

**Tættere på fred ... men fortsat kaos!**

- De seneste to uger – efter det fatale møde mellem Ukraines præsident Volodymyr Zelenskij og Donald Trump i det Hvide Hus fredag den 28. februar – har man virkelig skulle spænde sikkerhedsbæltet og holde på hat og briller. Efter et møde i Saudi Arabien onsdag køber Ukraine nu ind på en våbenhvile med Rusland - men hvor Rusland står henne i disse forhandlinger, er mere usikkert.
- Blandt de nøgletal, der i løbet af den seneste uge tiltrak sig størst opmærksomhed var de amerikanske CPI-inflationstal, der kom ud onsdag og viste et større end ventet fald i både "headline-CPI-inflationen" fra 3,0% til 2,8% og i "kerne-CPI-inflationen" fra 3,3% til 3,1%. Men da tariffer peger op på inflationen og al den usikkerhed, der p.t. påvirker både forbrugere, virksomheder og det finansielle marked, vil påvirke væksten (og priserne) nedad, er det samlede billede ekstremt sløret.
- På den politiske front var der fokus på at undgå en nedlukning af den amerikanske administration og på en sandsynlig eskalering af den handelskrig der nu er startet med tariffer på stål og aluminium. I Tyskland fokus på regeringsdannelse og en opblødning af den såkaldte "gælds-bremse" der kan starte et sandt investeringsboom.
- I den kommende uge er der nok ikke megen tvivl om, at fokus bliver koncentreret om det amerikanske rentemøde onsdag (sandsynligvis uden renteændringer), men fokus på nye estimater og de såkaldte "dot-plots". I Europa fokus på tysk regeringsdannelse og Zew indikatorer fra Tyskland.

Indhold

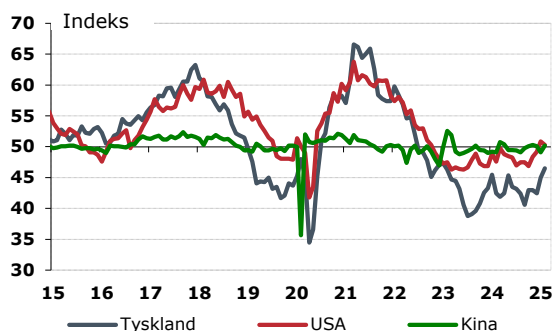
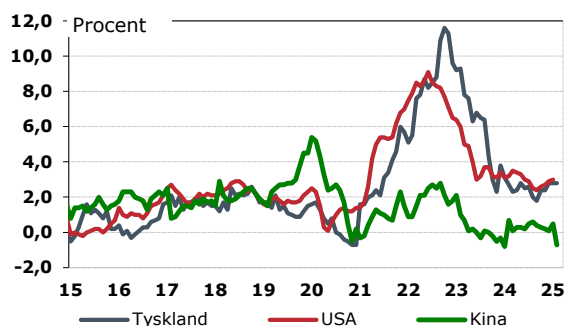
Side 2	Overblik
Side 3	Nøgletalstabel
Side 4	Makroøkonomi
Side 5	Renter & valuta
Side 6	Disclaimer

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	Man.	Kernedetailsalg (feb.)	-0,8%	-	0,3%
Tyskland	Tir.	Zew, nuværende (mar.)	26	-	36
USA	Ons.	Fed, rentebånd	4,25% - 4,50%	4,25% - 4,50%	4,25% - 4,50%

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

Tættere på fred ... men fortsat kaos!

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

De seneste to uger – efter det fatale møde mellem Ukraines præsident Volodymyr Zelenskyj og Donald Trump i det Hvide Hus fredag den 28. februar – har man virkelig skulle spænde sikkerhedsbæltet og holde på hat og briller. Både når det gælder politiske udmeldinger fra det Ovale Værelse ... og ikke mindst de daglige skift i dem ... og markedsreaktionerne på dem.

Efter et møde i Saudi Arabien onsdag køber Ukraine nu ind på en våbenhvile med Rusland, der skal løbe i 30 dage og åbne op for fredsforhandlinger. Hvor Rusland står henne i disse forhandlinger, mangler vi fortsat at se ... men mange analytikere er skeptiske mht. Ruslands reelle appetit for at være en del af våbenhvilen, og hvor villige de vil være til at indgå kompromisser for at opnå en aftale.

Amerikansk inflation overrasker ned, men ...

