



ECB vil holde renten i ro

- Det er vores klare forventning, at Den Europæiske Centralbank (ECB) holder renterne i ro på rentemødet på torsdag. Vi forventer som udgangspunkt, at ECB holder renten uændret de næste 12 måneder. Kun hvis konjunkturudviklingen begynder at skuffe markant, ser vi mulighed for en enkelt rentenedsættelse – og det kunne være allerede i december. Finansmarkedet forventer implicit, at ECB holder rente uændret frem til marts 2026, hvor de forventes at sætte renten ned med 25 bp.
- De økonomiske nøgletal, der kom i denne uge fra USA, viste kun marginale ændringer i den økonomiske udvikling. Det var også konklusionen på den såkaldte Beige Book, der kom onsdag, og som danner optakten til rentemødet i den amerikanske centralbank (Fed) onsdag den 17. august.
- Det er USA, der nøgletalsmæssigt i fokus i næste uge, hvor der onsdag og torsdag kommer inflationstal for august, som bliver ugens vigtigste nøgletal. Først kommer engrospriser (PPI) og derefter forbrugerpriser (CPI). Begge er vigtige i de aktuelle diskussioner, om den amerikanske centralbank (Fed) skal sætte renten ned eller holde den uændret, og om hvad told-tarifferne gør ved prisudviklingen i USA – og hvornår de slår igennem.

Indhold

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

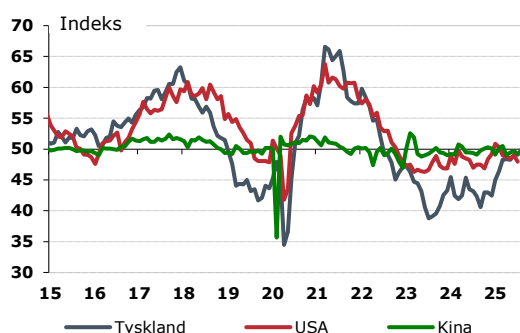
Ansvarshavende redaktør:

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

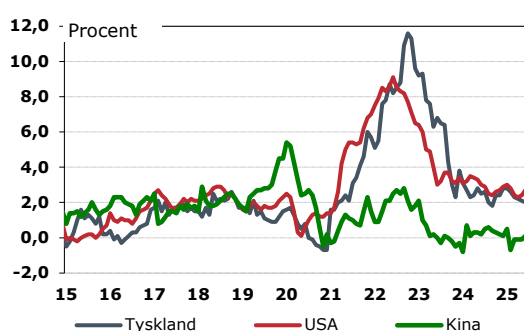
Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)

Land	Dag	Begivenhed	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Eurozonen	To.	ECB, rentemøde	2,00%	2,00%	2,00%
USA	To.	Kerneinflation, CPI (aug)	0,3% (3,1%)	-	0,3% (3,1%)
USA	Fr.	UoM Forbrugertillid (sep)	58,2	-	59,3

Figur 1: PMI indeks, industri



Figur 2: Inflation (år-år i %)



ECB vil holde renten i ro

Chefanalytiker Martin Lundholm, mlu@sparnord.dk, tlf. 96344055

Det er vores klare forventning, at Den Europæiske Centralbank (ECB) holder renterne i ro på rentemødet på torsdag. Det er også markedsconsensus, og det betyder ligeledes, at vi også forventer uændrede renter fra Nationalbanken.

Vi fik i denne uge inflationstal for Eurozonen. Inflationen var i august 2,1% målt på årsbasis, hvilket er uændret i forhold til juli, men en spids højere end forventet, som var 2,0%. Serviceinflationen, som længe har været ECB problembarn, faldt fra 3,2% i juli til 3,1% i august, hvilket er det laveste niveau i flere år, og ser ud til at kunne fortsætte yderligere ned.

Kerneinflationen, der ser bort fra fødevarer og energi, steg fra 2,2% i juli til 2,3% i august.

Derudover fik vi i den forgangne uge også de endelige tal for aktivitetsindekset PMI i august for Eurozonen. PMI-tallet for industrien blev opjusteret fra 50,5 til 50,7, mens PMI-tallet for service-sektoren blev nedjusteret fra 50,7 til 50,5. Samlet set betød det, at det sammensatte PMI-indeks endte på 51,0 mod 51,1 i juli. Da 50 er skillelinjen mellem fremgang og tilbagegang i økonomien, blev udsigten til svag, men positiv vækst i Eurozonen fastholdt.

