

**Holder Europa kadencen ...?**

- Donald Trump fik i fredags endnu engang aktiemarkederne til at ryste, da han annoncerede 100 % ekstra told på import fra Kina fra 1. november. Der er dog siden kommet mere formildende toner fra den amerikanske præsident, hvilket gav aktierne et comeback.
- USA's centralbankchef, Jerome Powell, vurderede i en tale tirsdag, at inflation og beskæftigelse stort set udvikler sig som forventet, men advarer om voksende svaghed på arbejdsmarkedet. Efter den første rentenedsættelse i 2025 (den 17. september) på 0,25 procentpoint fastholder Fed muligheden for yderligere to nedsættelser i år for at støtte økonomien.
- Der er stadig en række amerikanske nøgletal, der er forsinkede på grund af den delvise nedlukning af den amerikanske stat, og der er ikke udsigt til, at en løsning er lige om hjørnet. Kommer der en aftale, der betyder, at embedsmændene kan vende tilbage til arbejdet, vil der komme en række længe ventede nøgletal – vigtigst naturligvis jobrapporten for september, der skulle være kommet forrige uge.
- Nøgletalskalenderen vil højst sandsynligt fortsat være påvirket af nedlukningen af den amerikanske centraladministration, der nu går ind i sin tredje uge – og som i stigende grad ser ud til at kunne fortsætte ind i november!
- Til trods for det bliver der dog offentliggjort visse nøgletal. Fx de amerikanske forbrugerpriser, der skulle være offentliggjort i onsdags, er nu annonceret til at blive offentliggjort på fredag. Ellers er fokus på nye europæiske PMI-data fredag med indeks, der ligger tæt på 50

Indhold

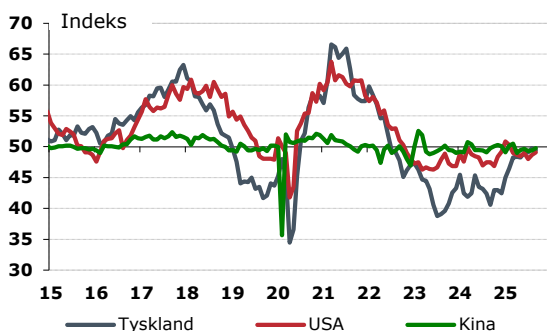
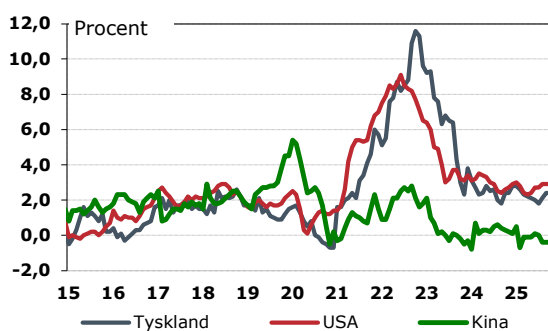
Side 2	Overblik
Side 3	Nøgletalstabel
Side 4	Makroøkonomi
Side 5	Renter & valuta
Side 6	Disclaimer

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
Kina	Man.	BNP (3. kvrt.)	1,1% (5,2%)	-	0,8% (4,7%)
Eurozonen	Fre.	PMI, sammensat (okt.)	-	-	-
USA	Fre.	Kerneinflation, CPI (okt.)	0,3% (3,1%)	-	0,3% (3,1%)

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

Holder Europa kadencen ...?

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

Donald Trump fik i fredags endnu engang aktiemarkedene til at ryste, da han annoncerede 100 % ekstra told på import fra Kina fra 1. november. Der er dog siden kommet mere formildende toner fra den amerikanske præsident, hvilket gav aktierne et comeback. Den bevægelse hen over sidste weekend fik endnu engang "markedet" til at finde øgenavnet TACO frem af skuffen: "Trump Always Chicken Out" – det vil sige, at han er hård i retorikken, men vender hurtigt, når han ser markedet gå kraftigt sydpå.

