



MAKRO

Ugescenario

Uge 20

Markedsføringsmateriale

9. maj 2025

Amerikansk økonomi trodser stadig toldkrigen

- Den amerikanske centralbank (Fed) der har til mål at sikre både fuld beskæftigelse og inflation på 2% er fanget i et meget svært dilemma. Et dilemma som blev betonet på onsdagens rentemøde, hvor Fed helt som ventet holdt styringsrenten uændret. Fed omtalte på rentemødet således usikkerheden som værende steget og "ekstrem høj", ligesom centralbanken ser stigende risiko for inflation, der er for høj, og vækst, der er for lav. Feds strategi er indtil videre at afvente yderligere data for at få mere klarhed over, hvor meget inflationen og ikke mindst de langsigtede inflationsforventninger vil stige, samt hvor meget væksten vil gå ned i gear.
- Ugen, der kommer, byder på amerikansk CPI inflationsstatistik for april. CPI-inflationsstatistikken for marts viste et overraskende fald i den underliggende inflation (kerneinflation) fra 3,1% til 2,8%. Dette vel og mærke efter at kerneinflationen havde ligget relativt stabilt i intervallet 3,1%-3,3% siden sommeren 2024. April måneds kan meget vel byde på en "naturlig korrektion" ovenpå marts måneds overraskende fald, men vil formentligt kun give os et begrænset indblik i, hvor meget tarifferne kommer til at påvirke inflationen.
- Udover ugens vigtige CPI-inflationsstatistik vil fokus på nøgletalsfronten samle sig omkring den amerikanske detailsalgsrapport for april. Et nøgletal der vil give et vigtigt indblik i, hvordan den amerikanske forbruger rent faktisk har reageret ovenpå Trumps højere end ventede tariffer.
- Ugen der kommer byder på foreløbige tal for maj måneds forbrugertillidsmåling fra University of Michigan, der er faldet kraftigt de seneste måneder og nu ligger på det tredje laveste niveau siden starten af 1980'erne.

Indhold

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

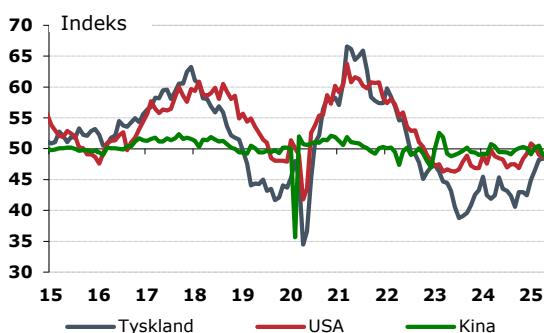
Ansvarshavende redaktør:

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

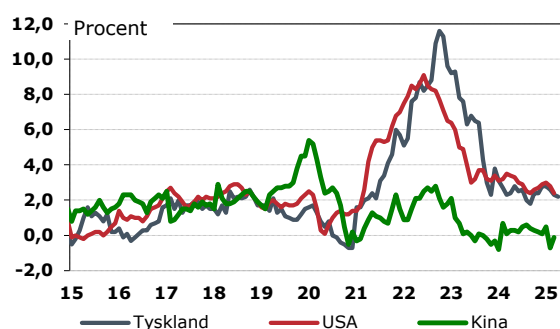
Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)

Land	Dag	Begivenhed	Seneste	Spar Nord	Konsensus
USA	Tirs.	'Kerneinflation (april)	0,1% (2,8%)		0,3% (2,8%)
USA	Tors.	Kernedetailsalg (april)	0,4%		0,3%
USA	Fre.	UoM, forbrugertillid (maj)	52,2		53,0

Figur 1: PMI indeks



Figur 2: Inflation (år-år i %)



