



MAKRO

Ugescenario

Uge 38 og 39

Markedsføringsmateriale

12. september 2025

Hvad gør og signalerer Fed?

- Den amerikanske arbejdsmarkedsrapport for august viste en skuffende jobskabelse på 22.000 og efterlader den gennemsnitlige månedlige jobskabelse over de seneste 3 måneder på 29.000. Noget der minder om nærmest stilstand på det amerikanske arbejdsmarked. Det er dog ikke kun den aktuelle tilstand på arbejdsmarkedet, der viser tegn på svaghed. I ugen, der gik, blev det således offentliggjort, at jobskabelsen fra april 2024 til marts 2025 formentligt har været overvurderet med i alt 911.000 jobs svarende til ca. halvdelen af den jobskabelse, der er rapporteret over perioden. Et svagere arbejdsmarked som isoleret set indikerer behov for en lempelig pengepolitik.
- Fed forventes på den kommende uges rentemøde at genoptage rejsen mod en mere neutral pengepolitik. En rejse som Fed var i gang med i efteråret 2024, men som har været sat på pause siden december 2024. Udover den forventede rentenedsættelse vil fokus på onsdagens rentemøde også i meget høj grad samle sig omkring Feds opdaterede økonomiske skøn og ikke mindst rentebane.
- De kommende to uger byder på vigtige aktivitetsdata ud af både Kina, Eurozonen og USA. Specielt fokus vil formentligt samle sig omkring den amerikanske detailsalg rapport for august, der offentliggøres 16. september, og foreløbige aktivitetsbarometre for industrien og servicesektoren i Tyskland, Frankrig og den samlede Eurozone, der offentliggøres den 23. september.
- Den forgangne uges rentemøde i Eurozonen bød helt som ventet på uændret styringsrente på 2,0% fra ECB. Nationalbanken fulgte helt som ventet ECB 1:1 og fastholdt dermed indskudsbevisrenten på 1,6%.

Indhold

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

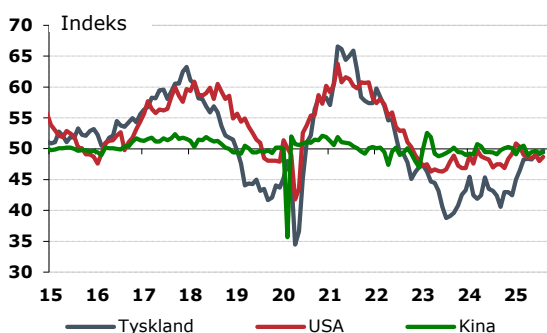
Ansvarshavende redaktør:

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

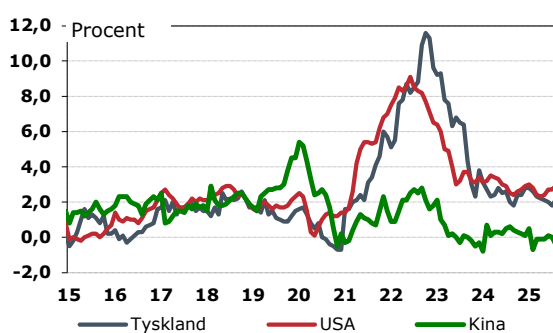
Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)

Land	Dag	Begivenhed	Seneste	Spar Nord	Konsensus
USA	16/9	Kernedetailsalg (aug)	0,5%	-	0,3%
USA	17/9	Fed rentemøde	4,25%-4,50%	4,00%-4,25%	'4,00%-4,25%
Eurozonen	23/9	PMI, Sammensat (sep)	51,0	-	-

Figur 1: PMI indeks, industri



Figur 2: Inflation (år-år i %)



Hvad gør og signalerer Fed?

Chefstrateg Christian M. Nielsen, cms@sparnord.dk, tlf. 96344417

Den amerikanske arbejdsmarkedsrapport for august, der blev offentliggjort efter deadline for sidste uges Ugescenario, viste en skuffende jobskabelse på 22.000 mod ventet 75.000 og efterlader den gennemsnitlige månedlige jobskabelse over de seneste 3 måneder på 29.000. Noget der minder om nærmest stilstand på det amerikanske arbejdsmarked. En stilstand der dog indtil videre skyldes færre nyansættelser fremfor et stigende antal afskedigelser. Lidt ekstra malurt i bægeret kom der fra den forgangne uges data for nye ansøgninger om understøttelse, der viste en bekymrende kraftig stigning. En stigning der dog formentligt er mere støj end signal. De ugentlige data for nye ansøgninger om understøttelse er således meget volatile og størstedelen af den stigning, som vi så i den forgangne uge, kan tilskrives Texas.

