



Stor rentenedsættelse fra ECB?

- Vi fik i ugen nogle helt centrale nøgletal ud af Eurozonen med tal for de forhandlede lønninger for 3. kvartal, som steg fra 3,5% i 2. kvartal til 5,4% i 3. kvartal. Derudover fik vi skuffende PMI-indeks for Eurozonen for november, der faldt fra 50 til 48,1, og hvor især fransk PMI trak ned.
- De forhandlede lønninger sammen med en fortsat træg udvikling i serviceinflationen i oktober trækker i retning af en gradvis lempelse af pengepolitikken, som virker til at være den foretrukne vej for høgene i ECB. Aktivitetsindikatorer trækker til gengæld i retning af en større lempelse, og understøtter de dueagtige medlemmer i ECB. ECB-medlemmer er enige op retningen, men uenige om tempoet!
- Nye tal viser at dansk BNP voksede 1,2% i 3. kvartal 2024, som især skyldes medicinalindustrien, men som også for første gang i år blev trukket op af privatforbruget.
- I den kommende uge er der fokus på tysk Ifo-barometer mandag, amerikansk kerne PCE-inflation for oktober onsdag samt november inflation for Eurozonen fredag.

Indhold

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

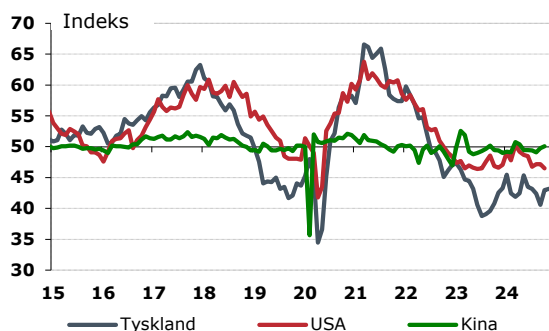
Ansvarshavende redaktør:

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

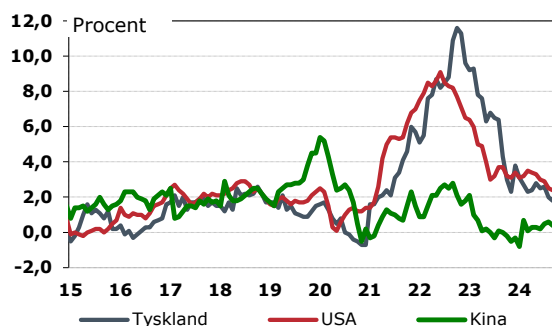
Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)

| Land | Dag | Begivenhed | Seneste | Spar Nord | Konsensus |
|-----------|-----|-----------------------------|-------------|-----------|--------------|
| Tyskland | Man | Ifo, barometer (nov.) | 86,5 | | 86,5 |
| USA | Ons | Inflation, kerne-PCE (okt.) | 0,3% (2,7%) | | 0,3% (2,8%) |
| Eurozonen | Fre | Inflation (nov. /flash) | 0,3% (2,0%) | | -0,2% (2,3%) |

Figur 1: PMI indeks



Figur 2: Inflation (år-år i %)



Stor rentenedsættelse fra ECB?

Af Daisy Nielsen, dnie@sparnord.dk, tlf. 96344153

Vi fik i ugen nogle helt centrale nøgletal ud af Eurozonen med tal for de forhandlede lønninger for 3. kvartal samt foreløbige PMI-indeks (aktivitetsbarometer) for november.

De forhandlede lønninger sammen med en fortsat træg udvikling i serviceinflationen i oktober trækker i retning af en gradvis lempelse af pengepolitikken, mens aktivitetstal trækker i retning af en større lempelse – ECB virker enige om retningen, men uenige om tempoet!

Euroområdet: Forhandlede lønninger...

Onsdag fik vi tal på de forhandlede lønninger i Eurozonen for 3. kvartal, som steg fra 3,5% år-år til hele 5,4%. Stigningen var dog forventet af ECB og skyldes især engangsbetalinger i Tyskland, der var meget høje i august. Den store stigning har altså også været indregnet i ECBs staff-projections fra september og vil næppe føre til nogen overraskelser. ECB forventer selv, at udviklingen i de forhandlede lønninger vil være volatil resten af 2024 og først begynde at falde mod et mere neutralt niveau (3%), når vi kommer ind i 2025. Ses på sidste uges lønforhandlinger for den tyske metal- og elektricitetsindustri, lød lønstigningerne da også kun på 2% i april 2025 og 3,1% et år senere, selvom der fra industriarbejdernes side først var lagt op til en 7% stigning over 12 måneder. Den svage aktivitet i den tyske industri ser altså nu ud til at spille ind på lønforhandlingerne i Tyskland.

