



MAKRO

Ugescenario

Uge 47-48

Markedsføringsmateriale

14. november 2025

Amerikansk genåbning ...

- Den seneste uge åbnede på ryggen af et fald i den amerikansk forbrugertillid til det laveste niveau i næsten 3,5 år, især drevet af bekymringer om den historisk lange regeringsnedlukning, som nåede at passere 40 dage.
- USA er midlertidigt genåbnet, efter at Kongressen vedtog en finanslov, der rækker til 30. januar; aftalen giver få indrømmelser til Demokraterne og må opfattes som en politisk sejr for Republikanerne.
- Genåbningen muliggør snart offentliggørelse af forsinkede nøgletal, men både datakvalitet og tolkning bliver udfordret, da tallene er indsamlet med stor forsinkelse og påvirket af nedlukningen.
- ECB's Schnabel vurderer ECB's renter som passende, men fremhæver stigende inflationsrisici, et lukket outputgab og ekspansiv finanspolitik som argumenter for, at inflationen kan overraske på opsidens.
- På den anden side af Atlanten er der en tydelig splittelse blandt Fed's medlemmer omkring sandsynligheden for en rentenedsættelse på det kommende møde i december. Det har baggrund i både fortsatte inflationsrisici og manglende data pga. regeringsnedlukningen.
- Den økonomiske kalender byder på dansk BNP, europæisk PMI og vigtige inflationsmålinger, som kan få særlig betydning op mod ECB's rentemøde i december med nye fremskrivninger for 2025-2028.

Indhold

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

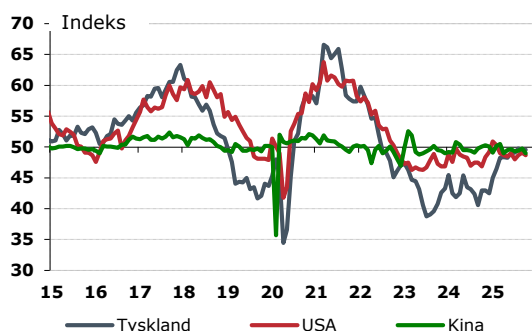
Ansvarshavende redaktør:

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

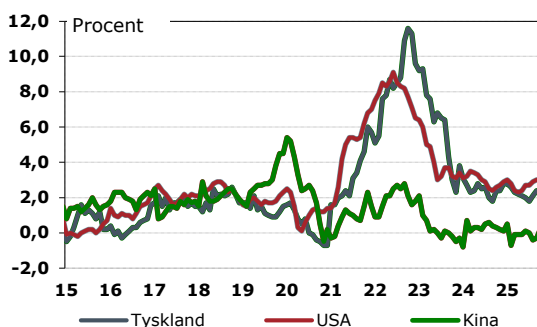
Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)

Land	Dag	Begivenhed	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Danmark	Tor.	BNP (3. kv.)	1,0% (1,6%)	-	-
Eurozonen	Fre.	PMI, sammensat (nov.)	52,50	-	52,60
Eurozonen	Fre.	Lønninger (3. kv.)	3,95%	-	3,00%

Figur 1: PMI indeks, industri



Figur 2: Inflation (år-år i %)



Amerikansk genåbning ...

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

Den seneste uge startede op på ryggen af et markant fald i amerikansk forbrugertillid (University of Michigan) i november forrige fredag. Det laveste niveau i næsten 3,5 år. Særligt vurderingen af de nuværende økonomiske forhold er faldet kraftigt, hvilket sandsynligvis overvejende hænger sammen med bekymringer omkring den føderale stats langvarige nedlukning, som torsdag i sidste uge passerede 44 dage – den længste i amerikansk historie.

USA genåbner – en sejr til Republikanerne

Tallene for forbrugertilliden kom kun et par dage, før der rent faktisk kom lidt bevægelse i Kongressen i forhold til at få genåbnet statsapparatet. Den amerikanske Kongres vedtog natten til torsdag en midlertidig finanslov, der sikrer driften af dele af den offentlige sektor frem til 30. januar. En aftale, der kun giver begrænsede indrømmelser til Demokraterne og må anses for at være en sejr for Republikanerne. Om vælgerne er enige i den vurdering, vil de kommende "job approval"-målinger for præsidenten og ultimativt midtvejsvalget i 2026 vise.

