

**ECB sænker renten ... men ændrer de signaler?**

- Endnu en uge med ekstrem megen fokus på de ting der kommer ud af USA, når den stadig nye præsident underskriver dekretter og kommer med udtalelser i Øst og Vest (bogstaveligt) og når Tesla chef Elon Musk - igennem sin nyoprettede "DOGE enhed" - der skal effektivisere den offentlige administration og spare "milliarder af dollar" - er i gang med en markant nedskalering af store dele af den amerikanske administration.
- På den positive note så det efter det tyske valg i søndags ud til, at der kan dannes en to-parti-regering mellem CDU/CSU og SPD ... med CDU-lederen Friedrich Merz som Kanslerkandidat. Hvor lang tid det tager at danne den nye regering, og hvor svært det bliver at fjerne (eller omgå) den såkaldt "gældsbremse" bliver afgørende for, hvornår Tyskland kan komme i gang med vigtige reformer og investeringer.
- På nøgletalsfronten var ugen knap så dramatisk da mandagens Ifo barometer viste en næsten uforandret måling. I USA fortsatte de dårligere nøgletal med fald i Dallas Fed Industriindeks, forbrugertilliden og boligsalget. Ugens vigtigste tal - tal for den amerikanske PCE-kerneinflation - var dog ikke kendt ved redaktionens slutning.
- På nøgletals siden bliver den kommende uge en kæmpeuge - krydret med et rentemøde i den europæiske centralbank torsdag. I USA er det den store arbejdsmarkedsuge med tal for beskæftigelse, nye jobs og arbejdsløshed, mens fokus i Europa bliver på inflation og rentemøde i ECB. To begivenheder der hænger uløseligt sammen.

**Indhold**

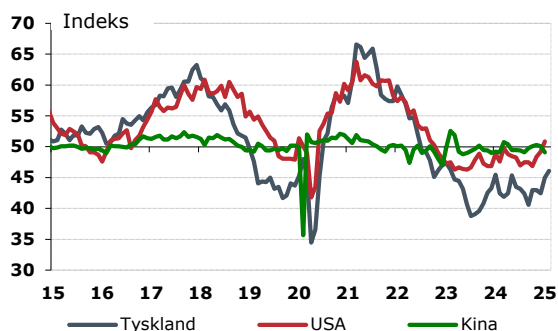
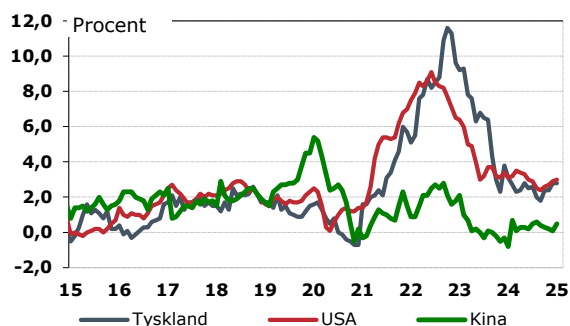
Side 2	Overblik
Side 3	Nøgletalstabel
Side 4	Makroøkonomi
Side 5	Renter & valuta
Side 6	Disclaimer

**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	Man.	Kerneinflation (feb.)	(2,7%)	-	(2,6%)
Eurozonen	Tor.	ECB, deposit-/refirente	2,75% / 2,90%	2,50%/2,65%	2,50%/2,65%
USA	Fre.	Beskæftigelse, NFP	143.000	-	158.000

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

## ECB sænker renten ...

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

Endnu en uge med al for meget fokus på de ting der kommer ud af USA, når den stadig nye præsident underskriver dekretter på stribet og dagligt kommer med udtalelser, der ved første øjekast synes at være et opbrud med de relationer, der har været mellem USA og Europa siden anden verdenskrig ... og var det ikke nok tiltrækker Donald Trumps nære støtte - Tesla chef Elon Musk - igennem sin nyoprettede "Enhed" (der skal effektivisere den offentlige administration og spare "milliarder af dollar" - det såkaldte "Department of Government Efficiency" (DOGE)) lige så meget opmærksomhed.

