

Tyske budgetproblemer kan true væksten ...

- I gennem de sidste par uger har der primært været fokus på et stadig klarere billede af en aftagende inflation i USA, der gjorde sig gældende indenfor både forbrugerpriser, producentpriser og importpriser, mens der i Europa har været pænt stort fokus på den højesteretsdom, der kom ud af Tyskland onsdag den 15. november.
- Den nye budgetsituation i Tyskland, som den tyske regering står i, på ryggen af højesteretsdommen, kan potentielt ramme tysk økonomi på et meget skrøbeligt og uheldigt tidspunkt. Skrøbeligheden fremgik tydeligt af både november PMI- og Ifo-målinger, der kom ud af Tyskland i den seneste uge. De steg en smule ... men fra et meget lavt niveau.
- Den kommende uge byder som et af ugens vigtigste nøgletal på flash-estimer for headline- og kerneinflation i eurozonen. Her forventes headline at falde 0,1 procentpoint til 2,8 pct. mens kerneinflationen forventes at falde 0,3 procentpoint til 3,9 pct.
- Det andet store nøgletal i den kommende uge bliver ISM indekset fra USA, der offentliggøres fredag den 1. december og forventes at stige fra 46,7 til 47,7. Tallet flankeres i løbet af ugen af tal for det amerikanske boligmarked (omsætning og priser) samt regionale industriindikatorer og kerne-PCE-indikatoren, der er Fed's foretrukne mål for inflationen.
- Apropos Fed så er ugen den sidste uge inden rentemødet den 13. december, hvis man ønsker at ændre eller klargøre forventninger op til rentemødet i ugen efter. Powell er på talerstolen på fredag kl. 17:00, og det kunne blive en potentiel vigtig tale!

Indhold

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

Ansvarshavende redaktør:

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

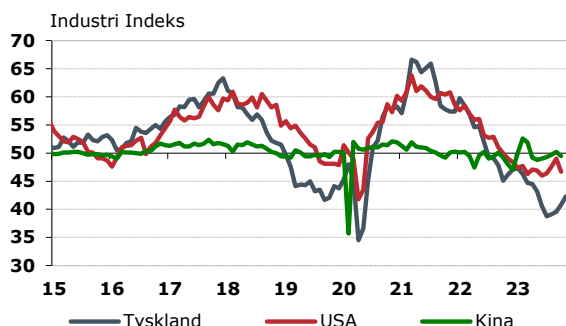
Praktikant:

Stud. Oecon	Daisy Nielsen
Tlf.	96 34 40 57
Email	xdni@sparnord.dk

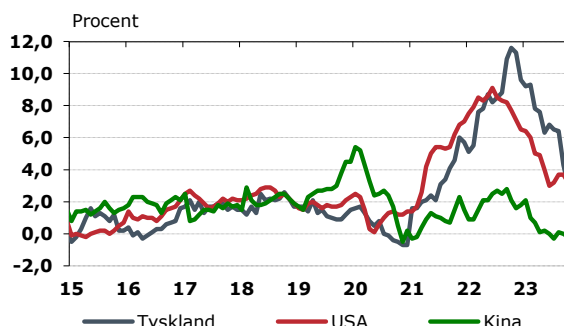
Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)

Land	Dag	Begivenhed	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Eurozonen	Tor.	Inflation, flash (nov.)	0,1% (2,9%)	-	-0,2% (2,8%)
USA	Tor.	Inflation, kerne-PCE (okt.)	0,3% (3,7%)	-	0,2% (3,5%)
USA	Fre.	ISM, industri (nov.)	46,7	-	47,7

Figur 1: PMI indeks



Figur 2: Inflation (år-år i %)



Tyske budgetproblemer kan true væksten ...

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

I gennem de sidste par uger har der primært været fokus på et stadig klarere billede af en aftagende inflation i USA, der gjorde sig gældende indenfor både forbrugerpriser, producentpriser og importpriser, mens der i Europa har været pænt stort fokus på den højesteretsdom, der kom ud af Tyskland onsdag den 15. november. Heri fjerner højesteret – i hvert fald i første omgang – en stor del af fundingen for den grønne og digitale omstilling i Tyskland.