Amerikansk økonomi trodser stadig toldkrigen

Christian Mose Nielsen, cms@sparnord.dk, tlf. 96344417

Den amerikanske arbejdsmarkedsrapport for april, der blev offentliggjort kort tid efter deadline på seneste udgave af Ugescenario, viste med 177.000 nye jobs en fortsat solid jobskabelse. Arbejdsløshedsraten forblev uændret på 4,2%, mens den gennemsnitlige timeløn steg lidt mindre end ventet. Med en stigningstakt på 3,8% er der dog stadig tale om en solid lønstigningstakt, der kan understøtte det amerikanske privatforbrug. En lønstigningstakt der sammen med arbejdsløshedsraten på 4,2% også indikerer et amerikansk arbejdsmarked, der er stort set i balance og næppe en væsentlig kilde til for høj inflation.

Trumps toldkrig og generelt uforudsigelige politiske kurs ser med andre ord endnu ikke ud til at have påvirket det amerikanske arbejdsmarked i nævneværdig grad. De seneste forbrugsdata for marts samt investeringsdata for 1. kvartal sender samme signal. Det samme kan desværre ikke siges om en række "bløde data" – herunder i særdeleshed forbrugertilliden, der de seneste måneder har været i næsten frit fald. Et frit fald der i høj grad skyldes bekymringer om stigende inflation på ryggen af handelskrigen. Erhvervstilliden er også faldet men slet ikke i samme omfang, som det er tilfældet med forbrugertilliden. Det store spørgsmål er, hvorvidt tillidsindikatorerne ("bløde data") vil fortsætte deres fald, og hvornår og i hvilket omfang dette vil påvirke de faktiske forbrugs-, investerings- og beskæftigelsesdata ("hårde data")? Svaret på dette spørgsmål afhænger formentligt i meget høj grad af, hvor hurtigt og hvor meget inflationen kommer til at stige, og hvad der sker på den politiske front. Ugen, der gik, bød i denne henseende på en god nyhed, da USA og UK annoncerede en handelsaftale. En handelsaftale der dog ikke fjerner Trumps 10% minimum gengældelsestold. De kommende forhandlinger denne weekend mellem Kina og USA er ventet med stor spænding.

Usikkerheden om de økonomiske udsigter er med andre ord meget høj, og det vil komme som en meget stor overraskelse, hvis ikke 2025 byder på faldende vækst og stigende inflation. Spørgsmålet er hvornår og hvor meget – herunder om USA kan undgå en såkaldt recession.

Fed forholder sig afventede

Den amerikanske centralbank (Fed) der har til mål at sikre både fuld beskæftigelse og inflation på 2% er således fanget i et meget svært dilemma. Et dilemma som blev betonet på onsdagens rentemøde, hvor Fed helt som ventet holdt styringsrenten uændret. Fed omtalte på rentemødet usikkerheden som værende steget og "ekstrem høj", ligesom centralbanken ser stigende risiko for inflation, der er for høj, og vækst, der er for lav.

Feds strategi er indtil videre at afvente yderligere data for at få mere klarhed over, hvor meget inflationen og ikke mindst de langsigtede inflationsforventninger vil stige, samt hvorvidt og hvor meget svagheden i de "bløde nøgletal" vil

materialisere sig i de "hårde data". En strategi som Fed kan tillade sig fordi det nuværende økonomiske udgangspunkt (både vækst og inflation) er gunstigt, men som centralbanken også ser sig delvist nødsaget til, da risikoen for højere inflation og lavere vækst tilsiger vidt forskellige pengepolitiske tiltag.

Vi har set i lyset af den seneste tids amerikanske nøgletal og onsdagens rentemøde ændret vores forventninger til Fed. Vi forventer nu, at næste rentenedsættelse på 25bp kommer til september (mod tidligere juni) og bliver efterfulgt af rentenedsættelser på 25bp på rentemøder i oktober, december og januar 2026 (mod tidligere september, december og marts 2026). Usikkerheden om de pengepolitiske er dog meget høj.

Hvor meget og hvornår stiger inflationen?

