



MAKRO

Ugescenario

Uge 26

Markedsføringsmateriale

19. juni 2025

Fokus på europæiske konjunkturudsigter ...

- Ovenpå en uge med fokus på en lidt blandet måling af det amerikanske detailsalg og et rentemøde uden renteændringer, kombineret med tal fra den tyske Zew måling som var den første af en række indikationer på den europæiske vækst, står vi over for en uge med et par meget interessante europæiske nøgletal når der offentliggøres central europæiske aktivitetsindikatorer der vil vise om fremgangen i Zew også ses ude i det "virkelige" liv.
- I sidste uge holdt Fed helt som ventet styringsrenten uændret på onsdagens rentemøde, gentog af usikkerheden er høj (men er faldet lidt) og fastholder at økonomien er et godt sted, som tillader centralbanken at afvente yderligere data inden renten sænkes. Det er svært at forestille sig at Powell ændrer signaler på de to "høringer" han deltager i tirsdag og onsdag i forbindelse med offentliggørelsen af den halvårslige pengepolitiske rapport.
- Markedsforventningerne til den europæiske centralbank peger lige nu (marginalt) mod endnu en rentenedsættelse – men i et tempo, hvor centralbanken ikke forpligter sig for tidligt – og sandsynligvis først mod udgangen af 2025 / primo 2026. Om der kommer endnu en rentenedsættelse, vil i høj grad afhænge af de kommende inflations- og væksttal, samt hvorvidt eventuelle tegn på opsving i indikatorer som Ifo og PMI i denne uge også materialiserer sig i realøkonomien?
- Bortset fra Fed chef Powell taler i Senatet og Repræsentanternes Hus vil fokus i USA være på fredagens tal for kerne-PCE. Fed's foretrukne inflationsmål der i april faldt til 2,50% (det laveste niveau siden foråret 2021), men som forventes at stige til 2,6% i maj-målingen.

Indhold

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

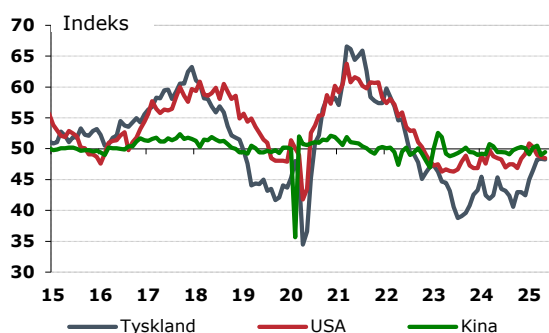
Ansvarshavende redaktør:

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

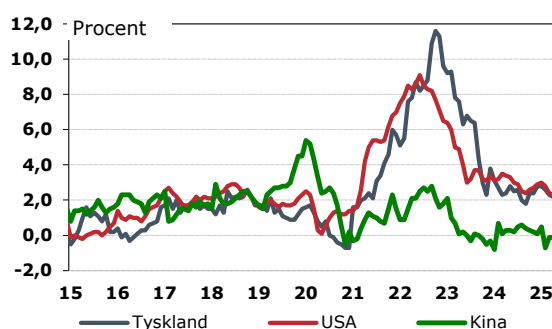
Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)

Land	Dag	Begivenhed	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Eurozonen	Man.	S&P PMI, sammensat (juni)	50,2	-	-
Tyskland	Tir.	Ifo, barometer (juni)	87,5	-	88,3
USA	Ti/On	Pengepolitisk tale fra Powell	-	-	-

Figur 1: PMI indeks



Figur 2: Inflation (år-år i %)



Fokus på europæiske konjunkturudsigter

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

Ovenpå en uge med fokus på en lidt blandet måling af det amerikanske detailsalg og et rentemøde uden renteændringer, kombineret med den første af en række indikationer på den europæiske vækst, står vi over for en uge et par meget interessante europæiske nøgletal. Det tyske ZEW-indeks, der måler økonomiske forventninger blandt finansanalytikere, steg i juni med mere end 10 point – hvilket var et klart signal om fornyet optimisme blandt analytikere. I en tid præget af usikkerhed omkring geopolitik og verdenshandel, var stigningen i det tyske Zew indeks en lille grøn spire. En tendens som den kommende uge med offentliggørelse af både tysk Ifo barometer og europæisk PMI indeks vil vise om den også ses ude i det "virkelige" liv.

