

**Historiske tyske ændringer ... fokus på Ifo ...**

- Den seneste uge bød på to store begivenheder, da den tyske "Bundestag" (og overhuset "Bundesrat") vedtog en reformering af den såkaldte "gældsbremse" og skabelsen af nye kæmpefonde på 500 mia. EUR til investeringer i forsvar, infrastruktur, energi og digitalisering. Dagen efter var der møde i den amerikanske centralbank, der bød på den ventede "vent-og-se" beslutning, der fastholdt renten i en meget usikker tid.
- De 500 mia. EUR skal bruges til at investere i den tyske infrastruktur de kommende 10-12 år. Det er en markant ændring i den finanspolitiske linje fra Tyskland og vidner om, at der de kommende år vil være en markant ændret finanspolitisk villighed i EU sammenlignet med årene fra Finanskrisen frem til Coronakrisen.
- Fed's nye "dot-plots" indikerer rentenedsættelser på 50bp i både 2025 og 2026 og 25bp i 2027 og en langsigtet neutral styringsrente på 3,0%. Vi fastholder vores forventning om, at Fed sænker styringsrenten med 25bp på rentemøderne i juni, september og december samt marts 2026.
- PMI, Ifo og PCE bliver nogle af de vigtige forkortelser, der sammen med et par pengepolitiske taler og et enkelt pengepolitisk møde, kommer til at præge billedet i den kommende uge. Både PMI i Eurozonen og Ifo indekset i Tyskland forventes at stige ... i stil med udviklingen i den seneste uges stigning i det tyske Zew indeks. Det samme ventes at ske i den amerikanske kerne-PCE-inflation – noget der ikke gør fremtiden lettere for Fed!

Indhold

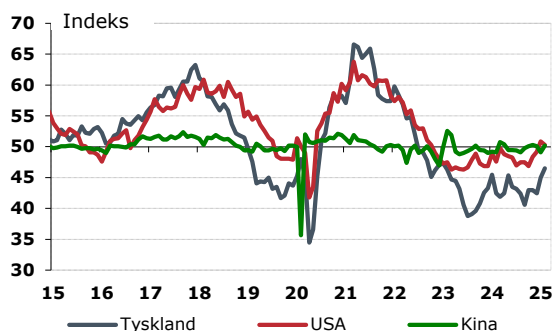
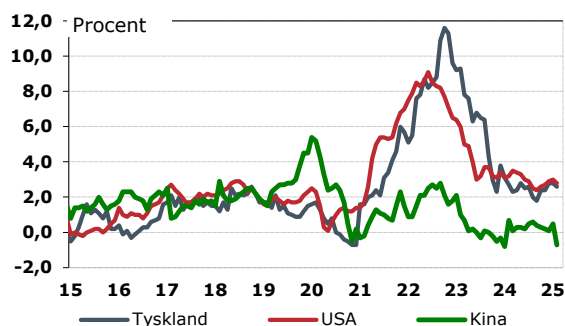
Side 2	Overblik
Side 3	Nøgletalstabel
Side 4	Makroøkonomi
Side 5	Renter & valuta
Side 6	Disclaimer

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
Eurozone	Man.	PMI, sammensat (mar.)	50,2	-	50,5
Tyskland	Tir.	Ifo barometer (mar.)	85,2	-	86,6
USA	Fre.	Inflation, kerne-PCE (feb.)	0,3% (2,6%)	-	0,3% (2,7%)

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

Historiske tyske ændringer ... fokus på Ifo

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

Den seneste uge bød på to store begivenheder, da den tyske "Bundestag" (og overhuset "Bundesrat") vedtog en reformering af den såkaldte "gældsbremse" og skabelsen af nye kæmpefonde på 500 mia. EUR til investeringer i forsvar, infrastruktur, energi og digitalisering. Dagen efter var der møde i den amerikanske centralbank, der bød på den ventede "vent-og-se" beslutning, der fastholdt renten i en meget usikker tid.

Kraftig rebound i Zew-målingen

Ovenpå det tyske valg og udsigten til en relativ hurtig regeringsdannelse - og ikke mindst reformeringen af den såkaldte gældsbremse, der åbner op for markante investeringer i forsvar, infrastruktur, energi og digitalisering - var målingen af Zew indekset imødeset med stor spænding. Var det for tidligt at se et skift i stemningen, eller er mere positive vækstudsigter allerede på vej ind i målingerne?

Zew målingen, der blev offentliggjort tirsdag formiddag, viste den største stigning i forventningerne siden 2012 (på nær et par måneder efter Corona- og inflationskriserne i 2020 og 2023) - som var det tidspunkt Europa så småt var på vej ud af Finans- og gældskrisen.