Højesteret underkender flytning af midler ...

I kendelsen – hvor den tyske opposition CDU/CSU havde lagt sag an mod den siddende regering – fastslår den tyske højesteret, at det var imod forfatningen, at staten i starten af 2022 flyttede 60 mia. ubrugte Corona-midler til en "Climate and transformation fond" – altså til grøn og digital omstilling. Det efterlader et finansiering-hul på 60 mia. euro i statskassen, men efterlader den tyske stat med et potentielt langt større problem, idet højesteretskendelsen kan forhindre staten i at trække penge fra flere fonde, der er skabt for at omgå de strenge tyske regler for (det strukturelle) budgetunderskud, der siden 2009 er begrænset til 0,35 pct. af BNP. Tyskland var i den seneste uge nødt til at forlænge suspensionen af gældsbremsen til også at gælde i 2023 og vil på ryggen heraf præsentere et revideret 2023 budget i den kommende uge.

... hvilket kan ramme økonomien

Den nye budgetsituation i Tyskland, som den tyske regering står i, på ryggen af højesteretsdommen, kan potentielt ramme tysk økonomi på et meget skrøbeligt og uheldigt tidspunkt. Skrøbeligheden fremgik tydeligt af både november PMI- og Ifo-målinger, der kom ud af Tyskland i den seneste uge. De viste begge godt nok en stigende tendens, men det var fra lave niveauer for begge aktivitetsindeks og var for Ifo-barometret primært centreret omkring forventningerne.

PMI-målingen for den tyske industri viste en fortsættelse af en trend i retning af (lidt) svagere beskæftigelse med et fald fra 46,7 til 45,8, mens tallet for servicebeskæftigelsen steg fra 49,9 til 50,1. Sammensat for hele økonomien fastholdt PMI-beskæftigelsen niveauet med et lille fald fra 48,8 til 48,6. Ikke stærkt ... men heller ikke en katastrofe. Tallet for ordrer steg for både industri og service. Samlet steg det tyske PMI-industri indeks fra 40,8 til 42,3 og har derfor fortsat et pænt stykke vej tilbage til 50.

Til gengæld ligner det en ende på en lagerkorrektur, der har stået på siden midten af 2022, idet lagervurderingen steg fra 45,1 til 47,2. Skal lagrene fyldes op igen, skal der mere gang i produktionen. Det tyske Ifo-barometer viste nogenlunde samme billede som PMI-målingen. Her var hovedtemaet forbedringer i både vurderingen af den aktuelle aktivitet og forventningerne – men mest i

forventningerne, der steg fra 84,8 til 85,2, mens vurderingen af den aktuelle aktivitet gik fra 89,2 til 89,4.

Efterfølgende sagde den tyske Ifo-præsident Clemens Fuest, at barometret er på det højeste niveau i 6 måneder, og at Tyskland har passeret "det værste af nedgangen" og kalder den aktuelle situation en "stabilisering". Det største usikkerhedspunkt er den aktuelle budgetkrise, der risikerer at kaste tysk økonomi ud i recession. Det er ikke Ifo instituttets base-case, men en risiko. Clemens Fuest forventer, at den tyske regering klarer sig igennem budgetforhandlingerne for 2023 og 2024 uden nedskæringer i udgifterne og/eller skattestigninger og ser en vækst på mellem 0,5 pct. og 1,0 pct. i 2024. Ikke stærkt ... men heller ikke en recession!

Den kommende uge: Europæisk inflation og ISM

Den kommende uge byder som et af ugens vigtigste nøgletal på flash-estimer for headline- og kerneinflation i eurozonen. Her forventes headline at falde 0,1 procentpoint til 2,8 pct. mens kerneinflationen forventes at falde 0,3 procentpoint til 3,9 pct. Headline, der toppede på over 10 pct. i 2022, er således mere end halveret og er især trukket ned af lavere energipriser gennem store dele af 2023 samt lavere prisstigninger på varer og fødevarer. Service har dog trukket inflationen i opadgående retning gennem 2023, men denne effekt er langsomt aftagende, og både service- og vareinflationen forventes at trække kernen (og headline) ned i november.