Det er dog ikke kun den aktuelle tilstand på arbejdsmarkedet, der viser tegn på svaghed. I ugen, der gik, blev det således offentliggjort, at jobskabelsen fra april 2024 til marts 2025 formentligt har været overvurderet med i alt 911.000 jobs svarende til ca. halvdelen af den jobskabelse, der er rapporteret over perioden. Det amerikanske arbejdsmarked er og har med andre ord været noget svagere end hidtil vurderet. Et svagere arbejdsmarked som isoleret set indikerer behov for en lempelig pengepolitik. Med en styringsrente på 4,25%-4,50% og Feds vurdering af en neutral pengepolitisk styringsrente på 3%, taler de seneste måneders arbejdsmarkedsdata med andre ord for en væsentligt lavere pengepolitisk styringsrente i USA.

Fed forventes på den kommende uges rentemøde at genoptage rejsen mod en mere neutral pengepolitik. En rejse som Fed var i gang med i efteråret 2024, men som har været sat på pause siden december 2024. En pause der har været begrundet med et stærkt arbejdsmarked og bekymring om, i hvilket omfang Trumps tariffer vil medføre højere amerikansk inflation. Og ikke mindst, hvorvidt den stigende inflation vil være midlertidig, som teorien vil tilsige.

Den forgangne uges inflationsdata var på overfladen marginalt højere end ventet, men vil næppe afholde Fed fra at sænke styringsrenten med 25bp på rentemødet onsdag. Kigges under overfladen i inflationsrapporten, er der tiltagende tegn på, at Trumps tariffer begynder at vise sig i de amerikanske forbrugerpriser. Effekten er dog fortsat ret moderat og primært koncentreret i de kategorier, hvor midlertidige effekter af tariffer burde vise sig.

Udover den forventede rentenedsættelse vil fokus på onsdagens rentemøde også i meget høj grad samle sig omkring Feds opdaterede økonomiske skøn og ikke mindst rentebane – det såkaldte dot-plot der viser de forskellige Feds medlemmers vurdering af den forventede udvikling i

styringsrenten de kommende år og ikke mindst, hvad Fed medlemmerne vurderer er en neutral pengepolitisk styringsrente på sigt.

Detailsalg og industriproduktion

De kommende to uger byder på vigtige aktivitetsdata ud af både Kina og USA - de to største økonomier i verden. Specielt fokus vil formentligt samle sig omkring den amerikanske detailsalgsrapport for august, der offentliggøres 16. september, og som vil give et vigtigt indblik i, hvorvidt og i hvilket omfang den svagt stigende inflation og det svækkede arbejdsmarked påvirker det amerikanske privatforbrug, der udgør ca. 70% af amerikansk BNP. Det endelige forbrugstal for august offentliggøres 26. september samtidigt med august måneds data for Feds foretrukne inflationsmål, den såkaldte PCE-inflation.

Europæiske aktivitetsdata

Den 23. september offentliggøres foreløbige aktivitetsbarometre for industrien og servicesektoren i Tyskland, Frankrig og den samlede Eurozone. Aktivitetsbarometre der vil give en vigtig indikation på den samlede vækst i Eurozonen i 3. kvartal. Efter et relativt svagt 2. kvartal, der kom på ryggen af et meget stærkt 1. kvartal, tyder aktivitetsbarometrene for juli og august på svagt tiltagende vækst i Eurozonen i 3. kvartal.

ECB holder renten uændret

Den forgangne uges rentemøde i Eurozonen bød helt som ventet på uændret styringsrente på 2,0% fra ECB. Nationalbanken fulgte helt som ventet ECB 1:1 og fastholdt dermed indskudsbevisrenten på 1,6%. Pressemeddelelsen og det efterfølgende pressemøde fra ECB bød ikke på væsentligt nyt fra ECB, der fastholder, at pengepolitikken befinder sig et godt sted i forhold til de usikkerheder, som Eurozonen står overfor.