Tyskland går all in ...

Vækstfrygten har længe været til stede i den europæiske økonomi og har fået ny næring i forbindelse med en potentiel handelskrig med USA og dennes effekt på væksten. Især tysk økonomi har haft det svært længe, og der har indtil for nylig ikke været den store tiltro til, at Tyskland ville kunne komme ud af problemerne på kort sigt, da de blandt andet har spændt ben for sig selv finanspolitik med den gældsbremse, der forhindrer for store strukturelle underskud på de offentlige budgetter.

Det ser dog ud til, at EU med stor (og fornyet) opbakning fra Tyskland vil til at bruge massive summer på oprustning - der senest kom til udtryk ved, at EU vedtog en forsvarspakke på 800 mia. euro, der skal sikre at EU-lande kan opruste over de kommende år. Derudover er de tyske partier CDU/CSU, SPD og De Grønne gået sammen om at ændre på den såkaldte "gældsbremse" samt oprette en infrastrukturfond på 500 mia. euro inden den nye Bundestag træder til d. 25. marts.

De 500 mia. EUR skal bruges til at investere i den tyske infrastruktur de kommende 10-12 år. Det er en markant ændring i den finanspolitiske linje fra Tyskland og vidner om, at der de kommende år vil være en markant ændret finanspolitisk villighed i EU sammenlignet med årene fra Finanskrise frem til Coronakrisen. Både forsvarspakken fra EU og den nye fond i Tyskland vil begge understøtte væksten i den europæiske økonomi de kommende år, om end effekten nok først vil være rigtig synlig fra næste år.

Fed signalerer lavere vækst ... og rente ...

I USA holdt Fed helt som ventet styringsrenten uændret på onsdagens rentemøde og annoncerede, at centralbanken fra april vil sænke tempoet, hvormed beholdningen af obligationer nedbringes. En justering der ifølge Powell er en rent teknisk justering og ikke skal ses som et pengepolitisk signal. Fed betonedede, at usikkerheden om de økonomiske udsigter er høje (og øget), hvilket direkte fremgik af pressemeddelelsen, hvor Feds vurdering af usikkerheden om deres økonomiske forecast var fremhævet ... og blev efterfølgende understreget af Powell på pressemødet.

Fed medlemmerne forventer i den opdaterede prognose lavere vækst, marginalt under trend (1,8%) i 2025 og på trend i 2026 og 2027. Marginalt højere arbejdsløshedsrate i 2025 og uændret arbejdsløshedsrate i 2026 og 2027. Samtidig forventer de højere kerneinflation i 2025 (2,8% mod tidligere 2,5%), men uændret kerneinflation i 2026 (2,2%) og 2027 (2,0%). Fed medlemmerne ser samtidigt (i forhold til de seneste økonomiske skøn fra december 2024) større risiko på nedsiden rent vækstmæssigt, større risiko på opsidens rent arbejdsløshedsratemæssigt og marginalt højere risiko på opsidens rent inflationsmæssigt.

Økonomien er dog ifølge Powell fortsat et godt sted, og Fed har tid til at afvente yderligere data (og yderligere klarhed over nettoeffekten af Trump administrationens politikker). Powell betonedede flere gange, at vi indtil videre primært har set svaghed i forbrugertilliden ("bløde data"), mens forbrug og beskæftigelse ("hårde data") fortsat viser en robust økonomi. Powell betonedede samtidigt, at sammenhængen mellem "bløde" og "hårde" data har været svagere end normalt de senere år. Feds rentebane er uændret og indikerer: Rentenedsættelser på 50bp i både 2025 og 2026 og 25bp i 2027 og en langsigtet neutral styringsrente på 3,0%. Vi fastholder vores forventning om, at Fed sænker styringsrenten med 25bp på rentemøderne i juni, september og december samt marts 2026. Usikkerheden om den pengepolitiske kurs er dog stor set i lyset af den store usikkerhed om de økonomiske udsigter.

Den kommende uge: PMI, Ifo og PCE

Det bliver nogle af de vigtige forkortelser, der sammen med et par pengepolitiske taler og et enkelt pengepolitisk møde - der kommer til at præge billedet i den kommende uge. Ugen starter med flash-estimater på PMI i Tyskland, Frankrig og Eurozonen, der på alle tre områder og på både industri og service forventes at vise fremgang. Det samme gælder tirsdagens Ifo barometer, der forventes at stige fra 86,2 til 86,6 ... men fra niveauer der kun er set på samme niveauer under Pandemien og Corona og kun set lavere under finanskrise.