Med udsigt til lønstigninger på omkring 4,2 pct. i eurozonen og aftagende medvind fra lavere energipriser vil den sidste vej ned mod 2 pct. målet formentlig være længere. Den længere vej til 2 pct. målet understøttes af forhøjede inflationsforventninger hos forbrugerne, der viste svagt stigende tendenser på 1-års sigt i oktober. Inden Europa offentliggør flash-inflationstal torsdag byder onsdagen på de første inflationstal fra både Tyskland og Spanien. Inflationen i Tyskland er faldet fra 8,8 pct. til 3,8 pct. fra toppen, mens den spanske er faldet fra hele 10,8 pct. til 3,5 pct. Den tyske forventes at falde fra 3,8 pct. i oktober til 3,6 pct. i november, men forventes ligesom den spanske og den samlede Eurozone inflation at få svært ved at nå 2 pct. målet før i 2025.

Det andet store nøgletal i den kommende uge bliver ISM indekset fra USA, der offentliggøres fredag den 1. december og forventes at stige fra 46,7 til 47,7. Tallet flankeres i løbet af ugen af tal for det amerikanske boligmarked (omsætning og priser) samt regionale industriindikatorer og kerne-PCE-indikatoren, der er Fed's foretrukne mål for inflationen. Apropos Fed så er ugen den sidste uge inden rentemødet den 13. december, hvis man ønsker at ændre eller klargøre forventninger op til rentemødet i ugen efter. Powell er på talerstolen på fredag kl. 17:00, og det kunne blive en potentiel vigtig tale!

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 27. november					
00:50	Japan	PPI, Service (okt.)	(2,1%)	-	-
07:00	Japan	Maskinordrer (okt.)	(-20,6%)	-	-
16:00	USA	Salg af nye huse (okt.)	759k	-	723k
Tirsdag den 28. november					
08:00	Danmark	Detailsalg (okt.)	0,0%(1,3%)	-	-
08:00	Tyskland	GfK, forbrugertillid (dec.)	-28,1	-	-27,5
08:45	Frankrig	Forbrugertillid (nov.)	84,0	-	-
15:00	USA	FHFA, Husprisindeks (sep.)	0,6%	-	0,4%
15:00	USA	S&P huspriser (sep.)	1,01% (2,16%)	-	0,90% (4,2%)
16:00	USA	Conf, board, Forbrugertillid (nov.)	102,6	-	101,0
16:00	USA	Richmond Fed, Industriindeks (nov.)	3,0	-	1,0
Onsdag den 29. november					
09:00	Spanien	Inflation, CPI (nov./flash)	0,3% (3,5%)	-	-
10:00	Italien	Forbrugertillid (nov.)	101,6	-	-
10:00	Italien	Industritillid (nov.)	96,0	-	-
11:00	Eurozonen	Forbrugertillid (nov.)	-	-	-
11:00	Eurozonen	Økonomisktilid (nov.)	93,3	-	93,4
11:00	Eurozonen	Industritillid (nov.)	-9,3	-	-
11:00	Eurozonen	Servicetillid (nov.)	4,5	-	-
14:30	Tyskland	Inflation, CPI (nov./flash)	0,0% (3,8%)	-	-0,1% (3,6%)
14:30	USA	Engrosagre (okt./flash)	0,2%	-	-
14:30	USA	BNP (3. kvrt.)	(4,9%)	-	(5,0%)
20:00	USA	Fed, Beige Book	-	-	-
Torsdag den 30. november					
02:30	Kina	PMI, industri (nov.)	49,5	-	49,6
02:30	Kina	PMI, service (nov.)	50,6	-	51,1
08:00	Tyskland	Detailsalg (okt.)	-0,6% (-4,4%)	-	-0,1%
08:00	Danmark	Arbejdsløshedsprocent (okt.)	2,5%	2,5%	-
08:00	Danmark	BNP (3. kvrt.)	-0,3% (0,9%)	-0,3%	-
08:45	Frankrig	Inflation, CPI (nov./flash)	0,1% (4,0%)	-	0,1% (4,3%)
08:45	Frankrig	BNP (3. kvrt.)	0,1% (0,7%)	-	0,1% (0,7%)
09:55	Tyskland	Arbejdsløshedsprocent (nov.)	5,8%	-	5,9%
11:00	Italien	Inflation, HICP (nov./flash)	(1,8%)	-	-0,1% (1,1%)
11:00	Eurozonen	Inflation, headline (nov.)	0,1% (2,9%)	-	-0,2% (2,8%)
11:00	Eurozonen	Kerneinflation (nov./flash)	(4,2%)	-	(3,9%)
11:00	Eurozonen	Arbejdsløshedsprocent (okt.)	6,5%	-	6,5%
14:30	USA	Personligforbrug (okt.)	0,7%	-	0,2%
14:30	USA	Ugentlige ans, om understøttelse	209.000	-	-
14:30	USA	Inflation, kerne-PCE (okt.)	0,3% (3,7%)	-	0,2% (3,5%)
15:45	USA	Chicago PMI (nov.)	44,0	-	46,0
Fredag den 1. december					
00:30	Japan	Arbejdsløshedsprocent (okt.)	2,6%	-	2,6%
01:30	Japan	Nikkei PMI, Industri (nov.)	-	-	-
02:45	Kina	Caixin PMI, Industri (nov.)	49,5	-	49,3
09:55	Tyskland	S&P PMI, Industri (nov.)	43,8	-	43,8
10:00	Italien	BNP (3. kvrt.)	0.0% (0,0%)	-	-
10:00	Norge	DNB PMI, Industri (nov.)	47,9	-	-
10:00	Norge	Arbejdsløshedsprocent (nov.)	1,8%	-	1,9%
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Industri (nov.)	43,8	-	43,8
10:30	UK	S&P PMI, Industri (nov.)	-	-	-
15:45	USA	S&P PMI, Industri (nov.)	-	-	-
16:00	USA	ISM, Industri (nov.)	46,7	-	47,7
16:00	USA	ISM, Beskæftigelse (nov.)	46,8	-	-
16:00	USA	ISM, Nye ordrer (nov.)	45,5	-	-
-	USA	Wards, Bilsalg (nov.)	15,50 mio.	-	15,50 mio.