Blandt de nøgletal, der i løbet af den seneste uge tiltrak sig størst opmærksomhed, var et mindre fald i det såkaldte NFIB-indeks, der måler tilliden blandt smv-selskaber, og en lille stigning i inflationsforventningerne der målt hos New York Fed ligger på 3,1% på et års sigt, og som nok ligger i overkanten for den amerikanske centralbank, der har et mål på 2%. De amerikanske CPI-inflationstal, der kom ud onsdag, viste dog et større end ventet fald i både "headline-CPI-inflationen" fra 3,0% til 2,8% og i "kerne-CPI-inflationen" fra 3,3% til 3,1%. Med en strøm af tariffer, der nu rammer stål og aluminium fra hele verden, var de bedre end ventede inflationstal et lille plaster på såret, da det på marginalen lukker op for lidt flere rentenedsættelser fra den amerikanske centralbank ... med mindre altså, at tarifferne øger inflationen markant (hvilket de jo nok gør).

... andre forhold giver et komplekst billede for Fed

Men da tariffer og al den usikkerhed, der p.t. påvirker både forbrugere, virksomheder og det finansielle marked, vil påvirke væksten nedad, er det samlede billede ekstremt sløret. Noget der kommer fuld fokus på onsdag, når Fed holder et af sine rentemøder. Et møde hvor de også skal forholde sig til de offentlige budgetter, der ikke har været positive siden 2002, og som har vist et underskud på mere end 5% af BNP siden 2019 og nu ligger på 6,9% af BNP.

Lukker den amerikanske administration ned?

På den politiske front skete der dog også for en gang skyld noget, der ikke indebar tv-billeder med præsidenten siddende ved skrivebordet omgivet af sit "hof", mens han underskriver det ene dekret efter det andet. I repræsentanternes hus lykkedes det i tirsdags at få en budgetaftale igennem, som forhøjer gældsloftet og fjerner risikoen for en nedlukning af den amerikanske administration. Altså den del af administrationen der ikke allerede er nedlagt eller kraftigt reduceret! Aftalen ryger nu videre til Senatet, hvor Demokraterne vil være fristet til at forsøge at få aftalen stemt ned (og dermed lukke

administrationen ned), men hvor demokraternes minoritetsleder i Senatet Chuck Schumer har anbefalet et "ja" for at undgå en nedlukning af den offentlige administration, der ifølge ham vil give præsidenten nøglen til byerne, staterne og landet! Mange Demokrater er vrede over den udmelding ... så hvad udfaldet bliver vides først fredag efter deadline på denne artikel.

Europa gengælder amerikanske tariffer

Som svar på indførelse af tariffer på 25% på stål og aluminium på den 26. mia. EUR store europæiske eksport til USA offentliggjorde Kommissionsformand Ursula von der Leyen onsdag de europæiske modtræk, der består af to trin. Trin 1: Pr. 1. april genindføres de toldsatser, der var fastlagt under den seneste handelskrig med Donald Trump. Det omfatter varer for 8. mia. EUR. Trin 2: Fra midten af april vil EU indføre tariffer på varer til en værdi af 18. mia. EUR, så det samlede antal tarifbelagte varer svarer til en værdi af 26 mia. EUR.

Om det stopper her, vides ikke, idet Donald Trump angiveligt ønsker at indføre yderligere tariffer på europæiske varer. Ifølge ham fordi "Europe was created to screw the United States". Sker det vil EU fra midten af april indføre tilsvarende modsvar. USA kalder de nye tariffer for gengældelsestariffer på noget, som de mener, Europa har pålagt amerikanske varer. Problemet er, at meget tyder på, at Donald Trump anser moms for at være en tarif(!) og kan på den baggrund vælge af lægge "gengældelsestold" på stort set alle varer i Europa og mod alle landene, der har moms som en indtægtskilde for staten (på alle varer både europæiske og amerikanske). Satser der ligger mellem 17% i Luxembourg og 27% i Ungarn. Men hvor mange lande har reduceret moms på "nødvendighedsvarer".

Tyskland stiler mod at fjerne "gælds-bremsen" ...

I Tyskland er der nu nedsat 16 arbejdsgrupper i "Bundestag" (parlamentet), der skal bruge de næste 10 dage på at udarbejde et regeringsgrundlag mellem CDU/CSU og SPD, hvilket forventes at føre til en regering, der kan annonceres inden påske. Det vil sige i midten af april. Inden da tilstræber den kommende regering at få ændret den såkaldte gældsbremse inden den 25. marts (hvor en den nye forbundsdag samles for første gang med en ny sammensætning) og åbne op for et historisk investeringsboom indenfor forsvar, energi og infrastruktur.

