



MAKRO

Ugescenario

Uge 29

Markedsføringsmateriale

11. juli 2025

Here we go Again ...!

- Den seneste uge bød på endnu en runde uro hvor handelskonflikt og todsatser endnu engang trak overskrifter og endnu engang øger de geopolitiske spændinger. Det skete i forbindelse med udsendelse af breve med nye todsatser til en lang række lande og trusler mod både bl.a. BRIC, Canada og Brasilien om nye øgede tariffer.
- Det skete i øvrigt i en uge hvor der kun var få makroøkonomiske nøgletal, men fokus på lidt bedre tal for den tyske industri end ventet, et lille fald i den amerikanske SMV-indikator, et lidt bedre tal for amerikanske understøttelsesansøgninger og et referat fra det seneste Fed-møde i USA.
- Ifølge referatet fra det seneste møde i den amerikanske centralbanks rentekomiteén (FOMC) den 17.-18. juni var der delte meninger om, hvorvidt de seneste og varslede amerikanske toldforhøjelser vil have en forbigående eller mere vedvarende effekt på inflationen. Samlet en amerikansk centralbank der balancerer mellem ønsket om at sænke renterne og frygten for, at tolden puster til inflationen. Resultatet er derfor en tålmodig – men årvågen – tilgang til pengepolitikken.
- Den kommende uge byder på lidt flere nøgletal end dem der var i den seneste uge, men der er specielt et nøgletal der vil tiltrække opmærksomheden. Det sker tirsdag når Bureau of Labor Statistics offentliggør inflationsdata for juni.
- Et af ugens øvrige vigtige nøgletal bliver den månedlige rapport over det amerikanske detailsalg, mens der i Europa vil være fokus på den tyske Zew indikator der på forventningsbenet har taget en pæn tur op de seneste to måneder.

Indhold

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

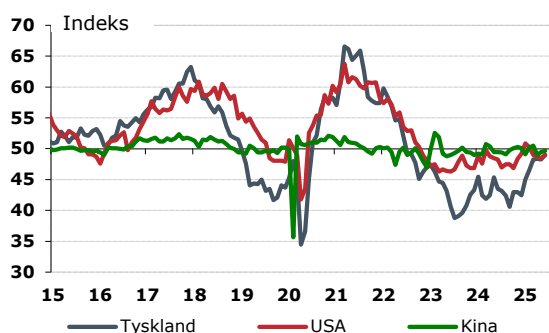
Ansvarshavende redaktør:

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

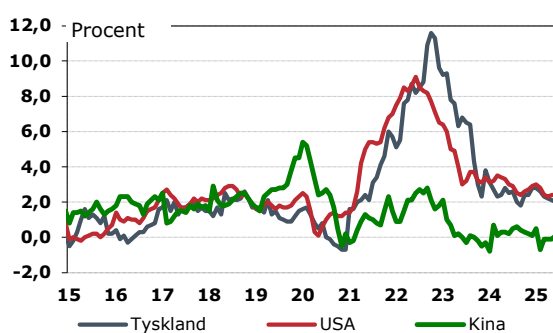
Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)

Land	Dag	Begivenhed	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Tyskland	Tir.	Zew, forventninger (juli)	47,5	-	50,2
USA	Tir.	Kerneinflation (juni)	0,1% (2,8%)	-	0,3% (2,9%)
USA	Fre.	UoM, forbrugertillid (juli)	60,7	-	61,4

Figur 1: PMI indeks, industri



Figur 2: Inflation (år-år i %)



Here we go again ...!

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

Den seneste uge bød på endnu en runde uro hvor handelskonflikt og todsatser endnu engang trak overskrifter og endnu engang øger de geopolitiske spændinger. Donald Trump har endnu engang haft en uge hvor de flyver rundt med udtalelser i alle retninger, lige fra todsatser på lande og produkter og kommentarer om hvad andre lande og områder skal og skal-ikke / kan og kan-ikke – også i mere hjemlige affærer der sådan set ikke har noget med USA at gøre!