ECBs opdaterede økonomiske skøn bød heller ikke på de store ændringer. Vækstskønnet for 2025 blev opjusteret fra 0,9% til 1,2%, mens vækstskønnet for 2026 blev nedjusteret fra 1,1% til 1,0%. ECB ser samtidigt risikoen omkring vækstskønnene som balanceret mod tidligere tiltet til nedsiden. Inflationsskønnene for 2025 og 2026 blev opjusteret fra hhv. 2,0% til 2,1%, og 1,6% til 1,7%. Inflationsskønnet for 2027 blev nedjusteret fra 2,0% til 1,9%. ECB forventer med andre ord inflation lidt under målsætningen på 2% i både 2026 og 2027, hvilket dog ikke virkede til at bekymre Lagarde.

Dagens rentemøde ændrer ikke på vores forventning om, at der ikke kommer flere rentenedsættelser fra ECB medmindre vækstudsigterne forværres i nævneværdig grad og/eller hvis inflationen viser tegn på at være på vej til "underskyde" ECBs målsætning i større grad, end det er tilfældet i ECBs nye økonomiske prognoser.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal (Uge 38 & 39)	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 15. september					
04:00	Kina	Detailsalg (aug)	3,70%	-	3,80%
04:00	Kina	Industriproduktion (aug)	5,70%	-	5,60%
11:00	Eurozonen	Handelsbalance (juli)	2,8 mia.	-	-
14:30	USA	New York Fed PMI, fremstilling (sep)	11,9%	-	4,30%
Tirsdag den 16. september					
11:00	Tyskland	ZEW, Forventninger (sep)	34,7	-	27,5
11:00	Eurozonen	Industriproduktion (jul)	-1,3% (0,2%)	-	0,5% (1,7%)
14:30	USA	Kernedetailsalg (aug)	0,50%	-	0,3%
14:30	USA	Importpriser (aug)	0,4% (-0,20%)	-	-0,3% (0,00%)
15:15	USA	Industriproduktion (aug)	0,1%	-	0,0%
16:00	USA	NAHB, Husindeks (sep)	32	-	33
Onsdag den 17. september					
01:50	Japan	Handelsbalance (aug)	-117,5 mia.	-	-504,4 mia.
08:00	UK	Inflation, CPI (aug)	0,1% (3,8%)	-	0,3% (3,8%)
11:00	Eurozonen	Inflation, CPI (aug, endelig)	0,2% (2,1%)	-	0,2% (2,1%)
11:00	Eurozonen	Kerneinflation (aug, endelig)	2,3%	-	2,3%
14:30	USA	Byggetilladelser (aug, endelig)	-2,2%	-	0,6%
20:00	USA	Fed, rentebånd	4,25%-4,50%	4,00%-4,25%	4,00%-4,25%
Torsdag den 18. september					
10:00	Eurozonen	Betalingsbalance (jul)	35,8 mia.	-	-
13:00	UK	Rentemøde	4,00%	-	4,00%
14:30	USA	Philidelphia Fed indeks (sep)	0,3%	-	3,0%
16:00	USA	Ledende indikator (aug)	-0,1%	-	-0,1%
Mandag den 22. september					
08:00	Danmark	Forbrugertillid (sep)	-17,2	-	-
16:00	Eurozonen	Forbrugertillid (sep, foreløbig)	-15,5	-	-
Tirsdag den 23. september					
09:15	Frankrig	S&P PMI, Industri (sep, foreløbig)	50,4	-	-
09:15	Frankrig	S&P PMI, Service (sep, foreløbig)	49,8	-	-
09:15	Frankrig	S&P PMI, Sammensat (sep, foreløbig)	49,8	-	-
09:30	Sverige	Riskbank, rentemøde	2,00%	-	-
09:30	Tyskland	S&P PMI, Industri (sep, foreløbig)	49,8	-	-
09:30	Tyskland	S&P PMI, Service (sep, foreløbig)	49,3	-	-
09:30	Tyskland	S&P PMI, Sammensat (sep, foreløbig)	50,5	-	-
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Industri (sep, foreløbig)	50,7	-	-
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Service (sep, foreløbig)	50,5	-	-
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Sammensat (sep, foreløbig)	51,0	-	-
10:30	UK	S&P Global, sammensat (sep, foreløbig)	53,5	-	-
15:45	USA	S&P PMI, Sammensat (sep, foreløbig)	54,6	-	-
16:00	USA	Richmond Fed, Industriindeks (sep)	7	-	-
Onsdag den 24. september					
02:30	Japan	Nikkei PMI, Sammensat (sep, foreløbig)	52,0	-	-
10:00	Tyskland	Ifo, barometer (sep)	89,0	-	-
Torsdag den 25. september					
06:00	Eurozonen	Registrering af nye biler (aug)	7,4%	-	-
14:30	USA	BNP (2. kv., 2 revision)	3,3%	-	-
14:30	USA	Ordre, kernekapitalgoder (aug, foreløbig)	0,7%	-	-
17:00	USA	Kansas City Fed PMI, Industri (sep)	1	-	-
Fredag den 26. september					
01:30	Japan	KerneInflation, CPI (sep)	3,0%	-	-
08:00	Danmark	Detailsalg (aug)	0,6% (2,7%)	-	-
14:30	USA	Personligforbrug, realt (aug)	0,3%	-	-
14:30	USA	Inflation, kerne-PCE (aug)	0,3% (2,9%)	-	0,2% (2,9%)
16:00	USA	UoM, Forbrugertillid (sep, endelig)	-	-	-
16:00	USA	UoM, Inflationsforv. 5-10 år (sep, endelig)	-	-	-

