



MAKRO

Ugescenario

Uge 40 og 41

Markedsføringsmateriale

26. september 2025

Vigtig amerikansk arbejdsmarkedsrapport

- Den amerikanske centralbank (Fed) sænkede på rentemødet 17. september helt som ventet styringsrenten med 25bp. Fed meddelte at rentenedsættelsen skal ses i lyset af øget risiko for, at arbejdsmarkedet svækkes yderligere, hvilket er uønsket, og at der nu formentligt er udsigt til en række rentenedsættelser.
- Netop det amerikanske arbejdsmarked kommer der masser af fokus på den kommende uge, hvor der fredag offentliggøres arbejdsmarkedsrapport for september. De seneste 4 arbejdsmarkedsrapporter har (efter revideringer) vist meget svag jobskabelse på i gennemsnit 27.000 nye jobs om måneden svarende til stort set stilstand på arbejdsmarkedet.
- Fortsat fremgang på arbejdsmarkedet er en vigtig forudsætning for at holde gang i en væsentlig del af vækstmotoren i USA, nemlig det amerikanske privatforbrug, der udgør ca. 70% af BNP. Indtil videre trodser det amerikanske privatforbrug dog på overfladen svagheden på arbejdsmarkedet, hvilket fredag blev bekræftet i forbrugsrapporten for august.
- De kommende to uger byder bl.a. også på de amerikanske nationale ISM aktivitetsbarometre for industri (1. oktober) og servicesektor (3. oktober) samt foreløbig Eurozone inflation for oktober (1. oktober).

Indhold

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

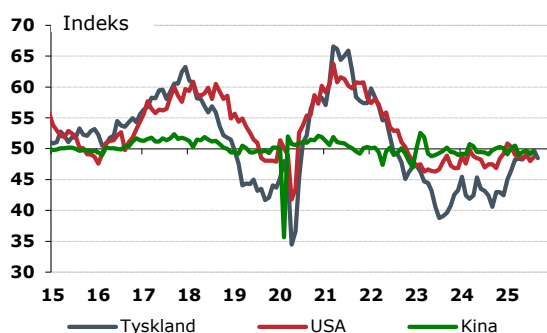
Ansvarshavende redaktør:

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

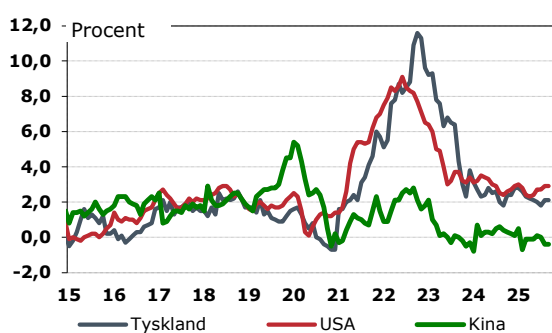
Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)

Land	Dag	Begivenhed	Seneste	Spar Nord	Konsensus
USA	1/10	Kerneinflation (sep, forel.)	2,3%	-	2,3%
USA	3/10	Beskæftigelse, NFP (sep)	22.000	-	50.000
USA	3/10	ISM, Service (sep)	52,0	-	52,0

Figur 1: PMI indeks, industri



Figur 2: Inflation (år-år i %)



Vigtig amerikansk arbejdsmarkedsrapport

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

Den amerikanske centralbank (Fed) sænkede på rentemødet 17. september helt som ventet styringsrenten med 25bp. Fed meddelte at rentenedsættelsen skal ses i lyset af øget risiko for, at arbejdsmarkedet svækkes yderligere, hvilket er uønsket, og at der nu formentligt er udsigt til en række rentenedsættelser. Det tyder med andre ord nu på, at Fed nu har genoptaget rejsen tilbage mod en neutral pengepolitik, det vil sige en rente tæt på 3%. En rejse der blev igangsat i september 2024, men som i december 2024 blev sat på pause.

Feds opdaterede rentebane signalerer således yderligere 2 rentenedsættelser af 25bp i 2025, 1 rentenedsættelse af 25bp i 2026 og 1 rentenedsættelse af 25bp i 2027, men viser samtidig meget stor uenighed internt i Fed om, hvor hurtigt renten skal sænkes. Ses på det mest dueagtige (dem der ønsker renten sænket mest) og høgeagtige (dem der ønsker renten sænket mindst) Fed medlem, er der i 2026, 2027 og 2028 en forskel på 125-150bp.