Herunder trusler mod BRIC lande og dem der følger deres beslutninger og en ensidig bredside mod Brasilien (som faktisk har underskud på handelsbalancen overfor USA!) specifikt i forbindelse med en forestående retssag mod en af Trumps gode venner! Trump sluttede ugen af med en trussel mod Canada om at indføre en told på 35% på alle varer og at øge den hvis Canada gengælder. Det skete i øvrigt i en uge hvor der kun var få makroøkonomiske nøgletal, men fokus på lidt bedre tal for den tyske industri end ventet, et lille fald i den amerikanske SMV-indikator, et lidt bedre tal for amerikanske understøttelsesansøgninger og et referat fra det seneste Fed-møde i USA.

Trump genopliver aggressiv toldpolitik

Donald Trump sendt i starten af den forgangne uge officielle breve ud til 14 lande om, at USA fra den 1. august 2025 vil indføre forhøjede todsatser på importerede varer. 14 breve der senere blev fulgt op af breve til yderligere 5 lande + en udmelding om 50% told på varer fra Brasilien ... med en noget blandet begrundelse ... herunder, at Trump er sur over at Brasilien tiltaler (hans gode ven) den tidligere præsident Bolsonaro for et kupforsøg ovenpå valget i 2022! Hertil kommer told på 50% på import af Kobber og trusler om 200% told på medicin.

Den oprindelige deadline for indførelsen af nye todsatser var den 9. juli, men er nu udskudt til 1. august – angiveligt for at give plads til videre forhandlinger. Trods en 90-dages pause i toldkrigen tilbage fra april har kun et relativt begrænset antal lande formået at indgå handelsaftaler med USA. Undtagelser er blandt andet Storbritannien og Vietnam, som har sikret sig lavere todsatser. Toldsatserne for de godt 20 lande der er kendt, varierer fra 25% til 40% afhængig af landet. Blandt modtagerne af told breve var Japan, Sydkorea og Malaysia med 25% told, mens Laos og Myanmar står over for de højeste satser på 40%.

EU er endnu ikke blandt de lande (områder) der har fået et af de omtalte told-breve, hvilket jo nok skyldes at det er det vigtigste amerikanske eksportmarked. Trump har dog udtrykt irritation over EU's digitale skatter og afgifter mod amerikanske "tech-giganter" og truer med at pålægge EU ensidige tariffier hvorfor en ny handelskrise mellem Washington og Bruxelles derfor fortsat ikke kan udelukkes.

Delte meninger i Fed ...

Ifølge referatet fra det seneste møde i den amerikanske centralbanks rentekomiteen (FOMC) den 17.-18. juni var der delte meninger om, hvorvidt de seneste og varslede amerikanske toldforhøjelser vil have en forbigående eller mere vedvarende effekt på inflationen. De fleste medlemmer vurderer, at risikoen for længerevarende prisstigninger er reel. Usikkerheden præger derfor udsigterne for renten hvor 10 ud af 19 medlemmer forudser mindst to rentenedsættelser i 2025 – men syv ser slet ingen, og to kun en enkelt. Alligevel valgte rentekomiteen altså – fjerde gang i træk –

at holde renten uændret på 4,25 - 4,50%, hvilket ikke overraskende igen udløste kritik fra præsident Donald Trump, der gentagne gange har efterlyst lavere renter og som ved flere lejligheder har truet med at fyre Jerome Powell som centralbankchef.

Ifølge referatet står Fed over for en stadig mere kompleks situation, hvor Trumps brug af toldmidler og øvrige politiske tiltag på skatte-, immigrations- og reguleringsområdet ("big beautiful bill"), skaber økonomisk usikkerhed. Selvom nogle medlemmer åbner op for en rentenedsættelse allerede ved mødet i slutningen den 30. juli, præger en forsigtig tilgang stadig flertallet. Den amerikanske økonomi blev i referatet betegnet som "solid", og arbejdsløsheden som "lav". Alligevel holder man nøje øje med, hvordan forbrugerpriserne udvikler sig – hvilket bliver næste uges ubetinget vigtigste nøgletal!

Konklusion på mødet kan kort udlægges som en amerikansk centralbank der balancerer mellem ønsket om at sænke renterne og frygten for, at tolden puster til inflationen. Resultatet er derfor en tålmodig – men årvågen – tilgang til pengepolitikken. LIGEGYLDING HVAD DEN AMERIKANSKE PRÆSIDENT SIGER!

