



MAKRO

Ugescenario

Uge 28

Markedsføringsmateriale

4. juli 2025

9. juli – nye tariffer eller ny pause?

- Den forgangne uges vigtigste nøgletal i form af den amerikanske arbejdsmarkedsrapport for juni tegnede overordnet set et billede af et fortsat robust amerikansk arbejdsmarked, der ikke er en væsentlig kilde til et opadgående inflationspres.
- Den amerikanske PCE forbrugs- og inflationsrapport for maj, der blev offentliggjort efter deadline på sidste uges Ugescenario, var ikke positiv læsning. Den underliggende inflation (kerneinflationen) var lidt højere end ventet, mens privatforbruget korrigeret for inflation overraskende faldt 0,3% i maj mod ventet uændret privatforbrug.
- Eurozone-inflationsstatistikken for juni viste helt som ventet uændret kerneinflation på 2,3% og en lille stigning fra 1,9% til 2,0% i den samlede inflation.
- Efter et meget intenst forløb lykkes det torsdag Kongressen at vedtage Trumps "One Big Beautiful Bill". En lovpakke der indeholder mange elementer, og som forventes at understøtte væksten de kommende år, men også isoleret set vil medføre en betydelig forøgelse af den amerikanske gæld. Indtægterne fra Trumps tariffer kan modvirke noget af denne forøgelse, men ikke det hele.
- Den kommende uge byder på relativt få nøgletal og pengepolitiske begivenheder. Størst fokus vil formentligt samle sig omkring onsdagens referat fra det seneste rentemøde i Fed og tirsdagens aktivitets- og tillidsbarometer for små og mellemstore amerikanske virksomheder.
- Ugens formentligt vigtigste begivenhed bliver udløbet 9. juli af den 90 dages pause i Trumps landespecifikke gengældelsestoldsatser overfor stort set alle lande. De finansielle markeder vil vente spændt på at se, hvor store toldsatser, der vil blive pålagt USAs væsentligste samhandelspartnere.

Indhold

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

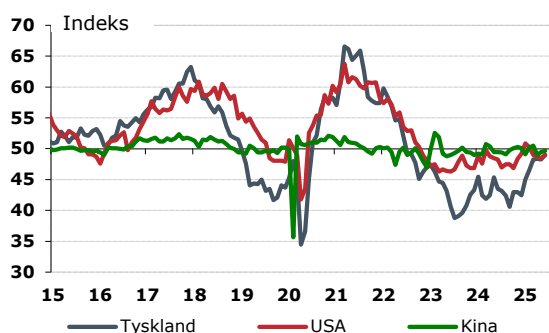
Ansvarshavende redaktør:

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

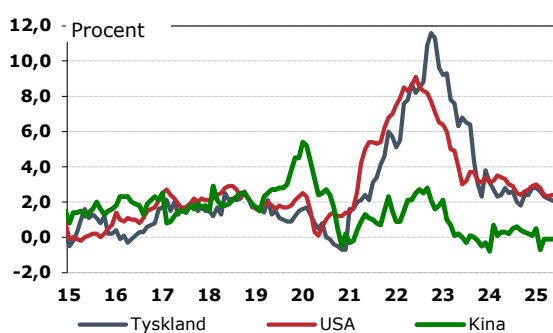
Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)

Land	Dag	Begivenhed	Seneste	Spar Nord	Konsensus
USA	Tirs.	NFIB, SMV-tillid (juni)	98,8		98,7
USA	Ons.	FOMC referat (juni)	-	-	-
USA	Ons.	Udløb af toldpause	-	-	-

Figur 1: PMI indeks, industri



Figur 2: Inflation (år-år i %)



9. juli – nye tariffer eller ny pause?

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

Efter en meget tung nøgletalsuge ser vi ind i en uge, hvor der kun er få "større" nøgletal. Det bliver dog næppe en stille uge på de finansielle markeder. Ugen byder nemlig 9. juli på ophøret af den 90 dages pause i de landespecifikke gengældelsestoldsatser, som Trump annoncerede i starten af april.

Et fortsat robust amerikansk arbejdsmarked

Den forgangne uges vigtigste nøgletal i form af den amerikanske arbejdsmarkedsrapport for juni tegnede overordnet set et billede af et fortsat robust amerikansk arbejdsmarked, der ikke er en væsentlig kilde til et opadgående inflationspres. Jobskabelsen var i juni på 147.000 mod forventet 106.000. Arbejdsløshedsraten faldt fra 4,2% til 4,1% mod en forventet stigning til 4,3%, mens den gennemsnitlige timeløn steg 3,7% målt år-år mod forventet 3,8%.

