



MAKRO

Ugescenario

Uge 22-23

Markedsføringsmateriale

23. maj 2025

One, Big, Beautiful Bill ...

- Den seneste uge var lidt som forventet: relativt stille frem til torsdag hvor der blev offentliggjort PMI data for Eurozonen og maj målingen af det tyske Ifo barometer samt et par begivenheder på politikfronten.
- De europæiske aktivitetsindikatorer der kom torsdag, viste fremgang i industri PMI, men et lidt overraskende fald i service PMI således at den såkaldte "composit-indikator" for Eurozonen faldt under 50 for første gang siden december 2024.
- I USA fokus på gennemførelsen af det Donald Trump har kaldt "One, Big, Beautiful Bill", altså "en stor samlet smuk lov"! Loven blev vedtaget i Repræsentanternes Hus og er nu på vej i Senatet og – hvis man kan blive enige der – en mulig endelig underskrivelse af loven på Uafhængighedsdagen den 4. juli.
- Dette nummer af Ugescenario dækker både uge 22 og 23 og dækker derfor lidt flere nøgletal end normalt. Uge 22 fra den 26. - 30. maj byder på et par interessante nøgletal torsdag og fredag når både Tyskland og USA offentliggør inflation ... i øvrigt i løbet af to dage hvor det danske marked (og bankerne) er lukket pga. Kr. Himmelfartsdag.
- Inflationstallet fra Eurozonen kommer tirsdag den 3. juni - to dage inden rentemødet i ECB, torsdag den 5. juni ... i øvrigt også en dag hvor de danske banker og det danske marked er lukket pga. Grundlovsdag. ECB forventes at sænke renten til 2,00% og Nationalbanken er forventet at følge med ned til 1,60% på Indskudsbevisrenten.
- USA slutter uge 23 af med den vigtige arbejdsmarkedsrapport.

Indhold

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

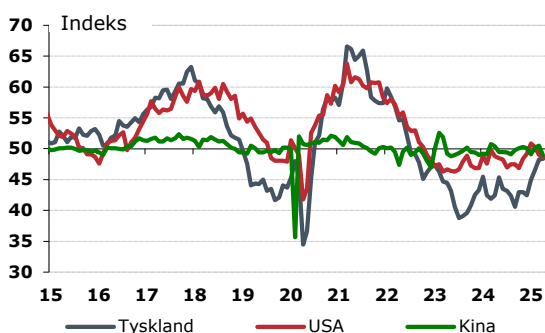
Ansvarshavende redaktør:

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

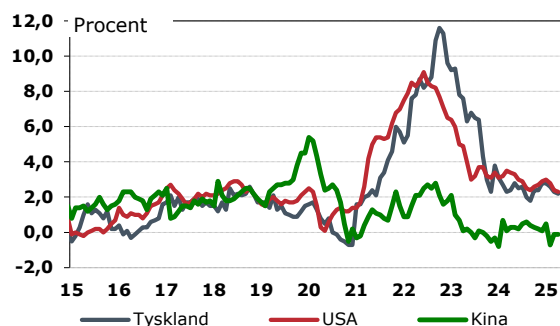
Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)

Land	Dag	Begivenhed	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Eurozonen	3/6	Inflation, headline (maj)	0,6% (2,2%)	-	-
Eurozonen	5/6	ECB, deposit- / refirente	2,25% / 2,40%	2,00% / 2,15%	-
USA	6/6	Beskæftigelse, NFP (maj)	177.000	-	125.000

Figur 1: PMI indeks



Figur 2: Inflation (år-år i %)



One, Big, Beautiful Bill ...

Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96344057

Den seneste uge var lidt som forventet: relativt stille frem til torsdag hvor der blev offentliggjort PMI data for Eurozonen og maj målingen af det tyske Ifo barometer samt et par begivenheder på politikfronten. Internationalt var der fokus på fredsforhandlinger mellem Europa, USA, Ukraine og Rusland og i internt USA fokus på gennemførelsen af det Donald Trump har kaldt "One, Big, Beautiful Bill", altså "en stor samlet smuk lov"!

