



En ny uge med nye tariffer

- I ugen, der gik, raslede Trump igen med "tarifsablen", da han 11. februar annoncerede, at der fra 4. marts vil blive pålagt 25% tariffer på stål og aluminium fra alle lande. Den 13. februar annoncerede han, at han har igangsat arbejdet med at indføre "gengældestariffer" på alle lande. Hvor store gengældestarifferne bliver, og hvorvidt disse ender med at træde i kraft, eller de blot er en forhandlingstaktik, er fortsat meget usikkert. Hertil kommer usikkerhed om, hvorvidt der senere vil komme yderligere tariffer.
- Usikkerheden på handelsfronten er med andre ord meget stor. Mens der ikke er megen tvivl om, at tariffer isoleret set vil medføre (i hvert fald midlertidigt) højere inflation og lavere vækst i USA og lavere vækst andre steder i verden, er det, indtil der er mere klarhed om omfanget af tariffer (lande, varer, satser og perioder), uhyre svært at kvantificere de økonomiske effekter af tarifferne og dermed også implikationerne for de finansielle markeder.
- På den økonomiske front har ugen, der gik, budt på meget vigtige amerikanske nøgletal. Arbejdsmarkedsrapporten viste en lidt skuffende jobskabelse på 143.000 nye jobs i januar men ændrer ikke ved billedet af et ret robust og balanceret arbejdsmarked, der næppe er en væsentlig kilde til inflation.
- På inflationsfronten er billedet knap så opmuntrende. Januar måneds CPI-inflationsrapport viste højere end ventet kerneinflation og ændrer dermed ikke på billedet af træg (og stadig for høj) amerikansk inflation.
- I ugen, der kommer, offentliggøres onsdag referat fra seneste rentemøde i Fed og fredag aktivitetsbarometre for Frankrig, Tyskland og den samlede Eurozone.

Indhold

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

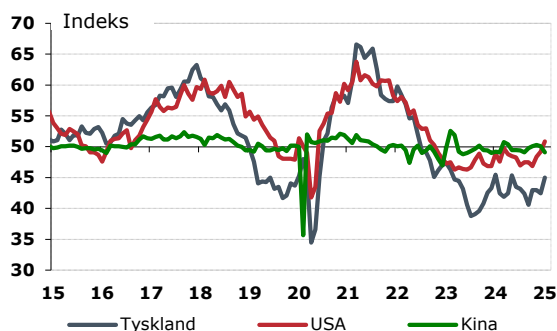
Ansvarshavende redaktør:

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

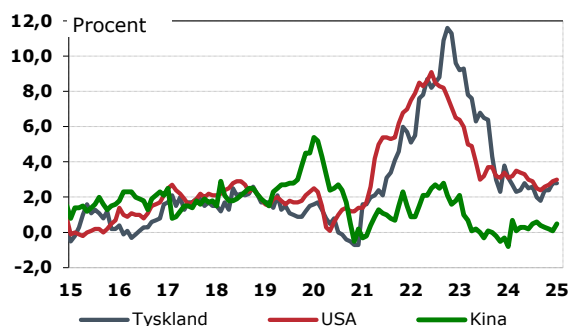
Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)

Land	Dag	Begivenhed	Seneste	Spar Nord	Konsensus
USA	Ons.	FOMC referat	-	-	-
Tyskland	Fre.	Flash PMI, samns. (feb.)	50,5	-	51,0
Eurozonen	Fre.	Flash PMI, samns. (feb.)	50,2	-	50,4

Figur 1: PMI indeks



Figur 2: Inflation (år-år i %)



En ny uge med nye tariffer

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

Februar har budt på en række udmeldinger på handelsfronten. 1. februar annoncerede Trump, at der fra 4. februar ville blive pålagt 25% tariffer på varer fra Mexico og Canada, der er USA's to største samhandelspartnere, og 10% tariffer på varer fra Kina, der er USA's tredje største samhandelspartner. Mens tarifferne på varer fra Kina trådte i kraft 4. februar, blev tarifferne på varer fra Mexico og Canada allerede 3. februar udskudt til 1. marts. En formentligt vigtig påmindelse om, at man skal være varsom med at tage alle Trumps udmeldinger alt for bogstaveligt ... i hvert fald indtil vi ser faktisk handling.

