



MAKRO

Ugescenario

Uge 30

Markedsføringsmateriale

18. juli 2025

Toldtrusler kan genoplive handelskrig

- Den seneste uge var præget af lidt flere og vigtige nøgletal end ugen inden og kigger vi ind i den kommende uge bliver der tale om en rimelig heftig europæisk uge med fokus på både rentemøde og aktivitetsdata.
- Den seneste uges mest interessante nøgletal kom begge tirsdag da der kl. 11 blev offentliggjort tal for det tyske Zew indeks der viste det en stigning til det højeste niveau siden Rusland invaderede Ukraine i februar 2022.
- I USA viste juli-tal for inflationen en stigning til 2,9% i kerneinflationen og til 2,7% i "headline". Næppe en trøst for "høgene" i den amerikanske centralbank.
- Politisk var der fokus på en potentiel genopblusning af handelskonflikten mellem USA og EU og franske og europæiske budgetter. I Frankrig fordi de kæmper for at komme tilbage til EU's 3% grænse og i EU fordi EU's kommissionsformand Ursula von der Leyen fremlagde et rekordhøjt budgetforslag for EU i perioden 2028-2034 på næsten 2000 mia. EUR.
- Den kommende uge byder på en række vigtige økonomiske begivenheder, der kan få direkte betydning for vurderingen af den europæiske økonomi og renteudsigter. Fokus retter sig især mod PMI-tal for eurozonen, det tyske Ifo-indeks og rentemødet i Den Europæiske Centralbank (ECB) torsdag.
- Markedet ligger til små stigninger i aktiviteten og en uforandret rente fra ECB.

Indhold

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

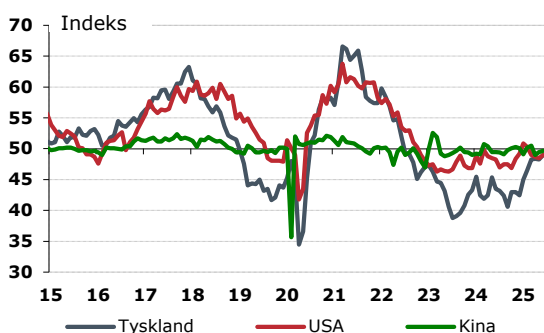
Ansvarshavende redaktør:

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

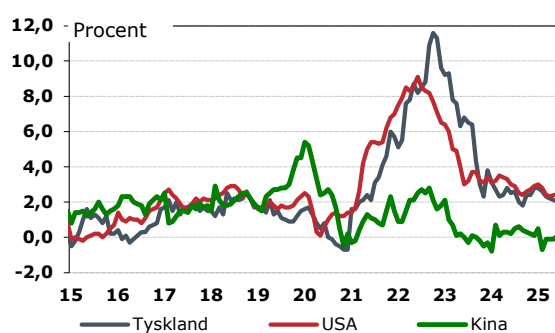
Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)

Land	Dag	Begivenhed	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Eurozonen	Tor.	PMI, sammensat (juli)	50,6	-	51,0
Eurozonen	Tor.	ECB, deposit/refi-rente	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%
USA	Fre.	Ifo barometer (juli)	88,4	-	89,2

Figur 1: PMI indeks, industri



Figur 2: Inflation (år-år i %)



Toldtrusler kan genoplive handelskrig

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

Den seneste uge var præget af lidt flere og vigtige nøgletal end ugen inden og kigger vi ind i den kommende uge bliver der tale om en rimelig heftig europæisk uge med fokus på både rentemøde og aktivitetsdata. Den seneste uges mest interessante nøgletal kom begge tirsdag da der kl. 11 blev offentliggjort tal for det tyske Zew indeks og kl. 14:30 juli-tal for den amerikanske inflation.

Trump truer – men EU slår kold vand i blodet

Med de seneste udmeldinger fra den amerikanske præsident der nu truer Europa med 30% tariffen startende 1. august – op fra de hidtil annoncerede 10% - er der nu igen potentielt en ny bølge handelsuro på vej over Atlanten. Truslen kom i kølvandet på den 90-dages pause i toldforhøjelser, som blev annonceret i april. I et brev til EU dateret 12. juli signalerede Trump, at de nuværende satser ikke længere anses for at være "gensidige".

EU har forberedt et omfattende modsvar, men har i første omgang besluttet sig for en afdæmpet reaktion og sætte sin lid til at man kan forhandle sig frem til et mere fornuftigt resultat. Lykkes det ikke har EU-Kommissionen en ny liste klar der indeholder modsvar på amerikanske varer til en værdi af 72 mia. euro. Herunder bl.a. Boeing-fly, biler, bourbon, medicinsk udstyr og landbrugsprodukter. Hvis der ikke opnås en aftale inden den. 1. august og USA virkelig lægger 30% tariffen på europæiske varer står et stigende antal EU-land (på et fransk initiativ) dog klar til at aktivere unionens stærkeste handelspolitiske værktøj som modsvar. Det der på EU sprog hedder et "anti-coersion-instrument" (ACI) eller den såkaldte "Bazooka".

