



MAKRO

Ugescenario

Uge 31

Markedsføringsmateriale

25. juli 2025

ECB fastholder renten – alle øjne på "Fed"

- I modsætningen til den seneste uge hvor al fokus var på Europa med rentemøde og aktivitetsdata, vil fokus i den kommende uge være rettet meget mod tilsvarende amerikanske nøgletal og begivenheder. Herunder mødet i den amerikanske centralbank.
- Nøgletallene ud fra Europa i den forgangne uge inkluderede PMI data ud af de store lande og Eurozonen samlet om torsdagen. Samme dag som ECB valgte at høre renten uændret for første gang siden juli-mødet i 2024. Både PMI og Ifo steg en smule og er i svag ekspansion.
- De vigtige amerikanske nøgletal og begivenheder i næste uge er dog ikke ensbetydende med at resten af verden går i stå, med fokus på deadline for handelsforhandlinger - og potentiel handelskrig - mellem USA og EU, samt vækst- og inflationstal ud af de store europæiske lande.
- USA og Japan annoncerede tirsdag en "gigantisk" handelsaftale og øjnene er nu rettet mod Europas forhandlinger med USA og om det "lykkes" EU at komme ned fra 30% til 15% tariffer. Hvis det ellers er en sejr!?
- Fokus i den kommende uge vil være meget kraftigt rettet mod USA og amerikanske nøgletal og begivenheder, med fokus på onsdagens rentemøde, torsdagens inflationsdata (PCE) og aktivitetsdata (ISM) samt beskæftigelsesdata (NFP: "non-farm-payroll") ud fredag.
- For Europa er fokus rettet mod nationale inflationstal onsdag og torsdag samt Europæiske inflationstal fredag.

Indhold

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

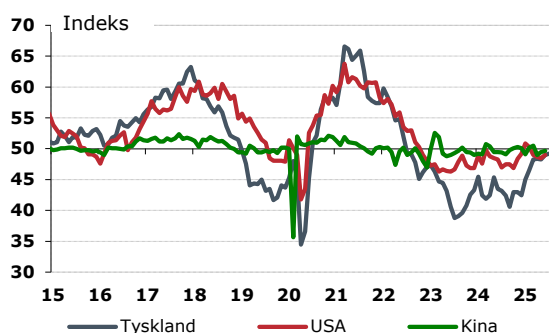
Ansvarshavende redaktør:

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

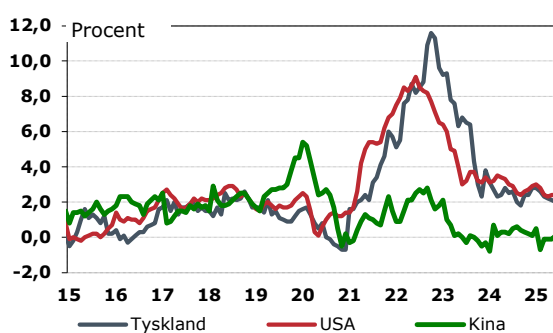
Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)

Land	Dag	Begivenhed	Seneste	Spar Nord	Konsensus
USA	Ons.	Fed, rentebånd	4,25% - 4,50%	4,25% - 4,50%	4,25% - 4,50%
USA	Tor.	Inflation, kerne-PCE (juni)	0,2% (2,7%)	-	0,3% (2,7)
USA	Fre.	Beskæftigelse, NFP (juli)	147k	-	101k

Figur 1: PMI indeks, industri



Figur 2: Inflation (år-år i %)



ECB fastholder renten – alle øjne på "Fed"

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

I modsætningen til den seneste uge hvor al fokus var på Europa med rentemøde og aktivitetsdata vil fokus i den kommende uge være rettet meget mod tilsvarende amerikanske nøgletal og begivenheder. Herunder mødet i den amerikanske centralbank onsdag hvor Fed-guvernør Christopher Waller i sidste uge satte ild i rentedebatten ved at advokere for et cut på juli-mødet. Noget der ikke er signaleret af Powell og andre Fed medlemmer – og som heller ikke er forventet i "markedet". Det skete i øvrigt dagen før Fed's "blackout" periode op til næste møde startede den 19. juli.