Ugen, der kommer, byder på amerikansk CPI inflationsstatistik for april. CPI-inflationsstatistikken for marts viste et overraskende fald i den underliggende inflation (kerneinflation) fra 3,1% til 2,8%. Dette vel og mærke efter at kerneinflationen havde ligget relativt stabilt i intervallet 3,1%-3,3% siden sommeren 2024. Det er set i lyset af Trumps toldkrig meget svært at forestille sig, at vi i 2025 kan undgå at komme til at se kraftigt stigende amerikansk inflation drevet af stigende varepriser. Spørgsmålet synes kun at være hvornår og hvor meget?

April måneds kan meget vel byde på en "naturlig korrektion" ovenpå marts måneds overraskende fald, men vil formentligt kun give os et begrænset indblik i, hvor meget tariffene kommer til at påvirke inflationen. Dette skyldes blandt andet, at tariffene kun har været i kraft i kort tid, at varer der er afsendt inden tariffene trådte i kraft ikke påvirkes, og at det som regel tager et stykke tid inden stigende importpriser på produktionsinput påvirker inflationen.

Hvor stærkt har det amerikanske forbrug været i april?

Udover ugens vigtige CPI-inflationsstatistik vil fokus på nøgletalsfronten samle sig omkring den amerikanske detailsalgsrapport for april. Et nøgletal der vil give et vigtigt indblik i, hvordan den amerikanske forbruger rent faktisk har reageret ovenpå Trumps højere end ventede tariffer.

Fortsætter amerikansk forbrugertillid sit fald?

Ugen der kommer byder på foreløbige tal for maj måneds amerikanske forbrugertillidsmåling fra University of Michigan, der er faldet kraftigt de seneste måneder og nu ligger på det tredje laveste niveau siden starten af 1980'erne. Et fald der i høj grad skal tilskrives tiltagende frygt for stigende inflation. Den amerikanske forbruger forventer således en inflation på 4,4% på 5-10 års sigt. Det højeste niveau siden starten af 1990'erne.

