



MAKRO

Ugescenario

Uge 44

Markedsføringsmateriale

24. oktober 2025

Vækst, inflation og rentemøder ...

- Den seneste uge startede på ryggen af et par interessante begivenheder i Asien og endnu en stribe udtalelser fra den amerikanske præsident. Denne gang om alt fra sjældne jordarter, sojaolie, krigen i Ukraine, Ronald Reagan og møder med både Putin og Xi Jinping inden for de kommende uger.
- I en uge, hvor vi nærmer os månedsskiftet, kommer der ofte en lang stribe interessante nøgletal – både før og efter månedsskiftet. Det gælder også den kommende uge, der samtidig krydres med de to næstsidsste rentemøder i 2025 i hhv. USA (Fed) og Europa (ECB).
- Inflationen i eurozonen overraskede en smule opad, da kerneinflationen endte lidt højere (2,4%) i forrige fredags opdaterede inflationstal, hvilket sikkert vil understøtte flere medlemmer af ECB's styrelsesråd i, at renten bør holdes uændret ved mødet på torsdag.
- Den igangværende føderale nedlukning gør det svært at få adgang til officielle økonomiske data, hvilket kan komplicere beslutningsgrundlaget for den amerikanske centralbank. Til trods for det forventes Fed at sænke rentebåndet med 0,25 pct. point. på onsdag. Fra 4,00% - 4,25% til 3,75% - 4,00%. Og have en rentenedsættelse mere i ærmet på mødet den 10. december.
- Oven på fredagens PMI-tal bliver mandagens Ifo-barometer et af de mest interessante fremadrettede makroøkonomiske pejlemærker. Oven på de positive PMI-tal ud af Tyskland (og eurozonen) kunne Ifo-barometret – der forventes at stige fra 87,7 til 88,0 – godt gå hen og overraske på opsidet, når de kommer mandag kl. 10.00.

Indhold

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

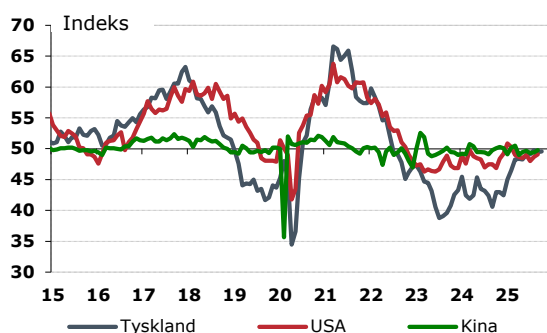
Ansvarshavende redaktør:

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

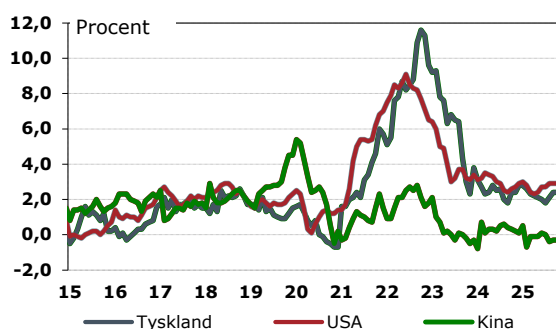
Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)

Land	Dag	Begivenhed	Seneste	Spær Nord	Konsensus
Tyskland	Man.	Ifo barometer (okt.)	87,7	-	88,0
USA	Ons.	Fed, rentebånd	4,00% - 4,25%	3,75% - 4,00%	3,75% - 4,00%
Eurozonen	Tor.	ECB, deposit/refi-rente	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%

Figur 1: PMI indeks, industri



Figur 2: Inflation (år-år i %)



Vækst, inflation og rentemøder ...

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

Den seneste uge startede på ryggen af et par interessante begivenheder i Asien og endnu en stribe udtalelser fra den amerikanske præsident. Denne gang om alt fra sjældne jordarter, sojaolie, krigen i Ukraine, Ronald Reagan og møder med både Putin og Xi Jinping inden for de kommende uger. Mødet med Xi er annonceret til fredag den 31/10, mens meget tyder på, at Trump har mistet tålmodigheden med Putin, indfører handelsrestriktioner på russiske olievirksomheder og aflyser et planlagt møde.

Inflationen i eurozonen overraskede en smule opad, da kerneinflationen endte lidt højere i forrige fredags opdaterede inflationstal. Den underliggende inflation blev opjusteret fra 2,3 % til 2,4 %, hvilket sikkert vil understøtte flere medlemmer af ECB's styrelsesråd i, at renten bør holdes uændret ved mødet på torsdag – og med stor sandsynlighed også fremadrettet – medmindre væksten lige pludselig går voldsomt ned. ECB har halveret renten fra 4 % til 2 % siden juni 2024, og for en del (nok et flertal) af rådsmedlemmerne ligger den dermed meget tæt på den såkaldte neutrale rente.

