



Alle øjne på ECB ... rente og "guidance"

- I de seneste uger har der været stor diskussion om den europæiske pengepolitik, og hvor store og hvor mange rentenedsættelser vi står overfor i de kommende måneder. Noget af svaret får vi på torsdag.
- I kølvandet på svage europæiske nøgletal er der priset flere og hurtigere rentenedsættelser ind i markedet, mens gode amerikanske nøgletal og risikoen for stigende inflation med Donald Trump og nye tariffier på bordet i stigende omfang har medført, at rentenedsættelser er priset UD af markedet.
- Det har medført en stigning i det amerikanske "surprise-indeks" fra -40 til +30 siden sommer, mens det europæiske "surpriseindeks" i samme periode er steget fra -50 til -25 ... og oven i det oplever politisk kaos i de to største Europæiske lande.
- I den seneste tid har der været mange ECB-folk på talerstolene. Nogle dueagtige og nogle høgeagtige. De fleste har påpeget svagere vækst og lavere inflation, men fortsat stor usikkerhed om den endelige sti for pengepolitikken.
- Den usikkerhed har medført, at vi – ligesom 54 ud af 55 analytikere der er spurgt i en rundspørge på Bloomberg – forventer en rentenedsættelse på 25 bp. Det helt store spørgsmål bliver om ECB vil ændre på retorikken, vove pelsen og udstikke retningslinjer lidt længere ud i fremtiden end "meeting-by-meeting" ... men dog fortsat "data dependant"?

Indhold

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

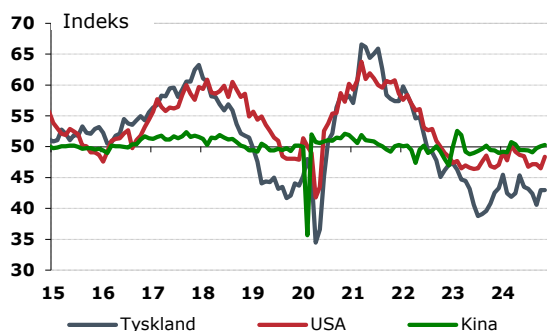
Ansvarshavende redaktør:

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

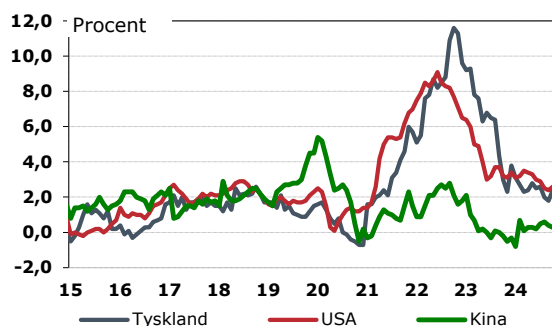
Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)

Land	Dag	Begivenhed	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Danmark	Tir.	Inflation, CPI (nov.)	0,7% (1,6%)	-	-
USA	Ons.	Kerneinflation, CPI (nov.)	0,3% (3,3%)	-	0,3% (3,3%)
Eurozonen	Tor.	ECB, Deposit- / refirente	3,25% /3,40%	3,00% /3,15%	3,00% /3,15%

Figur 1: PMI indeks



Figur 2: Inflation (år-år i %)



Alle øjne på ECB ... rente og "guidance"

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

I de seneste uger har der været stor diskussion om den europæiske pengepolitik, og hvor store og hvor mange rentenedsættelser vi står overfor i de kommende måneder. Noget af svaret får vi på torsdag. Debatten har kørt stort set samtidig med, at debatten om den amerikanske pengepolitik har haft en noget "anden farve", idet der i takt med gode amerikanske nøgletal og risikoen for stigende inflation med Donald Trump og nye tariffier på bordet i stigende omfang er priset rentenedsættelser UD af markedet, og forventningerne nu er til et fald i den pengepolitisk rente på 1 %-point fra 4,75% til 3,75% ved udgangen af 2025. Næsten 1 %-point mindre end det rentefald der var forventet før forrige rentemøde den 18. september.