I ugen, der gik, raslede Trump igen med "tarifsablen", da han 11. februar annoncerede, at der fra 4. marts vil blive pålagt 25% tariffer på stål og aluminium fra alle lande. Den 13. februar annoncerede han, at han har igangsat arbejdet med at indføre "gengældelsestariffer" på alle lande. Sådanne gengældelsestarif skal ifølge Trump sikre, at amerikanske virksomheder ikke er udsat for "unfair" konkurrence, og skal ikke bare kompensere for andre landes tariffer, men også kompensere for moms (og lignende skatter) samt omkostningerne relateret til andre former for handelsbarrierer - herunder subsidier og regulering. Beregningen af størrelsen på en sådan gengældelsestarif og den efterfølgende implementering er langt fra en triviell øvelse. Trumps nominerede erhvervsminister har udtalt, at han forventer at have den nødvendige analyse klar 1. april, og at der derfor er mulighed for, at gengældelsestarifferne træder i kraft allerede 2. april.

Hvor store gengældelsestarifferne bliver, og hvorvidt disse ender med at træde i kraft, eller de blot er en forhandlingstaktik, er fortsat meget usikkert. Hertil kommer usikkerhed om, hvorvidt der senere vil komme yderligere tariffer, herunder tariffer på biler, medicinalvarer og microchips, som Trump fortsat truer med. Et stort ubesvaret spørgsmål er ligeledes, hvorvidt gengældelsestariffer vil erstatte de generelle 10-20% tariffer, som Trump ligeledes tidligere har truet med.

Usikkerheden på handelsfronten er med andre ord meget stor. Mens der ikke er megen tvivl om, at tariffer isoleret set vil medføre (i hvert fald midlertidigt) højere inflation og lavere vækst i USA og lavere vækst andre steder i verden, er det, indtil der er mere klarhed om omfanget af tariffer (lande, varer, satser og perioder), uhyre svært at kvantificere de økonomiske effekter af tarifferne og dermed også implikationerne for de finansielle markeder.

På den økonomiske front har ugen, der gik, budt på meget vigtige amerikanske nøgletal. Fredag i forrige uge (efter deadline på sidste uges Ugescenario) blev den amerikanske arbejdsmarkedsrapport for januar offentliggjort. Arbejdsmarkedsrapporten viste en lidt skuffende

jobskabelse på 143.000 nye jobs i januar mod forventet 175.000. En skuffelse der dog blev mere end opvejet af oprevideringer på i alt 100.000 til de to foregående måneders jobskabelse. Kombineret med et fald i arbejdsløshedsraten fra 4,1% til 4,0% bekræfter arbejdsmarkedsrapporten billedet af et ret robust arbejdsmarked. Et arbejdsmarked der målt på en række indikatorer samtidigt synes at være kommet ret meget i balance og dermed ikke er en væsentlig kilde til inflation.

På inflationsfronten er billedet knap så opmuntrende. Kerneinflationen, det vil sige prisudviklingen der ser bort fra priserne på energi- og fødevarer, og som typisk anses for det bedste mål for den underliggende inflation, har bevæget sig sidelæns siden sommeren 2024. Januar måneds CPI-inflationsrapport viste højere end ventet kerneinflation og ændrer dermed ikke på billedet af træg (og stadig for høj) amerikansk inflation. Under overfladen gemmer sig både positive og negative nyheder. Den store boligkomponent, der har været en væsentlig drivkraft bag den høje inflation, viste i januar fortsat positive takter i retning mod lavere inflation, mens priserne på tjenesteydelser steg overraskende meget i januar. Sidstnævnte er dog set i lyset af det ret balancerede arbejdsmarked formentligt mere støj end signal. Det er desuden værd at bemærke, at der sidste år var en tendens til, at den månedlige prisstigningstakt (på trods af sæsonjustering) var højest i starten af året. Det er fortsat vores forventning, at vi i 2025 kommer til at se gradvist aftagende inflation, der dog næppe når tilbage til 2% i 2025.

Den amerikanske centralbankchef Jerome Powell gentog i ugens høringer i Kongressen det budskab, som han også leverede i forbindelse med seneste rentemøde 29. januar. Powell gentog således, at pengepolitikken stadig er stram, men at Fed (den amerikanske centralbank) ikke har travlt med at sænke renten yderligere, idet vækstbilledet og arbejdsmarkedet er robust, og inflationen stadig er for høj. Powell forsøgte ligeledes at undgå at forholde til politiske udmeldinger – blandt andet ved at sige, at det ikke vil være hensigtsmæssigt at spekulere i den økonomiske betydning af potentielle tariffer, før de er implementeret.