De vigtige amerikanske nøgletal og begivenheder er dog ikke ensbetydende med at resten af verden går i stå, med fokus på deadline for handelsforhandlinger - og potentiel handelskrig - mellem USA og EU, samt vækst og inflationstal ud af de store europæiske lande. USA og Japan annoncerede tirsdag en "gigantisk" handelsaftale og øjnene er nu rettet mod Europas forhandlinger med USA og om det "lykkes" EU at komme ned fra 30% til 15% tariffer. Hvis det ellers er en sejr!

Stigende aktivitet og uforandrede renter i Europa

Nøgletallene ud fra Europa i den forgangne uge inkluderede PMI data ud af de store lande og Eurozonen samlet om torsdagen. Samme dag som ECB valgte at høre renten uændret for første gang siden juli-mødet i 2024. Det har samlet bragt den ledende indlåns-rente ned fra 4,0% til 2,0% ... og altså ned til et niveau som ECB foreløbigt anser som passende og dermed neutralt i forhold til det aktuelle aktivitet- og inflationsniveau. Denne vurdering blev kun delvist bekræftet ved fredagens tyske Ifo tal der steg en smule, men fortsat er under det niveau der var da Rusland invaderede Ukraine i 2022..

På det efterfølgende pressemøde lagde ECB-præsident Christine Lagarde vægt på, at usikkerheden omkring handelspolitikken – især potentielle amerikanske tariffer på europæiske varer – betyder, at ECB anvender en "vent-og-se" og "meeting-by-meeting" strategi og vil - som igennem de seneste mange måneder - være dataafhængig i sine beslutninger fremadrettet. Efter pressemødet er den ene rentenedsættelse der var "priset ind" i markedet forsvundet, men udsigterne blandt analytikere er fortsat delte: nogle analytikere mener, at ECB er færdig med at lette. Det gælder f.x. Spar Nord som ikke forventer flere rentenedsættelser, mens andre ser mulighed for endnu et rentefald i sidste halvdel af 2025. Et scenarie vi ikke helt vil udelukke ... hvis kadencen går ud af økonomien og inflationen mere permanent falder tilbage under 2%.

Fed-guvernør Waller afviger fra Powell

Federal Reserve-guvernør Christopher Waller argumenterede i sidste uge kraftigt for en rentenedsættelse på 25 basispoint under det kommende FOMC-møde i juli 2025. Det vil sige på onsdag den 30. juli. I sin argumentation betegner Waller arbejdsmarkedet som "on the edge" med private lønmodtagerbeskæftigelse nær stilstand og et klart fald i vækstmomentum i økonomien. Om der også er indbygget en jobansøgning som afløser for den nuværende centralbankchef der går af som formand den 15. maj 2026 vides ikke ... men der er vist ingen tvivl om, at det var noget der vækkede genklang hos Donald Trump - som ikke har indflydelse på pengepolitikken – ud over at han udnævner formanden for Fed.

Blandt argumenterne for, at Fed skal sænke renten allerede på juli-mødet er ifølge Waller: 1) Et sløvt væksttempo hvor BNP kun voksede "omkring" 1,0 % i første mod 2,8 % i anden halvdel af 2024

– langt under det langvarige vækstpotentiale der vurderes til ca. 2,8 %. 2) Arbejdsmarkedet svækkes med private jobskabelse nær stilstand og datarevisioner tyder på en yderligere afdæmpning.

Neutral rente på 3%

Midlet mod dette er - som et punkt 3) - en neutral og ikke en restriktiv pengepolitik. Ifølge Christopher Waller ligger den nuværende rente 1,25–1,50 %-point over det han vurderer som en "neutral" rente som estimeres til at være omkring 3%. Endelig 4) anser Waller tariffinflation for midlertidig: Den prisinflation, der skyldes handelstariffer, er ifølge Waller kun midlertidig og bør blive "set igennem", så længe den underliggende inflation ligger tæt på Fed's 2 %-mål.