I USA fokus på PCE-kerneinflation som er Fed's fortrukne inflationsmål, og som forventes at stige fra 2,6% til 2,7%.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 24. marts					
09:15	Frankrig	S&P PMI, Industri (mar.)	45,8	-	46,1
09:15	Frankrig	S&P PMI, Service (mar.)	45,3	-	46,0
09:15	Frankrig	S&P PMI, Sammensat (mar.)	45,1	-	-
09:30	Tyskland	S&P PMI, Industri (mar.)	46,5	-	47,0
09:30	Tyskland	S&P PMI, Service (mar.)	51,1	-	52,0
09:30	Tyskland	S&P PMI, Sammensat (mar.)	50,4	-	-
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Industri (mar.)	47,6	-	48,0
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Service (mar.)	50,6	-	51,0
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Sammensat (mar.)	50,2	-	50,5
14:45	USA	S&P PMI, Industri (mar.)	52,7	-	51,8
14:45	USA	S&P PMI, Service (mar.)	51,0	-	51,2
14:45	USA	S&P PMI, Sammensat (mar.)	51,6	-	-
Tirsdag den 25. marts					
-	Kina	1 års udlånsrente	2,0%	-	2,0%
06:00	Eurozonen	Registrering af nye biler () (feb.)	0,0	-	-
10:00	Tyskland	Ifo, barometer (mar.)	85,2	-	86,6
10:00	Tyskland	Ifo, nuværende (mar.)	85,0	-	85,2
10:00	Tyskland	Ifo, forventninger (mar.)	8540,0%	-	87,0
14:00	USA	S&P huspriser (Jan)	0,52% (4,48%)	-	-
15:00	USA	Salg af nye huse (feb.)	657k	-	680k
15:00	USA	Byggetilladelser (feb. F)	-10,5%	-	3,5%
15:00	USA	Conf. board, Forbrugertillid (mar.)	98,3	-	94
15:00	USA	Richmond Fed, Industriindeks (mar.)	6,0	-	-
Onsdag den 26. marts					
08:00	UK	Inflation, CPI (feb.)	-0,1% (3,0%)	-	0,5% (2,9%)
08:45	Frankrig	Forbrugertillid (mar.)	93,0	-	94
11:00	Eurozonen	ECB's Villeroy holder tale	-	-	-
13:30	USA	Ordre, varige forbrugsgoder (feb.)	3,2%	-	-0,7%
13:30	USA	Ordre, kernekapitalgoder (feb.)	-0,3%	-	-
Torsdag den 27. marts					
08:00	Danmark	Detailsalg (feb.)	0,3% (5,4%)	-	-
10:00	Norge	Deposit rate	4,50%	4,50%	4,375%
13:30	USA	BNP, endelig (4. kvrt.)	(2,3%)	-	(2,3%)
13:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	223.000	-	-
16:00	USA	Kansas City Fed, PMI (fremstilling) (mar.)	-5,0	-	-
Fredag den 28. marts					
08:00	UK	BNP (4. kvrt.)	0,1% (1,4%)	-	-
08:00	Tyskland	GfK, forbrugertillid (apr.)	-24,7	-	-22,0
08:00	Danmark	Arbejdsledelsesprocent (feb.)	2,50%	-	-
08:45	Frankrig	Inflation HICP, foreløbig (mar.)	0,1% (0,9%)	-	0,4% (1,1%)
09:55	Tyskland	Arbejdsledelsesprocent (mar.)	6,2%	-	-
10:00	Italien	Forbrugertillid (mar.)	98,8	-	-
10:00	Italien	Industritillid (mar.)	87,0	-	-
11:00	Eurozonen	Forbrugertillid (mar.)	-13,6	-	-
11:00	Eurozonen	Økonomisk tillid (mar.)	96,3	-	97,3
11:00	Eurozonen	Industritillid (mar.)	-11,4	-	-10,6
11:00	Eurozonen	Servicetillid (mar.)	6,20	-	-
13:30	USA	Personligforbrug (feb.)	-0,2%	-	0,6%
13:30	USA	Inflation, kerne-PCE (feb.)	0,3% (2,6%)	-	0,3% (2,7%)
15:00	USA	UoM, Forbrugertillid (mar.)	57,9	-	-
15:00	USA	UoM, Nuværende (mar.)	63,5	-	-
15:00	USA	UoM, Forventninger (mar.)	54,20	-	-
15:00	USA	UoM, Inflationsforvent. 1 år (mar.)	4,9%	-	-
15:00	USA	UoM, Inflationsforvent. 5-10 år (mar.)	3,9%	-	-