Ugen byder desuden på erhvervstillidsmåling fra små og mellemstore virksomheder – den såkaldte NFIB-måling. Erhvervstilliden er de seneste 3 måneder faldet men ligger stadig pænt over niveauet fra før Trump blev valgt.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 12. maj					
08:00	Danmark	Inflation, CPI (apr.)	-0,5% (1,5%)	-	-
08:00	Danmark	Inflation HICP (apr.)	-0,6% (1,4%)	-	-
16:25	USA	Feds Kugler taler	-	-	-
20:00	USA	Off. budget (apr.)	-160,5 mia.	-	-
Tirsdag den 13. maj					
10:00	Eurozonen	ECB's Maklouf taler	-	-	-
11:00	Tyskland	ZEW, Forventninger (maj)	-14,0	-	0,0
11:00	Tyskland	ZEW, Nuværende (maj)	-81,2	-	-77,0
11:00	Eurozonen	ZEW, Forventninger (maj)	-18,5	-	-
12:00	USA	NFIB, SMV-tillid (apr.)	97,4	-	94,7
14:30	USA	Inflation, CPI (apr.)	-0,1% (2,4%)	-	0,3% (2,4%)
14:30	USA	Kerneinflation (apr.)	0,1% (2,8%)	-	0,3% (2,8%)
14:30	USA	Reale gns. timelønninger (apr.)	(1,4%)	-	-
Onsdag den 14. maj					
01:50	Japan	PPI (apr.)	0,4% (4,2%)	-	0,2% (4,0%)
06:00	Sverige	Arbejdsløshed (apr.)	3,7%	-	-
08:00	Sverige	Inflation, CPI (apr. /endelig)	0,1% (0,3%)	-	(0,3%)
08:00	Tyskland	Inflation, CPI (apr. /endelig)	0,4% (2,1%)	-	0,4% (2,1%)
16:00	Eurozonen	ECB's Holzmann taler	-	-	-
23:40	USA	Feds Daly taler	-	-	-
Torsdag den 15. maj					
08:00	UK	BNP (1. kvartal /flash)	0,1% (1,5%)	-	0,5%
08:00	Danmark	PPI (apr.)	-2,0% (13,2%)	-	-
08:00	UK	Industriproduktion (mar.)	1,5% (0,1%)	-	-
08:00	UK	Handelsbalance (mar.)	-1956 mio.	-	-
08:45	Frankrig	Inflation, CPI (apr. /endelig)	0,5% (0,8%)	-	0,5% (0,8%)
11:00	Eurozonen	Beskæftigelse (1. kvrt.)	0,1% (0,7%)	-	-
11:00	Eurozonen	BNP (1. kvartal, 2. estimat)	0,4% (1,2%)	-	0,4% (1,2%)
11:00	Eurozonen	Industriproduktion (mar.)	1,1% (1,2%)	-	1,6% (2,1%)
12:15	Eurozonen	ECB's Guindos taler	-	-	-
14:30	USA	Detailsalg (apr.)	1,5%	-	0,0%
14:30	USA	Kernedetailsalg (apr.)	0,4%	-	0,3%
14:30	USA	New York Fed PMI, fremstilling (maj)	-8,1	-	-8,0%
14:30	USA	Philidelphia Fed indeks (maj)	-26,4	-	-9,6
14:30	USA	Kerne PPI (apr.)	-0,1% (3,3%)	-	0,3%
14:30	USA	PPI (apr.)	-0,4% (2,7%)	-	0,3%
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	228.000	-	-
14:40	USA	Feds Powell taler	-	-	-
15:15	USA	Industriproduktion (apr.)	-0,3%	-	0,3%
16:00	USA	NAHB, Husindeks (maj)	40	-	-
Fredag den 16. maj					
01:50	Japan	BNP annualiseret (1. kvartal /flash)	2,2%	-	-0,3%
06:30	Japan	Industriproduktion (mar. /endelig)	-1,1% (-0,3%)	-	-
07:30	Frankrig	Arbejdsløshedsprocent (1. kvartal)	7,3%	-	-
10:00	Italien	Inflation, HICP (apr. /endelig)	0,5% (2,1%)	-	0,5% (2,1%)
11:00	Italien	Handelsbalance, total / EU (mar.)	4466 / -361 mio.	-	-
11:00	Eurozonen	Handelsbalance (mar.)	21,0 mia.	-	-
14:30	USA	Nybyggeri (apr.)	1.324.000	-	1.368.000
14:30	USA	Byggetilladelser (apr. /flash)	1.467.000	-	1.450.000
14:30	USA	Importpriser (apr.)	-0,1% (0,9%)	-	-0,4%
14:30	USA	Eksportpriser (apr.)	0,0% (2,4%)	-	-0,4%
16:00	USA	UoM, Forbrugertillid (maj /flash)	52,2	-	53,0
16:00	USA	UoM, Nuværende (maj /flash)	59,8	-	-
16:00	USA	UoM, Forventninger (maj /flash)	47,3	-	-
16:00	USA	UoM, Inflationsforvent. 5-10 år (maj /flash)	4,4%	-	-

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

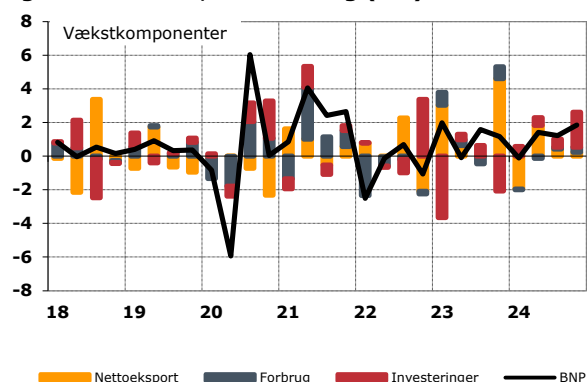
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