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

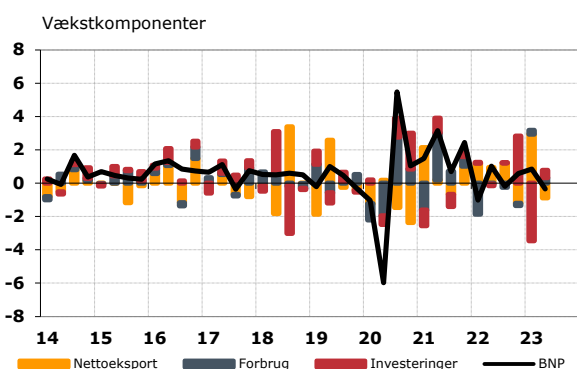
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

Vækst, BNP procent å-å (pr. 22. september 2023)*			
	2022	2023E	2024E
Global	3,5	(2,7)	(2,6)
Danmark	2,8	1,5 (1,3)	1,0 (1,3)
Eurozonen	3,3	0,4 (0,6)	0,9 (0,8)
Tyskland	1,8	-0,2 (-0,3)	0,8 (0,7)
USA	2,1	2,3 (2,0)	1,2 (0,9)
Kina	3,0	(5,1)	(4,5)
Japan	1,1	1,6 (1,8)	1,0 (1,0)
England	4,3	0,2 (0,4)	0,6 (0,5)
Sverige	3,0	-0,6 (-0,5)	0,7 (0,7)
Norge	3,3	1,1 (1,2)	1,0 (1,0)

* Konsensussskøn i parentes

Danske nøgletal (pr. 6. oktober 2023)			
	2021	2022	2023E
Inflation, pct.	1,9	7,7	4,0
Arbejdsløshed, pct. (brutto)	3,3	2,6	2,9
Arbejdsløshed, tusinder	95	70	80
Off. saldo, pct. af BNP	3,6	3,4	2,0
Off. gæld, pct. af BNP	36,7	30,1	27,5
Betalingsbalance, mia.	230	282	235
Indskudsbevisrente (ultimo)	-0,60	1,75	3,60
3 mdr. Cibor (ultimo)	-0,30	2,30	4,00
10 årig stat, (ultimo)	0,05	2,85	2,95
DKK/USD, (ultimo)	6,55	6,95	7,00