ECB har selv haft meget fokus på lønvæksten, da denne har direkte sammenhæng med serviceinflationen, som har ligget på et stabilt højt niveau (ca. 4%) gennem hele 2024. ECB har dog siden forrige rentemøde skiftet fokus til i højere grad at virke bekymret for væksten og dens potentielle effekt på inflationen. Nogle medlemmer af ECBs styrelsesråd har udtrykt bekymring for, at inflationen potentielt vil kunne falde under målet på de 2% på vedvarende basis allerede næste år, hvorfor de kalder for hurtigere lempelse af pengepolitikken. På den mere høgeagtige side afvises denne bekymring, blandt andet af ECBs visepresident Guindos, selvom han også i denne uge påpegede, at retningen for ECB er klar – pengepolitikken vil blive lempet de kommende måneder og kvartaler.

Medlemmer af ECBs styrelsesråd er altså enige om retningen, men ikke tempoet, da nogle frygter, at inflationen vil underskyde 2%-målet, og andre er fortsat bekymrede for den træge serviceinflation. De nye staff-projection fra ECB, der udgives i forbindelse med rentemødet i december, og som blandt andet viser opdaterede vækst og inflationsskøn, kommer altså til at have afgørende betydning for, hvilken lejr der potentielt vil få ret.

...og svage aktivitetsbarometre

I dag, fredag, kom de foreløbige PMI-tal (aktivitetsbarometer) for Eurozonen for november, der kom ud noget svagere end ventet med et fald fra 50 til 48,1, hvor 50 markerer grænsen mellem fremgang og tilbagegang. Servicedelen faldt fra 51,6 til 49,2, og industri faldt fra 46 til 45,2 – begge var noget under det forventede og signalerer altså tilbagegang i begge sektorer. Faldet skyldes en stor nedgang i det franske PMI, der nu ligger på 44,8, hvilket er det laveste siden januar 2024 og lavere end det tyske på 47,3. Det franske PMI blev både trukket ned af industri, og især af service, der gik fra 49,2 til 45,7. Også i det tyske PMI trak servicedelen ned med et fald fra 51,6 til 49,4. Alt i alt understøtter tallene i dag den dueagtige lejr i ECB, og potentialet for en rentenedsættelse på 50 bp til december er bestemt blevet et mere realistisk scenarie.

Dansk BNP vokser pænt, men...

Det danske BNP voksede i 3. kvartal 2024 med hele 1,2% kvartal over kvartal, og var især trukket op af medicinalindustrien. Den samlede nettoeksport trak også op på trods af en flad udvikling i selve eksportdelen. For første gang i år så vi desuden en positiv kvartalsvækst i forbruget, hvilket har været længe ventet. Derudover så vi oprevidering af både 1. og 2. kvartals BNP. Forbrugertilliden faldt dog for 2. måned i træk fra -8,9 til 9,3.

Kommende uge: IFO, kerne PCE og Euro inflation

I den kommende uge får vi mandag november-tal for det tyske Ifo-barometer, som så en lille bedring fra september til oktober - trukket af både den nuværende situation og forventningsdelen. I november forventes igen en lille stigning, der måske virker tvivlsomt efter dagens PMI-tal, samt efter de lidt skuffende ZEW tal vi fik tidligere på måneden.

På fredag får vi de foreløbige estimater for Eurozonens inflationen i november, hvor der på grund af basiseffekter – især i energi – forventes en lille stigning til 2,3%. Derudover forventes kerneinflationen også at stige lidt fra 2,7% til 2,8% - drevet af en lille stigning i serviceinflation, som også skyldes basiseffekter.

På den amerikanske front kommer tal for den amerikanske centralbanks (Fed) foretrukne inflationsmål, nemlig kerne PCE-inflation, som forventes at stige en smule fra 2,7% til 2,8% i oktober. Derudover kommer der i PCE-rapporten også tal for personlig indkomst og personligt forbrug, og vi kan dermed blive klogere på, om den amerikanske forbruger fortsat står solidt.

Udover PCE-rapport kommer der også referat fra sidste rentemøde i Fed, hvor vi måske kan blive lidt klogere på, hvorvidt Fed overvejer evt. at holde pause i deres lempelser på de næste møder for at vurdere situationen – og måske tage bestik af potentielle effekter af Trumps foreslåede politikker.