Indtil videre har DOGE-enheden tiltrukket sig massiv opmærksomhed ved at fyre (eller true med at fyre) tusindvis af statsansatte i ministerier, der dækker alt fra forsvar, uddannelse, energi, sundhed og skat til naturparker og internationale hjælpeorganisationer. Hertil kommer, at potentielt mere end hundredetusinde personer, der fortsat befinder sig i deres prøveperiode i føderale jobs, risikerer at få fyresedlen inden fastansættelse. Nogle af tiltagene er blevet stoppet af dommere eller fagforeninger, men mange bliver gennemført.

På den positive note så det efter det tyske valg i søndags ud til, at der kan dannes en to-parti-regering mellem CDU/CSU og SPD ... med CDU-lederen som Kanslerkandidat. Hvor lang tid det tager at danne den nye regering, og hvor svært det bliver at fjerne (eller omgå) en såkaldt "gældsbræmme" bliver afgørende for, hvornår Tyskland kan komme i gang med vigtige reformer og investeringer, der skal rette op på flere årtiers blind tro på en model, hvor Tyskland har importeret billig energi fra Rusland, solgt deres varer til resten af Europa og EM-landene og stølet på USA som dem, der leverer fred og sikkerhed ... også i Europa.

### Massive investeringer vil medføre øget gæld

Ingen af disse betingelser er som bekendt længere til stede i dag, og Tyskland står derfor overfor massive investeringer i forsvar, energiforsyning, digitalisering og arbejdsmarkedsreformer, der skal ruste landet til en fremtid, hvor Europa selv skal stå for egen sikkerhed, hvor Tyskland skal have en sikker forsyning af vedvarende energi, og hvor de tyske virksomheder kommer up-to-date med den teknologiske udvikling og genskaber konkurrenceevnen.

Denne omstilling vil tage tid og kræve mange penge, og uundgåeligt er det, at Tyskland skal have ophævet (neutraliseret) den "Schuldenbremse", der blev vedtaget i den første "Merkel-periode" i 2009 i forbindelse med finanskrisen og den efterfølgende europæiske gældskrise. En lov der siden 2016 har begrænset det strukturelle budgetunderskud at overstige 0,35% af BNP og siden 2020 at forhindre delstater i at øge nettogælden. Det er ikke det

samme som, at Tyskland ikke kan have større budgetunderskud. De må ligesom andre Eurolande have et underskud på 3% af BNP ... og havde da også et på 2,6% af BNP så sent som i 2023 ... men når man renser for konjunkturudsving (den cykliske komponent), så må det ikke være større end -0,35% af BNP. Problemet for Tyskland er, at deres (vækst) problemer et godt stykke hen ad vejen er strukturelle med høje energipriser, lave investeringer, afhængighed af eksport (men har mistet konkurrenceevne) samt en befolkning (arbejdsstyrke), der nu bevæger sig baglæns. Sammen med krig i Europa og klimaforandringer alle sammen monumentale udfordringer!

### Ifo dykker ... men fremtiden ser (lidt) mere lys ud

På nøgletalsfronten var ugen knap så dramatisk da mandagens Ifo barometer viste en næsten uforandret måling med et lille fald i den nuværende situation, men en lille forbedring af fremtidsvurderingen. I USA fortsatte de dårligere nøgletal med fald i Dallas Fed Industriindeks, forbrugertilliden og boligsalget. Ugens vigtigste tal - tal for den amerikanske PCE-kerneinflation - var dog ikke kendt ved redaktionens slutning.

