

**Nye toldtrusler og stærk dansk økonomi**

- Ugen har budt på en perlerække af kontroversielle udtalelser fra Trump, herunder at Ukraine var skyld i, at krigen mod Rusland startede, og at Zelenskyj desuden er en diktator.
- Af mere økonomisk karakter annoncerede Trump mere told med 25% på biler, halvledere og medicinalvarer som potentielt skal gælde fra 2. april.
- Ugen bød på nye tal for dansk økonomi, herunder BNP for 2024, som igen overraskede positivt med en vækst på 3,6% over året samt lønmodtagerbeskæftigelsen, der viste en stigning på ca. 1,1% (34.400 personer) i 2024.
- Ellers var der ikke mange nøgletal i løbet af ugen, der dog sluttede af med PMI-indeks for februar (aktivitetsbarometer). Det samlede PMI-indeks for euroområdet var uforandret fra januar på 50,2, som blev trukket lidt ned af service (51,3 til 50,7), men op af industri (46,6 til 47,3).

Indhold

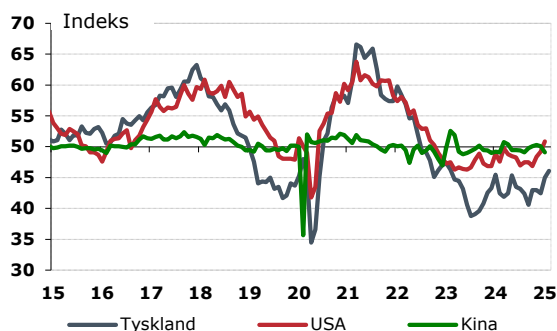
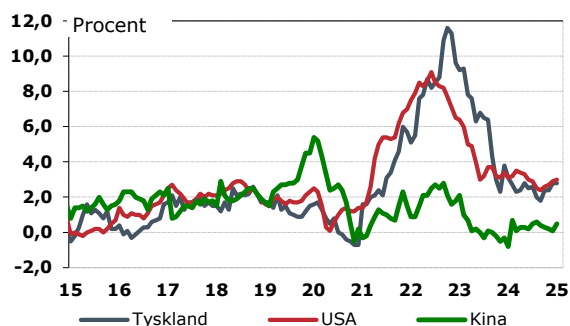
Side 2	Overblik
Side 3	Nøgletalstabel
Side 4	Makroøkonomi
Side 5	Renter & valuta
Side 6	Disclaimer

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	Man.	Ifo barometer (feb.)	85,1	-	85,8
Tyskland	Fre.	Inflation, CPI (feb. /flash)	-0,2% (2,3%)	-	0,4% (2,3%)
USA	Fre.	Inflation, kerne-PCE (jan.)	0,2% (2,8%)	-	0,3% (2,6%)

Figur 1: PMI indeks**Figur 2: Inflation (år-år i %)**

Nye toldtrusler og stærk dansk økonomi

Daisy Nielsen, dni@sparnord.dk, tlf. 96344153

Efter en uge, hvor USA's Vicepræsident J.D. Vance sendte en chokbølge igennem sikkerhedskonferencen i München - ved at udtale at Europas største trussel hverken er Rusland eller Kina, men truslen indefra - kom der denne uge igen nye toldforslag fra Trump samt en perlerække af kontroversielle udtalelser. Dansk økonomi vokser igen mere end ventet.

I denne uge kom Trump igen med flere toldforslag. Udover den annoncerede told på stål og aluminium som efter planen skal gælde fra marts, en gengældelsestold på alle lande til april samt 10% på Kina og de udskudte 25% på Canada og Mexico, annoncerede Trump i denne uge, at der kommer en 25%-told på varer som biler, halvledere og medicinalvarer med potentiel start fra 2. april. Trump udtalte desuden, at han vil give virksomheder tid at flytte produktion til USA før toldsatsen vil blive hævet yderligere (udover de 25%), og når produktionen så er kommet til USA, vil der ikke længere være told på de pågældende varer. En 25%-told på varer som biler, halvledere samt medicinalvarer vil uden tvivl fx ramme den tyske økonomi, herunder især et mærke som Volkswagen - men måske også ramme den danske medicinalindustri, omend en del af de store virksomheder allerede producerer i USA.

Derudover har ugen budt på indledende samtaler mellem Rusland og USA ift. fredsforhandlinger i Ukraine - uden Ukraine og Europa vel at mærke - samt en sviner til Zelenskyj, der af Trump kaldes en diktator. En anklage der i øvrigt kom dagen efter, at Trump beskyldte Ukraine for at have startet krigen mod Rusland. Tanker om at tvinge udenlandske investorer til at "swape" deres kortsigtede amerikanske statsobligationer til lange amerikanske statsobligationer - og derved gøre den amerikanske gældsbyrde billigere - blev også luftet af Trump i ugens løb.