Ugens nøgletal og begivenheder

| Tid | Land | Nøgletal | Seneste | Spar Nord | Konsensus |
|---------------------------------|-----------|---|---------------|-----------|--------------|
| Mandag den 25. november | | | | | |
| 10:00 | Tyskland | Ifo, barometer (nov.) | 86,5 | - | 86,5 |
| 10:00 | Tyskland | Ifo, nuværende (nov.) | 85,7 | - | 85,5 |
| 10:00 | Tyskland | Ifo, forventninger (nov.) | 87,3 | - | 87,5 |
| 17:30 | Eurozonen | ECB's Lane taler | | | |
| 20:00 | Eurozonen | ECB's Makhlouf taler | | | |
| Tirsdag den 26. november | | | | | |
| 00:50 | Japan | PPI, Service (okt.) | (2,6%) | - | 2,5% |
| 09:00 | Eurozonen | ECB's Villeroy taler | | | |
| 15:00 | USA | FHFA, Husprisindeks (sep.) | 0,3% | - | - |
| 15:00 | USA | S&P huspriser (sep.) | 0,35% | - | - |
| 15:00 | USA | S&P huspriser (sep.) | 5,20% | - | - |
| 16:00 | USA | Salg af nye huse (okt.) | 738.000 | - | 722.000 |
| 16:00 | USA | Conf. board, Forbrugertillid (nov.) | 108,7 | - | 112,5 |
| 16:00 | USA | Richmond Fed, Industriindeks (nov.) | -14 | - | - |
| 20:00 | USA | FOMC mødereferat | - | - | - |
| Onsdag den 27. november | | | | | |
| 08:00 | Tyskland | GfK, forbrugertillid (dec.) | -18,3 | - | -18,3 |
| 08:45 | Frankrig | Forbrugertillid (nov.) | 94 | - | 94 |
| 14:30 | USA | BNP (3. kvartal, /annualiseret) | 2,8% | - | 2,8% |
| 14:30 | USA | Engroslagre (okt. /flash) | -0,2% | - | - |
| 14:30 | USA | Ordre, varige forbrugsgoder (okt. /flash) | -0,7% | - | 0,5% |
| 14:30 | USA | Ordre, kernekapitalgoder (okt. /flash) | -0,1% | - | - |
| 14:30 | USA | Ugentlige ans. om understøttelse | 213.000 | - | - |
| 16:00 | USA | Personligforbrug (okt.) | 0,5% | - | 0,4% |
| 16:00 | USA | Inflation, kerne-PCE (okt.) | 0,3% (2,7%) | - | 0,3% (2,8%) |
| 19:00 | Eurozonen | ECB's Lane taler | - | - | - |
| Torsdag den 28. november | | | | | |
| 08:00 | Danmark | Detailsalg (okt.) | 0,1% (0,5%) | - | - |
| 09:00 | Sverige | Forbrugertillid (nov.) | 101,3 | - | - |
| 10:00 | Italien | Forbrugertillid (nov.) | 97,4 | - | 97,8 |
| 10:00 | Italien | Industritillid (nov.) | 85,8 | - | 85,5 |
| 11:00 | Eurozonen | Forbrugertillid (nov. /endelig) | -13,7 | - | - |
| 11:00 | Eurozonen | Servicetillid (nov.) | 7,1 | - | - |
| 11:00 | Eurozonen | Industritillid (nov.) | -13,0 | - | -13,4 |
| 11:00 | Eurozonen | Økonomisktilid (nov.) | 95,6 | - | 95,6 |
| 14:00 | Tyskland | Inflation, CPI (nov. /flash) | 0,4% (2,0%) | - | -0,2% (2,2%) |
| Fredag den 29. november | | | | | |
| 00:30 | Japan | Arbejdsløshedsprocent (okt.) | 2,4% | - | 2,5% |
| 00:30 | Japan | Kerneinflation, CPI (nov.) | (1,8%) | - | 1,9% |
| 00:50 | Japan | Detailsalg (okt.) | -2,3% (0,5%) | - | 0,5% (2,1%) |
| 00:50 | Japan | Industriproduktion (okt. /flash) | 1,6% (-2,6%) | - | 4,0% (1,7%) |
| 08:00 | Tyskland | Importpriser (Okt) | -1,3% | - | -1,3% |
| 08:00 | Tyskland | Detailsalg (Okt) | 1,2% (0,9%) | - | -0,5% |
| 08:00 | Danmark | Arbejdsløshedsprocent (okt.) | 2,6% | - | - |
| 08:00 | Sverige | Detailsalg (okt.) | -0,1% (2,7%) | - | - |
| 08:00 | Norge | Arbejdsløshedsprocent (nov.) | 1,9% | - | - |
| 08:45 | Frankrig | Inflation, CPI (nov. /flash) | 0,3% (1,2%) | - | (1,4%) |
| 08:45 | Frankrig | BNP (3. kvartal /endelig) | 0,4% (1,3%) | - | - |
| 08:45 | Frankrig | PPI (okt.) | -0,1% (-7,0%) | - | - |
| 09:55 | Tyskland | Arbejdsløshedsprocent (nov.) | 6,1% | - | -6,2% |
| 10:00 | Eurozonen | ECB, Inflationsforventninger, 1 år (okt.) | 2,4% | | |
| 10:00 | Eurozonen | ECB, Inflationsforventninger, 3 år (okt.) | 2,1% | | |
| 11:00 | Eurozonen | Inflation, Headline (nov. /flash) | 0,3% (2,0%) | - | -0,2% (2,3%) |
| 11:00 | Italien | Inflation, HICP (nov. /flash) | (1,0%) | - | - |
| 11:00 | Eurozonen | Kerneinflation (nov. /flash) | (2,7%) | - | (2,8%) |