Vi ændrer set i lyset af rentemødet og de seneste måneders svaghed på det amerikanske arbejdsmarked marginalt i vores forventninger og forventer nu yderligere 2 rentenedsættelser af 25bp i 2025 (uændret prognose) og yderligere 2 rentenedsættelser af 25bp i 1. kvartal 2026 (mod tidligere 1 rentenedsættelse af 25bp).

Hvor stærkt er arbejdsmarkedet i USA?

Netop det amerikanske arbejdsmarked kommer der masser af fokus på den kommende uge, hvor der fredag offentliggøres arbejdsmarkedsrapport for september. De seneste 4 arbejdsmarkedsrapporter har (efter revideringer) vist meget svag jobskabelse på i gennemsnit 27.000 nye jobs om måneden svarende til stort set stilstand på arbejdsmarkedet. En meget svag jobskabelse der desuden over tid må forventes at lægge et opadgående pres på den amerikanske arbejdsløshedsrate. Et scenarie som Fed ønsker at undgå. Dette både fordi arbejdsløshedsraten allerede befinder sig tæt på Feds vurdering af en normal arbejdsløshedsrate men også fordi stigninger i arbejdsløshedsraten historisk set ofte har haft en tendens til at accelerere, når de først er kommet i gang.

På den positive front er det dog værd at bemærke, at den svage jobskabelse primært er et resultat af færre nyansættelser fremfor flere afskedigelser. De ugentlige ansøgninger om understøttelse befinder sig således på et lavt niveau, og JOLTS statistikken, der også offentliggøres i den kommende uge, vidner om samme tendens.

Det store spørgsmål i fredagens arbejdsmarkedsrapport er, om september vil være 5 måned i træk med svag jobskabelse, eller om september måneds arbejdsmarkedsrapport vil give økonomer og investorer

grund til at være mindre bekymrede om udsigterne for det amerikanske arbejdsmarked?

Amerikansk forbrug trodser arbejdsmarkedet

Fortsat fremgang på arbejdsmarkedet er en vigtig forudsætning for at holde gang i en væsentlig del af vækstmotoren i USA, nemlig det amerikanske privatforbrug, der udgør ca. 70% af BNP. Indtil videre trodser det amerikanske privatforbrug dog på overfladen svagheden på arbejdsmarkedet, hvilket fredag blev bekræftet i forbrugsrapporten for august, der viste en månedlig stigning i forbruget (korrigeret for inflation) på 0,4% mod forventet 0,2%. Under overfladen har vi dog set tegn på, at den amerikanske forbruger er lidt mere tilbageholdende med forbruget af mere luksusbetonede varer. En ikke overraskende udvikling set i lyset af den ret lave forbrugertillid.

Vi bliver i de to kommende uger klogere på optimismen (eller mangel på samme) hos den amerikanske forbruger. Den 30. oktober offentliggøres Conference Board forbrugertillid for september og den 10. oktober foreløbig University of Michigan forbrugertillid for oktober.

ISM aktivitetsbarometre og Fed referat

De kommende to uger byder desuden på de amerikanske nationale ISM aktivitetsbarometre for industri (1. oktober) og servicesektor (3. oktober). Aktivitetsbarometre der dækker oktober og dermed giver en ret opdateret temperaturmåling på det amerikanske erhvervsliv i oktober. En temperaturmåling der selvfølgelig skal ses i sammenhæng med arbejdsmarkedsrapporten for oktober.

Den 8. oktober offentliggøres referat fra rentemødet 17. september. Et referat der vil give yderligere indblik i Feds afvejning af på den ene side fortsat stor usikkerhed om inflationsudsigterne og på den anden side stigende risiko for en uønsket svækkelse af arbejdsmarkedet.