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

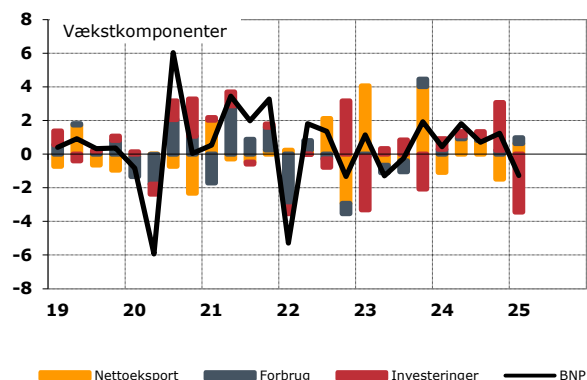
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

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)

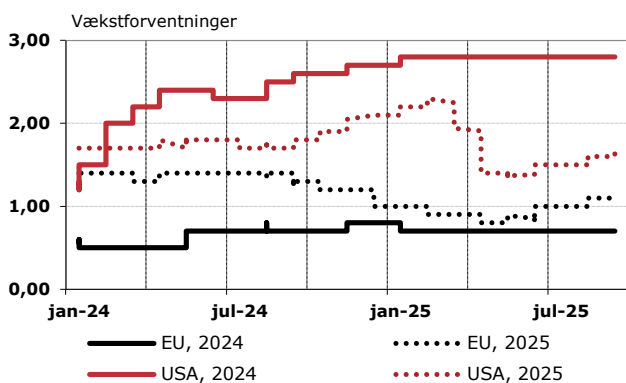


Dansk forsyningsbalance (pr. 11. juli 2025)			
Ændring, procent p.a. *	2024	2025E	2026E
Bruttonationalprodukt*	3,5	2,1	2,1
Import*	4,1	0,0	3,3
Eksport*	7,1	1,7	3,4
Privatforbrug*	1,0	1,9	1,9
Off. forbrug*	1,0	-0,9	1,7
Investeringer*	3,0	-0,9	2,9
Lagre (vækstbidrag)	-0,5	0,0	0,0
Beskæftigelse, tusinde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

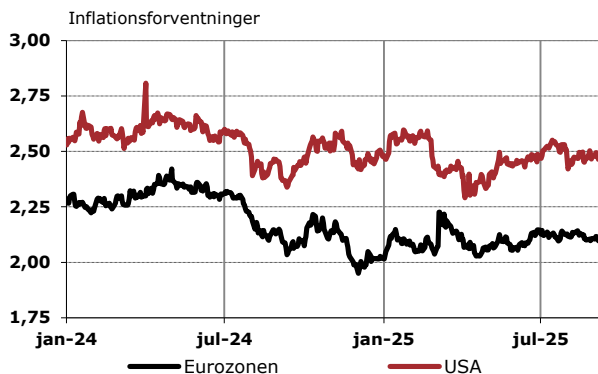
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 15. august 2025

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
12-09-25	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)

	12-09-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	746,44	746	746	746
USD/DKK	637,73	640	630	655
JPY/DKK	4,31	4,35	4,40	4,80
GBP/DKK	863,50	860	865	900
SEK/DKK	68,19	68 ↑	68	70
NOK/DKK	64,50	64 ↑	64	67
EUR/USD	117,05	117	118	114
USD/JPY	147,83	147	143	136
EUR/JPY	173,03	171	170	155

Figur 1: Valutakurser



Rente forventninger: 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
12-09-25	1,75	1,95	2,55	12-09-25	1,98	2,23	2,49
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%

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, 12. september 2025, kl. 15:37