Vurderet på de seneste inflations- og aktivitetstal ud af USA tyder meget på at aktiviteten langsomt går ud af økonomien i takt med et aftagende inflationspres og jo længere tider der går med stabil aktivitet på et ikke inflationært niveau og stabile priser stiger sandsynligheden for rentenedsættelser fra Fed. Markedet priser 2 rentenedsættelser ind frem mod ultimo 2025, mens vi potentielt godt kan få øje på 3 rentenedsættelser i hhv. september, oktober og december. Det vil bringe Fed-funds-båndet ned fra 4,25% - 4,50% til 3,50% - 3,75% ultimo 2025.

Den kommende uge: Al fokus på amerikansk inflation

Den kommende uge byder på lidt flere nøgletal end den der var i den seneste, men der er specielt et nøgletal der vil tiltrække opmærksomheden. Det sker tirsdag når Bureau of Labor Statistics offentliggør inflationsdata for juni. Får konsensus ret kan det dog godt blive en lidt negativ uge for renter idet konsensus forventer en stigning fra 2,8% til 2,9% i kerneinflationen og en stigning i headline-inflationen fra 2,4% til 2,6%. Samlet vil det kunne blæse til ilden når det gælder potentielle negative effekter fra stigende todsatser på den fremtidige inflation.

Et af ugens øvrige vigtige nøgletal bliver den månedlige rapport over det amerikanske detailsalg. Forbruget har holdt sig rimeligt stabilt med en år-til-år fremgang på 3,0% til 3,5% de seneste 1½ år. Målt m-m forventes en fremgang på 0,4% i det såkaldte kernetetailsalg, hvilket vil fastholde den tendens. Støttes den af en let stigende tendens i forbrugertilliden ovenpå bunden (?) i april vil det være et signal om fortsat robust aktivitet i USA. Forbrugertilliden ligger dog fortsat på et lavt niveau kun en smule over bundene fra finans- og inflationskriserne og den forventes kun at stige marginalt i fredagens