Leder man efter spor på, hvad der har formet den meget forskellige udvikling på hver sin side af Atlanten, skal man lede i netop de gode amerikanske nøgletal (og amerikanske tariffier) og de tilsvarende vedvarende dårlige nøgletal ud af Eurozonen. Hvor nøgletallene ud af USA generelt har overrasket på op-siden, har de europæiske nøgletal – både de faktiske og de fremadskuende – skuffet gang på gang.

Det har medført en stigning i det amerikanske "surprise-indeks" fra -40 til +30 siden sommer. I samme periode er det europæiske "Surpriseindeks" steget ... fra -50 til -25! Samtidig med at de to største Europæiske lande pt. gennemlever et politisk kaos med finanslove, der ikke kan vedtages, regeringer der vælter og udskrivninger af nyvalg med en underliggende bevægelse mod højre i mange europæiske lande der vil sætte fokus på støtten til Ukraine.

ECB sænker renten, men hvad med retorikken?

Samlet har det medført et lidt blandet billede af risikoen for den europæiske økonomi og dermed det "bagtæppe", som ECB-medlemmerne står med gående ind til årets sidste pengepolitiske møde på torsdag. På den ene side en svækkelse af aktivitetsindikatorer som PMI-tal og Ifo-barometer, og på den anden side historisk lav arbejdsløshed (6,3%), kerneinflation over "target" (2,6%) og fortsat positive vækstrater i alle kvartalerne i 2024.

Inflationen i Eurozonen er desuden kommet ned og vil – trods kortsigtet opadgående tendens fra bl.a. energipriser – nærme sig 2% målet i løbet af 2025 og med den seneste svaghed i aktivitetsindikatorerne måske allerede i løbet af 1. halvår 2025. ECB-medlemmerne går dermed ind på et møde, hvor de sandsynligvis er mere fortrøstningsfulde mht. at opfylde deres primære mandat: en inflation tæt på og ikke over 2% på mellemlangt sigt. Som modvægt til en større tiltro til at man overholder inflationsmandatet, vil der sandsynligvis være mindre tiltro til det samlede vækstbillede i Eurozonen. Det vil sige en stigende risiko for, at forventningen til væksten vil komme svagere ud end prognoserne viste ved de seneste rentemøder.

Fokus på "staff-projections"

Et håndfast og konkret udtryk for disse overvejelser vil der komme i de opdaterede såkaldte "staff-projection", som ud over at komme med opdaterede prognoser på vækst og inflationsudsigterne tillige vil indeholde Centralbankens første estimater på 2027. Væksten var i de seneste "staff-projection" forventet at komme ud på hhv. 0,8%, 1,3% og 1,5% i 2024, 2025 og 2026, mens inflationen var forventet at komme ud på hhv. 2,5%, 2,2% og 1,9% i samme år. Kerneinflationen var desuden forventet at falde fra 2,9% i år til 2,3% i 2025 og ramme målet på 2,0% i 2026.

De nye staff-projections forventes at komme lavere ud på både vækst og inflation og vil nok kun nærme sig trendvæksten på omkring 1,3%, når vi når 2026 og sandsynligvis kun vokse marginalt over trend i 2027. Sammen med lavere inflation vil det – med Christine Lagardes ord til Europaparlamentarikere i en tale i onsdags – flytte fokus over imod en diskussion om en ændret "guidance" efter næste rentemøde. Fra at være "data-dependent" og "meeting by meeting" til at blive mere fokuseret på hvor langt renten skal ned og hvor hurtigt.

Bortset fra størrelsen på rentenedsættelsen på torsdag vil fokus derfor være på det efterfølgende pressemøde, hvor Christine Lagarde vil præsentere inflations- og vækstprognosen og de overvejelser, der lå bag rentebeslutningen – men der er ingen tvivl om, at "markedet" vil lytte efter nye toner for de fremtidige rentebeslutninger.

