



MAKRO

Ugescenario

Uge 51, 2025 - 02, 2026

Markedsføringsmateriale

12. december 2025

Fed sænker renten – ECB er på "hold"

- Amerikanske nøgletal viser svaghed, og Fed's Powell vurderer, at jobskabelsen kan være overvurderet med ca. 60.000 om måneden, hvilket potentielt betyder reel jobnedgang.
- Fed sænkede blandt andet på den baggrund styringsrenten 25 bp, men der er voksende intern uenighed i centralbanken om tempo og retning for fremtidige renteændringer.
- Styringsrenten vurderes nu tæt på neutral, og Fed forventes at afvente yderligere data; næste rentenedsættelse kommer sandsynligvis på marts-mødet.
- ECB forventes at fastholde renten på 2% på torsdag, idet udtalelser fra flere medlemmer indikerer bred enighed om, at renten ligger på et passende niveau; risikopfattelsen er blandet, men ingen hurtige ændringer er i sigte.
- Nøgletal over jul og nytår omfatter amerikansk beskæftigelse (månedlige arbejdsmarkedsrapport), tysk Ifo og Europæisk PMI, mens ECB's nye "staff projections" i forbindelse med rentemødet den 18. december bliver centrale for markedsforventningerne til 2026 og frem.
- Dette Ugescenario er årets sidste og vi ønsker vores læsere en god jul og et godt nytår.

Indhold

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

Ansvarshavende redaktør:

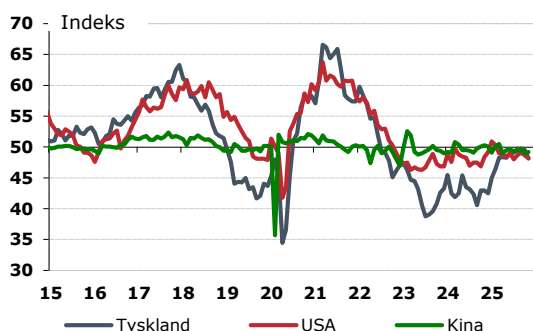
Cheføkonom	Jens Nyholm
Tlf.	96 34 40 57
Email	jny@sparnord.dk



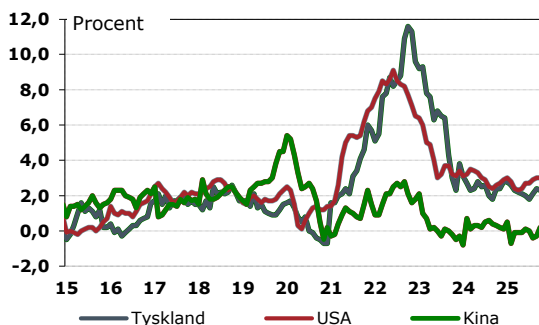
Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)

Land	Dag	Begivenhed	Seneste	Spar Nord	Konsensus
USA	Tir.	Beskæftigelse, NFP (nov.)	-	-	50k
Tyskland	Ons.	Ifo barometer (dec.)	88,1	-	88,3
Eurozonen	Tor.	ECB, deposit/refirente	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%

Figur 1: PMI indeks, industri



Figur 2: Inflation (år-år i %)



Fed sænker renten – ECB er på "hold"

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

Den seneste tid har budt på en del amerikanske nøgletal, der bl.a. har omfattet tal, der har været forsinkede i forbindelse med nedlukningen af den offentlige administration. Nøgletal, der fortsat vil komme i en lind strøm i de kommende par uger. Nøgletallene blev dog for en stund overskygget af et af de mere interessante rentemøder i den amerikanske centralbank onsdag. Mødet bød på en rentenedsættelse, der på forhånd var næsten 100% indpriset, men hvad med indikationer på fremtiden?

Blandt de nøgletal, der har været offentliggjort under nedlukningen, har bl.a. været relativt svage tal for både forbrugertillid og beskæftigelse. Det blev understreget af Fed's Powell under onsdagens pressekonference, der sagde, at medarbejdere i Federal Reserve mener, at officielle data kan overvurdere jobskabelsen med op til 60.000 job om måneden. Eftersom de hidtil offentliggjorte tal viser, at økonomien siden april har skabt omkring 40.000 job om måneden, kunne det reelle tal i virkeligheden være et tab på omkring 20.000 job om måneden, sagde Powell.