Waller adskiller sig derfor fra en stor del af de øvrige FOMC medlemmer, hvor flertallet - inklusive formand Powell – stadig foretrækker at vente til september, da de ønsker at afvente udviklingen i inflation og tarifeffekter. Waller og viceformand Bowman repræsenterer dog den mere "dugeagtig" fløj, klar til at agere idet (visse) data peger mod økonomisk opbremsning

Mødet den 29.–30. juli 2025 bliver afgørende. Markedsaktører forventer nu potentielle rentenedsættelser i september og december 2025 – drevet delvist af Wallers argumentation - og selvom han står relativt alene med sin position for en juli-nedsættelse, kan hans stemme sætte kursen for kommende beslutninger, hvis nye data bekræfter opbremsningen. Hvis det viser sig, at arbejdsmarked svækkes yderligere og inflationen vel at mærke stabiliseres.

Den kommende uge: Fed, ISM, PCE og NFP

Fokus i den kommende uge vil være meget kraftigt rettet mod USA og amerikanske nøgletal og begivenheder, med fokus på onsdagens rentemøde, torsdagens inflationsdata (PCE) og aktivitetsdata (ISM) samt beskæftigelsesdata (NFP: "non-farm-payroll") ud fredag. Oven i det kan komme handelsaftaler eller – i fravær af aftaler – ensidige toldudmeldinger fra den amerikanske præsident der har sat fredag den 1. august som den (angiveligt) endelige deadline for handelsaftaler med USA.

Vi – og markedet – forventer IKKE at Christopher Waller får opbakning til en rentenedsættelse på onsdagens rentemøde. Det forventer vi – som markedet – først vil ske på mødet den 17. september. Nøgletalsmæssigt vil der være fokus på tal for det amerikanske arbejdsmarked der er gået ned i gear, men fortsat ser "ok" ud. Spørgsmålet er om Waller får ret i sin analyse, at det ligger lige på kanten af en større svaghed? Det vil vise sig i enten JOLTS-rapporten (der var stærk i sidste måned) eller ADP-rapporten (der var svag i sidste måned), de ugentlige ansøgninger om understøttelse (der faldt tilbage i sidste uge) ... eller ultimativt i fredagens arbejdsmarkedsrapport der i sidste måned overraskede på opsidens med en fremgang i beskæftigelsen på 147.000.