### Den kommende uge: ISM, ECB & NFP

Nu er det ikke til at vide, hvad der vil ske politisk - om der kommer en fredsftale mellem Ukraine og Rusland (næppe i den kommende uge), og hvor langt Friedrich Merz kommer med koalitions- og gældsforhandlinger. Men på nøgletalsiden bliver den kommende uge en kæmpeuge - krydret med et rentemøde i den europæiske centralbank torsdag. I USA er det den store arbejdsmarkedsuge med tal for beskæftigelse, nye jobs og arbejdsløshed, mens fokus i Europa bliver på inflation og rentemøde i ECB. To begivenheder der hænger uløseligt sammen.

I USA forventes arbejdsmarkedet at fastholde en høj beskæftigelse, men gå en smule ned i gear - forstået som lidt lavere vækst i beskæftigelsen efter at være steget over de seneste 3 måneder, lidt højere antal af understøttelsesansøgninger og en uforandret arbejdsløshedsprocent på omkring 4%. Nøgletalsfesten i USA slutter ikke her, da ugen også byder på februars ISM-aktivitetsindeks for både industri og service. Industri forventes at falde en smule tilbage, mens service forventes at stige en smule og forventes at reversere i en stik modsatrettet udvikling i februar.

I Europa starter ugen med inflationsdata, der forventes uforandret i et niveau, der fortsat er lidt for højt for ECB, men som samtidig er på vej nedad ... som fx understøttes af tirsdagens løndata, der viste et større end ventet fald fra 5,4% til 4,1% i de forhandlede lønninger i 4. kvartal 2024. Det peger ned på serviceinflationen og kan måske udløse en nedjustering af forventningerne i kerneinflationen i de ny staff-projection, der offentliggøres på torsdagens ECB-møde. Et møde der forventes at udløse en rentenedsættelse på 0,25 %-point i både Europa og Danmark.

## Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal	Seneste	Spar Nord	Konsensus
<b>Mandag den 3. marts</b>					
01:30	Japan	PMI, industri (feb.)	48,9	-	-
02:45	Kina	Caixin PMI, Industri (feb.)	50,1	-	50,4
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Industri (feb.)	47,3	-	-
11:00	Eurozonen	Inflation, Headline (feb.)	-0,3% (2,5%)	-	0,4% (2,3%)
11:00	Eurozonen	Kerneinflation (feb.)	(2,7%)	-	(2,6%)
15:45	USA	S&P PMI, Industri (feb.)	5160%	-	-
16:00	USA	ISM, Industri (feb.)	50,9	-	50,5
-	USA	Bilsalg, total (feb.)	15,6 mio.	-	15,9 mio.
<b>Tirsdag den 4. marts</b>					
11:00	Eurozonen	Arbejdsløshedsprocent (jan.)	6,3%	-	6,3%
17:00	Danmark	Valutareserven faktisk/ændring (feb.)	653,7 /-0,8 mia,	-	-
<b>Onsdag den 5. marts</b>					
02:45	Kina	Caixin PMI, Service (feb.)	51,1	-	50,8
02:45	Kina	Caixin PMI, Sammensat (feb.)	51,0	-	-
08:45	Frankrig	Industriproduktion (jan.)	-0,4% (-1,7%)	-	-
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Service (feb.)	5070%	-	50,7
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Sammensat (feb.)	50,2	-	50,2
11:00	Eurozonen	PPI (jan.)	0,4% (0,0%)	-	-
14:15	USA	ADP beskæftigelse (feb.)	183k	-	148k
15:45	USA	S&P PMI, Service (feb.)	4970%	-	-
15:45	USA	S&P PMI, Sammensat (feb.)	50,4	-	-
16:00	USA	Industriordrer (jan.)	-0,9%	-	0,014
16:00	USA	Ordre, varige forbrugsgoder (jan.)	-	-	-
16:00	USA	Ordre, kernekapitalgoder (jan.)	-	-	-
16:00	USA	ISM, Service (feb.)	52,8	-	53
20:00	USA	Fed, Beige Book	-	-	-
<b>Torsdag den 6. marts</b>					
08:00	Danmark	Industriproduktion (jan.)	4,0%	-	-
08:00	Sverige	Inflation, CPI (feb.)	0% (0,9%)	-	-
11:00	Eurozonen	Detailsalg (jan.)	-0,2% (1,9%)	-	-
14:15	Eurozonen	ECB, deposit/refi-rente	2,75% /2,90%	2,50%/2,65%	2,50%/2,65%
14:45	Eurozonen	ECB, pressemøde	-	-	-
14:30	USA	Handelsbalance (jan.)	-98,4 mia.	-	-91,3 mia.
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	242.000	-	-
16:00	USA	Engrosagre (jan.)	1,0%	-	-
17:00	Danmark	Nationalbanken, Indskudsbevisrente	2,35%	2,10%	2,10%
<b>Fredag den 7. marts</b>					
00:00	Kina	Valutareserven (feb.)	\$3209,04 mia.	-	-
08:00	Norge	Industriproduktion (jan.)	-0,2% (0,3%)	-	-
08:00	Tyskland	Industriordrer (jan.)	6,9% (-6,3%)	-	0,5%
11:00	Eurozonen	BNP (4Q F)	0,1% (0,9%)	-	-
14:30	USA	Beskæftigelse, Nonfarm Payroll (feb.)	143k	-	158k
14:30	USA	Gns. ugentlige lønninger (feb.)	0,5% (4,1%)	-	0,3% (4,2%)
14:30	USA	Gns. ugentlige arbejdstimer (feb.)	34,1	-	34,2
14:30	USA	Arbejdsløshedsprocent (feb.)	4,0%	-	4,0%
14:30	USA	Deltagelsesgrad (feb.)	62,6%	-	-
16:45	USA	Fed's Williams taler	-	-	-
18:30	USA	Fed's Powell taler	-	-	-
21:00	USA	Forbrugerkredit (jan.)	40,847 mia.	-	-