De nye toldtrusler er kommet med den begrundelse, at det er et modsvar på, at Kina har lagt eksportrestriktioner på sjældne jordarter. Hvis der kommer en told på 100 %, vil den samlede told på kinesisk import være 130 %. Den kinesiske regering har annonceret modforanstaltninger mod de nye toldtrusler, og med nyt fokus fra Trump på det "manglende" kinesiske køb af amerikansk sojaolie var denne uge en påmindelse om, at Trump ikke nødvendigvis er færdig med sin handelskrig. Det er dog også en påmindelse om, at Donald Trumps trusler sjældent skal tages for pålydende, men ofte er et udgangspunkt for forhandlinger.

Powell signalerer flere rentenedsættelser

USA's centralbankchef, Jerome Powell, vurderede i en tale tirsdag, at inflation og beskæftigelse stort set udvikler sig som forventet, men advarer om voksende svaghed på arbejdsmarkedet. Efter den første rentenedsættelse i 2025 (den 17. september) på 0,25 procentpoint fastholder Fed muligheden for yderligere to nedsættelser i år for at støtte økonomien. Det vil i givet fald sige på årets sidste to møder den 29. oktober og den 10. december. Powell bemærker dog, at den igangværende føderale nedlukning gør det svært at få adgang til officielle økonomiske data, hvilket kan komplicere beslutningsgrundlaget.

Samtidig er der uenighed internt i centralbanken: Nogle medlemmer, herunder Christopher Waller, ønsker gradvise yderligere rentenedsættelser, mens andre – som nyudnævnte Stephen Miran – går ind for hurtigere og større lempelser. En tredje gruppe advarer derimod mod for mange rentenedsættelser af frygt for fortsat inflationspres og nye prisstigninger som følge af præsident Trumps toldpolitik.

Nøgletal fortsat forsinkede

Der er stadig en række amerikanske nøgletal, der er forsinkede på grund af den delvise nedlukning af den amerikanske stat, og der er ikke udsigt til, at en løsning er lige om hjørnet. Kommer der en aftale, der betyder, at embedsmændene kan vende tilbage til arbejdet, vil der komme en række længe ventede nøgletal – vigtigst naturligvis jobrapporten for september, der skulle være kommet forrige uge. Tallene ligger formentlig stort set klar, men der er endnu ikke tegn på, at de vil blive offentliggjort før en fuld genåbning af statsemdsværket. Ét tal har dog fået annonceret en ny dato, nemlig de amerikanske inflationstal, der skulle have været offentliggjort den 15. oktober, men som er rykket til fredag den 24. oktober – nedlukning eller ej!

Fra USA fik vi en række aktivitetsbarometre/erhvervstillidsmålinger i løbet af ugen. Det gælder bl.a. det regionale barometer Empire, der kom ud onsdag med en relativ kraftig stigning fra -8,7 til +10,7 – noget over forventningen og det højeste niveau siden 2022 målt på et 3-måneders glidende gennemsnit. Philly Fed, der kom ud torsdag, viste modsat et fald – samtidig med at der blev annonceret stigende

producentpriser og relativt robust detailsalg. Det er ofte vigtigt, hvilke signaler vi kan tage med fra de regionale målinger, især i en tid, hvor de amerikanske vækstudsigter er noget usikre. Endelig kom der en september-tillidsmåling for de små og mellemstore virksomheder, der viste et nyt tilbagefald oven på stigningerne fra april til august.

De amerikanske inflationstal for september er desuden planlagt til at udkomme på onsdag. Det er dog – grundet nedlukningen af den føderale stat – højst usikkert, om det ender med at blive sådan. Seneste nyt er, at den amerikanske administration har bedt udvalgte medarbejdere i BLS (specifikt dem, der står for at udarbejde CPI-data) om at komme på arbejde for at få inflationstallene klargjort trods nedlukningen. Det kan dog stadig indebære en forsinkelse af tallene til senere på ugen eller næste uge.