Japan har fået en ny premierminister

Mandag blev Sanae Takaichi indsat som ny premierminister – den første kvindelige premierminister i Japans historie. Sanae Takaichi forventes at genoptage en økonomisk politik med statslige stimulanter for at sætte gang i en økonomi præget af langsom vækst og stigende priser. Der skulle efter sigende være tale om en finanspolitisk pakke på i alt 92 mia. dollar, der blandt andet skal øge husholdningernes forbrugsmuligheder, som har været presset af vigende realløn. Den nye premierminister har opfordret Bank of Japan til at forfølge målsætningen om en inflation på 2 % og kan ses som en advarsel mod for tidlige renteforhøjelser, da inflationen i Japan stadig i høj grad drives frem af eksterne forhold snarere end af et signifikant indenlandsk prispres.

Vigtig plenarforsamling i Kina

Den seneste, 4. plenarforsamling i den 20. Central Komité, der fandt sted fra mandag til onsdag i sidste uge, markerede rammerne for Kinas strategi fra 2026 til 2030. På mødet blev den 15. femårsplan siden 1953 vedtaget. Mens den private sektor forventes nævnt, bliver den sandsynligvis sekundær i forhold til de statsejede virksomheder, som står stærkt under Xi Jinpings lederskab. Blandt de vigtige emner på dagsordenen var regulering af økonomien og styrkelse af teknologisk innovation, understøttelse af små og mikrovirksomheder samt udenrigshandel, som er blevet ramt af global protektionisme og faldende udenlandske investeringer.

Den kommende uge: Vækst, Ifo, inflation og rentemøder

I en uge, hvor vi nærmer os månedsskiftet, kommer der ofte en lang stribe interessante nøgletal – både før og efter månedsskiftet. Det gælder også den kommende uge, der samtidig krydres med de to næstsidste rentemøder i 2025 i hhv. USA (Fed) og Europa (ECB). Medmindre der kommer en aftale, der genåbner den amerikanske administration, bliver det nok så som så med de amerikanske nøgletal.

Formålet med fredagens offentliggørelse af september måneds amerikanske inflationstal – trods nedlukningen af administrationen – var således en engangsforeteelse med baggrund i ønsket om at sikre den såkaldte "Social Security Administration" de nødvendige oplysninger for at fastsætte "cost-of-living"-justeringer for 2026. Det

ændrer dog ikke på, at denne undtagelse samtidig sikrer den amerikanske centralbank en vigtig information før mødet på onsdag. En centralbank, der har et såkaldt dobbeltmandat, som skal sikre både stabile priser og høj beskæftigelse.

USA's centralbankchef, Jerome Powell, vurderede i en tale i forrige uge, at netop inflation og beskæftigelse stort set udvikler sig som forventet, men advarer om voksende svaghed på arbejdsmarkedet. Powell bemærker dog, at den igangværende føderale nedlukning gør det svært at få adgang til officielle økonomiske data, hvilket kan komplicere beslutningsgrundlaget. Til trods for det forventes Fed at sænke rentebåndet med 0,25 pct. point. på onsdag. Fra 4,00% - 4,25% til 3,75% - 4,00%. Og have en rentenedsættelse mere i ærmet på mødet den 10. december.

Oven på fredagens PMI-tal bliver mandagens Ifo-barometer et af de mest interessante fremadrettede makroøkonomiske pejlemærker. PMI-indekset viste en pæn stigning i den tyske servicekomponent til 54,3 – det højeste niveau siden 2023. Oven på de positive PMI-tal ud af Tyskland (og eurozonen) kunne Ifo-barometret – der forventes at stige fra 87,7 til 88,0 – godt gå hen og overraske på opsidens, når de kommer mandag kl. 10.00.

Ugen byder desuden på væksttal for de store europæiske lande samt eurozonen og USA – tal, der forventes at vise fortsat høj vækst i USA og en kvartalsvækst i Europa lige nord for 0,0%. I en undersøgelse blandt professionelle prognosemagere (Den Europæiske Centralbanks "Survey of Professional Forecasters") forventes BNP-væksten at være +1,1% i både 2025 og 2026 og +1,4% i 2027. Generelt forventes svag 3. kvartalsvækst i Tyskland, Frankrig og Italien, mens Spanien fortsat er den positive historie.

For USA er forventningen en (annualiseret) vækst på 3,0%, hvilket er over det seneste års gennemsnit på 2,1%, men lavere end de 3,9%, som modellen fra Atlanta Fed indikerer. Mens den amerikanske centralbank som sagt har et dobbeltmandat, der dækker hensyntagen til både beskæftigelse og inflation, er det mere ensidigt defineret for den Europæiske Centralbank – nemlig et mål, der lyder: "ECB sigter mod en inflation på 2 % på mellemlangt sigt. Målet er symmetrisk, hvilket betyder, at både for lav og for høj inflation betragtes som uønsket." Med en rente på 2 %, en inflation på 2,2 % og en kerneinflation på 2,4 % forventer vi, at ECB fastholder renten på 2 % på torsdagens rentemøde.