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

## Økonomi og centralbankrenter, forventninger

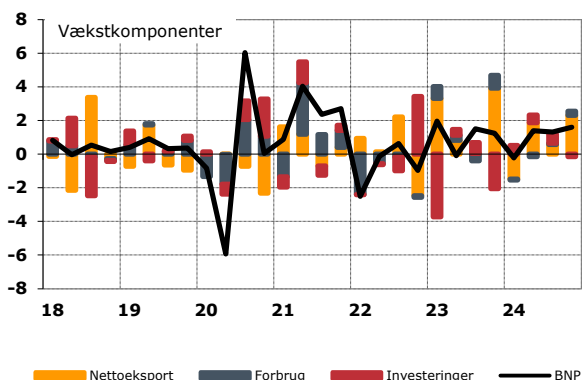
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

Vækst, BNP procent å-å (pr. 28. februar 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. 28. februar 2025)			
	2023	2024	2025E
Inflation, pct.	3,3	1,4	1,6
Arbejdsløshed, pct. (brutto)	2,8	2,9	3,0
Arbejdsløshed, tusinder	84	87	92
Off. saldo, pct. af BNP	3,3	2,9	1,6
Off. gæld, pct. af BNP	33,6	31,5	30,0
Betalingsbalance, mia.	283	407	375
Indskudsbevisrente (ultimo)	3,60	2,60	1,60
3 mdr. Cibur (ultimo)	3,90	2,65	1,75
10 årig stat, (ultimo)	2,25	2,10	2,40
DKK/USD, (ultimo)	6,75	7,20	7,15

Figur 1: Danmark, vækstbidrag (k-k)