Aftalen indebærer en fastfrysning af den offentlige arbejdsstyrke i perioden og sikrer samtidig finansiering af fødevarerhjælpsprogrammet SNAP frem til 30. september 2026 – altså hele det indeværende finansår – men indeholder ikke en forlængelse af skattefradraget for køb af sundhedsforsikring under Affordable Care Act, som har været et centralt fokus for Demokraterne. Fradraget udløber ved årets udgang, og en eventuel forlængelse skal til afstemning i december. Der er dog ingen garanti for, at fradraget videreføres.

Med genåbningen af de offentlige institutioner i denne uge kan vi snart se frem til offentliggørelsen af længe ventede nøgletal – herunder jobtal, som ikke er blevet opdateret i to måneder. Der er endnu ikke meldt en tidsplan ud for, hvornår de forsinkede data offentliggøres, og det er muligt, at enkelte nøgletal helt bortfalder, da datagrundlaget ikke har kunnet indsamles under nedlukningen. Selv hvis tallene offentliggøres, vil indsamlingen ske med forsinkelse, hvilket kan påvirke præcisionen. Derudover vil nøgletallene være midlertidigt påvirkede af den delvise nedlukning, hvilket vil gøre det vanskeligt at tolke dem som udtryk for den reelle tilstand i amerikansk økonomi.

Små ændringer i aktiviteten ...

Den seneste uge var ellers kendetegnet ved at være en relativt stille uge på makrofronten. Det vigtigste, vi fik, var tirsdagens ZEW-måling fra Tyskland (tysk vækst, som vurderes af 50 analytikere og økonomer i den finansielle sektor) og den amerikanske NFIB-måling (SMV-måling). Ingen af tallene viste markante ændringer, med ZEW fortsat helt i bund, mens optimismen i det amerikanske SMV-segment tog et lille dyk i september efter at have ligget fladt over sommermånederne.

Generelt er de amerikanske virksomheder mindre optimistiske end ved starten af året, og det er fortsat den amerikanske handelspolitik og usikkerheden om konsekvenserne heraf, der tynger. Det afspejles også i NFIB's usikkerhedsindeks, som ligger højt (også højere end under coronakrisen).

ECB's Schnabel ser renterne som "passende" ...

I en tale onsdag gav ECB's styrelsesmedlem Isabel Schnabel udtryk for, at risiciene for inflation i eurozonen i stigende grad er rettet mod opsidet. Det er ikke første gang, et tysk medlem af ECB's Styrelsesråd kommer med sådan en udtalelse. I talen peger hun på, at økonomien viser tegn på genopretning, at det såkaldte "outputgab" er ved at lukke, og at øgede offentlige investeringer i forsvar og infrastruktur vil give en betydelig finanspolitisk impuls. Det betyder, at risikoen snarere er for højere end for lavere inflation, vurderer hun.

Schnabel understreger samtidig, at de nuværende renter er "helt passende" – en holdning, der gik igen i flere ECB-taler i sidste uge – men at ECB fortsat bør være opmærksom på stærke prisstigninger på fødevarer og vedvarende inflation i servicesektoren. Hun nedtoner samtidig generelt bekymringen for, at inflationen skulle falde markant under målet på 2 %, og afviser specifikt, at billigere kinesiske varer eller valutabevægelser aktuelt udgør et større deflationspres.

Hun opfordrer derfor ECB til at fokusere på de underliggende prispres, hvor udsigterne kun peger på et mindre fald, og fremhæver, at der ikke er tegn på en bred, vedvarende disinflation. Samlet set tegner Schnabel et billede af en europæisk økonomi i bedring, hvor pengepolitikken bør forblive stabil, men med opmærksomhed på potentielle opadgående inflationsrisici. På den anden side af Atlanten er der en tydelig splittelse blandt Fed's medlemmer omkring sandsynligheden for en rentenedsættelse på det kommende møde i december. Det har baggrund i både fortsatte inflationsrisici og manglende data pga. regeringsnedlukningen.