Fed fastholder retorik og rente ...

Fed holdt helt som ventet styringsrenten uændret på onsdagens rentemøde, gentog af usikkerheden er høj (men er faldet lidt) og fastholder at økonomien er et godt sted, som tillader centralbanken at afvente yderligere data inden renten sænkes. Feds forventede rentebane (de såkaldte "dot-plots") indikerer ligesom i marts 2 rentenedsættelser af 25bp i 2025 – men kun med nød og næppe. Fed forventer nu "kun" 1 rentenedsættelse af 25bp i både 2026 og 2027, hvilket vil efterlade renten på 3,25-3,50% i 2027 mod tidligere 3,00-3,25%. Powell advarede dog om, at der er stor usikkerhed om rentebanen, som følge af stor usikkerhed om de økonomiske udsigter.

Fed's dilemma

Feds opdaterede økonomiske skøn vidner meget godt om det dilemma, som Fed befinder sig i. Vækstskønnene for 2025 og 2026 blev nedjusteret og inflationsskønnene for 2025, 2026 og 2027 opjusteret. Fed ser nu vækst under trend i 2025 og 2026 og ser kun inflationen aftage til 2,1% i 2027. Et dilemma som meget vel kan blive større i løbet af året. Ses på konsensus blandt økonomer forventes en vækst på 0,9% ultimo året, mens Fed forventer 1,4%. Konsensus blandt økonomer forventer en kerneinflation på 3,3% ultimo året, mens Fed forventer 3,1%.

Det er fortsat vores forventning, at Fed sænker renten med 25bp på hvert af rentemøderne i september, oktober og december og yderligere 25bp på rentemødet i januar 2026, hvilket vil efterlade renten på 3,25-3,50%, hvilket samtidig er vores bedste bud på en neutral pengepolitisk rente i USA. Rentenedsættelser som vi forventer vil være drevet af en større vækstafmatning, end hvad Fed pt. forventer. Inflationen vil efter vores vurdering formentligt også blive lidt højere, end hvad Fed pt. forventer. Usikkerheden er dog meget høj, og det er nemt at argumentere for flere forskellige økonomiske og pengepolitiske scenarier i USA.

Stigende Zew peger på tysk fremgang

Den seneste stigning i det tyske ZEW indeks åbner op for lidt mere spænding omkring næste uges Ifo barometer og PMI indeks. Den tyske Zew måling har baggrund i en rundspørge blandt 450 analytikere i den finansielle sektor og afspejler – ligesom Ifo barometret – både en vurdering af den aktuelle såvel som de fremadrettede vækstforventninger. Udviklingen i Zew indikatoren er ofte påvirket af udviklingen på det finansielle marked – herunder specielt udviklingen på aktiemarkedet – der i Tyskland er steget med mere end 15% i år. En udvikling der i øvrigt også afspejler forventningen til den økonomiske udvikling og virksomhedernes indtjening.

For at optimismen blandt finansanalytikere skal omsættes til vækst, skal den dog bekræftes af bredere indikatorer, herunder Ifo-indekset, som bygger på virksomhedernes vurdering af både nutid og fremtid, samt PMI-indeks der ser på den aktuelle aktivitet indenfor både industrien og servicesektoren.

Sommerens vigtigste europæiske nøgletal

Netop Ifo barometret og flashestimatet på juli PMI tal for de to store lande Tyskland og Frankrig – krydret med det første bud på en sammensat europæisk indikator – bliver nok nogen af sommerens vigtigste nøgletal. Både i forhold til at vurdere det økonomiske momentum i Europa der rammes negativt af handelskrig og geopolitik, men positivt af finanspolitiske lempelser ... men også i forhold til hvordan det påvirker ECB og udsigterne for de europæiske renter.

ECB: Stadig dataafhængig ... møde-til-møde ---

Efter at Den Europæiske Centralbank (ECB) i juni sænkede styringsrenten med 25bp til 2,0% – og den danske Nationalbank fulgte med ned i et uforandret spænd på 0,4 %-point til 1,6% – er markederne nu optaget af spørgsmålet: Kommer der flere lempelser – og i givet fald hvornår? Forbedrede inflationsudsigter har fået flere analytikere til at forvente én yderligere rentenedsættelse til 1,75% i løbet af efteråret. ECB's egen "inflationstracker" indikerer, at kerneinflationen vil bevæge sig under målet i 2026, hvilket understøttes af de seneste lønmålinger og indikerer et mere lempeligt pengepolitisk miljø.