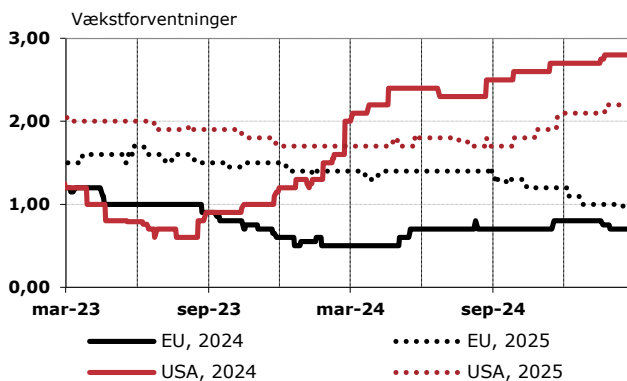


Dansk forsyningsbalance (pr. 28. februar 2025)			
Ændring, procent p.a. *	2023	2024	2025E
Bruttonationalprodukt*	2,5	3,6	2,9
Import*	3,7	1,7	3,3
Eksport*	10,4	7,6	5,9
Privatforbrug*	1,4	0,9	1,7
Off. forbrug*	0,2	1,8	1,6
Investeringer*	-6,6	-0,1	2,5
Lagre (vækstbidrag)	-1,2	1,2	0,0
Beskæftigelse, tusinde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

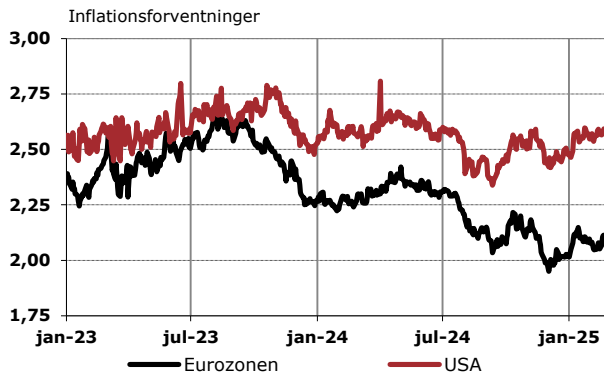
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 28. februar 2025

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
28-02-25	2,35	2,75	4,25 - 4,50	4,50	0,50	2,25	4,50	0,50
Jun 25	1,60	2,00	4,00 - 4,25	4,50	0,50	2,25	4,25	0,25
Sep 25	1,60	2,00	3,75 - 3,50	4,25	0,60	2,25	4,00	0,25
Dec 25	1,60	2,00	3,50 - 3,25	4,25	0,70	2,25	4,00	0,25
Mar 26	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

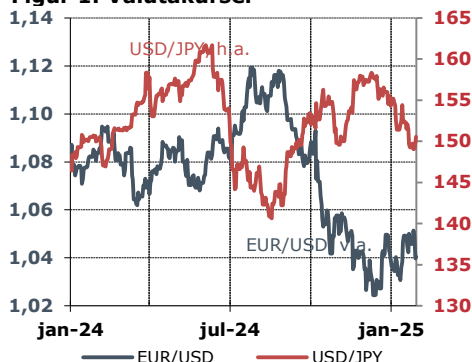
Valuta: Henrik Nielsen, nie@sparnord.dk, tlf. 96 34 41 54

### Valutakurs og forventninger

(pilene angiver retningen i forhold til seneste uges forecast)

	28-02-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	745,80	746	746	746
USD/DKK	716,75	720	725	710
JPY/DKK	4,76	4,65	4,70	4,80
GBP/DKK	903,43	890	885	870
SEK/DKK	66,79	66	66	67
NOK/DKK	63,64	63	64	67
EUR/USD	104,05	104	103	105
USD/JPY	150,55	155	154	148
EUR/JPY	156,65	160	159	155

Figur 1: Valutakurser



### Renteforventninger: opdateret 28. 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	
28-02-25	1,84	1,95	2,16	28-02-25	2,41	2,23	2,33	2,47
jun 25	1,80	2,00	2,25	jun 25	1,65	2,30	2,50	2,65
sep 25	1,75	2,00	2,30	sep 25	1,70	2,25	2,50	2,70
dec 25	1,85	2,05	2,40	dec 25	1,75	2,30	2,50	2,75
mar 26	1,90	2,15	2,45	mar 26	1,80	2,35	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.spar nord.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, 28. februar 2025, kl. 10:20