85	2,30	2,60	2,85
dec 25	1,80	2,20	2,55	dec 25	1,80	2,25	2,65	2,90
mar 26	1,85	2,25	2,60	mar 26	1,80	2,30	2,70	2,95

Anbefalet aktivallokering

af Christian Mose Nielsen, cms@sparnord.dk, tlf. 96 34 44 17

Aktivklasse	Dato			
	11-03-25	15-01-25	24-09-24	07-03-24
Aktier	Neutral vægt	Svag overvægt	Svag overvægt	Neutral vægt
Obligationer	Neutral vægt	Svag undervægt	Svag undervægt	Neutral vægt
Stats-/realkreditobligationer	Neutral vægt	Neutral vægt	Svag undervægt	Neutral vægt
Virksomhedsobligationer	Neutral vægt	Svag undervægt	Neutral vægt	Neutral vægt

Læs mere på <https://www.spar nord.dk/investering/>. Søg altid konkret rådgivning i Spar Nord Bank.

Officielle rentesatser

Land	Rente	Seneste ændring	Dato for ændring	Aktuel sats
Danmark	Foliorente	-25 bp.	6. marts 2025	2,10%
	Indskudsbevisrente	-25 bp.	6. marts 2025	2,10%
	Udlånsrente	-25 bp.	6. marts 2025	2,25%
	Diskonto	-25 bp.	6. marts 2025	2,10%
Eurozonen	Repo rente	-25 bp.	6. marts 2025	2,65%
	Indlånsrente	-25 bp.	6. marts 2025	2,50%
USA	Fed Funds	-25 bp.	18. december 2024	4,25% - 4,50%
Japan	Pengepolitisk rente	+15 bp	24. januar 2025	0,50%
Storbritannien	Base rate	-25 bp.	6. februar 2025	4,50%
Sverige	Repo rente	-25 bp.	29. januar 2025	2,25%
Norge	Depositrente	+25 bp.	14. december 2023	4,50%
Schweiz	Policy rate	-25bp.	20. marts 2025	0,25%
Kina	Reservekrav	-25 bp.	30. september 2024	9,50%
	Indlånsrente	-50 bp.	23. oktober 2015	1,50%
	Udlånsrente, 1 års prime rate	-10 bp.	21. august 2023	3,10%

ANSVARFRASKRIVELSE:

Denne publikation er udgivet af Handelsområdet i Spar Nord Bank A/S, Postboks 162, 9100 Aalborg. Publikationen er markedsføringsmateriale; og opfylder derfor ikke de retskrav, der stilles til investeringsanalyser. Gengivelsen af publikationen eller dele heraf er ikke tilladt uden forudgående tilladelse. Der er ikke forbud mod at handle inden offentliggørelse af dette markedsføringsmateriale og Spar Nord Bank A/S og dens ansatte kan have positioner i de pågældende finansielle instrumenter og valutakryds.

Publikationen er baseret på offentligt tilgængeligt materiale, som Handelsområdet i Spar Nord Bank A/S anser for at være pålideligt. Handelsområdet i Spar Nord Bank A/S tager forbehold for fejl i kilder, trykfejl og beregningsfejl. Alle vurderinger er udført på den angivne dato og kan ændres uden videre. Finansielle instrumenter som f.eks. aktier, obligationer og fonde kan både stige og falde i værdi. Og selvom langsigtede investeringer historisk har givet et positivt afkast, er der en risiko for, at du kan tabe dele af eller hele din investering. Med mindre andet er angivet er afkastberegninger opgjort eksklusiv handelsomkostninger. Den fremtidige kursudvikling og/eller det fremtidige afkast kan blive negativt og gevinster eller tab kan blive forøget eller formindsket som følge af valutakursudsving.

Oplysningerne i publikationen er ikke investeringsanbefalinger og det er ikke et tilbud om eller en opfordring til køb eller salg af de pågældende finansielle instrumenter. Spar Nord Bank A/S fraskriver sig ethvert ansvar for tab for dispositioner foretaget på baggrund af publikationen.

Redaktionen afsluttet, 28. marts 2025, kl. 13:08