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

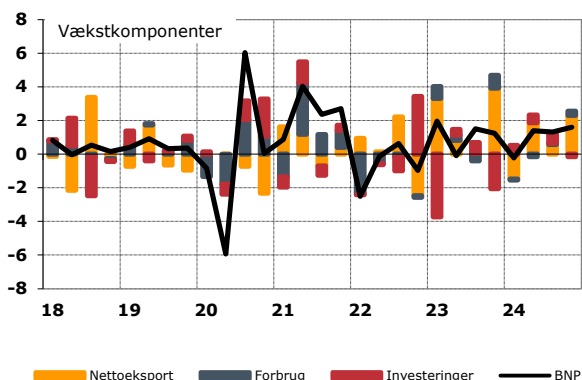
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

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)	1,8 (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	1,9
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)

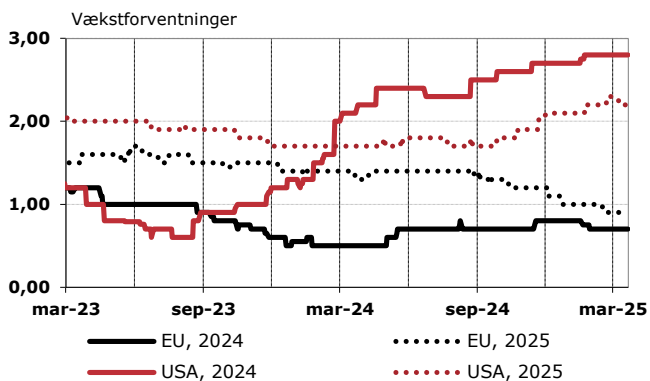


Dansk forsyningsbalance (pr. 28. februar 2025)			
Ændring, procent p.a. *	2023	2024	2025E
Bruttonationalprodukt*	2,5	3,6	2,9
Import*	3,7	1,7	3,3
Eksport*	10,4	7,6	5,9
Privatforbrug*	1,4	0,9	1,7
Off. forbrug*	0,2	1,8	1,6
Investeringer*	-6,6	-0,1	2,5
Lagre (vækstbidrag)	-1,2	1,2	0,0
Beskæftigelse, tusinde	44	28	0

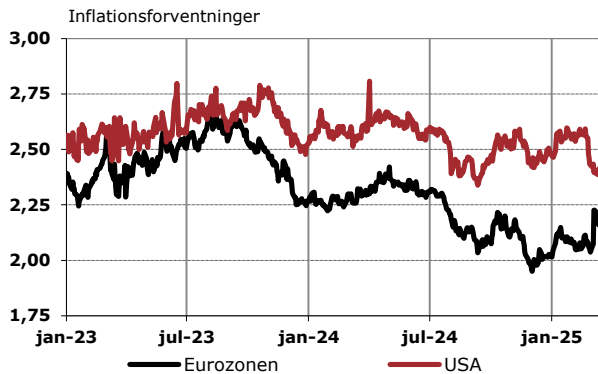
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 21. marts 2025

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
21-03-25	2,10	2,50	4,25 - 4,50	4,50	0,50	2,25	4,50	0,25
Jun 25	1,60	2,00	4,00 - 4,25	4,50	0,60	2,25	4,25	0,25
Sep 25	1,60	2,00	3,75 - 4,00	4,25	0,70	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)

	21-03-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	745,96	746	746	746
USD/DKK	687,78	685	695	680
JPY/DKK	4,62	4,65	4,70	4,90
GBP/DKK	890,30	890	895 ↑	600 ↑
SEK/DKK	68,29	67	68 ↑	70
NOK/DKK	65,45	65 ↑	66 ↑	67
EUR/USD	108,46	109	107	110
USD/JPY	148,84	147	148	139
EUR/JPY	161,42	160	159	152

Figur 1: Valutakurser



Renteforventninger: opdateret 21. marts 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	
21-03-25	1,90	2,20	2,46	21-03-25	2,36	2,36	2,58	2,80
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			
	11-03-25	15-01-25	24-09-24	07-03-24
Aktier	Neutral vægt	Svag overvægt	Svag overvægt	Neutral vægt
Obligationer	Neutral vægt	Svag undervægt	Svag undervægt	Neutral vægt
Stats-/realkreditobligationer	Neutral vægt	Neutral vægt	Svag undervægt	Neutral vægt
Virksomhedsobligationer	Neutral vægt	Svag undervægt	Neutral vægt	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.	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	-25bp.	20. marts 2025	0,25%
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. marts 2025, kl. 13:31