Når det gælder forhandlinger mellem Rusland og Ukraine er der noget længere udsigter til fred end den ene dag præsidenten lovede under valgkampen. Det vides ikke hvor mange der har læst Donald Trumps bog "art of the deal", men meget tyder på, at de evner (hvis de nogensinde har været der) er væk! Der kommer i hvert fald ikke mange "deals" - hverken på handelsområdet hvor Trump kastede håndklædet i ringen overfor Kina, eller i forhold til krigen mellem Rusland og Ukraine! Nu lyder det i stedet at USA aldrig skulle være involveret og at det (igen) er den tidligere præsidents skyld, at USA er havnet i den nuværende situation.

One big beautiful bill ...

Ugens mest omtalte begivenhed var vedtagelse (i det ene kammer i Kongressen) af den lov som Trump har kaldt "One big beautiful bill". En lov der fylder 1116 sider og dækker alt fra øgede udgifter til "grænsemuren" og deportationscentre, forlængelse af tidligere skattelettelser samt besparelser indenfor en række sociale- og klimamæssige områder. Skattelettelserne drejer sig om at forhindre skatterne i at stige når nogle midlertidige skattelettelser løber ud til nytår ... og så nogle mere populistiske forslag om at friholde drikkepenge og overarbejde fra skat samt skattefradrag for renteudgifter på biler der er produceret i USA.

Besparelser på sundhed og fødevarer

På besparelsesområdet nævnes fjernelse af skatteincitamenter ved grønne investeringer og besparelser på fødevarekuponer og sundhed som hjælper hhv. 42 millioner amerikanere med at få mad på bordet (fødevarekuponer) og et program der betaler sundhedsudgifter for 71 millioner af de fattigste amerikanere ("Medicaid"). Besparelserne er et forsøg på at holde det samlede budgetunderskud nede, men samlet vil effekten sandsynligvis få en meget negativ effekt på det i forvejen store budgetunderskud og den rekordhøje amerikanske statsgæld. Vedtaget den i den nuværende udgave vil det betyde en forøgelse af den amerikanske gæld på op imod 3300 mia. USD ... svarende til omkring 10% af BNP og sende gælden fra omkring 120% til 130% af BNP.

Små europæiske fremskridt ...

De europæiske aktivitetsindikatorer der kom torsdag, viste fremgang i industri PMI, men et lidt overraskende fald i

service PMI således at den såkaldte "composit-indikator" for Eurozonen faldt under 50 for første gang siden december 2024. Samtidig viste det tyske Ifo-barometer en lille fremgang – drevet af stigende forventninger til fremtiden, men et lille fald i den nuværende aktivitet. Tallene kunne pege i retning af, at vi pt. ser bunden af den europæiske konjunktursvaghed, men som alligevel overrasker en smule ved at industrien trods handelskrig kører lidt op og servicesektoren trods høj beskæftigelse og stigende realløn kører lidt ned.

Tallene passer dog godt ind i det billede der kom ud af de nedjusterede vækstskøn der kom ud i de netop offentliggjorte forårsprognose fra EU-Kommissionen Vækstudsigterne i Eurozonen for 2025 og 2026 nedjusteres heri fra 1,3% til 0,9% i 2025 og fra 1,6% til 0,9% i 2026.

EU kommissionen skriver selv i en kommentar, at nedjusteringerne primært skyldes stigende tariffer og den stigende usikkerhed omkring skiftet i den amerikanske handelspolitik og den store grad af uforudsigelighed omkring den endelige "konfiguration" af tariffer. Selv om vækstforventningerne nedjusteres for Eurozonen forhindrer det ikke EU-kommissionen i at opjustere forventningerne til den danske vækst der øges fra 2,5% til 3,6% i 2025 og fra 1,8% til 2,0% i 2026. I de tre store lande Tyskland, Frankrig og Italien forventer EU-kommissionen en vækst på under 1% i 2025 og kun marginalt over 1% i 2026.