EU's anti-coercion-instrument er et lovgivningsværktøj, der giver EU mulighed for at reagere, hvis et andet land forsøger at tvinge EU eller et medlemsland til at ændre politik gennem økonomisk pres. Instrumentet blev vedtaget efter at Kina i 2020-2021 uofficielt indførte handelsrestriktioner mod Litauen, fordi landet havde styrket forbindelserne til Taiwan. ACI kan f.eks. bruges til 1) at indføre told eller afgifter som gengældelse, 2) begrænse adgang til det europæiske marked, herunder muligheden for at investere i EU-landene og 3) udelukke firmaer fra offentlige udbud. Kort sagt: Det er EU's stærkeste måde at sige: "vi finder os ikke i at blive presset og vi slår igen, hvis det sker."

Tysk Zew indeks overrasker

I Europa var der tegn på gryende optimisme blandt tyske investorer, selv om landets nuværende økonomiske tilstand fortsat vurderes som svag. Det viser den nyeste måling fra ZEW-instituttet. Ifølge juli-rapporten er ZEW-forventningsindekset – der måler økonomernes og investorernes syn på de tyske konjunktursigter – steget til 52,7, hvilket var højere end de forventede 50,4 og det højeste niveau siden Rusland invaderede Ukraine i februar 2022. Samtidig er vurderingen af den nuværende økonomiske situation stadig negativ, men dog forbedret. Det såkaldte "nuværende indeks" lå i juli på -59,5, hvilket er bedre end den forventede måling på -66,0. Samlet en indikation på, at de tyske konjunkturer forbedres men, at økonomien sandsynligvis står overfor en mere robust vending i efteråret.

Amerikansk inflation stiger en smule ...

Tal ud tirsdag eftermiddag viste, at inflationen i USA tog en svag opadgående drejning i juni, med en lille stigning i kerneforbrugerpriserne ("kerne-CPI") fra 2,8% til 2,9%, mens

"headline" tog et lidt større hop og steg fra 2,4% til 2,7%, blandt andet som følge af, at virksomheder sendte stigende toldomkostninger videre til forbrugerne.

Konsensus blandt økonomer ser nu frem til et fortsat stærkt inflationssignal fra PCE-deflatoren der offentliggøres den 31. juli. Et tal der offentliggøres dagen EFTER Fed-mødet den 30. juli. Her forventes en stigning fra 2,7% til 2,8% i kerne-PCE – tæt på det niveau som (PCE-) inflationen har haft siden 1. kvartal 2024. En stigning til 2,8% vil fastholde pres-bolden på Fed og Jerome Powell i forhold til at fastholde renten – samtidig med, at man udsættes for et massivt pres fra Donald Trump til at sænke den. Herunder gentagne rygter om, at Donald Trump overvejer at fyre Fed chefen under 1 år før hans periode alligevel udløber.

Markedet priser nu kun en rentenedsættelse ind på mødet den 29. oktober og yderligere en ind i januar 2026. Indtil videre fastholder vi forventningen om rentenedsættelser på de tre møder i september, oktober og december ... en holdning der dog udfordres at relativt pæne tal for forbrug og arbejdsmarked og et niveau for inflationen der ligger lidt "i den høje ende"!

Uro i Frankrig, men fremgang i Italien

I Frankrig er premierminister François Bayrou klar med et budgetopstrammingsforslag på 40 mia. euro, der skal mindske budgetunderskuddet til 4,6% i 2026. Frankrig havde et budgetunderskud på 5,8% af BNP i 2024, og målet er at sænke det til ca. 5,4 % i 2025, og altså et yderligere fald til 4,6 % i 2026 for at nærme sig EU-grænsen på 3 %. Det sker i øvrigt samtidig med at EU's kommissionsformand Ursula von der Leyen fremlagde et budgetforslag for EU i perioden 2028-2034 på næsten 2000 mia. EUR.

Situationen er kritisk for Frankrig hvor regeringen er i mindretal og landet - ligesom resten af Europa – står i en situation hvor der skal investeres i både forsvar og grøn omstilling. Planen risikerer dog at udløse politisk uro og potentielt vælte regeringen. Italien, der længe har været Europas gældspolitiske problembarn, oplever til gengæld en vis stabilisering. Renteforskellen mellem italienske og tyske 10-årige statsobligationer er faldet til omkring 85 basispoint – det laveste siden gældskrisen i 2011 og er nu næsten lige så lavt som de 70 basispoint der er mellem Frankrig og Tyskland.