USA sænker renten – men uenigheden vokser i Fed

Den amerikanske centralbank sænkede helt som ventet styringsrenten med 25 bp til intervallet 3,5-3,75%. En beslutning, der ikke var enighed om. Miran, der for nylig blev indsat af Trump, stemte imod, da han ønskede en rentenedsættelse på 50 bp, mens de to regionale Fed-præsidenter Goolsbee og Schmid stemte for uændret styringsrente. Feds dot-plot (hvor medlemmerne ser renten inden for de kommende år) viser, at yderligere fire Fed-medlemmer ønskede uændret styringsrente forud for mødet.

Den amerikanske styringsrente tæt på neutral ...

Efter rentenedsættelsen er styringsrenten ifølge Powell nu inden for (men i toppen af) et bredt interval for forskellige estimater for en neutral pengepolitik. Fed har ifølge Powell derfor tid til at afvente yderligere information om, hvor økonomien er på vej hen, før renten sænkes igen. En udmelding, der tyder på, at der formentlig skal ret svage – specielt arbejdsmarkedsdata – til, for at Fed sænker renten igen på rentemødet i januar, men at Fed næppe er færdig med at sænke renten. Den opdaterede rentebane indikerer én rentenedsættelse på 25 bp i 2026 og yderligere én rentenedsættelse på 25 bp i 2027. Næste rentenedsættelse på 25 bp fra Fed kommer efter vores vurdering formentlig til marts. Om Fed stopper her, eller tager yderligere en rentenedsættelse til intervallet 3,0-3,25% på junimødet, er efter vores vurdering et meget tæt kald.

... også i Europa ... hvor ECB på er på "hold" ...

I de seneste udtalelser fra ledende ECB-folk har der været relativ stor konsensus om, at renteniveauet er passende ("in a good place"), med fremtidige beslutninger, der fortsat vil være dataafhængige og møde for møde. Generelt ser et flertal ingen hast med hverken rentenedsættelser eller -forhøjelser. I det mellemlange perspektiv er der pt. klart flest ECB-folk (inkl. ECB-chefen Christine Lagarde), der ser en balanceret risikoprofil med lige stor sandsynlighed for en stigning som et fald, mens kun et par stykker ser den næste

renteændring som ned og et par stykker, der ser den næste bevægelse op.

Der tegner sig således pt. et bredt flertal af stemmer fra Styrelsesrådet, der klart indikerer ingen ændringer i de kommende måneder. Kazimir, Rehn, Sleijpen, Kocher, Nagel m.fl. ser alle sammen ingen grund til at ændre renterne nu. Decembermødet onsdag den 18. december forventes ikke at bringe ændringer, idet renteniveauet gentagne gange betegnes som "korrekt" eller "i et godt leje" af Lagarde, Guindos, Nagel, Elderson, Kazāks og Vujčić.

Blandt de få meget "høgeagtige" er tyske Isabel Schnabel, der har været ude med en del mere høgeagtige kommentarer de seneste uger. Det citat, der nævnes mest, er, at Isabel Schnabel er komfortabel med, at den næste renteændring er en forhøjelse! Der er dog absolut ikke tale om noget, der skal ske snart, og det vil afhænge af inflations- og vækstudviklingen. Hvor ECB selv ser den udvikling, bliver vi lidt klogere på den 18. december, hvor der i forbindelse med årets sidste rentemøde offentliggøres nye "Staff projections" – denne gang frem til 2028. På forhånd peger flere på, at inflationen er omkring målet – herunder Lagarde, der venter, at inflationen vil ligge omkring 2% i de kommende måneder, og Cipollone, der ser "inflation basically under control", samt Müller og Nagel, der udtaler, at inflationen er tæt på 2% i en overskuelig fremtid.