JOLTS-statistikken for maj, der også blev offentliggjort i ugen, der gik, sender nogenlunde samme signal, og indikerer fortsat at den begrænsede afmatning på arbejdsmarkedet, som vi indtil videre har set, har været drevet af færre nyansættelser fremfor flere afskedigelser. JOLTS-statistikken for maj viste således flere ledige stillinger end ventet, et lille fald i afskedigelsesraten og en lille stigning i den frivillige opsigelsesrate.

Amerikansk forbrug på vej ned i gear

Den amerikanske PCE forbrugs- og inflationsrapport for maj, der blev offentliggjort efter deadline på sidste uges Ugescenario, var ikke positiv læsning. Den underliggende inflation (kerneinflationen) var lidt højere end ventet, mens privatforbruget korrigeret for inflation overraskende faldt 0,3% i maj mod ventet uændret privatforbrug. Dette vel og mærke efter at den tredje revision af BNP-rapporten for 1. kvartal bød på en nedrevidering af forbrugsvæksten fra 1,2% til 0,5% annualiseret. En ret svag forbrugsvækst, der dog skal ses i lyset af en meget høj forbrugsvækst i både 3. og 4. kvartal 2024. Det er fortsat vores forventning, at Trumps tariffer vil medføre en betydelig (men midlertidig) stigning i inflationen, der vil udhule forbrugernes købekraft og medføre en betydelig vækstnedgang i 2025. Risikoen for en økonomisk tilbagegang (recession) er forhøjet, men det mest sandsynlige scenarie er fortsat fremgang ... men fremgang i et noget langsommere tempo.

Eurozone inflation

Eurozone-inflationsstatistikken for juni viste helt som ventet uændret kerneinflation på 2,3% og en lille stigning fra 1,9% til 2,0% i den samlede inflation. Inflationen målt ved priserne på tjenesteydelser steg fra 3,2% til 3,3%. Et lille skridt i den forkerte retning men formentligt mere støj end signal. På den positive side bød ugen på lidt større end ventede fald i ECBs mål for 1 og 3 årige inflationsforventninger. En udvikling der sammen med aftagende lønpres giver god grund til at tro, at kerneinflationen i Eurozonen er godt på vej tilbage mod 2%.

Ny finanspolitisk pakke i USA

Efter et meget intenst forløb lykkes det torsdag Kongressen at vedtage Trumps "One Big Beautiful Bill". En lovpakke der indeholder

mange elementer – herunder ikke mindst at de fleste af Trumps personskattelettelser fra 2025 gøres permanente. Hertil kommer øgede udgifter til forsvar og grænsesikkerhed samt en række midlertidige skattelettelser. Lovpakken indeholder også en tilbagerulning af tilskud til grøn omstilling samt besparelser på sundhedsområdet og bistand til fødevareindkøb for lavindkomstgrupper. Besparelser der ifølge Kongressens Budgetkontor (CBO), der er politisk uafhængig, vil kunne medføre, at op imod 12 mio. amerikanere mister adgangen til Medicaid sundhedsprogrammet og godt 3 mio. amerikanere mister adgangen til bistand til fødevareindkøb. Et vigtigt element i lovpakken er desuden, at det amerikanske gældsloft øges, hvilket tillader yderligere gældsætning.

Gældsætning som der vil blive brug for, da den samlede pris for lovpakken ifølge CBO løber op i 3.400 mia. over de kommende 10 år. Eftersom den største del af besparelserne kommer i den sidste halvdel af denne periode, og da flere af de nye midlertidige skattelettelser udløber i 2028, er der en ikke ubetydelig risiko for, at lovpakken på sigt bliver væsentligt dyrere. Alene en forlængelse (efter 2028) af de nye midlertidige skattelettelser vil ifølge flere estimater formentligt betyde, at lovpakken vil blive minimum 500 mia. USD dyrere over 10 år. Løbende indtægter fra Trumps tariffer vil formentligt kunne modvirke store dele af omkostningerne ved den nye lovpakke, men vil ifølge de fleste estimater ikke være nok til fuldt ud at kompensere for de øgede udgifter. De i forvejen trængte amerikanske offentlige finanser bliver med andre ord efter alt at dømme endnu mere belastede af Trumps "One Big Beautiful Bill".