Den kommende uge: fokus på ECB, PMI og Ifo

Den kommende uge byder på en række vigtige økonomiske begivenheder, der kan få direkte betydning for vurderingen af den europæiske økonomi og rentesigter. Fokus retter sig især mod PMI-tal for eurozonen, det tyske Ifo-indeks og rentemødet i Den Europæiske Centralbank (ECB) torsdag. Foreløbige PMI-tal for juli offentliggøres torsdag og ventes at vise fortsat svaghed i industrien, med en forventet fortsat en værdi under 50, hvilket indikerer tilbagegang. Servicesektoren ligger tæt på neutral, mens det sammensatte indeks forventes at stige til 51,0.

På torsdagens europæiske rentemøde forventes renten fastholdt på 2,0%. Men investorer vil lytte nøje efter signaler om, hvorvidt banken åbner op for rentenedsættelser senere på året?

Fredag kl. 10:00 offentliggøres juli-målingen af det tyske Ifo-barometer. Forventningen er en stabilisering en lille stigning til 89,2 – det højeste niveau siden foråret 2023 – drevet af fremgang i både den "aktuelle" og "forventede" vurdering.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 21. juli					
19:31	USA	Fed, "blackoutperiode" til Fed møde d. 31/7	-	-	-
03:00	Kina	1-år "prime lending rate"	3,00%	-	3,00%
03:00	Kina	5-år "prime lending rate"	3,50%	-	3,50%
16:00	USA	Ledende indikator (juni)	-0,1%	-	-0,2%
Tirsdag den 22. juli					
10:00	Eurozonen	ECB, udlånsundersøgelse	-	-	-
14:30	USA	Richmond Fed, Industriindeks (juli)	-7,00	-	-
Onsdag den 23. juli					
08:00	Japan	Maskinordrer (juni)	-0,5%	-	-
08:00	Danmark	Forbrugertillid (juli)	-15,1	-	-
16:00	Eurozonen	Forbrugertillid (juli)	-15,3	-	-14,5
16:00	USA	Eksisterende hussalg (juni)	4,03 mio.	-	4,00 mio.
Torsdag den 24. juli					
02:30	Japan	Nikkei PMI, Sammensat (juli)	51,5	-	-
02:30	Japan	Nikkei PMI, Industri (juli)	50,1	-	-
02:30	Japan	Nikkei PMI, Service (juli)	51,7	-	-
06:00	Eurozonen	Registrering af nye biler () (juni)	1,6%	-	-
08:00	Norge	Arbejdsløshed (juni)	4,5%	-	-
08:00	Tyskland	GfK, forbrugertillid (aug.)	-20,3	-	-19,0
09:15	Frankrig	S&P PMI, Industri (juli)	48,1	-	48,8
09:15	Frankrig	S&P PMI, Service (juli)	49,6	-	49,6
09:15	Frankrig	S&P PMI, Sammensat (juli)	49,2	-	-
09:30	Tyskland	S&P PMI, Industri (juli)	49,0	-	49,5
09:30	Tyskland	S&P PMI, Service (juli)	49,7	-	5,2
09:30	Tyskland	S&P PMI, Sammensat (juli)	50,4	-	51,0
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Industri (juli)	49,5	-	49,8
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Service (juli)	50,5	-	50,8
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Sammensat (juli)	50,6	-	51,0
10:30	UK	S&P PMI, Industri (juli)	47,7	-	48,0
10:30	UK	S&P PMI, service (juli)	52,8	-	52,6
10:30	UK	S&P Global, sammensat (juli)	52,0	-	51,7
14:15	Eurozonen	ECB, deposit/refi-rente	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	221.000	-	-
14:45	Eurozonen	ECB, pressemøde	-	-	-
15:45	USA	S&P PMI, Industri (juli)	52,9	-	-
15:45	USA	S&P PMI, Service (juli)	52,9	-	-
15:45	USA	S&P PMI, Sammensat (juli)	52,9	-	-
16:00	USA	Salg af nye huse (juni)	623k	-	650k
16:00	USA	Byggetilladelser (juni)	-	-	-
17:00	USA	Kansas City Fed, PMI (juli)	-2,0	-	-
Fredag den 25. juli					
01:01	UK	GfK, forbrugertillid (juli)	-18,0	-	-
01:30	Japan	Kerneinflation, CPI (juli)	(3,1%)	-	(3,1%)
08:00	Danmark	Erhvervstillid (juli)	103,3	-	-
08:45	Frankrig	Forbrugertillid (juli)	88,0	-	89,0
10:00	Tyskland	Ifo, barometer (juli)	88,4	-	89,2
10:00	Tyskland	Ifo, nuværende (juli)	86,2	-	86,9
10:00	Tyskland	Ifo, forventninger (juli)	90,7	-	91,5
10:00	Italien	Forbrugertillid (juli)	96,1	-	-
10:00	Italien	Industritillid (juli)	87,3	-	-
14:30	USA	Ordre, varige forbrugsgoder (juni)	16,4%	-	-10,0%
14:30	USA	Ordre, kernekapitalgoder (juni)	0,4%	-	0,2%
Tal i parentes = Årlig ændring i procent					