Den kommende uge: Fed, detailsalg og Zew indikator

Der er nok ikke megen tvivl om, at fokus i den kommende uge bliver koncentreret om det amerikanske rentemøde onsdag (uden renteændringer), men fokus på nye estimater og de såkaldte "dot-plots". USA byder desuden på tal for detailsalget, der forventes at stige (en smule) ovenpå januars skuffelse. I Europa fokus på nye (Bloomberg) vækstestimater og tysk Zew indikator. Læg i øvrigt mærke til, at de amerikanske nøgletal kommer en time tidligere idet USA startede sommertid i søndags.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 17. marts					
03:00	Kina	Arbejdsledelsesprocent (feb.)	5,1%	-	5,1%
08:00	Danmark	PPI (feb.)	-0,1% (12,1%)	-	-
08:30	Eurozonen	Bloomberg Economic Survey, 2025 (mar.)	(0,9%)	-	-
08:35	Tyskland	Bloomberg Economic Survey, 2025 (mar.)	(0,3%)	-	-
08:40	Frankrig	Bloomberg Economic Survey (mar.)	(0,7%)	-	-
08:45	Italien	Bloomberg Economic Survey (mar.)	(0,6%)	-	-
10:00	Italien	Inflation, HICP (feb. /endelig)	1,7%	-	-
13:30	USA	New York Fed PMI, fremstilling (mar.)	5,7	-	-
13:30	USA	Detailsalg (feb.)	-0,5%	-	-2,0
13:30	USA	Kernedetailsalg (feb.)	-0,8%	-	0,3%
15:00	USA	NAHB, Husindeks (mar.)	42	-	42
Tirsdag den 18. marts					
10:00	Eurozonen	ECB's Rehn taler	-	-	-
10:00	Italien	Handelsbalance total/EU (jan.)	5980 / -1861 mio.	-	-
11:00	Tyskland	ZEW, Forventninger (mar.)	26	-	36
11:00	Tyskland	ZEW, Nuværende (mar.)	-88,5	-	-77,0
11:00	Eurozonen	ZEW, Forventninger (mar.)	24,2	-	-
11:00	Eurozonen	Handelsbalance (jan.)	14,6 mia.	-	-
13:30	USA	Nybyggeri (feb.)	1.366.000	-	1.380.000
13:30	USA	Byggetilladelser (feb. /flash)	1.473.000	-	1.450.000
13:30	USA	Importpriser (feb.)	0,3% (1,9%)	-	-0,1%
13:30	USA	Eksportpriser (feb.)	1,3% (2,7%)	-	-0,1%
14:15	USA	Industriproduktion (feb.)	0,5%	-	0,2%
14:15	USA	Kapacitetsudnyttelse (feb.)	77,8%	-	77,8%
Onsdag den 19. marts					
-	Japan	BoJ, rentemøde	0,50%	-	0,50%
00:50	Japan	Eksport / Import (feb.)	(7,3%) / (16,5%)	-	(12,6%) / (0,8%)
00:50	Japan	Kerne-maskinordrer (jan.)	-1,2% (4,3%)	-	-0,1% (6,6%)
05:30	Japan	Industriproduktion (jan. /endelig)	-1,1% (2,6%)	-	-
07:00	Japan	Maskinordrer (feb. /endelig)	3,5%	-	-
11:00	Eurozonen	Inflation, CPI (feb. /endelig)	0,5% (2,5%)	0,5% (2,5%)	0,5% (2,5%)
11:00	Eurozonen	Kerneinflation (feb. /endelig)	(2,6%)	(2,6%)	(2,6%)
19:00	USA	Fed, nedre/øvre rentebånd	4,25% - 4,50%	4,25% - 4,50%	4,25% - 4,50%
19:30	USA	Fed, pressemøde	-	-	-
Torsdag den 20. marts					
02:00	Kina	Prime Loan rate, 1 år / 5 år	3,10% / 3,60%	-	3,10% / 3,60%
09:00	Europa	ECB's Lagarde i Europaparlamentet	-	-	-
09:30	Sverige	Riskbank, rentemøde	2,25%	2,25%	2,25%
09:30	Schweiz	Rentemøde	0,50%	0,25%	0,25%
13:00	UK	Rentemøde	4,50%	4,50%	4,50%
13:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	-	-	-
13:30	USA	Philidelphia Fed indeks (mar.)	18,1	-	12,0
14:00	Eurozonen	ECB's Villeroy taler	-	-	-
15:00	USA	Ledende indikator (feb.)	-0,3%	-	-0,2%
15:00	USA	Eksisterende hussalg (feb.)	4,08 mio.	-	3,93 mio.
Fredag den 21. marts					
00:30	Japan	Kerneinflation, CPI (feb.)	(3,2%)	-	-
01:01	UK	GfK, forbrugertillid (mar.)	-20	-	-19
08:00	Danmark	Forbrugertillid (mar.)	-14,5	-	-
08:45	Frankrig	Lønninger (4. kvartal /endelig)	0,4%	-	-
09:45	Eurozonen	ECB's Holzmann taler	-	-	-
16:00	Eurozonen	Forbrugertillid (mar. /flash)	-13,6	-	-12,9