På den økonomiske front vil lovpakken formentligt give et løft til amerikansk vækst de kommende år (og specielt 2026) men lægge en dæmper på væksten fra 2030 og frem. En medvind over de kommende år, der dog skal ses i sammenhæng med modvind fra Trumps tariffer.

FOMC referat og NFIB indeks

Den kommende uge byder på relativt få nøgletal og pengepolitiske begivenheder. Størst fokus vil formentligt samle sig omkring onsdagens referat fra det seneste rentemøde i Fed og tirsdagens aktivitets- og tillidsbarometer for små og mellemstore amerikanske virksomheder. Der vil være stort fokus på, om Fed referatet vil give yderligere indsigt i Feds interne diskussioner om, hvornår det er passende at sænke renten igen. NFIB-indekset steg i maj efter at være faldet i årets fire første måneder.

9. juli – ny pause eller høje tariffer?

Ugens formentligt vigtigste begivenhed bliver udløbet 9. juli af den 90 dages pause i Trumps landespecifikke gengældelsestoldsatser overfor stort set alle lande. Trump har klart signaleret, at han ikke vil lave en ny generel pause i disse toldsatser, og at han nu går i gang med at sende breve ud til samhandelspartnere med fremtidige toldsatser. Toldsatser som ifølge Trump vil træde i kraft fra 1. august, og som vil ligge i intervallet 10-70%. De finansielle markeder vil vente spændt på at se, hvor store toldsatser, der vil blive pålagt USAs væsentligste samhandelspartnere.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 7. juli					
08:00	Danmark	Industriproduktion (maj)	2,0%	-	-
08:00	Norge	Industriproduktion (maj)	2,1% (0,3%)	-	-
08:00	Sverige	Inflation, CPI (juni /flash)	0,1% (0,2%)	-	0,1% (0,4%)
08:00	Tyskland	Industriproduktion (maj)	-1,4% (-1,8%)	-	-0,5% (0,2%)
10:30	Eurozonen	Sentix, Investortillid (juli)	0,2	-	1,0
11:00	Eurozonen	Detailsalg (maj)	0,1% (2,3%)	-	-0,5% (1,7%)
Tirsdag den 8. juli					
08:00	Tyskland	Eksport / import (maj)	-1,7% / 4,0%	-	-0,5% / -
08:45	Frankrig	Handelsbalance (maj)	-7.968 mio.	-	-
12:00	USA	NFIB, SMV-tillid (juni)	98,8	-	98,7
21:00	USA	Forbrugerkredit (maj)	17,873 mia.	-	10,500 mia.
Onsdag den 9. juli					
03:30	Kina	PPI (juni)	(-3,3%)	-	(-3,2%)
03:30	Kina	Inflation, CPI (juni)	(-0,1%)	-	(-0,1%)
08:00	Japan	Maskinordrer (juni /flash)	(3,4%)	-	-
08:00	Danmark	Betalingsbalance (maj)	40,7 mia.	-	-
16:00	USA	Engroslagre (maj /endelig)	-0,3%	-	-0,3%
20:00	USA	FOMC referat	-	-	-
Torsdag den 10. juli					
01:50	Japan	PPI (juni)	-0,2% (3,2%)	-	-0,1% (2,9%)
08:00	Danmark	Inflation, CPI (juni)	0,1% (1,6%)	-	-
08:00	Danmark	Inflation HICP (juni)	0,0% (1,5%)	-	-
08:00	Norge	Inflation, CPI (juni)	0,4% (3,0%)	-	-
08:00	Sverige	Industriordrer (maj)	-6,3% (7,0%)	-	-
08:00	Sverige	Privatforbrug (maj)	0,5% (2,7%)	-	-
09:00	Eurozonen	ECB's Cipollone taler	-	-	-
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	233.000	-	-
20:30	USA	Fed's Daly taler	-	-	-
Fredag den 11. juli					
08:00	UK	Industriproduktion (maj)	-0,6% (-0,3%)	-	-
08:00	Tyskland	Inflation, CPI (juni /endelig)	0,0% (2,0%)	-	0,0% (2,0%)
08:00	UK	Handelsbalance (maj)	-7.026 mio.	-	-
08:45	Frankrig	Inflation, CPI (juni /endelig)	0,3% (0,9%)	-	0,3% (0,9%)
20:00	USA	Off. budget (juni)	-316,0 mia.	-	-40,0 mia.