Lille opjustering fra IMF

IMF advarede i den netop opdaterede World Economic Outlook om svage udsigter for verdensøkonomien. Den Internationale Valutafond (IMF) hæver dog sit skøn for global økonomisk vækst i 2025 fra 3,1 % til 3,2 %, mens prognosen for 2026 fastholdes på 3,1 %. Til trods for en vis modstandskraft er vækstudsigterne stadig "dæmpede", ifølge IMF. IMF forhøjer de amerikanske vækstforventninger en smule for både 2025 og 2026 – og en smule for eurozonen for 2025.

IMF fremhæver fire betydelige risikofaktorer, der kan trække væksten nedad: En mulig overophedning og efterfølgende korrektion i teknologi- og AI-investeringer. Kinas fortsatte problemer med ejendomsmarkedet og gældsætning. Svækkede statsfinanser og manglende råderum for offentlige investeringer. Politiske og institutionelle risici – fx pres på centralbankers selvstændighed og troværdighed.

Den kommende uge: PMI og blackout fra Fed og ECB

Nøgletalskalenderen vil højst sandsynligt fortsat være påvirket af nedlukningen af den amerikanske centraladministration, der nu går ind i sin tredje uge – og som i stigende grad ser ud til at kunne fortsætte ind i november! Til trods for det bliver der dog offentliggjort visse nøgletal. Fx de amerikanske forbrugerpriser, der skulle være offentliggjort i onsdags, er nu annonceret til at blive offentliggjort på fredag.

Inflationen i september forventes at stige fra 2,9 % til 3,1 %, hvilket også er samme niveau som det forventede niveau for kerneinflationen. Næppe noget, som Fed kan være helt tilfreds med – men som til gengæld opvejes af det svagere arbejdsmarked i en samlet vurdering af behovet for nye rentenedsættelser. Noget, som vi dog ikke bliver særlig meget klogere på i løbet af næste uge, idet Fed går ind i deres blackout-periode lørdag den 18. oktober og vil være der til torsdag den 30. oktober – dagen efter det næste rentemøde den 29. oktober.