I den seneste tid har der været mange ECB-folk på talerstolene. Nogle due-agtige og nogle høge-agtige. De fleste har påpeget svagere vækst og lavere inflation, men fortsat stor usikkerhed om den endelige sti for pengepolitikken. Christine Lagarde har givet udtryk for at tiden nok er kommet til at have lidt mere "forward guidance", end man har haft de sidste par år.

Christine Lagarde sagde bl.a. "We still have a bit of work to do, but we are in sight of target and that would predicate that we begin looking forward more than we have in the last couple of years". Kombineret med andre udtalelser der kan summeres vha. den kroatiske centralbankchef Boris Vujčić: "When the road is slippery, you take small steps. And that's what we will do", tyder meget på en rentenedsættelse på 25 bp. og en forward guidance, der vil rykke rentenedsættelserne frem, således at ECB rammer neutralt renteniveau (2%) inden sommerferien. Data for vækst og inflation vil bestemme om vi kommer lidt under eller om vi ender lidt over 2%.

Næste uge: Få nøgletal, fokus på ECB og inflation

I den kommende uge er der ikke megen tvivl om, at fokus bliver på ECB ... men nye tal for den amerikanske inflation tirsdag kunne rette fokus hen mod det kommende Fed møde den 18. december.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 9. december					
00:50	Japan	BNP (3. kvartal /endelig)	0,5% (0,9%)	-	0,6% (1,0%)
02:30	Kina	PPI (nov.)	(-2,9%)	-	(-2,8%)
02:30	Kina	Inflation, CPI (nov.)	(0,3%)	-	(0,4%)
08:00	Danmark	Betalingsbalance (okt.)	35,1 mia.	-	-
10:30	Eurozonen	Sentix, Investortillid (dec.)	-12,8	-	-12,8
16:00	USA	Engroslagre (okt. /endelig)	0,2%	-	-
Tirsdag den 10. december					
07:00	Japan	Maskinordrer (nov. /flash)	(9,4%)	-	-
08:00	Danmark	Inflation, CPI (nov.)	0,6% (1,6%)	-	-
08:00	Danmark	Inflation HICP (nov.)	0,7% (1,6%)	-	-
08:00	Norge	Inflation, CPI (nov.)	0,6% (2,6%)	-	-
08:00	Tyskland	Inflation, CPI (nov. /endelig)	-0,2% (2,2%)	-	-0,2% (2,2%)
08:00	Sverige	Privatforbrug (okt.)	-0,3% (0,1%)	-	-
08:00	Sverige	Industriordrer (okt.)	-3,6% (-5,7%)	-	-
12:00	USA	NFIB, SMV-tillid (nov.)	93,7	-	94,1
Onsdag den 11. december					
00:50	Japan	PPI (nov.)	0,2% (3,4%)	-	0,3% (3,4%)
14:30	USA	Inflation, CPI (nov.)	0,2% (2,6%)	-	0,3% (2,7%)
14:30	USA	Kerneinflation (nov.)	0,3% (3,3%)	-	0,3% (3,3%)
14:30	USA	Reale gns. timelønninger (nov.)	(1,4%)	-	-
20:00	USA	Off. budget (nov.)	-257,5 mia.	-	-
Torsdag den 12. december					
06:00	Sverige	Arbejdsløshed (nov.)	3,6%	-	-
09:30	Schweiz	SNB, pengepolitisk rente	1,0%	0,75%	0,75%
14:15	Eurozonen	ECB, Deposit- / refirente	3,25% /3,40%	3,00% /3,15%	3,00% /3,15%
14:30	USA	Kerne PPI (nov.)	0,0%	-	0,3%
14:45	Eurozonen	ECB Pressemøde	-	-	-
14:30	USA	PPI (nov.)	0,2% (2,4%)	-	0,3%
14:30	USA	Kerne PPI (nov.)	0,2% (3,1%)	-	-
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	224.000	-	-
Fredag den 13. december					
00:50	Japan	Tankan, Industri (4. kvartal)	13	-	12
00:50	Japan	Tankan, Industri CAPEX (4. kvartal)	10,6%	-	10,0%
01:01	UK	GfK, forbrugertillid (dec.)	-18	-	-18
08:00	Tyskland	Import / eksport okt.)	2,1% / -1,7%	-	-1,0% / -2,6%
08:00	UK	Industriproduktion (okt.)	-0,5% (-1,8%)	-	0,2%
08:00	UK	Handelsbalance (okt.)	-3462 mio.	-	-
08:45	Frankrig	Lønninger (3. kvartal /endelig)	0,3%	-	-
08:45	Frankrig	Inflation, CPI (nov. /endelig)	-0,1% (-1,3%)	-	-0,1% (-1,3%)
10:00	Eurozonen	ECB's Holzman taler			
11:00	Eurozonen	Industriproduktion (okt.)	-2,0% (-2,8%)	-	-0,3% (-2,5%)
14:30	USA	Importpriser (nov.)	0,3% (0,8%)	-	-0,3%
14:30	USA	Eksportpriser (nov.)	0,8% (-0,1%)	-	-