Vækst, BNP procent å-å (pr. 24. april 2025)*			
	2024	2025E	2026E
Global	3,3	(2,8)	(3,0)
Danmark	3,7	3,3 (2,6)	2,1 (1,9)
Eurozonen	0,9	1,0 (0,8)	1,2 (1,2)
Tyskland	-0,2	0,2 (0,1)	1,4 (1,3)
USA	2,8	1,2 (1,7)	(1,9)
Kina	5,0	(4,2)	(4,2)
Japan	0,1	1,0 (1,0)	(0,8)
England	1,1	1,0 (0,9)	(1,2)
Sverige	1,0	1,9 (1,8)	2,2 (2,1)
Norge	0,7	1,2 (1,2)	1,6 (1,5)

* Konsensusskøn i parentes

Danske nøgletal (pr. 4. april 2025)			
	2024	2025E	2026E
Inflation, pct.	1,4	1,9	1,7
Arbejdsløshed, pct. (brutto)	2,9	3,0	3,1
Arbejdsløshed, tusinder	87	88	90
Off. saldo, pct. af BNP	4,2	1,8	2,0
Off. gæld, pct. af BNP	31,5	30,0	29,0
Betalingsbalance, mia.	385	390	380
Indskudsbevisrente (ultimo)	2,60	1,60	1,60
3 mdr. Cibur (ultimo)	2,65	1,80	1,80
10 årig stat, (ultimo)	2,10	2,55	2,75
DKK/USD, (ultimo)	7,20	6,90	6,80

Figur 1: Danmark, vækstbidrag (k-k)

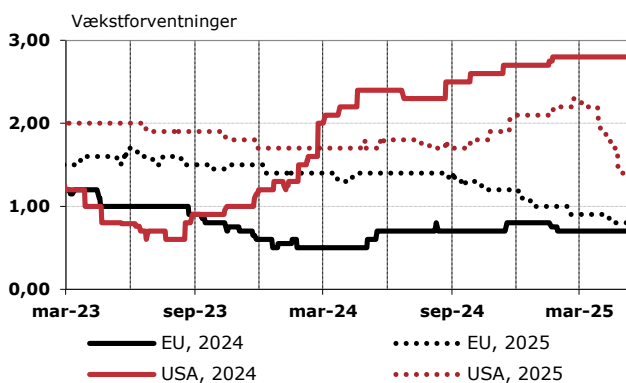


Dansk forsyningsbalance (pr. 4. april 2025)			
Ændring, procent p.a. *	2024	2025E	2026E
Bruttonationalprodukt*	3,6	3,2	2,1
Import*	1,7	3,3	3,5
Eksport*	7,6	5,9	2,7
Privatforbrug*	0,8	1,8	2,3
Off. forbrug*	1,8	3,0	2,7
Investeringer*	1,8	3,0	2,9
Lagre (vækstbidrag)	1,2	1,2	0,0
Beskæftigelse, tusinde	28	28	10

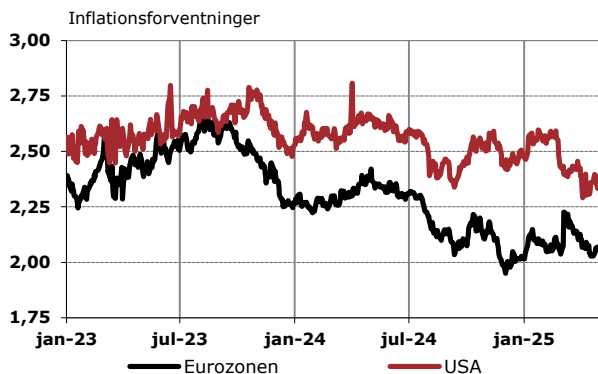
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 21. marts 2025

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
09-05-25	1,85	2,25	4,25 - 4,50	4,25	0,50	2,25	4,50	0,25
Jun 25	1,60	2,00	4,25 - 4,50	4,25	0,60	2,25	4,25	0,25
Sep 25	1,60	2,00	4,00 - 4,25	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