De kommende to uger: Dansk BNP og europæisk PMI

Dette ugescenario dækker de kommende to uger med fokus på eventuelle offentliggørelser af forsinkede amerikanske nøgletal, dansk BNP og forbrugertillid i den kommende uge ... sammen med de første flash-estimer på europæisk PMI for november. Her får vi se, om Schnabel får ret i, at det går frem i Europa! Det får hun jo nok ... men hvor meget? Nok ikke noget boom!

De danske væksttal har igennem lang tid været utrolig volatile og har et godt stykke hen ad vejen fulgt den kvartalsvise aktivitetsretning fra medicinalbranchen og har svinget så meget, at den tidligere overvismand Michael Svarre kaldte de seneste revideringer for "absurde". Målt på Eurostats økonomiske aktivitetsindikator for Danmark ligner det en vækstnedgang i 3. kvartal, når tallene offentliggøres på torsdag kl. 08:00. Det kan ændringer i aktiviteten i medicinalbranchen forstærke ... eller ophæve!

Den efterfølgende uge vil fokus rette sig imod de tyske Ifo-tal om mandagen, amerikanske inflationstal onsdag og de første målinger af europæisk (Tyskland og Frankrig) inflation fredag. For Europas vedkommende er der tale om to relativt centrale målinger for hhv. aktivitet og priser, der kan få konsekvenser for de kommende rentebeslutninger i ECB. Ikke mindst fordi ECB på årets sidste rentemøde den 18. december byder på staff projections, der kommer til at dække årene 2025–2028 og altså vise, hvordan udsigterne for vækst og inflation ser ud på mellemlangt sigt.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal (Uge 47 & 48)	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 17. november					
00:50	Japan	BNP (3. kvrt.)	0,5% (2,2%)	-	-0,6% (-2,4%)
10:00	Italien	Inflation, HICP (okt.)	1,3%	-	-
14:30	USA	New York Fed PMI, fremstilling (nov.)	10,70	-	5,80
Tirsdag den 18. november					
14:30	USA	Importpriser (okt.)	-	-	-
15:15	USA	Industriproduktion (okt.)	0,1%	-	0,0%
16:00	USA	NAHB, Husindeks (nov.)	37	-	-
Onsdag den 19. november					
10:00	Eurozonen	Betalingsbalance (Sep)	11,9 mia.	-	-
11:00	Eurozonen	Inflation, CPI (okt.)	0,2% (2,1%)	-	0,2% (2,1%)
11:00	Eurozonen	Kerneinflation (okt.)	(2,4%)	-	(2,4%)
14:30	USA	Nybyggeri (okt.)	1307k	-	-
14:30	USA	Byggetilladelser (okt.)	-	-	-
20:00	USA	FOMC referat	-	-	-
Torsdag den 20. november					
08:00	Danmark	Forbrugertillid (nov.)	-19,50	-	-
08:00	Danmark	BNP (3. kvrt.)	1,0% (1,6%)	-	-
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	-	-	-
14:30	USA	Philidelphia Fed indeks (nov.)	-12,80	-	1,50
16:00	Eurozonen	Forbrugertillid (nov.)	-14,20	-	-4,0
16:00	USA	Eksisterende hussalg (okt.)	4.06m	-	4.09m
17:00	USA	Kansas City Fed, PMI (fremstilling) (nov.)	6,00	-	-
Fredag den 21. november					
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Industri (nov.)	50,0	-	50,3
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Service (nov.)	53,0	-	52,9
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Sammensat (nov.)	52,5	-	52,6
11:00	Eurozonen	Forhandlede lønninger (3. kvrt.)	3,95%	-	3,00%
15:45	USA	S&P PMI, Industri (nov.)	52,5	-	-
15:45	USA	S&P PMI, Service (nov.)	54,8	-	-
-	Eurozonen	Diverse ECB taler (Lagarde/Nagel)	-	-	-
16:00	USA	UoM, Forbrugertillid (nov.)	50,3	-	-
Mandag den 24. november					
10:00	Tyskland	Ifo, barometer (nov.)	88,4	-	-
10:00	Tyskland	Ifo, nuværende (nov.)	85,3	-	-
10:00	Tyskland	Ifo, forventninger (nov.)	91,6	-	-
Tirsdag den 25. november					
08:00	Tyskland	BNP (3. kvrt.)	0,0%	-	-
15:00	USA	S&P huspriser (sep.)	0,19% (1,58%)	-	-
16:00	USA	Richmond Fed, Industriindeks (nov.)	-4,00	-	-
16:00	USA	Conf. board, Forbrugertillid (nov.)	94,60	-	-
Onsdag den 26. november					
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	-	-	-
14:30	USA	BNP (3. kvrt.)	-	-	-
16:00	USA	Inflation, kerne-PCE (okt.)	-	-	-
Torsdag den 27. november					
08:00	Danmark	Detailsalg (okt.)	0,0% (3,5%)	-	-
08:00	Tyskland	GfK, forbrugertillid (Dec)	-24,10	-	-
11:00	Eurozonen	Økonomisktilid (nov.)	96,8	-	-
Fredag den 28. november					
00:50	Japan	Industriproduktion (okt.)	-	-	--
08:00	Danmark	Arbejdsløshedsprocent (okt.)	2,60%	-	-
08:45	Frankrig	Inflation, CPI (nov.)	-	-	-
09:55	Tyskland	Arbejdsløshedsprocent (nov.)	6,30%	-	-
11:00	Italien	Inflation, HICP (nov.)	-	-	-
14:00	Tyskland	Inflation, CPI (nov.)	-	-	-