Figur 1: Danmark, vækstbidrag (k-k)

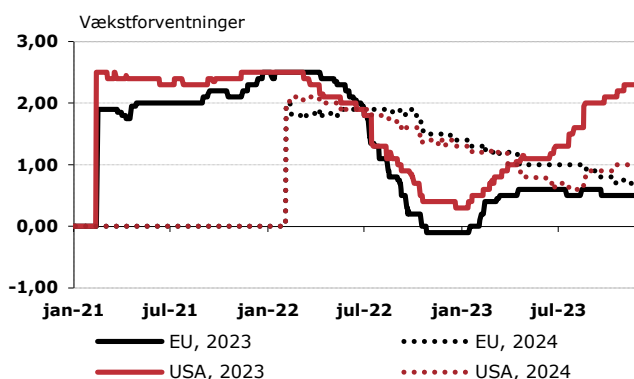


Dansk forsyningsbalance (pr. 7. juli 2023)			
Ændring, procent p.a. *	2021	2022E	2023E
Bruttonationalprodukt*	6,9	2,7	1,5
Import*	8,8	6,5	2,7
Eksport*	7,7	10,8	7,1
Privatforbrug*	5,5	-1,4	0,9
Off. forbrug*	4,6	-2,8	0,4
Investeringer*	3,6	3,2	-4,3
Lagre (vækstbidrag)	3,6	0,7	-1,7
Beskæftigelse, tusinde	71	112	35

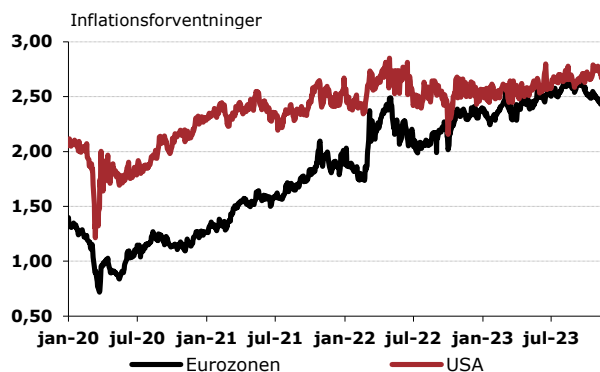
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 27. oktober 2023

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
24-11-23	3,60	4,00	5,25 - 5,50	5,25	-0,10	4,00	4,25	1,75
Dec 23	3,60	4,00	5,50 - 5,75	5,50	-0,05	4,00	4,00	2,00
Mar 24	3,60	4,00	5,50 - 5,75	5,75	-0,05	4,00	4,00	2,00
Jun 24	3,60	4,00	5,50 - 5,75	5,75	0,00	4,00	4,00	2,00
Sep 24	3,35	3,75	5,50 - 5,75	5,75	0,05	4,00	3,75	2,00

Figur 2: EU & USA, vækstforventninger



Figur 3: Eurozonen & USA, 5 år inflationsswap



Renter og valuta

Renter: Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 40 57

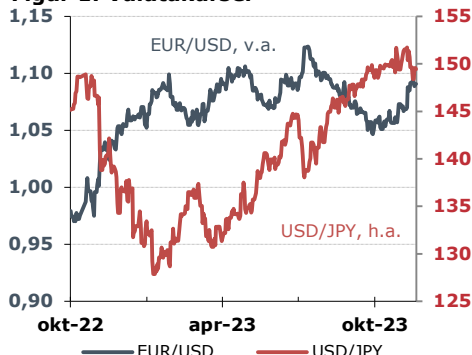
Valuta: Henrik Nielsen, nie@sparnord.dk, tlf. 96 34 41 54

Valutakurs og forventninger

(pilene angiver retningen i forhold til seneste uges forecast)