Alene vurderet på de aktuelle inflationstal, er ECB reelt i mål i forhold til målsætningen om en inflation på 2,0%. Det taler for uændret rente.

Lønudviklingen er stadig på den høje side, men faldende. Kerneinflationen er også lidt for høj. Og endelig er forbrugernes inflationsforventninger, hvor de seneste tal blev offentliggjort den 29. august, 2,6% og 2,5% på henholdsvis 1 og 3 års sigt, hvilket var 0,1%-point højere end forventet. Alt det taler imod en rentenedsættelse på torsdag.

Derfor forventer vi uændret rente på rentemødet på torsdag. Vi forventer som udgangspunkt, at ECB holder renten uændret de næste 12 måneder. Kun hvis konjunkturudviklingen begynder at skuffe markant, ser vi mulighed for en enkelt rentenedsættelse – og det kunne være allerede i december.

Finansmarkedet forventer implicit, at ECB holder rente uændret frem til marts 2026, hvor de forventes at sætte renten ned med 25 bp.

Uændret momentum i amerikansk økonomi

De økonomiske nøgletal, der kom i denne uge fra USA, viste kun marginale ændringer i den økonomiske udvikling. Det var også konklusionen på den såkaldte Beige Book, der kom onsdag, og som danner optakten til rentemødet i den amerikanske centralbank (Fed) onsdag den 17. august.

Aktivitetsindekset ISM for industrien, der kom tirsdag, steg fra 48,0 til 48,7. Ser vi på underkomponenterne, så faldt prisindekset fra 64,8 til 63,7, hvilket er positivt, men

niveauet på langt over 50 indikerer dog stadig, at der er en stort, underliggende prispres. Beskæftigelsesindekset steg marginalt fra 43,4 til 43,8, men den langsigtede tendens er fortsat et lavt og faldende beskæftigelsesindeks.

Aktivitetsindekset ISM for service-sektoren, der kom torsdag, steg fra 50,1 til 52,0 mod forventet 51,0, og signalerer dermed tiltagende aktivitet understøttet af nye ordrer, der steg fra 50,3 til 56,0. Beskæftigelsen indikerer modsat tilbagegang med et indeks på 46,5 i august mod 46,4 i juli, da service-sektoren er kendetegnet ved højt input af arbejdskraft. Prispresset er der stadig, da prisindikatoren stadig er høj (69,2), men en anelse ned i forhold til juli (69,9).

Da den vigtige arbejdsmarkedsrapport først offentliggøres efter deadline på denne klumme, kender vi i skrivende stund ikke udfaldet heraf.

Næste uges nøgletal

Det er USA, der nøgletalsmæssigt er i fokus i næste uge.

Tirsdag kommer tillidsindikatoren NFIB for august, der tager temperaturen hos de små og mellemstore virksomheder i USA. Efter en kraftig optur i slutningen af 2024 omkring valget Trump som næste præsident, satte NFIB sig frem til april, for så at stige igen.

Onsdag og torsdag kommer der inflationstal for august, som bliver ugens vigtigste nøgletal. Først kommer engrospriser (PPI) og derefter forbrugerpriser (CPI). Begge er vigtige i de aktuelle diskussioner, om den amerikanske centralbank (Fed) skal sætte renten ned eller holde den uændret, og om hvad told-tarifferne gør ved prisudviklingen i USA – og hvornår de slår igennem.

Udfordringen med PPI er, at det i forvejen er meget svingende. I juli steg de 0,9% i forhold til måneden før, og forventningen til august-tallet er 0,3%. Fokus bliver nok mest på, hvordan prisudviklingen er på henholdsvis importen og eksporten i lyset af tarifferne.

Forbrugerpriserne (CPI) forventes at stige fra 0,2% til 0,3% målt på månedsbasis, svarende til årstigningstakter på hhv. 2,7% og 2,9%. Kerneinflationen ventes at være uændret 0,3% på måneden og 3,1% på årsbasis.