I ugen, der kommer, offentliggøres onsdag referat fra seneste rentemøde i Fed. Et referat der vil blive nærstuderet for tegn på, hvordan de forskellige Fed medlemmer (og Feds økonomer) forholder sig til de mulige effekter af Trumps mange politikudmeldinger. Ugen byder desuden på den månedlige temperaturmåling på tysk og fransk økonomi samt den samlede Eurozone. Det sker fredag, når der offentliggøres foreløbige PMI-indeks (aktivitetsbarometre) for februar. Januar måneds aktivitetsbarometre overraskede positivt og signalerer samlet set fremgang i Eurozonen, der på den økonomiske front stod næsten i stampe i 4. kvartal 2024.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 17. februar					
00:50	Japan	BNP (4. kvartal annualiseret)	1,2%	-	1,1%
05:30	Japan	Industriproduktion (dec. /endelig)	0,3% (-1,1%)	-	-
11:00	Eurozonen	Handelsbalance (dec.)	12,9 mia.	-	14,0 mia.
Tirsdag den 18. februar					
08:00	Sverige	Inflation, CPI (jan. /endelig)	0,0% (1,0%)	-	0,0% (1,0%)
08:45	Frankrig	Inflation, CPI (jan./endelig)	-0,1% (1,4%)	-	-0,1% (1,4%)
10:00	Eurozonen	ECB's Holzmann taler	-	-	-
11:00	Tyskland	ZEW, Forventninger (feb.)	10,3	-	17,5
11:00	Tyskland	ZEW, Nuværende (feb.)	-90,4	-	-90,0
11:00	Eurozonen	ZEW, Forventninger (feb.)	18,0	-	-
14:30	USA	New York Fed PMI, fremstilling (feb.)	-12,6	-	-1,0
16:00	USA	NAHB indeks (feb.)	47	-	47
Onsdag den 19. februar					
00:50	Japan	Handelsbalance (jan.)	132,5 mia.	-	-2103,8 mia.
00:50	Japan	Import / Eksport (jan.)	(1,7%) / (2,8%)	-	(9,4%) / 7,9%
08:00	UK	Inflation, CPI (jan.)	0,3% (2,5%)	-	-0,3% (2,8%)
10:00	Eurozonen	Betalingsbalance (dec.)	27,0 mia.	-	-
14:30	USA	Nybyggeri/byggetilladelser (jan.)	15,8%/-0,7%	-	-7,0%/-2,3%
20:00	USA	FOMC referat	-	-	-
Torsdag den 20. februar					
08:00	Danmark	Forbrugertillid (feb.)	-11,7	-	-
08:00	Danmark	BNP (4. kvartal /flash)	0,9% (3,1%)	-	-
08:00	Tyskland	PPI (jan.)	-0,1% (0,8%)	-	0,6% (1,2%)
14:30	USA	Philidelphia Fed indeks (feb.)	44,3	-	25,4
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	213.000	-	-
16:00	USA	Ledende indikator (jan.)	-0,1%	-	0,0%
16:00	Eurozonen	Forbrugertillid (feb. /flash)	-14,2	-	-13,9
Fredag den 21. februar					
00:30	Japan	Kerneinflation, CPI (jan.)	3,0%	-	3,1%
01:01	UK	GfK, forbrugertillid (feb.)	-22	-	-23
01:30	Japan	Nikkei PMI, Sammensat (feb. /flash)	51,1	-	-
01:30	Japan	Nikkei PMI, Industri (feb. /flash)	48,7	-	-
01:30	Japan	Nikkei PMI, Service (feb. /flash)	53	-	-
08:00	Danmark	PPI (jan.)	1,3% (14,9%)	-	-
09:15	Frankrig	PMI, Industri (feb. /flash)	45,0	-	45,3
09:15	Frankrig	PMI, Service (feb. /flash)	48,2	-	49,0
09:15	Frankrig	PMI, Sammensat (feb. /flash)	47,6	-	48,2
09:30	Tyskland	PMI, Industri (feb. /flash)	45,0	-	45,4
09:30	Tyskland	PMI, Service (feb. /flash)	52,5	-	52,5
09:30	Tyskland	PMI, Sammensat (feb. /flash)	50,5	-	51,0
10:00	Eurozonen	PMI, Sammensat (feb. /flash)	50,2	-	50,4
10:00	Eurozonen	PMI, Industri (feb. /flash)	46,6	-	47,0
10:00	Eurozonen	PMI, Service (feb. /flash)	51,3	-	51,5
10:00	Italien	Inflation, HICP (jan. /endelig)	1,7%	-	1,7%
10:30	UK	PMI, Industri (feb. /flash)	48,3	-	48,5
10:30	UK	PMI, service (feb. /flash)	50,8	-	50,9
10:30	UK	S&P Global, sammensat (feb. /flash)	50,6	-	50,5
15:30	Eurozonen	ECB, Cheføkonom Philip Lane holder tale	-	-	-
15:45	USA	PMI, Industri (feb. /flash)	51,2	-	-
15:45	USA	PMI, Service (feb. /flash)	52,9	-	-
15:45	USA	PMI, Sammensat (feb. /flash)	52,7	-	-
16:00	USA	UoM, Forbrugertillid (feb. /endelig)	67,8	-	-
16:00	USA	UoM, Nuværende (feb. /endelig)	68,7	-	-
16:00	USA	UoM, Forventninger (feb. /endelig)	67,3	-	-
16:00	USA	UoM, Inflationsforvent. 5-10 år (feb. /endelig)	3,3%	-	-