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

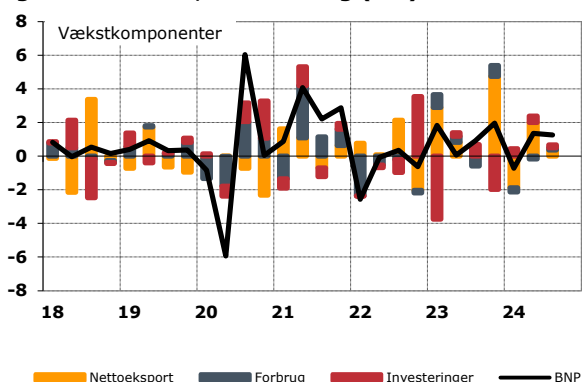
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

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

* Konsensusskøn i parentes

Danske nøgletal (pr. 4. oktober 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	365	380
Indskudsbevisrente (ultimo)	3,60	2,60	1,60
3 mdr. Cibor (ultimo)	4,00	2,75	1,75
10 årig stat, (ultimo)	2,95	1,85	2,25
DKK/USD, (ultimo)	6,75	7,00	6,90

Figur 1: Danmark, vækstbidrag (k-k)

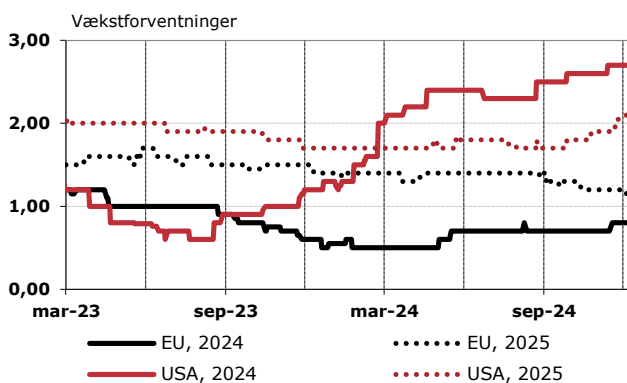


Dansk forsyningsbalance (pr. 6. december 2024)			
Ændring, procent p.a. *	2023	2024E	2025E
Bruttonationalprodukt*	2,5	3,0	2,4
Import*	3,7	1,8	4,4
Eksport*	10,4	5,8	3,8
Privatforbrug*	1,4	0,8	1,7
Off. forbrug*	0,2	1,3	2,9
Investeringer*	-6,6	-2,7	2,3
Lagre (vækstbidrag)	-1,7	0,0	0,0
Beskæftigelse, tusinde	45	27	0