Fredag slutter nøgletalsmæssigt med forbrugertillidsindikatoren fra University of Michigan. Forventningen er, at indikatoren stiger fra 58,2 til 59,3.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal (Uge 34 & 35)	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 8. september					
01:50	Japan	BNP (2 kvrt.)	1,0%	-	1,0%
08:00	Danmark	Industriproduktion (juli)	2,7%	-	-
08:00	Tyskland	Industriproduktion (juli)	-1,9% (-3,6%)	-	-
08:00	Tyskland	Eksport (juli)	0,8%	-	-
08:00	Tyskland	Import (juli)	4,2%	-	-
10:30	Eurozonen	Sentix, Investortillid (sep)	-3,7	-	-
21:00	USA	Forbrugerkredit (juli)	\$7,371 mia.	-	\$10,000 mia.
Tirsdag den 9. september					
00:00	Kina	Eksport (aug)	7,2%	-	-
00:00	Kina	Import (aug)	4,1%	-	-
00:00	Kina	Handelsbalance (aug)	\$98.24b	-	-
08:00	Japan	Maskinordrer (aug)	3,6%	-	-
08:00	Danmark	Betalingsbalance (juli)	27,3 mia.	-	-
08:45	Frankrig	Industriproduktion (juli)	3,8% (2,0%)	-	-
12:00	USA	NFIB, SMV-tillid (aug)	100,3	-	-
Onsdag den 10. september					
03:30	Kina	PPI (aug)	(-3,6%)	-	(-2,9%)
03:30	Kina	Inflation, CPI (aug)	(0,0%)	-	(-0,2%)
08:00	Danmark	Inflation, CPI (aug)	1,5% (2,3%)	-	-
08:00	Danmark	Inflation HICP (aug)	1,7% (2,2%)	-	-
08:00	Norge	Inflation, CPI (aug)	0,8% (3,3%)	-	-
08:00	Sverige	Industriordrer (juli)	5,7% (1,0%)	-	-
08:00	Sverige	Privatforbrug (juli)	0,6% (2,1%)	-	-
14:30	USA	PPI (aug)	0,9% (3,3%)	-	0,3%
14:30	USA	Kerne PPI (aug)	0,9% (3,7%)	-	0,3%
16:00	USA	Engroslagre (juli)	0,2%	-	-
Torsdag den 11. september					
01:50	Japan	PPI (aug)	0,2% (2,6%)	-	0,0% (2,8%)
06:00	Sverige	Arbejdsløshed (aug)	4,0%	-	-
08:00	Sverige	Inflation, CPI (aug)	-	-	-
14:15	Eurozonen	ECB, Deposit	2,00%	2,00%	2,00%
14:15	Eurozonen	ECB, Refi	2,15%	2,15%	2,15%
14:45	Eurozonen	ECB pressemøde			
14:30	USA	Inflation, CPI (aug)	0,2% (2,7%)	-	0,3% (2,9%)
14:30	USA	Kerneinflation (aug)	0,3% (3,1%)	-	0,3% (3,1%)
14:30	USA	Reale gns. timelønninger (aug)	1,2%	-	-
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse (6. sep.)	-	-	-
20:00	USA	Off. budget (aug)	-\$380.1 mia.	-	-
Fredag den 12. september					
00:00	Tyskland	Betalingsbalance (juli)	18,6 mia.	-	-
06:30	Japan	Industriproduktion (juli)	-1,6% (-0,9%)	-	-
08:00	UK	Industriproduktion (juli)	0,7%	-	-
08:00	Tyskland	Inflation, CPI (aug)	0,1% (2,2%)	-	-
08:00	UK	Industriproduktion (juli)	0,7% (0,2%)	-	-
08:00	UK	Handelsbalance (juli)	-£5015m	-	-
08:45	Frankrig	Inflation, CPI (aug)	0,4% (0,9%)	-	-
16:00	USA	UoM, Forbrugertillid (sep)	58,2	-	59,3
16:00	USA	UoM, Nuværende (sep)	61,7	-	-
16:00	USA	UoM, Forventninger (sep)	55,8	-	-
16:00	USA	UoM, Inflationsforvent. 5-10 år (sep)	3,5%	-	-