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

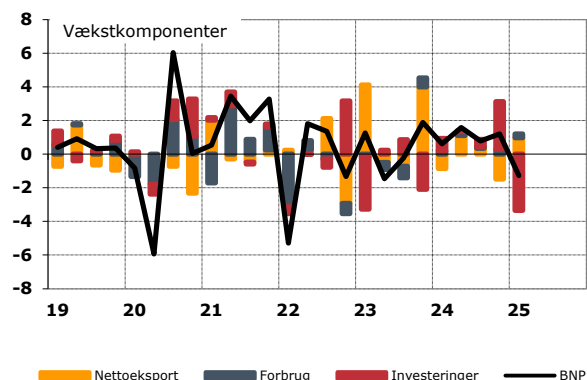
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

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)

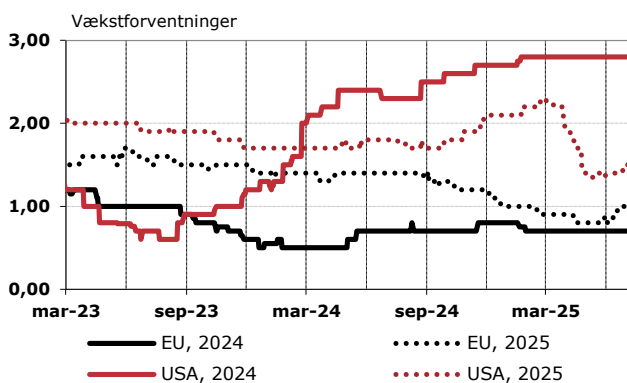


Dansk forsyningsbalance (pr. 23. maj 2025)			
Ændring, procent p.a. *	2024	2025E	2026E
Bruttonationalprodukt*	3,7	3,1	2,0
Import*	3,3	4,4	2,0
Eksport*	7,5	3,5	2,6
Privatforbrug*	0,7	1,3	1,6
Off. forbrug*	1,4	1,0	1,7
Investeringer*	2,7	3,4	1,4
Lagre (vækstbidrag)	-0,5	0,0	0,0
Beskæftigelse, tusinde	28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

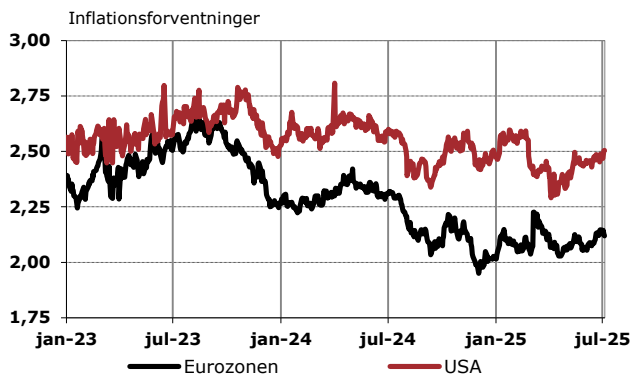
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 19. juni 2025

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
04-07-25	1,60	2,00	4,25 - 4,50	4,25	0,50	2,00	4,25	0,00
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

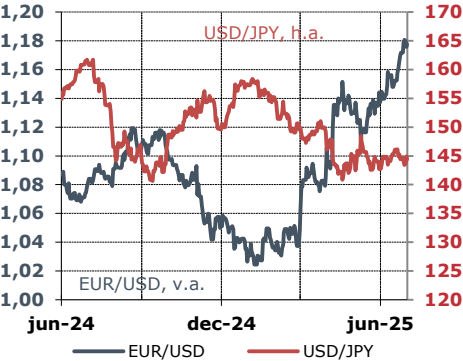
Valuta: Henrik Nielsen, nie@sparnord.dk, tlf. 96 34 41 54

Valutakurs og forventninger

(pilene angiver retningen i forhold til seneste uges forecast)

	04-07-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	746,14	746	746	746
USD/DKK	633,49	640	650	680
JPY/DKK	4,39	4,50	4,60	4,80
GBP/DKK	864,88	875	885	900
SEK/DKK	66,30	67	68	70
NOK/DKK	62,92	63 ↓	64	67
EUR/USD	117,78	117	115	110
USD/JPY	144,34	142	141	142
EUR/JPY	170,00	166	162	155

Figur 1: Valutakurser



Renteforventninger: 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
04-07-25	1,65	1,95	2,49	04-07-25	1,96	2,05	2,37
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			
	20-04-25	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, 04. juli 2025, kl. 13:12