Dansk BNP overrasker igen positivt

At den danske medicinalindustri har drevet en stor del af den danske vækst - og fortsat gør det - blev vi bekræftet i torsdag, da vi fik BNP tal for 2024. Dansk BNP voksede med hele 3,6% over året i 2024 og hele 1,6% i 4. kvartal, hvor især medicinalindustrien og bidraget til eksporten igen trak væksten op i 4. kvartal. Så selvom en potentiel 25%-told på medicinalvarer kan ramme væksten i Danmark, kører medicinalindustrien altså fortsat derudaf og bidrager i øjeblikket kraftigt til den danske vækst. Selvom man kan fristes til at tro, at vi i Danmark ikke ville have vækst uden medicinalindustrien, så viser tal fra Danmarks statistik altså, at den danske økonomi (målt ved bruttoværditilvæksten BVT) voksede med 1,8% i 2024 uden medicinalindustrien - og hele 3,9% med medicinalindustrien. 1,8% er fortsat en pæn vækstrate - selvom man skal huske på, at det er svært helt at adskille, hvor meget vækst i medicinalindustrien bidrager til aktivitet i andre brancher. Siden 2019 er den danske økonomi målt

ved BVT vokset med ca. 17% og 10% uden medicinalindustrien. I 4. kvartal steg forbruget hele 0,6%, på trods af den lave forbrugertillid, der desuden faldt yderligere til -14,7 i februar, hvor erhvervstilliden derimod steg til 107 fra 103,8 i januar - en lidt overraskende optimisme med alle de toldtrusler, der strømmer ud af USA.

Lønmodtagerbeskæftigelsen er desuden steget med ca. 1,1% (34.400 personer) i 2024 over året, og vi er fortsat godt over 3 mio. beskæftigede i Danmark. Vi forventer også en pæn vækst i år, hvor den danske økonomi fortsat forventes at være i en højkonjunktur. Jokeren ift. denne prognose er selvfølgelig, hvorvidt og i hvilken grad Trump-administrationens toldudspil bliver en realitet eller ej. Omvendt kan en fredsftale mellem Ukraine og Rusland - sammen med mildere end foreslået toldpolitik - være med til at øge forbrugertilliden i Danmark samt Europa og løfte forbruget samt investeringsaktiviteten mere end ventet.

Aktivitetsbarometer: PMI

Efter at have overrasket positivt i januar forblev det samlede indeks på samme niveau med 50,2 i februar. Bag ved det samlede indeks var der et lille fald i servicekomponenten fra 51,3 til 50,7, men en lille stigning i industrikomponenten fra 46,6 til 47,3. Faldet i service blev især trukket ned af det franske service-PMI, der nu ligger på 44,5 og er dermed under PMI-indekset for industrien! Det tyske service-PMI faldt også en smule, men ligger fortsat pænt på 52,2, og PMI for den tyske industri steg en smule fra 45 til 46,1.

Den kommende uge:

På mandag får vi februars Ifo-barometer fra Tyskland, der steg en smule i januar. Udfaldet af valget vil selvsagt ikke indgå i februars måling, men det bliver interessant at se, om vi i de efterfølgende måneder efter valget kommer til at se en fornyet optimisme hos de tyske virksomheder - hvilket blandt andet vil afhænge af den kommende regerings handlekraft ift. at genoprette den tyske økonomi. Fra euroområdet får vi desuden en forsmag på inflationen i februar, da vi fredag får flash-estimer på inflationen fra både Frankrig og Tyskland, hvor der forventes et lille fald - hvilket også er forventningen til den samlede inflation i euroområdet, der udgives mandagen efter. ECB forventer, at inflation vil falde fra nu og hen mod midten af året, og det forventes, at ECB sænker renten 3 gange yderligere i år. Viser inflationen sig nu lidt mere træg, kan det give medvind til de lidt mere høgeagtige ECB-medlemmer, som fx Isabel Schnabel, der i denne uge udtalte, at man til marts mødet skal diskutere, hvorvidt pengepolitikken fortsat anses som værende vækstdæmpende efter en rentenedsættelse til 2,5%. Fra USA kommer der fredag PCE-inflation for januar, og her bliver det interessant at se, om denne måling følger den stigning vi så i CPI-inflationen tidligere på måneden. En stigning vil formentlig trække forventninger til rentenedsættelser fra den amerikanske centralbank Fed endnu længere ned.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 24. februar					
10:00	Tyskland	Ifo, barometer (feb.)	85,1	-	85,8
10:00	Tyskland	Ifo, nuværende (feb.)	86,1	-	86,2
10:00	Tyskland	Ifo, forventninger (feb.)	84,2	-	85,1
11:00	Eurozonen	Inflation, CPI (jan. /endelig)	-0,3% (2,5%)	-	(2,5%)
11:00	Eurozonen	Kerneinflation (jan. /endelig)	(2,7%)	-	(2,7%)
Tirsdag den 25. februar					
00:50	Japan	PPI, Service (jan.)	(2,9%)	-	(3,1%)
06:00	Eurozonen	Registrering af nye biler () (jan.)	5,1%	-	-
06:30	Norge	Forbrugertillid (1. kvartal)	-14,4	-	-
07:00	Japan	Maskinordrer (jan. /endelig)	(4,7%)	-	-
08:00	Tyskland	BNP (4. kvartal /endelig)	-0,2%	-	-0,2%
08:00	Tyskland	Privatforbrug (4. kvartal)	0,3%	-	-
08:00	Tyskland	Offentlige udgifter (4. kvartal)	0,4%	-	-
08:00	USA	Feds Logan taler			
14:00	Eurozonen	ECB's Schnanel taler			
15:00	USA	FHFA, Husprisindeks (dec.)	0,3%	-	-
15:00	USA	S&P huspriser (dec.)	0,41% (4,33%)	-	-
16:00	USA	Conf. board, Forbrugertillid (feb.)	104,1	-	102,8
16:00	USA	Richmond Fed, Industriindeks (feb.)	-4	-	-
Onsdag den 26. februar					
08:00	Tyskland	GfK, forbrugertillid (mar.)	-22,4	-	-21
08:45	Frankrig	Forbrugertillid (feb.)	92	-	93
16:00	USA	Salg af nye huse (jan.)	698.000	-	678.000
16:00	USA	Feds Bostic taler			
Torsdag den 27. februar					
08:00	Danmark	Detailsalg (jan.)	0,1% (1,5%)	-	-
08:45	Frankrig	PPI (feb.)	1,0% (-3,8%)	-	-
09:00	Sverige	Forbrugertillid (feb.)	99,1	-	-
10:00	Italien	Forbrugertillid (feb.)	98,2	-	-
10:00	Italien	Industritillid (feb.)	86,8	-	-
11:00	Eurozonen	Forbrugertillid (feb. /endelig)	-13,6	-	-
11:00	Eurozonen	Økonomisktilid (feb.)	95,2	-	96
11:00	Eurozonen	Industritillid (feb.)	-12,9	-	-12,2
11:00	Eurozonen	Servicetillid (feb.)	6,6	-	-
14.30	USA	BNP (4. kvartal, 2. udgivelse)	2,3%	-	2,3%
14.30	USA	Ordre, varige forbrugsgoder (jan. /flash)	-2,2%	-	1,8%
14.30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	219.000	-	-
14.30	USA	Ordre, kernekapitalgoder (jan. /flash)	0,5%	-	-
17:00	USA	Kansas City Fed, PMI (fremstilling) (feb.)	-5	-	-
Fredag den 28. februar					
00:30	Japan	KerneInflation, CPI (feb.)	(1,9%)	-	(2,0%)
00:50	Japan	Detailsalg (jan.)	-0,7% (3,7%)	-	0,6% (3,9%)
00:50	Japan	Industriproduktion (jan. /flash)	-0,2% (-1,6%)	-	-1,0% (3,0%)
08:00	Tyskland	Detailsalg (Jan)	-1.6% (1,1%)	-	0,0% (1,7%)
08:00	Norge	Arbejdsledshedsprocent (feb.)	2,3%	-	-
08:00	Sverige	Detailsalg (jan.)	2,9% (5,6%)	-	-
08:00	Danmark	Arbejdsledshedsprocent (jan.)	2,6%	-	-
08:45	Frankrig	Inflation, CPI (feb. /flash)	0,2% (1,7%)	-	-
08:45	Frankrig	BNP (4. kvartal /endelig)	-0,1% (0,7%)	-	-0,1% (0,7%)
09:55	Tyskland	Arbejdsledshedsprocent (feb.)	6,2%	-	6,2%
10:00	Italien	Inflation, HICP (feb. /flash)	(1,7%)	-	-
14:00	Tyskland	Inflation, CPI (feb. /flash)	-0,2% (2,3%)	-	0,4% (2,3%)
14:30	USA	Personligforbrug (jan.)	0,7%	-	0,2%
14:30	USA	Engrosagre (jan. /flash)	-0,5%	-	-
14:30	USA	Inflation, kerne-PCE (jan.)	0,2% (2,8%)	-	0,3% (2,6%)