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

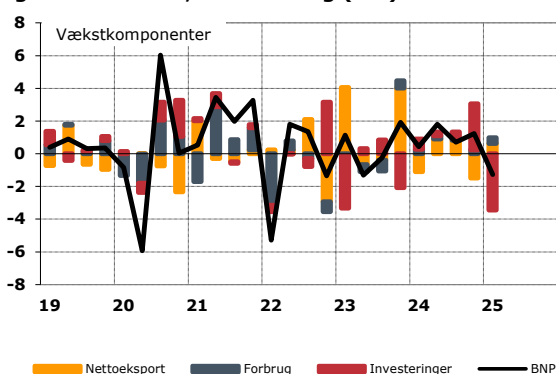
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

Vækst, BNP procent å-å (pr. 15. august 2025)*			
	2024	2025E	2026E
Global	3,3	(2,8)	(2,8)
Danmark	3,5	2,1 (2,5)	2,1 (1,9)
Eurozonen	0,9	1,0 (1,1)	1,2 (1,1)
Tyskland	-0,2	0,2 (0,3)	1,2 (1,1)
USA	2,8	1,5 (1,6)	1,5 (1,7)
Kina	5,0	(4,8)	(4,2)
Japan	0,2	0,7 (0,8)	0,6 (0,8)
England	1,1	1,0 (1,1)	1,3 (1,2)
Sverige	1,0	1,4 (1,4)	2,0 (2,1)
Norge	0,6	1,3 (1,5)	1,5 (1,5)

* Konsensuskøn i parentes

Danske nøgletal (pr. 15. august 2025)			
	2024	2025E	2026E
Inflation, pct.	1,4	1,8	1,6
Arbejdsløshed, pct. (brutto)	2,9	2,9	3,0
Arbejdsløshed, tusinder	87	88	95
Off. saldo, pct. af BNP	4,5	2,2	1,8
Off. gæld, pct. af BNP	31,1	29,5	28,5
Betalingsbalance, mia.	385	390	380
Indskudsbevisrente (ultimo)	2,60	1,60	1,60
3 mdr. Cibur (ultimo)	2,65	1,85	1,80
10 årig stat, (ultimo)	2,10	2,50	2,70
DKK/USD, (ultimo)	7,20	6,30	6,50

Figur 1: Danmark, vækstbidrag (k-k)

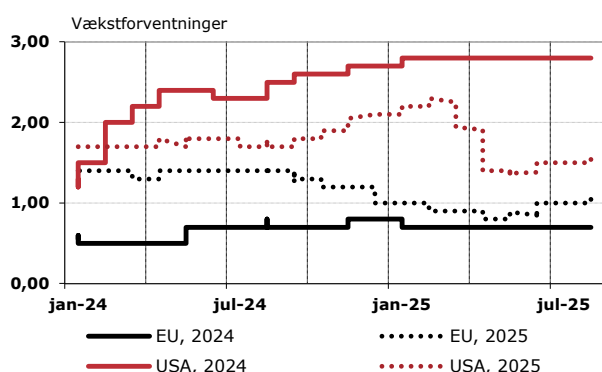


Dansk forsyningsbalance (pr. 11. juli 2025)			
Ændring, procent p.a. *	2024	2025E	2026E
Bruttonationalprodukt*	3,5	2,1	2,1
Import*	4,1	0,0	3,3
Eksport*	7,1	1,7	3,4
Privatforbrug*	1,0	1,9	1,9
Off. forbrug*	1,0	-0,9	1,7
Investeringer*	3,0	-0,9	2,9
Lagre (vækstbidrag)	-0,5	0,0	0,0
Beskæftigelse, tusinde	22	25	10

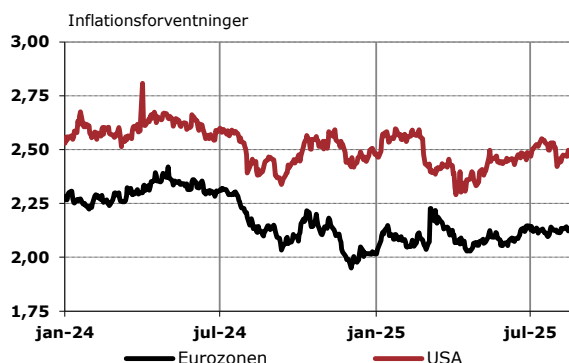
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 15. august 2025