Risikovurderingen omkring disse forventninger er todelt, hvor der ses nedadgående risici fra Villeroy, Rehn og Makhlouf, der advarer mod for lav inflation, mens dem, der ser opadgående risiko på inflationen – ikke overraskende bl.a. tyske Isabel Schnabel – ser stigende risiko for både vækst og inflation, bl.a. pga. økonomisk genopretning og finanspolitiske impulser i Tyskland.

Nøgletal hen over julen: beskæftigelse og inflation

Denne publikation dækker perioden hen over jul og nytår og således dage med få eller ingen nøgletal, men til gengæld også dage med offentliggørelse af vigtige amerikanske nøgletal som beskæftigelsen, som har været sat på pause under nedlukningen. Vurderet på udtalelserne fra Fed's Powell ligger væksten i beskæftigelsen 60.000 under det officielle niveau, som indikeres omkring 40.000 ... hvilket i givet fald vil sige -20.000 om måneden. Markedet forventer en stigning på 50.000 i november, hvilket næsten matcher de 60.000, den har ligget over de sidste tre måneder ... som gennemsnit.

Ellers vil fokus være på tysk Ifo-barometer hvor der forventes en lille stigning, europæisk PMI indeks, der forventes at falde en smule, og ikke mindst årets sidste rentemøde i ECB. Idet der ikke forventes renteændringer, vil de nye "staff projections", sammen med retorikken fra det efterfølgende pressemøde, sætte tonen for udsigterne for 2026. Markedet priser p.t. 0% sandsynlighed ind for yderligere rentenedsættelser (eller forhøjelser) i 2026. Vi forventer det samme for Danmark, men den næste bevægelse vil sandsynligvis blive opad (2027) – og måske som en spændingsnævring ... hvis den aktuelle svaghed i DKK fortsætter.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal (Uge 51, 2025 - uge 2, 2026)	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 15. december					
00:50	Japan	Tankan rapport, (4. kvrt.)	14	-	16
11:00	Eurozonen	Industriproduktion (okt.)	0,2% (1,2%)	-	-
Tirsdag den 16. december					
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Sammensat (dec.)	52,8	-	52,8
11:00	Tyskland	ZEW, Forventninger (dec.)	38,5	-	39,0
11:00	Tyskland	ZEW, Nuværende (dec.)	-78,7	-	-80,0
14:30	USA	Beskæftigelse, Nonfarm Payroll (nov.)	119k	-	40k
14:30	USA	Arbejdsløshedsprocent (nov.)	4,4%	-	4,4%
14:30	USA	Kernetetailsalg (okt.)	-0,1%	-	0,4%
Onsdag den 17. december					
10:00	Tyskland	Ifo, barometer (dec.)	88,1	-	88,3
11:00	Eurozonen	Inflation, endelig CPI (nov.)	-0,3% (2,4%)	-0,3% (2,4%)	-
Torsdag den 18. december					
14:15	Eurozonen	ECB, Deposit-/refirente	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	236.000	-	-
14:30	USA	Kerneinflation (nov.)	-	-	(3,0%)
14:45	Eurozonen	ECB, pressemøde	-	-	-
Fredag den 19. december					
-	Japan	BoJ, Target rate	0,50%	-	0,75%
08:00	Tyskland	GfK, forbrugertillid (jan.)	-23,20	-	-23,0
16:00	USA	Eksisterende hussalg (nov.)	4,10 mio.	-	4,14 mio.
Mandag den 22. december					
08:00	Danmark	BNP (3. kvrt./revidering)	2,3% (3,9%)	-	-
Tirsdag den 23. december					
14:30	USA	BNP (3. kvrt. / flash)	(3,8%)	-	(3,2%)
16:00	USA	Conf. board, Forbrugertillid (dec.)	88,7	-	-
Onsdag den 24. december (Juleaftensdag)					
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	-	-	-
Fredag den 26. december					
00:30	Japan	Arbejdsløshedsprocent (nov.)	2,6%	-	-
00:50	Japan	Industriproduktion (nov.)	-	-	-
Tirsdag den 30. december					
20:00	USA	FOMC referat	-	-	-
Onsdag den 31. december					
02:45	Kina	Caixin PMI, Industri (dec.)	49,9	-	-
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	-	-	-
Fredag den 2. januar					
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Industri (dec.)	-	-	-
Mandag den 5. januar					
02:45	Kina	Caixin PMI, Sammensat (dec.)	52,1	-	-
16:00	USA	ISM, Industri (dec.)	48,2	-	-
17:00	Danmark	Valutareserven, faktisk/ændring (dec.)	659,7 / -15,8 mia.	-	-
Tirsdag den 6. januar					
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Sammensat (dec.)	-	-	-
14:00	Tyskland	Inflation, CPI (dec.)	-	-	-
Onsdag den 7. januar					
11:00	Eurozonen	Inflation, CPI (dec.)	(2,2%)	-	-
14:15	USA	ADP beskæftigelse (dec.)	-32k	-	-
16:00	USA	ISM, Service (dec.)	52,6	-	-
Torsdag den 8. januar					
11:00	Eurozonen	Arbejdsløshedsprocent (nov.)	6,4%	-	-
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	-	-	-
Fredag den 9. januar					
14:30	USA	Beskæftigelse, Nonfarm Payroll (dec.)	-	-	-
14:30	USA	Arbejdsløshedsprocent (dec.)	-	-	-