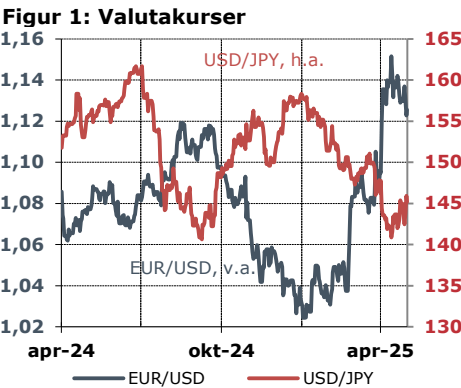


Renter og valuta

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)				
	09-05-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	746,12	746	746	746
USD/DKK	662,92	650 ↑	675	680
JPY/DKK	4,57	4,60 ↓	4,70	4,90
GBP/DKK	879,78	870 ↑	885	900
SEK/DKK	68,55	67	68	70
NOK/DKK	63,87	62	62	67
EUR/USD	112,55	115 ↓	111	110
USD/JPY	145,20	141 ↑	144	139
EUR/JPY	163,42	162 ↑	159	152



Renteforventninger: opdateret 24. april 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
09-05-25	1,55	1,93	2,48	09-05-25	2,06	2,06	2,38
jun 25	1,45	1,85	2,50	jun 25	1,90	1,95	2,30
sep 25	1,50	1,95	2,55	sep 25	1,85	1,95	2,35
dec 25	1,60	2,10	2,65	dec 25	1,80	2,00	2,45
mar 26	1,70	2,25	2,80	mar 26	1,80	2,05	2,60

Anbefalet aktivallokering

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

Aktivklasse	Dato			
	10-04-25	11-03-25	15-01-25	24-09-24
Aktier	Neutral vægt	Neutral vægt	Svag overvægt	Svag overvægt
Obligationer	Neutral vægt	Neutral vægt	Svag undervægt	Svag undervægt
Stats-/realkreditobligationer	Neutral vægt	Neutral vægt	Neutral vægt	Svag undervægt
Virksomhedsobligationer	Neutral vægt	Neutral vægt	Svag undervægt	Neutral vægt

Læs mere på <https://www.sparnord.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	1,85%
	Indskudsbevisrente	-25 bp.	6. marts 2025	1,85%
	Udlånsrente	-25 bp.	6. marts 2025	2,00%
	Diskonto	-25 bp.	6. marts 2025	1,85%
Eurozonen	Repo rente	-25 bp.	6. marts 2025	2,40%
	Indlånsrente	-25 bp.	6. marts 2025	2,25%
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	4,25%
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%

ANSVARSFRAKRIVELSE:

Denne publikation er udgivet af Spar Nord Bank A/S, Postboks 162, 9100 Aalborg. Publikationen er markedsføringsmateriale og opfylder derfor ikke de retskrav, der stilles til investeringsanalyser. Oplysningerne i publikationen er ikke investeringsanbefalinger og er ikke et tilbud om eller en opfordring til køb eller salg af de pågældende finansielle instrumenter. 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. Spar Nord Bank A/S fraskriver sig ethvert ansvar for tab for dispositioner foretaget på baggrund af publikationen.

Gengivelsen af publikationen eller dele heraf er ikke tilladt uden forudgående tilladelse. 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. Historiske afkast, prognoser, vurdering af gevinstpotentiale og værdiansættelsesmæssige betragtninger kan ikke opfattes som en pålidelig indikator for fremtidig udvikling. Medmindre andet er angivet, er afkastberegninger opgjort eksklusive handelsomkostninger og eventuel skat. Den fremtidige kursudvikling og/eller det fremtidige afkast kan blive negativt, og gevinster eller tab kan blive forøget eller formindsket som følge af valutakursudsving.

Redaktionen afsluttet, 09. maj 2025, kl. 11:03