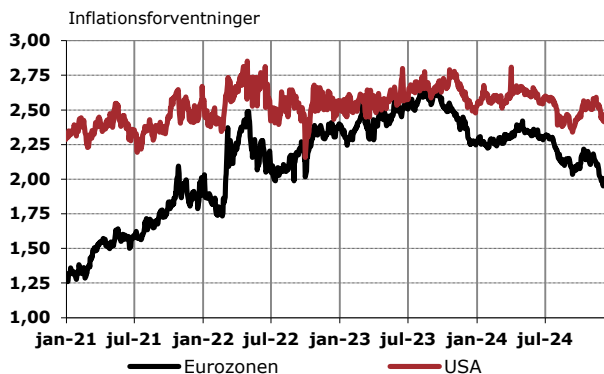
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 6. december 2024

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
06-12-24	2,85	3,25	4,50 - 4,75	4,75	0,25	2,75	4,50	1,00
Mar 25	2,10	2,50	4,00 - 4,25	4,75	0,30	2,50	4,25	0,75
Jun 25	1,60	2,00	3,75 - 4,00	4,50	0,40	2,25	4,00	0,50
Sep 25	1,60	2,00	3,50 - 3,75	4,25	0,50	2,00	4,00	0,25
Dec 25	1,60	2,00	3,25 - 3,50	4,00	0,60	2,00	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)

	06-12-24	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	745,82	746	746	746
USD/DKK	704,88	710	715	690
JPY/DKK	4,68	4,60	4,60	4,80
GBP/DKK	899,26	895	900	870
SEK/DKK	64,84	64	64	67
NOK/DKK	63,67	64	64	67
EUR/USD	105,81	105	104	108
USD/JPY	150,67	154	155	144
EUR/JPY	159,42	162	162	155

Figur 1: Valutakurser



Renteforventninger: opdateret 6. december 2024

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	
06-12-24	1,75	1,75	1,85	06-12-24	2,80	2,24	2,22	2,28
mar 25	1,65	1,65	2,00	mar 25	2,10	2,15	2,15	2,40
jun 25	1,60	1,80	2,10	jun 25	1,65	2,10	2,30	2,50
sep 25	1,55	1,95	2,20	sep 25	1,70	2,00	2,40	2,55
dec 25	1,55	2,05	2,25	dec 25	1,75	2,00	2,50	2,60

Anbefalet aktivallokering

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

Aktivklasse	Dato			
	24-09-24	07-03-24	24-11-23	21-09-23
Aktier	Svag overvægt	Neutral vægt	Svag undervægt	Svag undervægt
Obligationer	Svag undervægt	Neutral vægt	Svag overvægt	Svag overvægt
Stats-/realkreditobligationer	Svag undervægt	Neutral vægt	Neutral vægt	Svag overvægt
Virksomhedsobligationer	Neutral vægt	Neutral vægt	Svag overvægt	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.	17. oktober 2024	2,85%
	Indskudsbevisrente	-25 bp.	17. oktober 2024	2,85%
	Udlånsrente	-25 bp.	17. oktober 2024	3,00%
	Diskonto	-25 bp.	17. oktober 2024	2,85%
Eurozonen	Repo rente	-25 bp.	17. oktober 2024	3,40%
	Indlånsrente	-25 bp.	17. oktober 2024	3,25%
USA	Fed Funds	-25 bp.	7. november 2024	4,50% - 4,75%
Japan	Pengepolitisk rente	+15 bp	31. juli 2024	0,25%
Storbritannien	Base rate	-25 bp.	7. november 2024	4,75%
Sverige	Repo rente	-50 bp.	7. november 2024	2,75%
Norge	Depositrente	+25 bp.	14. december 2023	4,50%
Schweiz	Policy rate	-25bp.	26. september 2024	1,00%
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. Historiske afkast, vurdering af gevinstpotentiale og værdiansættelsesmæssige betragtninger kan ikke opfattes som garanti for fremtidigt afkast. 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, 06. december 2024, kl. 11:35