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
05-09-25	1,60	2,00	4,25 - 4,50	4,00	0,50	2,00	4,25	0,00
Dec 25	1,60	2,00	3,50 - 3,75	4,00	0,60	2,00	4,00	-0,10
Mar 26	1,60	2,00	3,25 - 3,50	4,00	0,70	2,00	4,00	-0,10
Jun 26	1,60	2,00	3,25 - 3,50	3,75	0,75	2,00	3,75	-0,10
Sep 26	1,60	2,00	3,25 - 3,50	3,75	0,75	2,00	3,75	-0,10

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)

	05-09-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	746,50	746	746	746
USD/DKK	639,56	640	630	655
JPY/DKK	4,31	4,35	4,40	4,80
GBP/DKK	860,51	860	865	900
SEK/DKK	67,76	67	68	70
NOK/DKK	63,59	63	64	67
EUR/USD	116,72	117	118	114
USD/JPY	148,21	147	143	136
EUR/JPY	173,00	171	170	155

Figur 1: Valutakurser



Renteforventninger: opdateret 15. august 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
05-09-25	1,69	1,95	2,55	05-09-25	1,97	2,16	2,45
dec 25	1,60	1,90	2,50	dec 25	1,85	2,05	2,40
mar 26	1,65	1,95	2,65	mar 26	1,80	2,05	2,40
jun 26	1,70	2,05	2,70	jun 26	1,85	2,10	2,45
sep 26	1,80	2,15	2,80	sep 26	1,90	2,15	2,50

Anbefalet aktivallokering

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

Aktivklasse	Dato			
	24-06-25	10-04-25	14-03-25	15-01-25
Aktier	Neutral vægt	Neutral vægt	Neutral vægt	Svag overvægt
Obligationer	Neutral vægt	Neutral vægt	Neutral vægt	Svag undervægt
Stats-/realkreditobligationer	Neutral vægt	Neutral vægt	Neutral vægt	Neutral vægt
Virksomhedsobligationer	Neutral vægt	Neutral vægt	Neutral vægt	Svag undervægt

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	1,60%
	Indskudsbevisrente	-25 bp.	6. marts 2025	1,60%
	Udlånsrente	-25 bp.	6. marts 2025	1,75%
	Diskonto	-25 bp.	6. marts 2025	1,60%
Eurozonen	Repo rente	-25 bp.	6. marts 2025	2,15%
	Indlånsrente	-25 bp.	6. marts 2025	2,00%
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.	7. august 2025	4,00%
Sverige	Repo rente	-25 bp.	29. januar 2025	2,00%
Norge	Depositrente	+25 bp.	14. december 2023	4,25%
Schweiz	Policy rate	-25bp.	19. juni 2025	0,00%
Kina	Reservekrav	-50 bp.	7. maj 2025	9,00%
	Indlånsrente	-25 bp.	23. oktober 2015	1,50%
	Udlånsrente, 1 års prime rate	-10 bp.	20. maj 2025	3,00%

ANSVARSRASKRIVELSE:

Denne publikation er udgivet af Spar Nord Bank A/S, Postboks 162, 9100 Aalborg. Publikationen er markedsføringsmateriale og opfylder derfor ikke de retskrav, der stilles til investeringsanalyser. Oplysningerne i publikationen er ikke investeringsanbefalinger og er ikke et tilbud om eller en opfordring til køb eller salg af de pågældende finansielle instrumenter. 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. Spar Nord Bank A/S fraskriver sig ethvert ansvar for tab for dispositioner foretaget på baggrund af publikationen.

Gengivelsen af publikationen eller dele heraf er ikke tilladt uden forudgående tilladelse. 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, prognoser, vurdering af gevinstpotentiale og værdiansættelsesmæssige betragtninger kan ikke opfattes som en pålidelig indikator for fremtidig udvikling. Medmindre andet er angivet, er afkastberegninger opgjort eksklusive handelsomkostninger og eventuel skat. Den fremtidige kursudvikling og/eller det fremtidige afkast kan blive negativt, og gevinster eller tab kan blive forøget eller formindsket som følge af valutakursudsving.

Redaktionen afsluttet, 05. september 2025, kl. 09:31