Men signalerne fra ECB-toppen er mere nuancerede. Christine Lagarde har udtalt, at den pengepolitiske kurs efter den seneste rentenedsættelse "næsten er færdigjusteret", mens Bundesbank-præsident Joachim Nagel har advaret mod at give markederne klare signaler om hverken pause eller nye rentenedsættelser. Denne tilbageholdenhed afspejler ønsket om fleksibilitet i en tid, hvor global usikkerhed, geopolitik og valutakursudvikling skaber uforudsigelige effekter. Samtidig peger en stærk euro ned på inflationen, mens stigende energipriser kan lægge yderligere pres op på inflationen. Det giver ECB mere usikre rammer at analysere renten ind i.

Markedsforventningerne til den europæiske centralbank peger lige nu (marginalt) mod endnu en rentenedsættelse – men i et tempo, hvor centralbanken ikke forpligter sig for tidligt – og sandsynligvis først mod udgangen af 2025 / primo 2026. Om der kommer endnu en rentenedsættelse, vil i høj grad afhænge af de kommende inflations- og væksttal, samt hvorvidt tegnene på opsving i indikatorer som ZEW og PMI også materialiserer sig i realøkonomien?

Den kommende uge: Ifo, PMI, inflation og Powell

Som nævnt offentliggør Tyskland og Eurozonen tal for Ifo barometret og PMI indeks. Ovenpå pæne stigninger i Zew indikatoren forventningsindeks vil fokus være rettet mod samme måling i Ifo barometret i de tal der kommer ud tirsdag. Samtidig vil der være stor fokus på den europæiske servicesektor som i maj blev opjusteret fra en måling på 48,9 til 49,7 og den sammensatte indikator justeret tilbage til et niveau over 50.