	24-11-23	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	745,64	745	745	745
USD/DKK	682,65	700 ↓	715	680
JPY/DKK	4,57	4,60 ↓	4,65 ↓	4,90 ↓
GBP/DKK	858,62	860 ↓	860	840
SEK/DKK	65,25	65 ↑	64 ↑	65
NOK/DKK	63,51	63	64	66
EUR/USD	109,23	106	104	110
USD/JPY	149,48	152 ↑	154 ↑	139 ↑
EUR/JPY	163,27	162 ↑	160 ↑	152 ↑

Figur 1: Valutakurser



Renteforventninger: opdateret 27. oktober 2023

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
24-11-23	3,11	2,77	2,89	24-11-23	3,94	3,69	3,32
dec 23	3,15	2,90	2,95	dec 23	4,00	3,95	3,45
mar 24	3,15	2,70	2,70	mar 24	3,95	3,90	3,25
jun 24	3,05	2,60	2,50	jun 24	3,90	3,75	3,15
sep 24	2,95	2,50	2,35	sep 24	3,60	3,65	3,05

Anbefalet aktivallokering

af Christian Mose Nielsen, cms@sparnord.dk, tlf. 96 34 44 17

Aktivklasse	Dato			
	21-09-23	21-06-23	23-03-23	30-11-22
Aktier	Svag undervægt	Svag undervægt	Svag undervægt	Svag undervægt
Obligationer	Svag overvægt	Svag overvægt	Svag overvægt	Svag overvægt
Stats-/realkreditobligationer	Svag overvægt	Svag overvægt	Svag overvægt	Svag overvægt
Virksomhedsobligationer	Neutral vægt	Neutral vægt	Neutral vægt	Neutral vægt

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.	14. september 2023	3,60%
	Indskudsbevisrenten	+25 bp.	14. september 2023	3,60%
	Udlånsrente	+25 bp.	14. september 2023	3,75%
	Diskonto	+25 bp.	14. september 2023	3,60%
Eurozonen	Repo rente	+25 bp.	14. september 2023	4,50%
	Indlånsrente	+25 bp.	14. september 2023	4,00%
USA	Fed Funds	+25 bp.	26. juli 2023	5,25% - 5,50%
Japan	Deposit rente	-10 bp.	29. januar 2016	-0,10%
	10 årig rentetarget	-	21. september 2016	0,00%
	10 årig rentebånd	+50 bp	28. juli 2023	+/- 1,00%
Storbritannien	Base rate	+25 bp.	3. august 2023	5,25%
Sverige	Repo rente	+25 bp.	21. september 2023	4,00%
Norge	Depositrente	+25 bp.	21. september 2023	4,25%
Schweiz	Policy rate	+25 bp.	22. juni 2023	1,75%
Kina	Reservekrav	-25 bp.	17. marts 2023	10,50%
	Indlånsrente	-50 bp.	23. oktober 2015	1,50%
	Udlånsrente, 1 års prime rate	-10 bp.	21. august 2023	3,45%

ANSVARSFRAKRIVELSE:

Denne publikation er udgivet af Handelsområdet i Spar Nord Bank A/S, Postboks 162, 9100 Aalborg. Publikationen er markedsføringsmateriale; og opfylder derfor ikke de retskrav, der stilles til investeringsanalyser. Gengivelsen af publikationen eller dele heraf er ikke tilladt uden forudgående tilladelse. 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.

Publikationen er baseret på offentligt tilgængeligt materiale, som Handelsområdet i Spar Nord Bank A/S anser for at være pålideligt. Handelsområdet i 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, vurdering af gevinstpotentiale og værdiansættelsesmæssige betragtninger kan ikke opfattes som garanti for fremtidigt afkast. Med mindre andet er angivet er afkastberegninger opgjort eksklusiv handelsomkostninger. Den fremtidige kursudvikling og/eller det fremtidige afkast kan blive negativt og gevinster eller tab kan blive forøget eller formindsket som følge af valutakursudsving.

Oplysningerne i publikationen er ikke investeringsanbefalinger og det er ikke et tilbud om eller en opfordring til køb eller salg af de pågældende finansielle instrumenter. Spar Nord Bank A/S fraskriver sig ethvert ansvar for tab for dispositioner foretaget på baggrund af publikationen.

Redaktionen afsluttet, 24. november 2023, kl. 13:20