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

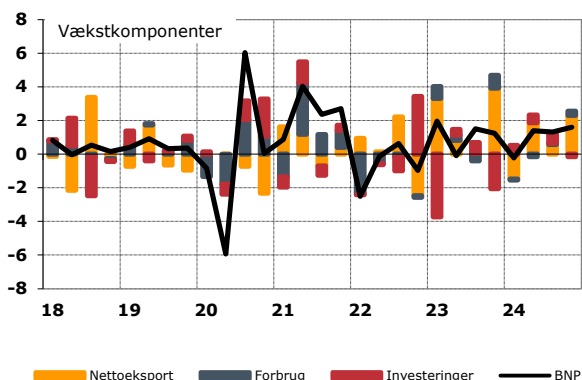
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

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	1,80
10 årig stat, (ultimo)	2,25	2,10	2,55
DKK/USD, (ultimo)	6,75	7,20	7,05

Figur 1: Danmark, vækstbidrag (k-k)

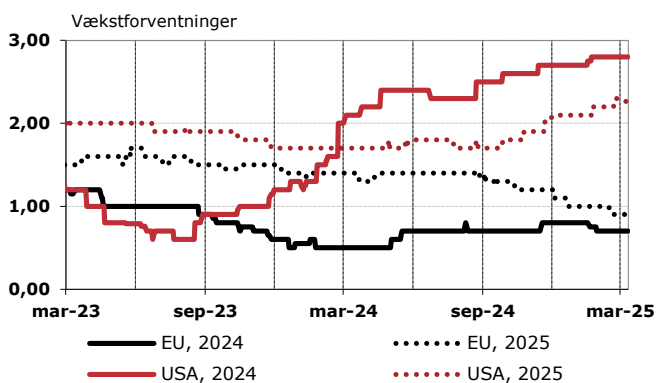


Dansk forsyningsbalance (pr. 28. februar 2025)			
Ændring, procent p.a. *	2023	2024	2025E
Bruttonationalprodukt*	2,5	3,6	2,9
Import*	3,7	1,7	3,3
Eksport*	10,4	7,6	5,9
Privatforbrug*	1,4	0,9	1,7
Off. forbrug*	0,2	1,8	1,6
Investeringer*	-6,6	-0,1	2,5
Lagre (vækstbidrag)	-1,2	1,2	0,0
Beskæftigelse, tusinde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

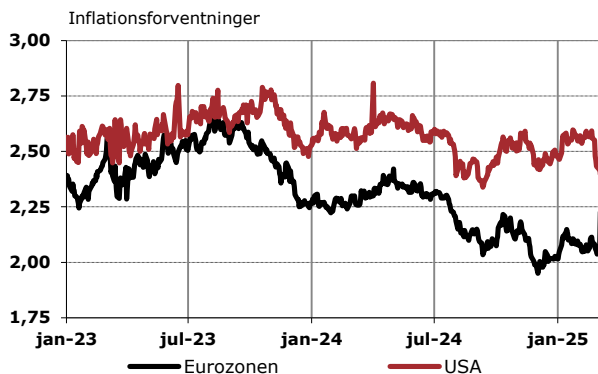
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 28. februar 2025

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
14-03-25	2,10	2,50	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 - 4,00	4,25	0,60	2,25	4,00	0,25
Dec 25	1,60	2,00	3,50 - 3,75	4,25	0,70	2,25	4,00	0,25
Mar 26	1,60	2,00	3,25 - 3,50	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)

	14-03-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	746,03	746	746	746
USD/DKK	685,34	685 ↓	695	680 ↓
JPY/DKK	4,61	4,65	4,70	4,90 ↑
GBP/DKK	887,00	890	885	885 ↑
SEK/DKK	67,41	67	67	70 ↑
NOK/DKK	64,17	64 ↑	65 ↑	67
EUR/USD	108,85	109	107	110 ↑
USD/JPY	148,64	147	148	139 ↓
EUR/JPY	161,80	160	159	152 ↓

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	
14-03-25	1,94	2,26	2,55	14-03-25	2,38	2,40	2,67	2,89
jun 25	1,85	2,25	2,50	jun 25	1,90	2,35	2,65	2,85
sep 25	1,80	2,15	2,50	sep 25	1,85	2,30	2,60	2,85
dec 25	1,80	2,20	2,55	dec 25	1,80	2,25	2,65	2,90
mar 26	1,85	2,25	2,60	mar 26	1,80	2,30	2,70	2,95

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.	6. marts 2025	2,10%
	Indskudsbevisrente	-25 bp.	6. marts 2025	2,10%
	Udlånsrente	-25 bp.	6. marts 2025	2,25%
	Diskonto	-25 bp.	6. marts 2025	2,10%
Eurozonen	Repo rente	-25 bp.	6. marts 2025	2,65%
	Indlånsrente	-25 bp.	6. marts 2025	2,50%
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, 14. marts 2025, kl. 11:43