I USA vil der være fokus på tal for kerne-PCE der er Fed's foretrukne inflationsmål (fredag) samt to taler fra Fed's Powell i Kongressen i forbindelse med den halvårlige pengepolitiske rapport.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 23. juni					
02:30	Japan	Nikkei PMI, Industri (juni /flash)	49,4	-	-
02:30	Japan	Nikkei PMI, Service (juni /flash)	51,0	-	-
09:15	Frankrig	S&P PMI, Industri (juni /flash)	49,8	-	-
09:15	Frankrig	S&P PMI, Service (juni /flash)	48,9	-	-
09:15	Frankrig	S&P PMI, Sammensat (juni /flash)	49,3	-	-
09:30	Tyskland	S&P PMI, Industri (juni /flash)	48,3	-	-
09:30	Tyskland	S&P PMI, Service (juni /flash)	47,1	-	-
09:30	Tyskland	S&P PMI, Sammensat (juni /flash)	48,5	-	-
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Industri (juni /flash)	49,4	-	-
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Service (juni /flash)	49,7	-	-
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Sammensat (juni /flash)	50,2	-	-
10:30	UK	S&P Global, sammensat (juni /flash)	50,3	-	-
15:45	USA	S&P PMI, Industri (juni /flash)	52,0	-	51,2
15:45	USA	S&P PMI, Service (juni /flash)	53,7	-	53,0
15:45	USA	S&P PMI, Sammensat (juni /flash)	53	-	-
16:00	USA	Eksisterende hussalg (maj)	4,00 mio.	-	-
Tirsdag den 24. juni					
10:00	Tyskland	Ifo, barometer (juni)	87,5	-	88,3
10:00	Tyskland	Ifo, nuværende (juni)	86,1	-	-
10:00	Tyskland	Ifo, forventninger (juni)	88,9	-	-
15:00	USA	S&P huspriser (apr.)	-0,12% (4,1%)	-	-
16:00	USA	Powell, halvårslige PP-tale (Rep. Hus)	-	-	-
16:00	USA	Richmond Fed, Industriindeks (juni)	-9	-	-
16:00	USA	Conf. board, Forbrugertillid (juni)	98	-	99,4
Onsdag den 25. juni					
06:00	Eurozonen	Registrering af nye biler (maj)	1,3%	-	-
08:45	Frankrig	Forbrugertillid (juni)	88	-	-
16:00	USA	Salg af nye huse (maj)	743.000	-	695.000
16:00	USA	Powell, halvårslige PP-tale (Senat)	-	-	-
Torsdag den 26. juni					
08:00	Tyskland	GfK, forbrugertillid (jul)	-19,9	-	-18,5
14:30	USA	BNP (1. kvartal, 3. estimat)	-0,2%	-	-
14:30	USA	Engrosalg (maj /flash)	0,2%	-	-
14:30	USA	Ordrer, kernekapitalgoder (maj /flash)	-0,1%	-	-
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	-	-	-
17:00	USA	Kansas City Fed, PMI (fremstilling) (juni)	-3	-	-
Fredag den 27. juni					
01:30	Japan	Arbejdsløshedsprocent (maj)	2,5%	-	-
01:30	Japan	KerneInflation, CPI (juni)	(3,3%)	-	-
01:50	Japan	Detailsalg (maj)	0,5% (3,3%)	-	-
08:00	UK	BNP (1. kvartal /endelig)	0,7% (1,3%)	-	-
08:00	Danmark	Detailsalg (maj)	0,4% (4,9%)	-	-
08:45	Frankrig	Inflation, HICP (juni /flash)	-0,10%	-	-
11:00	Eurozonen	Forbrugertillid (juni /endelig)	-0,2% (0,6%)	-	-
11:00	Eurozonen	Økonomisktilid (juni)	94,8	-	-
11:00	Eurozonen	Industritillid (juni)	-10,3	-	-
11:00	Eurozonen	Servicetillid (juni)	1,5	-	-
14:30	USA	Personligforbrug (maj)	0,2%	-	0,2%
14:30	USA	Inflation, kerne-PCE (maj)	0,1% (2,5%)	-	0,1% (2,6%)
16:00	USA	UoM, Forbrugertillid (juni /endelig)	-	-	-
16:00	USA	UoM, Nuværende (juni /endelig)	-	-	-
16:00	USA	UoM, Forventninger (juni /endelig)	-	-	-
16:00	USA	UoM, Inflationsforvent. 1 år (juni /endelig)	-	-	-
16:00	USA	UoM, Inflationsforvent. 5-10 år (juni /endelig)	-	-	-
Tal i parentes = Årlig ændring i procent					

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

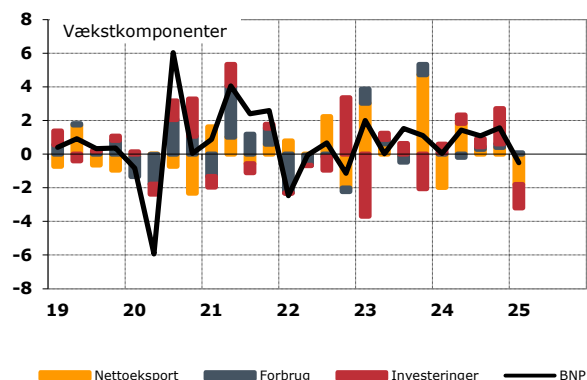
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

Vækst, BNP procent å-å (pr. 19. juni 2025)*			
	2024	2025E	2026E
Global	3,3	(2,7)	(2,8)
Danmark	3,7	3,1 (2,9)	2,0 (2,0)
Eurozonen	0,9	1,0 (1,0)	1,2 (1,1)
Tyskland	-0,2	0,2 (0,2)	1,2 (1,1)
USA	2,8	1,5 (1,4)	1,5 (1,6)
Kina	5,0	(4,5)	(4,2)
Japan	0,2	0,7 (0,8)	0,5 (0,7)
England	1,1	1,0 (1,1)	1,3 (1,2)
Sverige	1,0	1,6 (1,5)	2,2 (2,1)
Norge	0,6	1,3 (1,3)	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)