For Europa er fokus rettet mod nationale inflationstal onsdag og torsdag samt europæiske inflationstal fredag. Tal der - i modsætning til den svækkede dollars opadgående indvirkning på den amerikanske inflation - pt. er udsat for et nedadgående pres fra den stærke EUR. Onsdagen byder også på 2. kvartals væksttal fra de store europæiske lande samt Eurozonen. Væksttal hvor det generelt er forventet at Europa går lidt ned i gear ovenpå et overraskende positivt 1. kvartal, mens USA - samme eftermiddag – forventes at gå lidt op i gear ovenpå et overraskende svagt 1. kvartal.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 28. juli					
08:00	Danmark	Detailsalg (juni)	1,0% (4,0%)	-	-
Tirsdag den 29. juli					
14:30	USA	Engroslagre (juni)	-0,30%	-	-
15:00	USA	FHFA, Husprisindeks (maj)	-0,4%	-	-
15:00	USA	S&P huspriser (maj)	-0,31% (3,4%)	-	-
16:00	USA	JOLTS, jobåbninger (juni)	7769k	-	7350k
16:00	USA	Conf. board, Forbrugertillid (juli)	93,0	-	95,9
Onsdag den 30. juli					
07:30	Frankrig	BNP (2. kvrt.)	0,1% (0,6%)	-	0,1%
08:00	Danmark	Arbejdsløshedsprocent (juni)	0,0	-	-
09:00	Spanien	Inflation, HICP (juli)	0,7% (2,3%)	-	-
09:00	Sverige	Forbrugertillid (juli)	84,6	-	-
10:00	Tyskland	BNP (2. kvrt.)	0,4%	-	-0,1% (0,3%)
10:00	Italien	BNP (2. kvrt.)	0,3% (0,7%)	-	0,2%
11:00	Eurozonen	Forbrugertillid (juli)	-14,7	-	-14,7
11:00	Eurozonen	Økonomisktilid (juli)	94,0	-	94,5
11:00	Eurozonen	Industritillid (juli)	-12,0	-	-11,2
11:00	Eurozonen	Servicetillid (juli)	2,9	-	3,3
11:00	Eurozonen	BNP (2. kvrt.)	0,6% (1,5%)	-	-0,1% (1,2%)
14:15	USA	ADP beskæftigelse (juli)	-33k	-	80k
14:30	USA	BNP (2. kvrt.)	-0,5%	-	2,5%
20:00	USA	Fed, rentebånd	4,25 - 4,50%	4,25 - 4,50%	4,25 - 4,50%
20:30	USA	Fed, pressemøde	-	-	-
Torsdag den 31. juli					
-	Japan	BoJ, rentemøde	0,50%	0,50%	0,50%
03:30	Kina	PMI, fremstilling (juli)	49,7	-	49,7
03:30	Kina	PMI, service (juli)	50,5	-	50,4
08:45	Frankrig	Inflation, HICP (juli)	0,4% (0,9%)	-	(0,8%)
09:55	Tyskland	Arbejdsløshedsprocent (juli)	6,3%	-	6,4%
10:00	Italien	Arbejdsløshedsprocent (juni)	6,5%	-	-
11:00	Italien	Inflation, HICP (juli)	0,2% (1,8%)	-	(1,7%)
11:00	Eurozonen	Arbejdsløshedsprocent (juni)	6,3%	-	6,3%
14:00	Tyskland	Inflation, CPI (juli)	0,0% (2,0%)	-	0,1% (2,0%)
14:30	USA	Personligforbrug (juni)	-0,1%	-	0,4%
14:30	USA	Inflation, kerne-PCE (juni)	0,2% (2,7%)	-	0,3% (2,7%)
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	217.000	-	-
15:45	USA	Chicago PMI (juli)	40,4	-	-
Fredeag den 1. august					
03:45	Kina	S&P global china PMI, Industri (juli)	50,4	-	50,2
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Industri (juli)	-	-	-
11:00	Eurozonen	Inflation, Headline (juli)	0,3% (2,0%)	-	-0,1% (1,9%)
11:00	Eurozonen	Kerneinflation (juli)	(2,3%)	-	(2,2%)
14:30	USA	Beskæftigelse, Nonfarm Payroll (juli)	147k	-	101k
14:30	USA	Gns. ugentlige lønninger (juli)	0,2% (3,7%)	-	0,3% (3,8%)
14:30	USA	Gns. ugentlige arbejdstimer (juli)	34,2	-	34,3
14:30	USA	Arbejdsløshedsprocent (juli)	4,1%	-	4,2%
15:45	USA	S&P PMI, Industri (juli)	-	-	-
16:00	USA	ISM, Industri (juli)	49,0	-	49,5
16:00	USA	ISM, Prisindeks (juli)	69,7	-	-
16:00	USA	ISM, Beskæftigelse (juli)	45,0	-	-
16:00	USA	UoM, Forbrugertillid (juli)	61,8	-	-
16:00	USA	UoM, 1 år inflationsforventninger (juli)	4,4%	-	-
-	USA	Ward, bilsalg (juli)	15,34 mio.	-	15,50 mio.

*Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

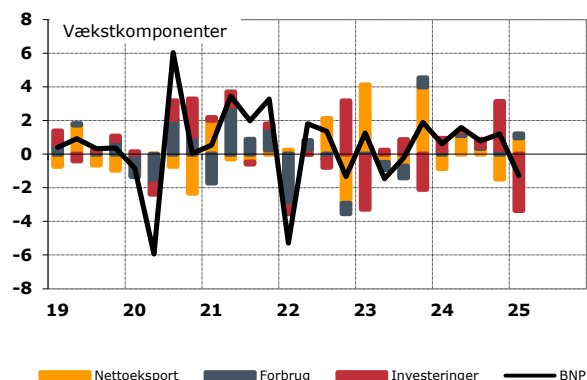
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

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)

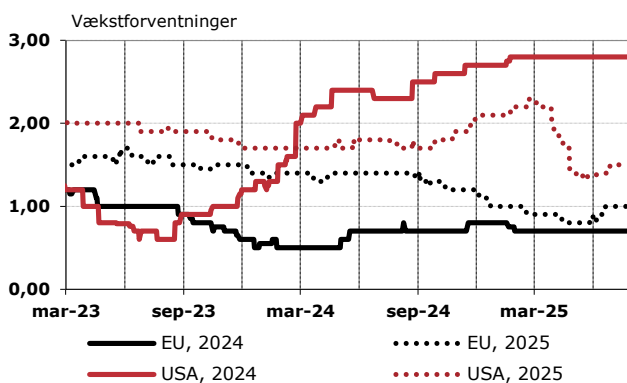


Dansk forsyningsbalance (pr. 11. juli 2025)			
Ændring, procent p.a. *	2024	2025E	2026E
Bruttonationalprodukt*	3,5	2,1	2,1
Import*	4,1	0,0	3,3
Eksport*	7,1	1,7	3,4
Privatforbrug*	1,0	1,9	1,9
Off. forbrug*	1,0	-0,9	1,7
Investeringer*	3,0	-0,9	2,9
Lagre (vækstbidrag)	-0,5	0,0	0,0
Beskæftigelse, tusinde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

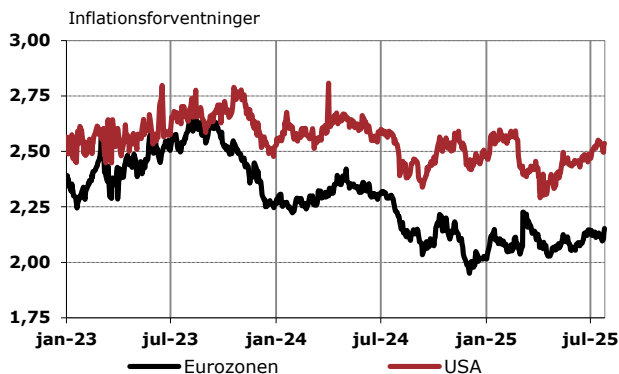
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 19. juni 2025

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

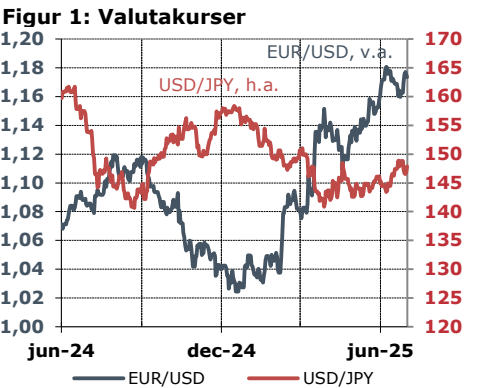


Renter og valuta

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)				
	25-07-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	746,45	746	746	746
USD/DKK	636,03	640	650	665 ↑
JPY/DKK	4,30	4,35	4,40	4,80
GBP/DKK	855,84	860 ↓	865 ↓	900
SEK/DKK	66,71	67	68	70
NOK/DKK	62,59	63	64	67
EUR/USD	117,36	117	115	112 ↑
USD/JPY	147,85	147	148	139 ↓
EUR/JPY	173,52	171	170	155



Renteforventninger: opdateret 21. 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
25-07-25	1,76	1,95	2,63	25-07-25	1,94	2,19	2,53
sep 25	1,65	1,90	2,50	sep 25	1,85	2,05	2,35
dec 25	1,65	2,00	2,55	dec 25	1,80	2,05	2,40
mar 26	1,70	2,10	2,65	mar 26	1,85	2,10	2,45
jun 26	1,75	2,15	2,75	jun 26	1,90	2,10	2,50

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, 25. juli 2025, kl. 11:32