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

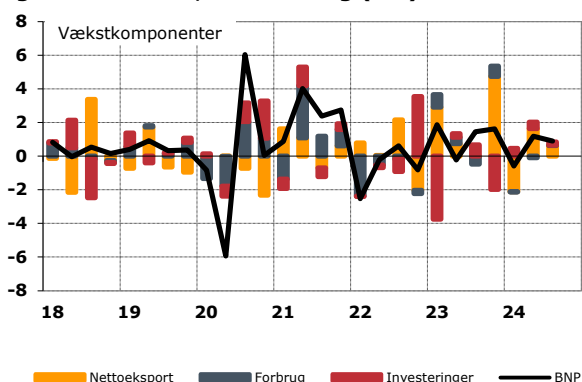
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

Vækst, BNP procent å-å (pr. 28. januar 2025)*			
	2023	2024E	2025E
Global	3,3	(3,2)	(3,0)
Danmark	2,5	3,0 (2,6)	2,4 (2,2)
Eurozonen	0,4	0,9 (0,8)	1,1 (1,0)
Tyskland	-0,3	-0,2 (-0,1)	0,4 (0,4)
USA	2,9	2,8 (2,7)	2,2 (2,1)
Kina	5,4	(5,0)	(4,5)
Japan	1,5	-0,2 (-0,2)	1,0 (1,2)
England	0,4	0,9 (0,8)	1,4 (1,3)
Sverige	0,1	0,6 (0,6)	1,8 (1,9)
Norge	0,0	0,8 (1,0)	1,3 (1,4)

* Konsensusskøn i parentes

Danske nøgletal (pr. 19. december 2024)			
	2023	2024E	2025E
Inflation, pct.	3,4	1,5	1,9
Arbejdsløshed, pct. (brutto)	2,8	2,9	3,0
Arbejdsløshed, tusinder	84	87	95
Off. saldo, pct. af BNP	3,3	2,9	1,7
Off. gæld, pct. af BNP	33,6	31,5	30,0
Betalingsbalance, mia.	275	407	380
Indskudsbevisrente (ultimo)	3,60	2,60	1,60
3 mdr. Cibur (ultimo)	4,00	2,75	1,75
10 årig stat, (ultimo)	2,95	2,00	2,25
DKK/USD, (ultimo)	6,75	7,10	7,00

Figur 1: Danmark, vækstbidrag (k-k)

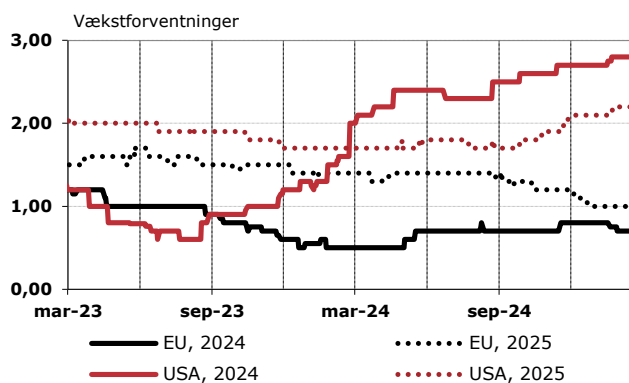


Dansk forsyningsbalance (pr. 19. december 2024)			
Ændring, procent p.a. *	2023	2024E	2025E
Bruttonationalprodukt*	2,5	3,0	2,4
Import*	3,7	1,3	3,3
Eksport*	10,4	6,4	3,0
Privatforbrug*	1,4	0,2	1,7
Off. forbrug*	0,2	1,2	1,6
Investeringer*	-6,6	-1,2	2,8
Lagre (vækstbidrag)	-1,7	0,0	0,0
Beskæftigelse, tusinde	45	27	0