I Europa vil der være fokus på den tyske Zew indikator der på forventningsbenet har taget en pæn tur op de seneste to måneder. Målingen på den aktuelle aktivitet steg også i sidste måned men med et niveau på -72 ligger vurderingen af den aktuelle tyske vækst på det laveste niveau i de seneste 2 årtier! Det burde de nye tyske vækst- og stimuleringsaktiviteter få sat en stopper for og der forventes da også en fremgang fra 47,5 til 50,2 i forventningerne.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 14. juli					
-	Kina	Eksport (juni)	4,80%	-	5,2%
-	Kina	Handelsbalance (juni)	\$103,22 mia.	-	\$111,45 mia.
01:50	Japan	Maskinordrer (maj)	-9,1% (6,6%)	-	-1,5% (5,4%)
08:00	Sverige	Inflation, CPI (juni)	0,5% (0,8%)	-	-
Tirsdag den 15. juli					
04:00	Kina	BNP (2. kvrt.)	1,2% (5,4%)	-	0,9% (5,1%)
04:00	Kina	Detailsalg (juni)	6,4%	-	5,2%
04:00	Kina	Industriproduktion (juni)	5,8%	-	5,6%
04:00	Kina	Arbejdsløshedsprocent (juni)	5,0%	-	5,0%
08:00	Danmark	PPI (juni)	-1,4% (9,2%)	-	-
11:00	Tyskland	ZEW, Forventninger (juli)	47,5	-	50,2
11:00	Tyskland	ZEW, Nuværende (juli)	-72,0	-	-66,0
11:00	Eurozonen	ZEW, Forventninger (juli)	35,3	-	-
11:00	Eurozonen	Industriproduktion (maj)	-2,4% (0,8%)	-	0,6% (2,1%)
14:30	USA	New York Fed PMI, fremstilling (juli)	-1600,0%	-	-10
14:30	USA	Inflation, CPI (juni)	0,1% (2,4%)	-	0,3% (2,6%)
14:30	USA	Kerneinflation (juni)	0,1% (2,8%)	-	0,3% (2,9%)
14:30	USA	Reale gns. timelønninger (juni)	1,4%	-	-
Onsdag den 16. juli					
06:00	Sverige	Arbejdsløshed (juni)	3,6%	-	-
08:00	UK	Inflation, CPI (juni)	0,2% (3,4%)	-	-
11:00	Eurozonen	Handelsbalance (maj)	14,0b	-	-
14:30	USA	PPI (juni)	0,1% (2,6%)	-	0,2% (2,5%)
14:30	USA	Kerne PPI (juni)	0,1% (3,0%)	-	0,2% (2,7%)
15:15	USA	Industriproduktion (juni)	-0,2%	-	0,1%
15:15	USA	Kapacitetsudnyttelse (juni)	77,4%	-	77,4%
Torsdag den 17. juli					
01:50	Japan	Handelsbalance (juni)	-¥637,6b	-	-
01:50	Japan	Import/ eksport (juni)	-7,7% / -1,7%	-	-
11:00	Eurozonen	Inflation, CPI (juni)	0,3% (1,9%)	-	-
11:00	Eurozonen	Kerneinflation (juni)	2,3%	-	-
14:30	USA	Detailsalg (juni)	-0,1%	-	-
14:30	USA	Kernedetailsalg (juni)	0,4%	-	0,4%
14:30	USA	Importpriser (juni)	0,0% (0,2%)	-	0,2%
14:30	USA	Erhvervslagre (maj)	0,0%	-	0,0%
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	227.000	-	-
14:30	USA	Philidelphia Fed indeks (juli)	-4,0	-	-0,5
16:00	USA	NAHB, Husindeks (juli)	32	-	33
Fredag den 18. juli					
01:30	Japan	Inflation, national kerne Inflation, CPI (juni)	3,7%	-	(3,4%)
08:00	Tyskland	PPI (juni)	-0,2% (-1,2%)	-	-
10:00	Eurozonen	Betalingsbalance (maj)	19,8b	-	-
11:00	Eurozonen	Byggeri (maj)	1,7% (3,0%)	-	-
14:30	USA	Nybyggeri (juni)	1256k	-	1300k
14:30	USA	Byggetilladelser (juni P)	1394k	-	1370k
16:00	USA	UoM, Forbrugertillid (juli)	60,7	-	61,4
16:00	USA	UoM, Nuværende (juli)	64,8	-	-
16:00	USA	UoM, Forventninger (juli)	58,1	-	-
16:00	USA	UoM, Inflationsforvent. 1 år (juli)	5,0%	-	-
16:00	USA	UoM, Inflationsforvent. 5-10 år (juli)	4,0%	-	-
Tal i parentes = Årlig ændring i procent					

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

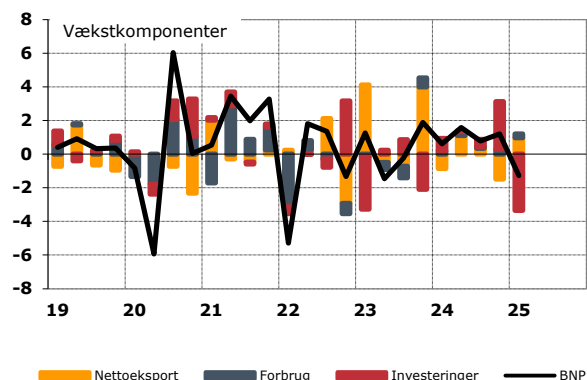
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

Vækst, BNP procent å-å (pr. 11. juli 2025)*			
	2024	2025E	2026E
Global	3,3	(2,7)	(2,8)
Danmark	3,5	2,1 (2,7)	2,1 (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 (1,5)	1,5 (1,6)
Kina	5,0	(4,6)	(4,2)
Japan	0,2	0,7 (0,8)	0,6 (0,8)
England	1,1	1,0 (1,1)	1,3 (1,2)
Sverige	1,0	1,6 (1,5)	2,0 (2,1)
Norge	0,6	1,3 (1,4)	1,5 (1,5)