De kommende to uger: ISM, CPI og beskæftigelse

Dette nummer af Ugescenario dækker både uge 22 og 23 og dækker derfor lidt flere nøgletal end normalt. Det skyldes også, at perioden går hen over den travle periode omkring månedsskiftet. Uge 22 fra den 26. - 30. maj byder på et par interessante nøgletal torsdag og fredag ... men to dage hvor det danske marked (og bankerne) er lukket. Både fra Tyskland og USA kommer der inflation. I Tyskland svinger det taktstokke for den europæiske inflation der kommer i starten af ugen efter (uge 23).

Inflationstallet fra Eurozonen kommer tirsdag den 3. juni - to dage inden rentemødet i ECB, torsdag den 5. juni ... i øvrigt også en dag hvor de danske banker og det danske marked er lukket pga. Grundlovsdag. Vi forventer et yderligere (marginalt) fald i inflationen i Eurozonen der – sammen med svage lønindikatorer – peger i retning af den 8. rentenedsættelse siden toppen på 4%. Denne gang fra 2,25% til 2,00% ... hvilket forventes at udløse en dansk rentenedsættelse fra 1,85% til 1,60%.

På den anden side af Atlanten vil uge 23 fra den 2. juni til den 6. juni være præget af tal for arbejdsmarkedet. Både JOLTS rapport (Job åbninger), ADP beskæftigelse (privat), tal for nye understøttelsesansøgninger og ikke mindst den månedlige arbejdsmarkedsrapport fredag der sidste gang overraskede lidt opad med en stigning i beskæftigelsen på 177.000. Tal der potentielt kan få stor markedspåvirkning!

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 26. maj					
16:30	Eurozonen	ECB's Lagarde holder tale	-	-	-
Tirsdag den 27. maj					
08:00	Danmark	Detailsalg (apr.)	-0,1% (1,6%)	-	-
08:00	Tyskland	GfK, forbrugertillid (juni)	-20,6	-	-20,0
08:45	Frankrig	Inflation, HICP (maj)	0,7% (0,9%)	-	0,2% (0,9%)
11:00	Eurozonen	Økonomisktilid (maj)	93,6	-	94,2
14:30	USA	Ordre, varige forbrugsgoder (apr.)	9,2%	-	-8,2%
15:00	USA	S&P huspriser (mar.)	0,4% (4,5%)	-	-
16:00	USA	Conf. board, Forbrugertillid (maj)	86,0	-	87,0
Onsdag den 28. maj					
09:55	Tyskland	Arbejdsløshedsprocent (maj)	6,3%	-	6,3%
20:00	USA	FOMC referat	-	-	-
Torsdag den 29. maj (Kr. Himmelfartsdag, markedet i Danmark lukket)					
14:30	USA	BNP (1. kv. revidering)	-0,3%	-	-0,003
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	227.000	-	-
Fredag den 30. maj. (markedet i Danmark lukket)					
08:00	Danmark	Arbejdsløshedsprocent (apr.)	2,6%	0,026	-
14:00	Tyskland	Inflation, HICP (maj)	0,5% (2,2%)	-	0,1% (2,0%)
14:30	USA	Inflation, kerne-PCE (apr.)	0% (2,6%)	-	0,1% (2,5%)
16:00	USA	UoM, Forbrugertillid (maj)	50,8	-	50,8
16:00	USA	UoM, Inflationsforvent. 1 år (maj)	7,3%	-	-
16:00	USA	UoM, Inflationsforvent. 5-10 år (maj)	4,6%	-	-
Mandag den 2. juni					
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Industri (maj)	-	-	-
16:00	USA	ISM, Industri (maj)	48,7	-	-
Tirsdag den 3. juni					
03:45	Kina	Caixin PMI, Industri (maj)	50,4	-	-
11:00	Eurozonen	Inflation, CPI (maj)	0,6% (2,2%)	-	-
11:00	Eurozonen	Kerneinflation (maj)	(2,7%)	-	-
11:00	Eurozonen	Arbejdsløshedsprocent (apr.)	6,2%	-	-
16:00	USA	JOLTS, jobåbninger (apr.)	7192k	-	-
17:00	Danmark	Valutareserven faktisk/ændring (maj)	661,4 / 5,5 mia,	-	-
-	USA	Wards, bilsalg (maj)	17,27 mio.	-	-
Onsdag den 4. juni					
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Sammensat (maj)	49,5	-	-
14:15	USA	ADP beskæftigelse (maj)	62k	-	-
16:00	USA	ISM, Service (maj)	51,6	-	-
20:00	USA	Fed, Beige Book	-	-	-
Torsdag den 5. juni					
03:45	Kina	Caixin PMI, Service (maj)	51,1	-	-
03:45	Kina	Caixin PMI, Sammensat (maj)	50,7	-	-
08:00	Tyskland	Industriordrer (apr.)	3,8%	-	-
14:15	Eurozonen	ECB, deposit- / refirente	2,25% / 2,40%	2,00% / 2,15%	-
14:45	Eurozonen	ECB, pressemøde	-	-	-
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	-	-	-
17:00	Danmark	Nationalbanken, Udlånsrente/IB rente	2,00% / 1,85%	1,75% / 1,60%	-
Fredag den 6. juni					
08:00	Danmark	Industriproduktion (apr.)	-3,2%	-	-
08:00	Tyskland	Industriproduktion (apr.)	3,0%	-	-
08:00	Tyskland	Import / eksport (apr.)	-1,4% / 1,0%	-	-
14:30	USA	Beskæftigelse, Nonfarm Payroll (maj)	177k	-	125.000
14:30	USA	Arbejdsløshedsprocent (maj)	4,2%	-	4,2%
14:30	USA	Gns. ugentlige lønninger (maj)	0,2% (3,8%)	-	-
14:30	USA	Gns. ugentlige arbejdstimer (maj)	34,3	-	-
21:00	USA	Forbrugerkredit (apr.)	10,172b	-	-