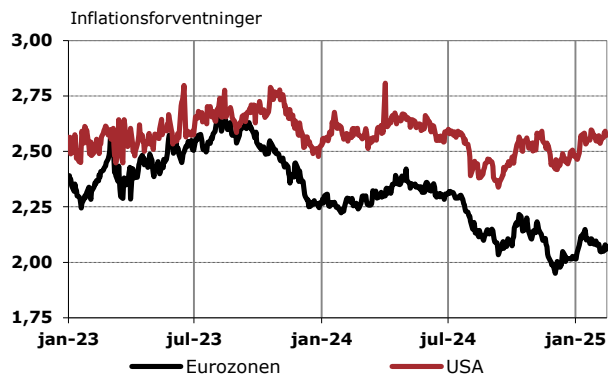
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 28. januar 2025

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
14-02-25	2,35	2,75	4,25 - 4,50	4,50	0,50	2,25	4,50	0,50
Mar 25	2,10	2,50	4,25 - 4,50	4,50	0,50	2,25	4,25	0,25
Jun 25	1,60	2,00	4,00 - 4,25	4,25	0,60	2,25	4,00	0,25
Sep 25	1,60	2,00	3,75 - 3,50	4,25	0,70	2,25	4,00	0,25
Dec 25	1,60	2,00	3,50 - 3,25	4,00	0,80	2,25	4,00	0,25

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)

	14-02-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	745,88	746	746	746
USD/DKK	712,88	715 ↓	725	710
JPY/DKK	4,67	4,65 ↑	4,68 ↑	4,80
GBP/DKK	896,78	890	885	870
SEK/DKK	66,36	65	64	67
NOK/DKK	63,98	63	64	67
EUR/USD	104,63	104	103	105
USD/JPY	152,70	154 ↓	155 ↓	148
EUR/JPY	159,77	160	159	155

Figur 1: Valutakurser



Renteforventninger: opdateret 7. februar 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	
14-02-25	1,87	2,00	2,17	14-02-25	2,47	2,32	2,43	2,56
mar 25	1,80	1,95	2,20	mar 25	2,10	2,30	2,45	2,60
jun 25	1,75	2,00	2,30	jun 25	1,65	2,25	2,50	2,70
sep 25	1,70	2,10	2,40	sep 25	1,70	2,15	2,55	2,75
dec 25	1,75	2,15	2,45	dec 25	1,75	2,20	2,60	2,80

Anbefalet aktivallokering

af Christian Mose Nielsen, cms@sparnord.dk, tlf. 96 34 44 17

Aktivklasse	Dato			
	15-01-25	24-09-24	07-03-24	24-11-23
Aktier	Svag overvægt	Svag overvægt	Neutral vægt	Svag undervægt
Obligationer	Svag undervægt	Svag undervægt	Neutral vægt	Svag overvægt
Stats-/realkreditobligationer	Neutral vægt	Svag undervægt	Neutral vægt	Neutral vægt
Virksomhedsobligationer	Svag undervægt	Neutral vægt	Neutral vægt	Svag overvægt

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.	30. januar 2025	2,35%
	Indskudsbevisrente	-25 bp.	30. januar 2025	2,35%
	Udlånsrente	-25 bp.	30. januar 2025	2,50%
	Diskonto	-25 bp.	30. januar 2025	2,35%
Eurozonen	Repo rente	-25 bp.	30. januar 2025	2,90%
	Indlånsrente	-25 bp.	30. januar 2025	2,75%
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.	6. februar 2025	4,50%
Sverige	Repo rente	-25 bp.	29. januar 2025	2,25%
Norge	Depositrente	+25 bp.	14. december 2023	4,50%
Schweiz	Policy rate	-50bp.	12. december 2024	0,50%
Kina	Reservekrav	-25 bp.	30. september 2024	9,50%
	Indlånsrente	-50 bp.	23. oktober 2015	1,50%
	Udlånsrente, 1 års prime rate	-10 bp.	21. august 2023	3,10%

ANSVARFRASKRIVELSE:

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 eksklusiv 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, 14. februar 2025, kl. 13:14