Det samme sker for ECB på torsdag for en periode, der varer frem til den 29. oktober – samtidig med at de holder deres næste rentemøde den 30. oktober. Ellers er fokus på nye europæiske PMI-data fredag med indeks, der ligger tæt på 50: over for service og under for industri – men små stigninger i "composite", drevet af service.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal (Uge 43 & 44)	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 20. oktober					
04:00	Kina	Detailsalg (sep.)	3,4%	-	3,0%
04:00	Kina	Industriproduktion (sep.)	5,2%	-	5,0%
04:00	Kina	BNP (3Q)	1,1% (5,2%)	-	0,8% (4,7%)
-	USA	Fed, kommunikations blackout (18-30/10)	-	-	-
Tirsdag den 21. oktober					
09:00	Eurozonen	ECB's cheføkonom Philip Lane taler	-	-	-
Onsdag den 22. oktober					
08:00	UK	Inflation, CPI (sep.)	0,3% (3,8%)	-	-
Torsdag den 23. oktober					
-	Eurozonen	ECB blackoutperiode (23-29/10)	-	-	-
08:00	Danmark	Forbrugertillid (okt.)	-18,7	-	-
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	-	-	-
16:00	Eurozonen	Forbrugertillid (okt.)	-14,9	-	-
16:00	USA	Eksisterende hussalg (sep.)	4,0 mio.	-	4,08 mio.
Fredag den 24. oktober					
09:30	Tyskland	S&P PMI, Industri (okt.)	49,50	-	-
09:30	Tyskland	S&P PMI, Service (okt.)	51,50	-	-
09:30	Tyskland	S&P PMI, Sammensat (okt.)	52,00	-	-
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Industri (okt.)	49,80	-	-
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Service (okt.)	51,30	-	-
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Sammensat (okt.)	51,20	-	-
14:30	USA	Inflation, CPI (sep.)	0,4% (2,9%)	-	0,4% (3,1%)
14:30	USA	Kerneinflation, CPI (sep.)	0,3% (3,1%)	-	0,3% (3,1%)
15:45	USA	S&P PMI, Industri (okt.)	52,00	-	-
15:45	USA	S&P PMI, Service (okt.)	54,20	-	-
16:00	USA	Salg af nye huse (sep.)	800k	-	710k
16:00	USA	UoM, Forbrugertillid (okt.)	-	-	-
Mandag den 27. oktober					
08:00	Danmark	Detailsalg (sep.)	0,3% (2,5%)	-	-
10:00	Tyskland	Ifo, barometer (okt.)	87,70	-	-
10:00	Tyskland	Ifo, nuværende (okt.)	85,70	-	-
10:00	Tyskland	Ifo, forventninger (okt.)	89,70	-	-
Tirsdag den 28. oktober					
06:00	Eurozonen	Registrering af nye biler (sep.)	(5,3%)	-	-
08:00	Tyskland	GfK, forbrugertillid (nov.)	-22,3	-	-
14:00	USA	S&P huspriser (aug.)	-0,07% (1,82%)	-	-
15:00	USA	Richmond Fed, Industriindeks (okt.)	-17	-	-
15:00	USA	Conf. board, Forbrugertillid (okt.)	94,2	-	-
Onsdag den 29. oktober					
19:00	USA	Fed, rentebånd (45959)	4,00% - 4,25%	-	3,75% - 4,00%
20:00	USA	Fed, pressemøde	-	-	-
Torsdag den 30. oktober					
07:30	Frankrig	BNP (3. kvrt.)	0,3%	-	-
08:00	Danmark	Arbejdsløshedsprocent (sep.)	2,6%	-	-
10:00	Tyskland	BNP (3. kvrt.)	-0,3%	-	-
11:00	Eurozonen	BNP (3. kvrt.)	0,1%	-	-
13:30	USA	BNP (3. kvrt.)	3,8%	-	-
13:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	-	-	-
14:00	Tyskland	Inflation, CPI (okt.)	-	-	-
14:15	Eurozonen	ECB, deposit/refirente	2,,00% / 2,15%	2,,00% / 2,15%	-
14:45	Eurozonen	ECB, pressemøde	-	-	-
Fredag den 31. oktober					
11:00	Eurozonen	Inflation, Headline (okt.)	(2,2%)	-	-
11:00	Eurozonen	Inflation, CPI (okt.)	-	-	-
13:30	USA	Inflation, kerne-PCE (sep.)	0,2% (2,9%)	-	-

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

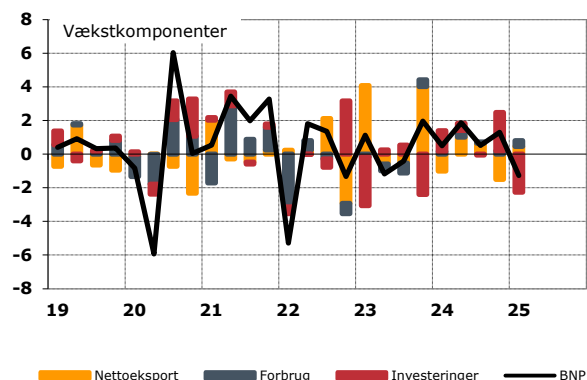
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

Vækst, BNP procent å-å (pr. 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)

* Konsensusskøn 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)