Eurozone inflation

Den 1. oktober offentliggøres foreløbige inflationsdata for Eurozonen i oktober. Inflationsdata der forventes at vise en mindre stigning i den samlede inflation – fra 2,0% til 2,2%. Den underliggende kerneinflation forventes dog at forblive uændret 2,3%.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal (Uge 40 & 41)	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 29. september					
08:00	Danmark	Arbejdsløshedsprocent (aug)	2,60%	-	-
11:00	Eurozonen	Forbrugertillid (sep, endelig)	-14,9	-	-
11:00	Eurozonen	Økonomisktilid (sep)	95,2	-	95,1
Tirsdag den 30. september					
01:50	Japan	Industriproduktion (aug , foreløbig)	-1,2% (-0,40%)	-	-0,8% (-0,90%)
03:45	Kina	Caixin PMI, Service (sep)	51,9	-	-
03:45	Kina	Caixin PMI, Sammensat (sep)	53	-	--
03:45	Kina	Caixin PMI, Industri (sep)	50,5	-	50,2
08:00	Tyskland	Detailsalg (aug)	-1,5% (2,30%)	-	0,5% (2,50%)
08:00	Sverige	Detailsalg (aug)	0,3% (2,90%)	-	-
08:00	Danmark	BNP (2. kv., endelig)	1,3% (1,9%)	-	-
14:00	Tyskland	Inflation, CPI (sep , foreløbig)	0,1% (2,2%)	-	0,2% (2,3%)
15:00	USA	S&P huspriser (Jul)	-0,25% (2,14%)	-	-0,10%
16:00	USA	JOLTS, jobåbninger (aug)	7.181.000	-	7.100.000
16:00	USA	Conf. board, Forbrugertillid (sep)	97,4	-	95,8
Onsdag den 1. oktober					
10:00	Norge	DNB PMI, Industri (sep)	49,6	-	-
11:00	Eurozonen	Inflation, Headline (sep, foreløbig)	0,1% (2,0%)	-	0,1% (2,2%)
11:00	Eurozonen	Kerneinflation (sep, foreløbig)	2,3%	-	2,3%
14:15	USA	ADP beskæftigelse (sep)	54.000	-	50.000
16:00	USA	ISM, Industri (sep)	48,7	-	49,2
Torsdag den 2. oktober					
11:00	Eurozonen	Arbejdsløshedsprocent (aug)	6,20%	-	6,2%
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse (uge 39)	218.000	-	-
16:00	USA	Ordre, kernekapitalgoder (aug, endelig)	-0,30%	-	-
17:00	Danmark	Valutareserven / ændring (sep)	178,6 mia. / -1,9 mia	-	-
Fredag den 3. oktober					
08:00	Norge	Arbejdsløshedsprocent (sep)	2,2%	-	-
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Sammensat (sep, endelig)	51,2	-	51,2
14:30	USA	Beskæftigelse, Nonfarm Payroll (sep)	22.000	-	50.000
14:30	USA	Arbejdsløshedsprocent (sep)	4,3%	-	4,3%
14:30	USA	Gns. timelønninger (sep)	0,3% (3,7%)	-	0,3% (3,6%)
14:30	USA	Gns. ugentlige arbejdstimer (sep)	34,2	-	34,2
15:45	USA	S&P PMI, Sammensat (sep, endelig)	53,6	-	-
16:00	USA	ISM, Service (sep)	52,0	-	52,0
Mandag den 6. oktober					
08:00	Danmark	Industriproduktion (aug)	1,2%	-	-
10:30	Eurozonen	Sentix, Investortillid (okt)	-9,2	-	-
11:00	Eurozonen	Detailsalg (aug)	-0,5% (2,2%)	-	-
Tirsdag den 7. oktober					
08:00	Norge	Industriproduktion (aug)	0,4% (-3,5%)	-	-
08:00	Tyskland	Industriordrer (aug)	-2,9% (-3,4%)	-	-
14:30	USA	Handelsbalance (aug)	-\$78.3 mia.	-	-
Onsdag den 8. oktober					
08:00	Sverige	Inflation, CPI (sep , foreløbig)	-0,4% (1,1%)	-	-
08:00	Tyskland	Industriproduktion (aug)	1,3% (1,5%)	-	-
20:00	USA	FOMC referat (september)	-	-	-
Torsdag den 9. oktober					
08:00	Danmark	Betalingsbalance (aug)	35.6 mia.	-	-
08:00	Tyskland	Import (aug)/Eksport (aug)	0,1%/-0,6%	-	-
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse (uge 40)	-	-	-
Fredag den 10. oktober					
08:00	Danmark	Inflation, CPI (sep)	-0,7% (2,0%)	-	-
08:00	Sverige	Industriordrer (aug)	-2,4% (-1,4%)	-	-
16:00	USA	Forbrugertillid, University of Michigan (okt.)	-	-	-