Spørgsmålet er, om Nationalbanken – med den svageste krone siden 2020 – kunne finde på at foretage sig noget uafhængigt af ECB? For at afhjælpe den svage danske krone kunne Nationalbanken teoretisk reagere med en lille rentestigning og dermed en lille indsnævring af rentespændet til eurozonen. Mest sandsynligt er det dog, at Nationalbanken vil vente med at foretage sig andet end eventuelle interventioner til fordel for kronen og afvente eventuelle renteændringer, til ECB på et tidspunkt foretager ændringer. Nationalbanken har ikke interverneret på valutamarkedet siden januar 2023.

Hvad ECB fremadrettet vil gøre, afhænger primært af udviklingen i inflationen (og styrken i økonomien), hvorfor den kommende uges BNP- og inflationstal for de store europæiske lande samt det første bud på den europæiske oktober inflation bliver nogle af den kommende uges mest interessante nøgletal.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal (Uge 44 & 45)	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 27. oktober					
08:00	Danmark	Detailsalg (sep.)	0,3% (2,5%)	-	-
10:00	Tyskland	Ifo, barometer (okt.)	87,7	-	88,0
10:00	Tyskland	Ifo, nuværende (okt.)	85,7	-	86,0
10:00	Tyskland	Ifo, forventninger (okt.)	89,7	-	90,0
Tirsdag den 28. oktober					
06:00	Eurozonen	Registrering af nye biler (sep.)	(5,3%)	-	-
08:00	Tyskland	GfK, forbrugertillid (nov.)	-22,3	-	-21,8
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	-	93,8
Onsdag den 29. oktober					
19:00	USA	Fed, rentebånd	4,00% - 4,25%	3,75% - 4,00%	3,75% - 4,00%
20:00	USA	Fed, pressemøde	-	-	-
Torsdag den 30. oktober					
-	Japan	BoJ, Target rate	-0,1%	-	-
08:00	Danmark	Arbejdsløshedsprocent (sep.)	2,6%	-	-
10:00	Tyskland	BNP (3. kvrt.)	-0,3%	-	0,0% (0,2%)
11:00	Eurozonen	BNP (3. kvrt.)	0,1% (1,5%)	-	0,1% (1,2%)
13:30	USA	BNP (3. kvrt.)	(3,8%)	-	(3,0%)
13:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	-	-	-
14:00	Tyskland	Inflation, CPI (okt.)	0,2% (2,4%)	-	0,2% (2,2%)
14:15	Eurozonen	ECB, deposit/refirente	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%
14:45	Eurozonen	ECB, pressemøde	-	-	-
Fredag den 31. oktober					
11:00	Eurozonen	Inflation, Headline (okt.)	0,1% (2,2%)	-	0,1% (2,2%)
11:00	Eurozonen	Inflation, kerne CPI (okt.)	(2,4%)	-	(2,4%)
13:30	USA	Inflation, kerne-PCE (sep.)	0,2% (2,9%)	-	0,2%
Mandag den 3. november					
02:45	Kina	Caixin PMI, Industri (okt.)	5120,0%	-	-
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Industri (okt.)	-	-	-
16:00	USA	ISM, Industri (okt.)	49,10	-	-
16:00	USA	ISM, Prisindeks (okt.)	61,90	-	-
16:00	USA	ISM, Nye ordrer (okt.)	48,90	-	-
16:00	USA	ISM, Beskæftigelse (okt.)	45,30	-	-
Tirsdag den 4. november					
16:00	USA	JOLTS, jobåbninger (sep.)	7227k	-	-
16:00	USA	Ordrer, kernekapitalgoder (sep.)	-	-	-
17:00	Danmark	Valutareserven, faktisk/ændring (okt.)	-0,1 / 678,6 mia.	-	-
Onsdag den 5. november					
02:45	Kina	Caixin PMI, Sammensat (okt.)	52,9	-	-
08:00	Tyskland	Industriordrer (sep.)	-0,8% (1,5%)	-	-
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Sammensat (okt.)	-	-	-
14:15	USA	ADP beskæftigelse (okt.)	-32k	-	-
16:00	USA	ISM, Service (okt.)	50,0	-	-
Torsdag den 6. november					
08:00	Tyskland	Industriproduktion (sep.)	-4,3% (-3,9%)	-	-
11:00	Eurozonen	Detailsalg (sep.)	0,1% (1,0%)	-	-
13:00	UK	Rentemøde, Baserate	4,00%	-	-
Fredag den 7. november					
14:30	USA	Beskæftigelse, Nonfarm Payroll (okt.)	-	-	-
14:30	USA	Arbejdsløshedsprocent (okt.)	-	-	-
14:30	USA	Gns. ugentlige lønninger (okt.)	-	-	-
16:00	USA	UoM, Forbrugertillid (Nov P)	-	-	-
16:00	USA	UoM, Inflationsforvent. 1 år. (nov.)	-	-	-
16:00	USA	UoM, Inflationsforvent. 5-10 år (nov.)	-	-	-