* Konsensusskøn i parentes

Danske nøgletal (pr. 11. juli 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. Cibur (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)

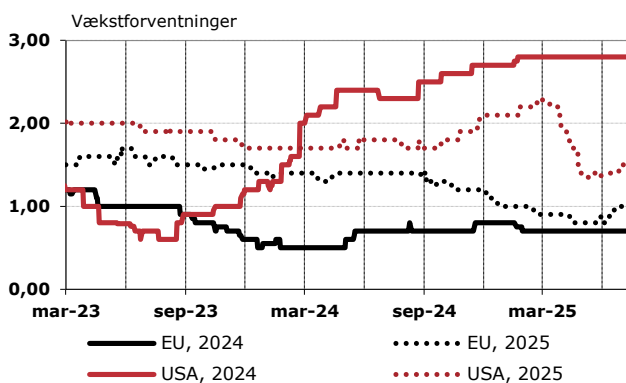


Dansk forsyningsbalance (pr. 11. juli 2025)			
Ændring, procent p.a. *	2024	2025E	2026E
Bruttonationalprodukt*	3,5	2,1	2,1
Import*	4,1	0,0	3,3
Eksport*	7,1	1,7	3,4
Privatforbrug*	1,0	1,9	1,9
Off. forbrug*	1,0	-0,9	1,7
Investeringer*	3,0	-0,9	2,9
Lagre (vækstbidrag)	-0,5	0,0	0,0
Beskæftigelse, tusinde	28	25	10

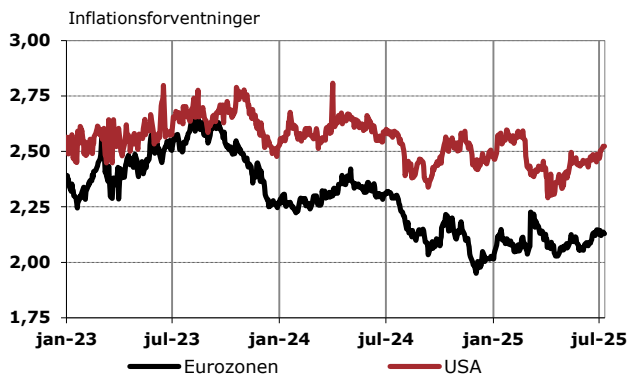
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 19. juni 2025

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
11-07-25	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

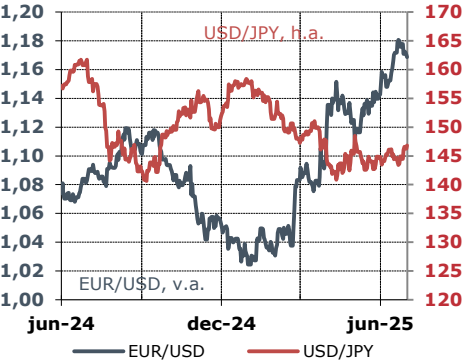
Valuta: Henrik Nielsen, nie@sparnord.dk, tlf. 96 34 41 54

Valutakurs og forventninger

(pilene angiver retningen i forhold til seneste uges forecast)

	11-07-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	746,14	746	746	746
USD/DKK	638,42	640	650	680
JPY/DKK	4,35	4,40 ↓	4,45 ↓	4,80
GBP/DKK	864,66	865 ↓	870 ↓	900
SEK/DKK	66,99	67	68	70
NOK/DKK	63,09	63	64	67
EUR/USD	116,87	117	115	110
USD/JPY	146,82	145	146	142
EUR/JPY	171,60	170	168	155

Figur 1: Valutakurser



Renteforventninger: opdateret 11. juli 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
11-07-25	1,73	1,95	2,61	11-07-25	1,96	2,13	2,47	2,82
sep 25	1,65	1,90	2,50	sep 25	1,85	2,05	2,35	2,70
dec 25	1,65	2,00	2,60	dec 25	1,80	2,05	2,40	2,80
mar 26	1,70	2,10	2,70	mar 26	1,85	2,10	2,45	2,90
jun 26	1,75	2,20	2,80	jun 26	1,90	2,10	2,55	3,00

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, 11. juli 2025, kl. 10:28