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

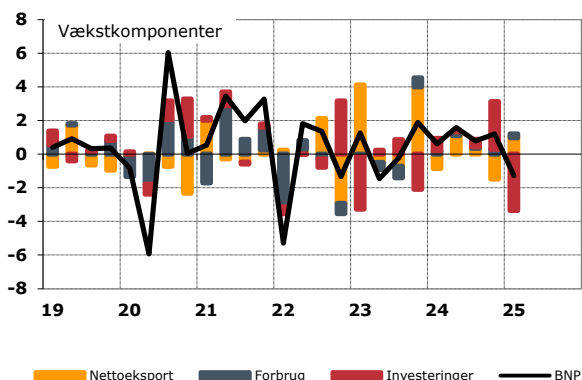
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

Vækst, BNP procent å-å (pr. 18. 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 (0,7)
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)

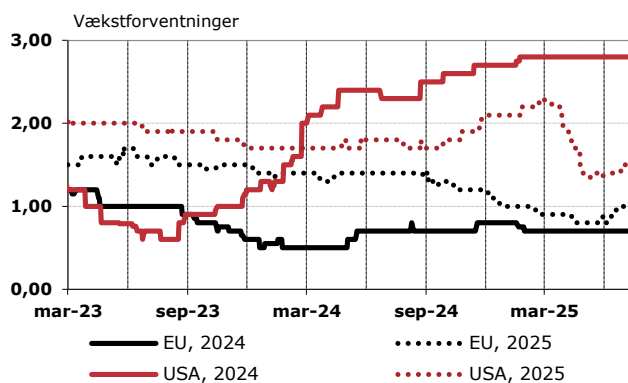


Dansk forsyningsbalance (pr. 11. juli 2025)			
Ændring, procent p.a. *	2024	2025E	2026E
Bruttonationalprodukt*	3,5	2,1	2,1
Import*	4,1	0,0	3,3
Eksport*	7,1	1,7	3,4
Privatforbrug*	1,0	1,9	1,9
Off. forbrug*	1,0	-0,9	1,7
Investeringer*	3,0	-0,9	2,9
Lagre (vækstbidrag)	-0,5	0,0	0,0
Beskæftigelse, tusinde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

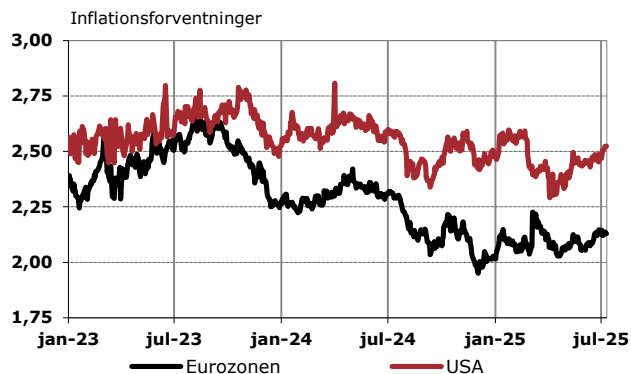
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 19. juni 2025

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
18-07-25	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)

	18-07-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	746,37	746	746	746
USD/DKK	641,19	640	650	680
JPY/DKK	4,32	4,35 ↓	4,40 ↓	4,80
GBP/DKK	861,73	865	870	900
SEK/DKK	66,35	67	68	70
NOK/DKK	62,77	63	64	67
EUR/USD	116,40	117	115	110
USD/JPY	148,56	147 ↑	148 ↑	142
EUR/JPY	172,94	171 ↑	170 ↑	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
18-07-25	1,68	1,95	2,58	18-07-25	1,94	2,10	2,46
sep 25	1,65	1,90	2,50	sep 25	1,85	2,05	2,35
dec 25	1,65	2,00	2,60	dec 25	1,80	2,05	2,40
mar 26	1,70	2,10	2,70	mar 26	1,85	2,10	2,45
jun 26	1,75	2,20	2,80	jun 26	1,90	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, 18. juli 2025, kl. 11:11