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

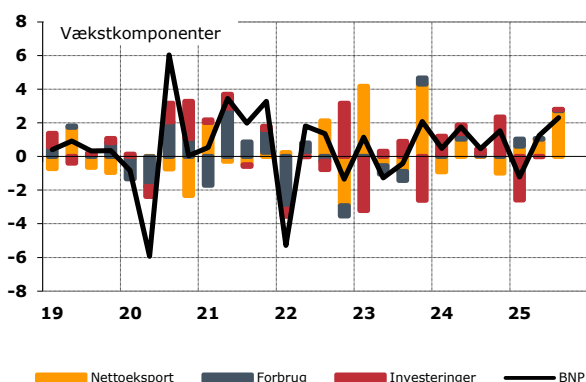
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

Vækst, BNP procent å-å (pr. 12. december 2025)*			
	2025	2026E	2027E
Global	3,0	(2,9)	(3,0)
Danmark	2,6	1,6 (2,0)	1,5 (2,0)
Eurozonen	1,2	1,2 (1,1)	1,5 (1,4)
Tyskland	0,3	1,2 (1,0)	1,5 (1,5)
USA	2,0	1,8 (2,0)	1,8 (2,0)
Kina	4,9	(4,5)	(4,3)
Japan	1,3	0,8 (0,7)	0,7 (0,8)
England	1,4	1,1 (1,1)	1,4 (1,4)
Sverige	1,3	2,0 (2,2)	2,0 (2,1)
Norge	1,9	1,5 (1,6)	1,5 (1,7)

* Konsensuskøn i parentes

Danske nøgletal (pr. 12. december 2025)			
	2025E	2026E	2027E
Inflation, pct.	1,8	1,2	1,8
Arbejdsløshed, pct. (brutto)	2,9	3,0	3,0
Arbejdsløshed, tusinder	88	92	94
Off. saldo, pct. af BNP	2,4	1,0	1,2
Off. gæld, pct. af BNP	28,5	28,0	27,0
Betalingsbalance, mia.	375	360	350
Indskudsbevisrente (ultimo)	1,60	1,60	1,60
3 mdr. Cibor (ultimo)	1,85	2,10	2,35
10 årig stat, (ultimo)	2,55	3,00	3,25
DKK/USD, (ultimo)	6,35	6,45	6,45

Figur 1: Danmark, vækstbidrag (k-k)