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

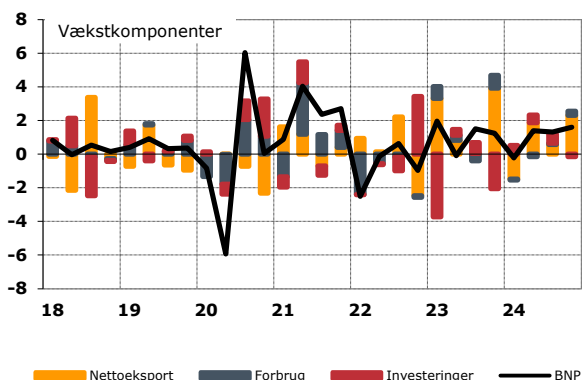
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

Vækst, BNP procent å-å (pr. 28. januar 2025)*			
	2023	2024E	2025E
Global	3,3	(3,2)	(3,0)
Danmark	2,5	3,6 (2,6)	2,9 (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	2024	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	365	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)

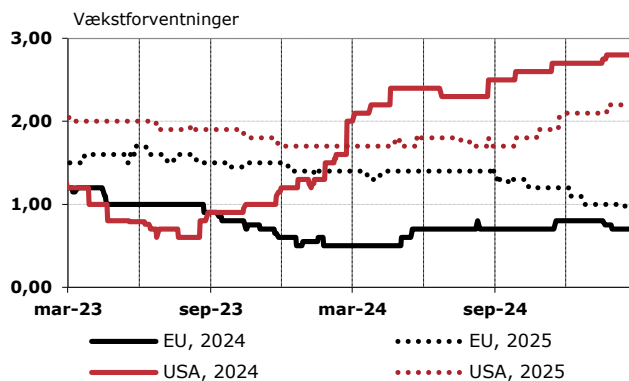


Dansk forsyningsbalance (pr. 21. februar 2024)			
Ændring, procent p.a. *	2023	2024	2025E
Bruttonationalprodukt*	2,5	3,6	2,9
Import*	3,7	1,7	3,3
Eksport*	10,4	7,6	3,0
Privatforbrug*	1,4	0,9	1,7
Off. forbrug*	0,2	1,8	1,6
Investeringer*	-6,6	-0,1	2,8
Lagre (vækstbidrag)	-1,7	-1,4	0,0
Beskæftigelse, tusinde	45	28	0

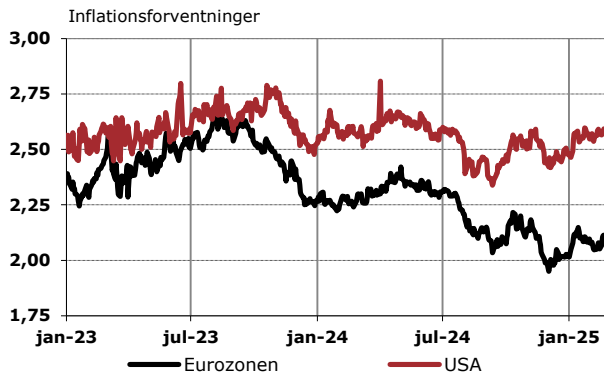
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 28. januar 2025

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
21-02-25	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)

	21-02-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	745,89	746	746	746
USD/DKK	712,51	720	725	710
JPY/DKK	4,74	4,65 ↑	4,70 ↑	4,80
GBP/DKK	901,56	890	885	870
SEK/DKK	66,96	66 ↑	66 ↑	67
NOK/DKK	64,16	63	64	67
EUR/USD	104,68	104	103	105
USD/JPY	150,36	155 ↑	154	148
EUR/JPY	157,41	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	
21-02-25	1,89	2,03	2,23	21-02-25	2,44	2,32	2,44	2,57
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 Handelsområdet i Spar Nord Bank A/S, Postboks 162, 9100 Aalborg. Publikationen er markedsføringsmateriale; og opfylder derfor ikke de retskrav, der stilles til investeringsanalyser. Gengivelsen af publikationen eller dele heraf er ikke tilladt uden forudgående tilladelse. 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.

Publikationen er baseret på offentligt tilgængeligt materiale, som Handelsområdet i Spar Nord Bank A/S anser for at være pålideligt. Handelsområdet i 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. Finansielle instrumenter som f.eks. aktier, obligationer og fonde kan både stige og falde i værdi. Og selvom langsigtede investeringer historisk har givet et positivt afkast, er der en risiko for, at du kan tabe dele af eller hele din investering. Med mindre andet er angivet er afkastberegninger opgjort eksklusiv handelsomkostninger. Den fremtidige kursudvikling og/eller det fremtidige afkast kan blive negativt og gevinster eller tab kan blive forøget eller formindsket som følge af valutakursudsving.

Oplysningerne i publikationen er ikke investeringsanbefalinger og det er ikke et tilbud om eller en opfordring til køb eller salg af de pågældende finansielle instrumenter. Spar Nord Bank A/S fraskriver sig ethvert ansvar for tab for dispositioner foretaget på baggrund af publikationen.

Redaktionen afsluttet, 21. februar 2025, kl. 13:45