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

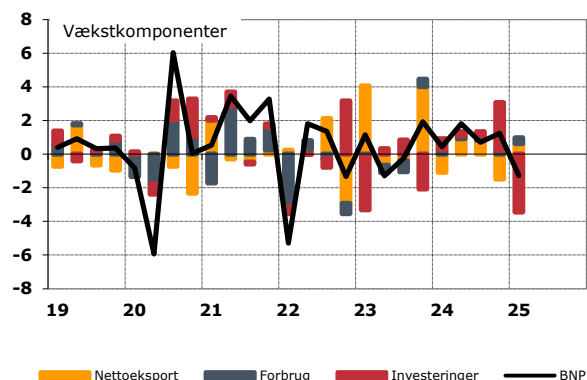
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

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)

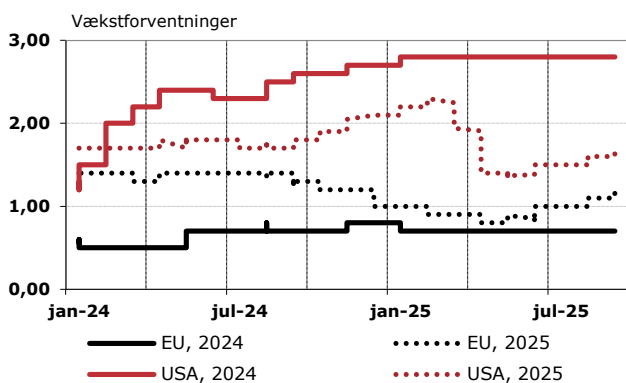


Dansk forsyningsbalance (pr. 11. juli 2025)			
Ændring, procent p.a. *	2024	2025E	2026E
Bruttonationalprodukt*	3,5	2,1	2,1
Import*	4,1	0,0	3,3
Eksport*	7,1	1,7	3,4
Privatforbrug*	1,0	1,9	1,9
Off. forbrug*	1,0	-0,9	1,7
Investeringer*	3,0	-0,9	2,9
Lagre (vækstbidrag)	-0,5	0,0	0,0
Beskæftigelse, tusinde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

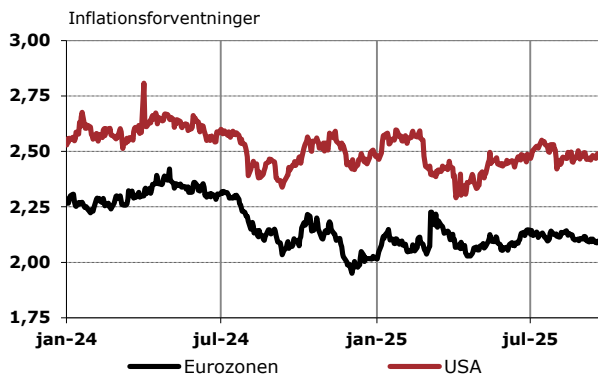
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 15. august 2025

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
26-09-25	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)

	26-09-25	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	746,42	746	746	746
USD/DKK	639,08	640	630	655
JPY/DKK	4,27	4,35	4,40	4,80
GBP/DKK	854,86	855 ↓	865	900
SEK/DKK	67,64	68	68	70
NOK/DKK	63,78	64	64	67
EUR/USD	116,80	117	118	114
USD/JPY	149,74	147	143	136
EUR/JPY	174,89	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
26-09-25	1,77	1,95	2,59	26-09-25	1,98	2,26	2,55
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			
	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.	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.	17. september 2025	4,00% - 4,25%
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	1,75%
Norge	Depositrente	+25 bp.	14. december 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, 26. september 2025, kl. 15:32