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

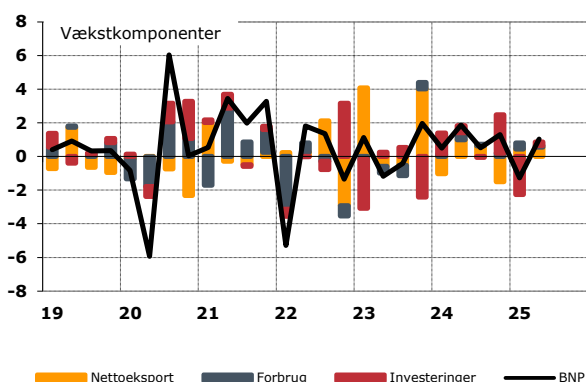
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

Vækst, BNP procent å-å (pr. 14. november 2025)*			
	2024	2025E	2026E
Global	3,3	(3,0)	(2,9)
Danmark	3,5	2,1 (1,8)	2,1 (2,0)
Eurozonen	0,9	1,2 (1,3)	1,2 (1,1)
Tyskland	-0,5	0,3 (0,3)	1,2 (1,0)
USA	2,8	1,5 (1,9)	1,5 (1,8)
Kina	5,0	(4,9)	(4,3)
Japan	0,1	0,9 (1,1)	0,6 (0,7)
England	1,1	1,2 (1,4)	1,3 (1,2)
Sverige	0,8	1,2 (1,2)	2,0 (2,1)
Norge	0,6	2,0 (1,9)	1,5 (1,6)

* Konsensusskøn i parentes

Danske nøgletal (pr. 22. 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. Cibor (ultimo)	2,65	1,85	1,80
10 årig stat, (ultimo)	2,10	2,55	2,70
DKK/USD, (ultimo)	7,20	6,35	6,50

Figur 1: Danmark, vækstbidrag (k-k)