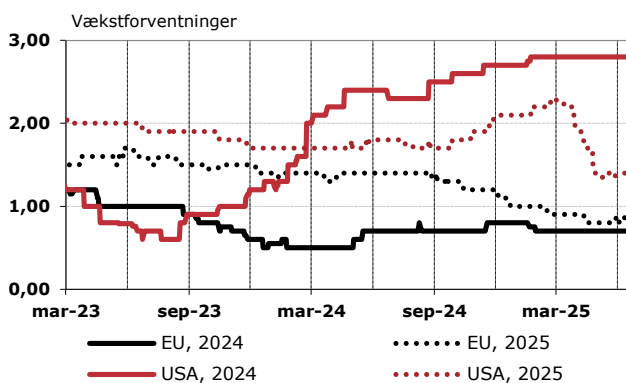


Dansk forsyningsbalance (pr. 23. maj 2025)			
Ændring, procent p.a. *	2024	2025E	2026E
Bruttonationalprodukt*	3,7	3,1	2,0
Import*	3,3	4,4	2,0
Eksport*	7,5	3,5	2,6
Privatforbrug*	0,7	1,3	1,6
Off. forbrug*	1,4	1,0	1,7
Investeringer*	2,7	3,4	1,4
Lagre (vækstbidrag)	-0,5	0,0	0,0
Beskæftigelse, tusinde	28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

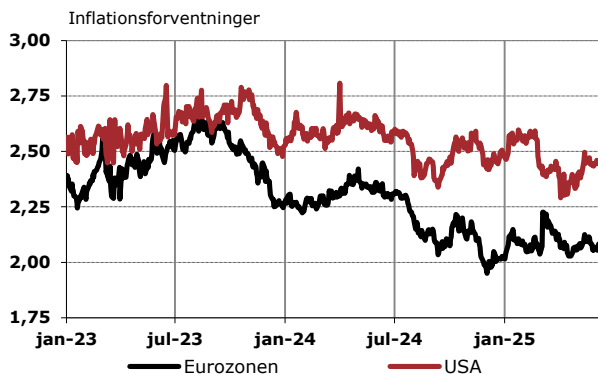
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 19. juni 2025

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
19-06-25	1,60	2,00	4,25 - 4,50	4,25	0,50	2,00	4,50	0,25
Sep 25	1,60	2,00	4,00 - 4,25	4,00	0,60	2,00	4,25	0,00
Dec 25	1,60	2,00	3,50 - 3,75	4,00	0,60	2,00	4,,25	0,00
Mar 26	1,60	2,00	3,50 - 3,75	3,75	0,70	2,00	4,25	0,00
Jun 26	1,60	2,00	3,25 - 3,50	3,75	0,75	2,00	4,25	0,00

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)

	19-06-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	745,94	746	746	746
USD/DKK	650,11	645 ↓	660 ↓	680
JPY/DKK	4,47	4,50 ↓	4,60 ↓	4,80 ↓
GBP/DKK	872,92	875 ↓	885 ↓	900
SEK/DKK	67,40	67 ↓	68	70
NOK/DKK	64,60	64	64	67
EUR/USD	114,74	116 ↑	113 ↑	110
USD/JPY	145,50	143 ↑	143	142 ↑
EUR/JPY	166,95	166 ↑	162 ↑	155 ↑

Figur 1: Valutakurser



Rente forventninger: opdateret 10. juni 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
19-06-25	1,72	1,95	2,50	19-06-25	1,98	2,11	2,40
sep 25	1,60	1,90	2,55	sep 25	1,75	2,00	2,30
dec 25	1,65	1,90	2,65	dec 25	1,80	2,05	2,30
mar 26	1,70	2,05	2,70	mar 26	1,80	2,10	2,40
jun 26	1,75	2,20	2,80	jun 26	1,85	2,10	2,55

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	1,60%
	Indskudsbevisrente	-25 bp.	6. marts 2025	1,60%
	Udlånsrente	-25 bp.	6. marts 2025	1,75%
	Diskonto	-25 bp.	6. marts 2025	1,60%
Eurozonen	Repo rente	-25 bp.	6. marts 2025	2,15%
	Indlånsrente	-25 bp.	6. marts 2025	2,00%
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	2,00%
Norge	Depositrente	+25 bp.	14. december 2023	4,25%
Schweiz	Policy rate	-25bp.	19. juni 2025	0,00%
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, 19. juni 2025, kl. 12:12