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

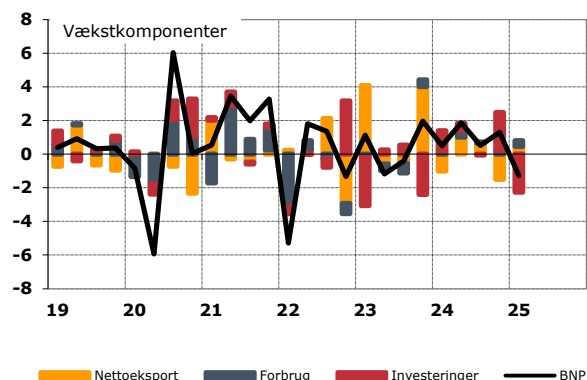
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

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)

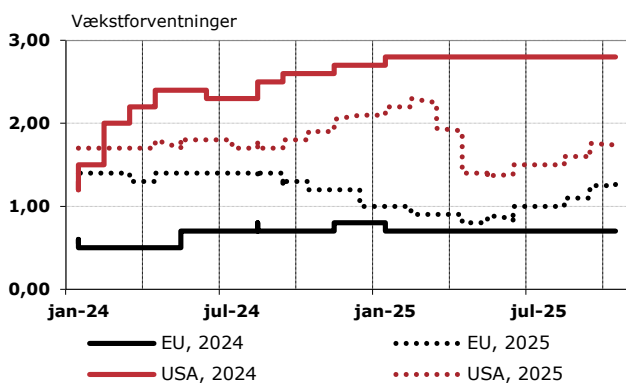


Dansk forsyningsbalance (pr. 11. juli 2025)			
Ændring, procent p.a. *	2024	2025E	2026E
Bruttonationalprodukt*	3,5	2,1	2,1
Import*	4,1	0,0	3,3
Eksport*	7,1	1,7	3,4
Privatforbrug*	1,0	1,9	1,9
Off. forbrug*	1,0	-0,9	1,7
Investeringer*	3,0	-0,9	2,9
Lagre (vækstbidrag)	-0,5	0,0	0,0
Beskæftigelse, tusinde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

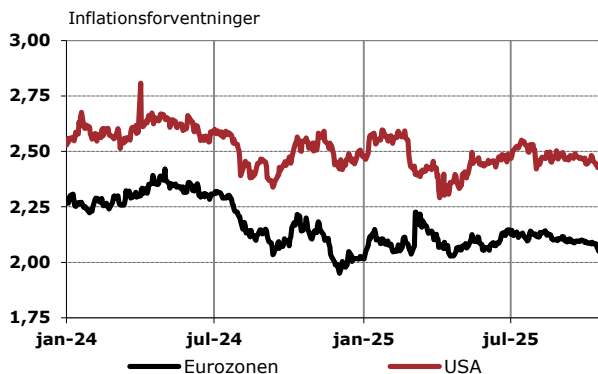
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 15. august 2025

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
24-10-25	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

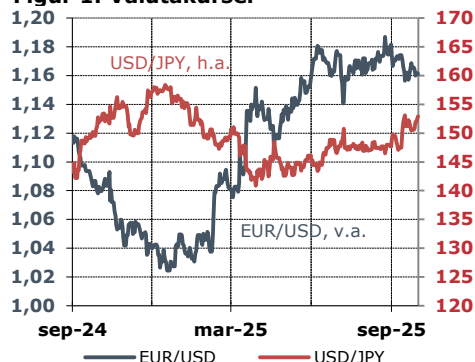
Valuta: Henrik Nielsen, nie@sparnord.dk, tlf. 96 34 41 54

Valutakurs og forventninger

(pilene angiver retningen i forhold til seneste uges forecast)

	24-10-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	746,97	746	746	746
USD/DKK	643,49	640	635	645
JPY/DKK	4,21	4,25 ↓	4,40	4,80
GBP/DKK	856,79	855	865	900
SEK/DKK	68,50	68	68	70
NOK/DKK	64,26	64	63 ↓	67
EUR/USD	116,08	117	117	116
USD/JPY	152,93	151 ↑	144	134
EUR/JPY	177,52	176 ↑	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
24-10-25	1,75	1,95	2,52	24-10-25	1,98	2,22	2,47
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, 24. oktober 2025, kl. 11:24