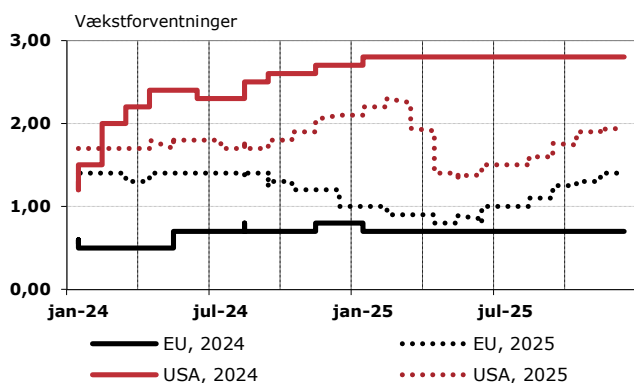


Forsyningsbalance (pr. 12. december 2025)			
Ændring, procent p.a. *	2025E	2026E	2027E
Bruttonationalprodukt*	2,6	1,6	1,5
Import*	-0,3	3,8	3,5
Eksport*	2,4	4,0	2,8
Privatforbrug*	2,0	2,2	2,4
Off. forbrug*	-0,8	1,9	2,0
Investeringer*	-2,7	2,5	2,2
Beskæftigelse, tusinde	35	10	0
Løn vækst*	3,8	3,4	3,3

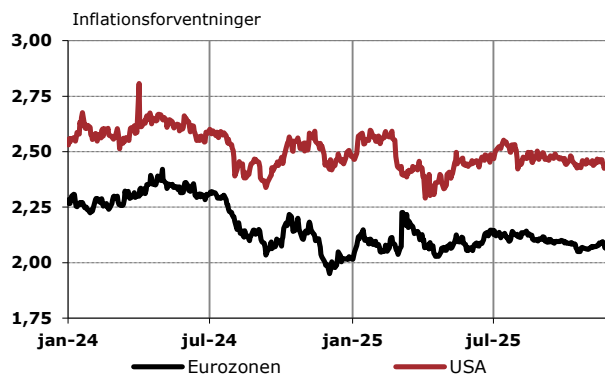
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 12. december 2025

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
13-12-25	1,60	2,00	3,50 - 3,75	4,00	0,50	1,75	4,00	0,00
Mar 26	1,60	2,00	3,25 - 3,50	3,75	0,75	1,75	4,00	0,00
Jun 26	1,60	2,00	3,00 - 3,25	3,75	0,75	1,75	4,00	0,00
Sep 26	1,60	2,00	3,00 - 3,25	3,50	0,75	1,75	4,00	0,00
Dec 26	1,60	2,00	3,00 - 3,25	3,50	1,00	1,75	4,00	0,00

Figur 2: EU & USA, vækstforventninger (konsensus)



Figur 3: Eurozonen & USA, 5 år inflationswap



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)

	13-12-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	746,93	746	746	746
USD/DKK	636,25	640	635	645
JPY/DKK	4,08	4,10 ↓	4,15 ↓	4,45 ↓
GBP/DKK	850,68	855	865	860 ↓
SEK/DKK	68,66	68	68	70
NOK/DKK	62,75	63 ↓	63	65 ↓
EUR/USD	117,40	117	117	116
USD/JPY	155,81	156 ↑	153 ↑	145 ↑
EUR/JPY	182,94	182 ↑	180 ↑	168 ↑

Figur 1: Valutakurser



Renteforventninger: opdateret 12. december 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	
13-12-25	1,83	1,95	2,74	13-12-25	1,99	2,40	2,75	3,09
mar 26	1,85	2,00	2,70	mar 26	2,00	2,40	2,75	3,00
jun 26	2,00	2,10	2,85	jun 26	2,05	2,50	2,85	3,15
sep 26	2,05	2,20	3,00	sep 26	2,10	2,55	2,90	3,25
dec 26	2,15	2,30	3,10	dec 26	2,10	2,60	3,00	3,35

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.	5. juni 2025	1,60%
	Udlånsrente	-25 bp.	5. juni 2025	1,75%
	Diskonto	-25 bp.	5. juni 2025	1,60%
Eurozonen	Repo rente	-25 bp.	5. juni 2025	2,15%
	Indlånsrente	-25 bp.	5. juni 2025	2,00%
USA	Fed Funds	-25 bp.	10. december 2025	3,50% - 3,75%
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 2025	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%

ANSVARFRASKRIVELSE:

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, 13. december 2025, kl. 09:14