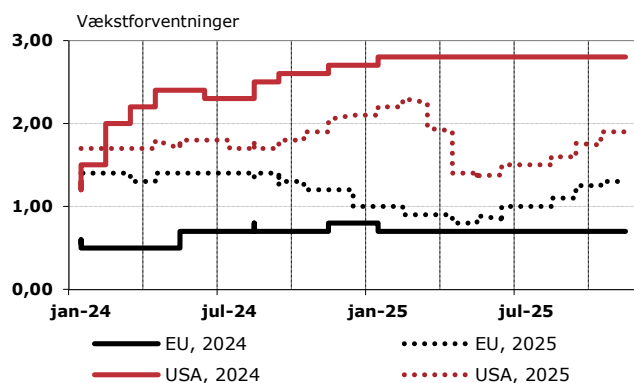


Dansk forsyningsbalance (pr. 22. august 2025)			
Ændring, procent p.a. *	2024	2025E	2026E
Bruttonationalprodukt*	3,5	2,1	2,1
Import*	4,1	0,0	3,3
Eksport*	7,1	1,7	3,4
Privatforbrug*	1,0	1,9	1,9
Off. forbrug*	1,0	-0,9	1,7
Investeringer*	3,0	-0,9	2,9
Lagre (vækstbidrag)	-0,5	0,0	0,0
Beskæftigelse, tusinde	22	35	5

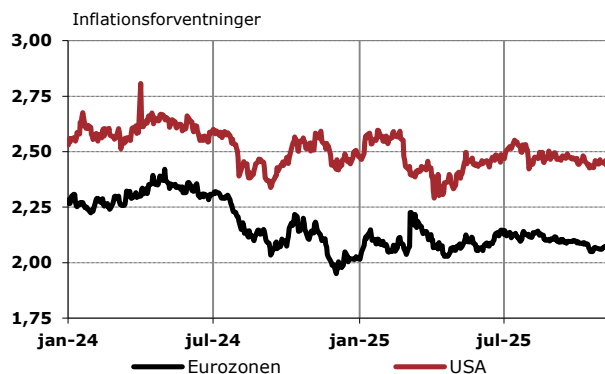
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 14. november 2025

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
14-11-25	1,60	2,00	3,75 -4,00	4,00	0,50	1,75	4,00	0,00
Dec 25	1,60	2,00	3,50 - 3,75	4,00	0,60	1,75	4,00	-0,10
Mar 26	1,60	2,00	3,00 - 3,25	3,75	0,70	1,75	4,00	-0,10
Jun 26	1,60	2,00	3,00 - 3,25	3,75	0,75	1,75	3,75	-0,10
Sep 26	1,60	2,00	3,00 - 3,25	3,75	0,75	1,75	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

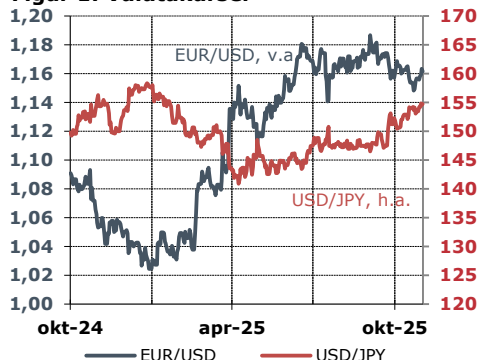
Valuta: Henrik Nielsen, nie@sparnord.dk, tlf. 96 34 41 54

Valutakurs og forventninger

(pilene angiver retningen i forhold til seneste uges forecast)

	14-11-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	746,78	746	746	746
USD/DKK	643,00	640	635	645
JPY/DKK	4,16	4,20 ↓	4,25 ↓	4,60 ↓
GBP/DKK	844,64	855	865	900
SEK/DKK	67,91	68	68	70
NOK/DKK	63,65	64	63	67
EUR/USD	116,14	117	117	116
USD/JPY	154,69	152 ↑	149 ↑	140 ↑
EUR/JPY	179,66	178 ↑	176 ↑	162 ↑

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
14-11-25	1,75	1,95	2,58	14-11-25	1,99	2,29	2,58
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.	29. oktober 2025	3,75% - 4,00%
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, 14. november 2025, kl. 13:04