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

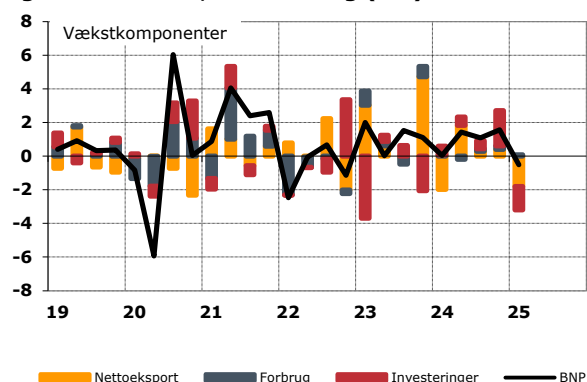
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

Vækst, BNP procent å-å (pr. 23. maj 2025)*			
	2024	2025E	2026E
Global	3,3	(2,6)	(2,8)
Danmark	3,7	3,1 (2,6)	2,0 (1,9)
Eurozonen	0,9	1,0 (0,8)	1,2 (1,1)
Tyskland	-0,2	0,2 (0,0)	1,2 (1,1)
USA	2,8	1,4 (1,4)	1,5 (1,5)
Kina	5,0	(4,2)	(4,0)
Japan	0,2	1,0 (1,0)	(0,8)
England	1,1	1,0 (0,9)	(1,2)
Sverige	1,0	1,7 (1,7)	2,2 (2,0)
Norge	0,6	1,0 (1,1)	1,5 (1,5)

* Konsensusskøn i parentes

Danske nøgletal (pr. 23. maj 2025)			
	2024	2025E	2026E
Inflation, pct.	1,4	1,8	1,8
Arbejdsløshed, pct. (brutto)	2,9	2,9	3,0
Arbejdsløshed, tusinder	87	88	90
Off. saldo, pct. af BNP	4,5	2,5	2,0
Off. gæld, pct. af BNP	31,1	29,5	28,5
Betalingsbalance, mia.	385	390	380
Indskudsbevisrente (ultimo)	2,60	1,60	1,60
3 mdr. Cibor (ultimo)	2,65	1,80	1,80
10 årig stat, (ultimo)	2,10	2,65	2,75
DKK/USD, (ultimo)	7,20	6,80	6,70