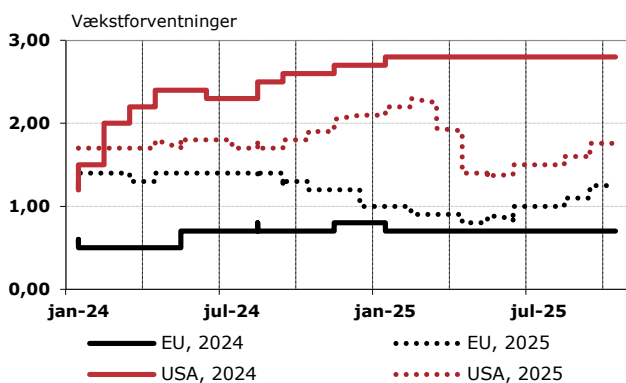


Dansk forsyningsbalance (pr. 11. juli 2025)			
Ændring, procent p.a. *	2024	2025E	2026E
Bruttonationalprodukt*	3,5	2,1	2,1
Import*	4,1	0,0	3,3
Eksport*	7,1	1,7	3,4
Privatforbrug*	1,0	1,9	1,9
Off. forbrug*	1,0	-0,9	1,7
Investeringer*	3,0	-0,9	2,9
Lagre (vækstbidrag)	-0,5	0,0	0,0
Beskæftigelse, tusinde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

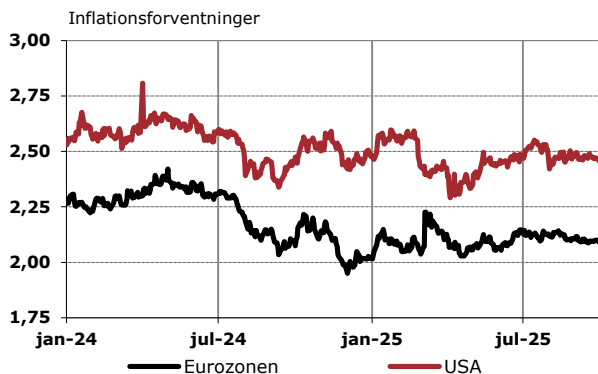
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 15. august 2025

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
16-10-25	1,60	2,00	4,00 - 4,25	4,00	0,50	1,75	4,00	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	3,00 - 3,25	4,00	0,70	2,00	4,00	-0,10
Jun 26	1,60	2,00	3,00 - 3,25	3,75	0,75	2,00	3,75	-0,10
Sep 26	1,60	2,00	3,00 - 3,25	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)

	16-10-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	746,91	746	746	746
USD/DKK	641,16	640	635	645
JPY/DKK	4,24	4,35	4,40	4,80
GBP/DKK	860,82	855	865	900
SEK/DKK	67,82	68	68	70
NOK/DKK	63,64	64	64	67
EUR/USD	116,50	117	117	116
USD/JPY	151,28	147	144	134
EUR/JPY	176,23	171	170	155

Figur 1: Valutakurser



Rente forventninger: opdateret 10. oktober 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
16-10-25	1,68	1,95	2,46	16-10-25	1,97	2,18	2,42
dec 25	1,70	1,90	2,55	dec 25	1,85	2,15	2,40
mar 26	1,75	1,95	2,65	mar 26	1,80	2,15	2,40
jun 26	1,80	2,05	2,70	jun 26	1,85	2,20	2,45
sep 26	1,90	2,15	2,80	sep 26	1,90	2,25	2,50

Anbefalet aktivallokering

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

Aktivklasse	Dato			
	22-09-25	24-06-25	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.	5. juni 2025	1,60%
	Indskudsbevisrente	-25 bp.	6. juni 2025	1,60%
	Udlånsrente	-25 bp.	7. juni 2025	1,75%
	Diskonto	-25 bp.	8. juni 2025	1,60%
Eurozonen	Repo rente	-25 bp.	5. juni 2025	2,15%
	Indlånsrente	-25 bp.	6. juni 2025	2,00%
USA	Fed Funds	-25 bp.	17. september 2025	4,00% - 4,25%
Japan	Pengepolitisk rente	+25 bp	24. januar 2025	0,50%
Storbritannien	Base rate	-25 bp.	7. august 2025	4,00%
Sverige	Repo rente	-25 bp.	23. september 2025	1,75%
Norge	Depositrente	+25 bp.	18. september 2023	4,00%
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%

ANSVARSFRAKRIVELSE:

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, 16. oktober 2025, kl. 13:22