Figur 1: Danmark, vækstbidrag (k-k)

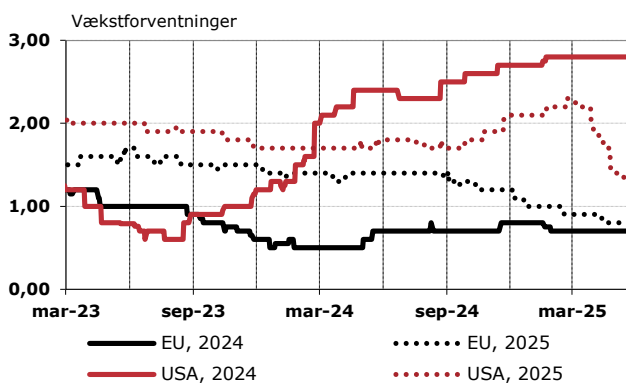


Dansk forsyningsbalance (pr. 23. maj 2025)			
Ændring, procent p.a. *	2024	2025E	2026E
Bruttonationalprodukt*	3,7	3,1	2,0
Import*	3,3	4,4	2,0
Eksport*	7,5	3,5	2,6
Privatforbrug*	0,7	1,3	1,6
Off. forbrug*	1,4	1,0	1,7
Investeringer*	2,7	3,4	1,4
Lagre (vækstbidrag)	-0,5	0,0	0,0
Beskæftigelse, tusinde	28	25	10

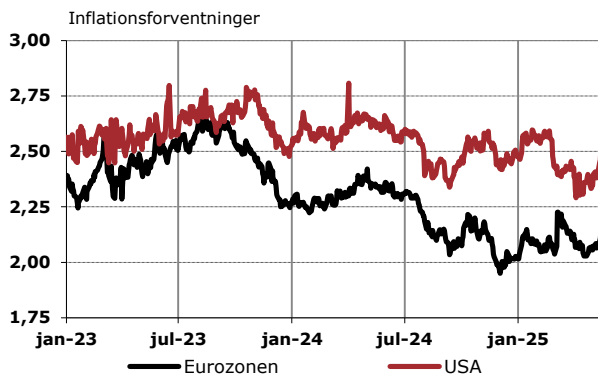
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 21. marts 2025

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
23-05-25	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

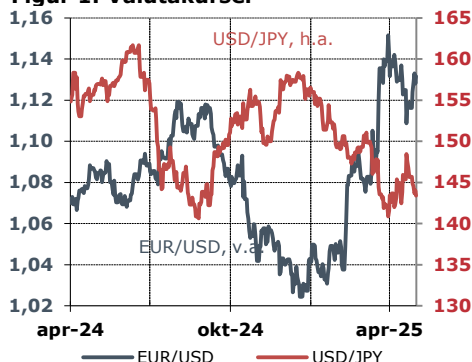
Valuta: Henrik Nielsen, nie@sparnord.dk, tlf. 96 34 41 54

Valutakurs og forventninger

(pilene angiver retningen i forhold til seneste uges forecast)

	23-05-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	745,91	746	746	746
USD/DKK	659,13	655	670 ↓	680
JPY/DKK	4,60	4,60	4,70	4,90
GBP/DKK	886,65	885 ↑	895 ↑	900
SEK/DKK	68,65	68	68	70
NOK/DKK	64,87	64 ↑	63 ↑	67
EUR/USD	113,17	114	111	110
USD/JPY	143,40	142	143 ↓	139
EUR/JPY	162,28	162	159	152

Figur 1: Valutakurser



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
23-05-25	1,59	1,98	2,56	23-05-25	2,03	2,08	2,41
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.	8. maj 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	-50 bp.	7. maj 2025	9,00%
	Indlånsrente	-25 bp.	23. oktober 2015	1,50%
	Udlånsrente, 1 års prime rate	-10 bp.	20. maj 2025	3,00%

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, 23. maj 2025, kl. 11:23