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

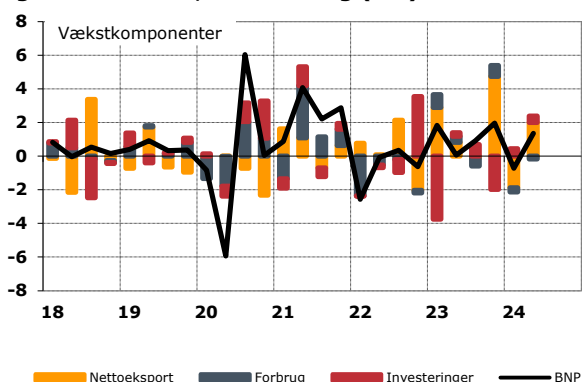
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

| Vækst, BNP procent å-å (pr. 1. november 2024)* | | | |
|--|------|-----------|-----------|
| | 2023 | 2024E | 2025E |
| Global | 3,3 | (3,1) | (3,1) |
| Danmark | 2,5 | 2,4 (1,8) | 2,2 (1,9) |
| Eurozonen | 0,4 | 0,6 (0,7) | 1,2 (1,2) |
| Tyskland | -0,3 | 0,0 (0,0) | 1,0 (0,8) |
| USA | 2,5 | 2,7 (2,6) | 2,0 (1,9) |
| Kina | 5,2 | (4,8) | (4,5) |
| Japan | 1,7 | 0,1 (0,0) | 1,0 (1,2) |
| England | 0,4 | 0,9 (1,0) | 1,4 (1,3) |
| Sverige | -0,1 | 0,7 (0,7) | 1,8 (2,0) |
| Norge | 0,5 | 0,7 (0,7) | 1,3 (1,4) |

* Konsensusskøn i parentes

| Danske nøgletal (pr. 4. oktober 2024) | | | |
|---------------------------------------|------|-------|-------|
| | 2023 | 2024E | 2025E |
| Inflation, pct. | 3,4 | 1,4 | 2,1 |
| Arbejdsløshed, pct. (brutto) | 2,8 | 2,9 | 3,1 |
| Arbejdsløshed, tusinder | 84 | 88 | 100 |
| Off. saldo, pct. af BNP | 3,3 | 3,0 | 2,0 |
| Off. gæld, pct. af BNP | 29,3 | 29,0 | 28,0 |
| Betalingsbalance, mia. | 282 | 290 | 280 |
| Indskudsbevisrente (ultimo) | 3,60 | 2,60 | 1,60 |
| 3 mdr. Cibur (ultimo) | 4,00 | 2,70 | 1,85 |
| 10 årig stat, (ultimo) | 2,95 | 2,00 | 2,25 |
| DKK/USD, (ultimo) | 6,75 | 6,85 | 6,75 |

Figur 1: Danmark, vækstbidrag (k-k)

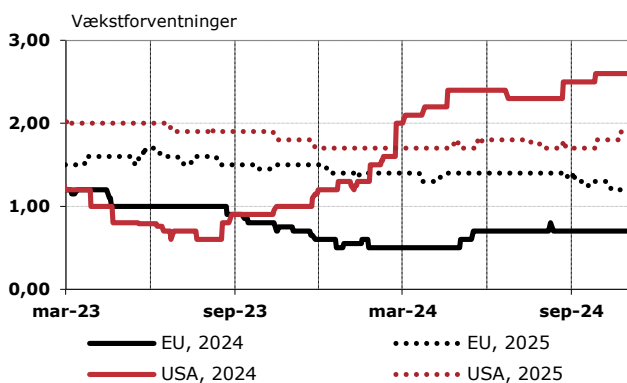


| Dansk forsyningsbalance (pr. 4. oktober 2024) | | | |
|---|------|-------|-------|
| Ændring, procent p.a. * | 2023 | 2024E | 2025E |
| Bruttonationalprodukt* | 2,5 | 2,4 | 2,2 |
| Import* | 3,7 | 1,8 | 4,4 |
| Eksport* | 10,4 | 5,8 | 3,8 |
| Privatforbrug* | 1,4 | 0,8 | 1,7 |
| Off. forbrug* | 0,2 | 1,3 | 2,9 |
| Investeringer* | -6,6 | -2,7 | 2,3 |
| Lagre (vækstbidrag) | -1,7 | 0,0 | 0,0 |
| Beskæftigelse, tusinde | 44 | 25 | 10 |

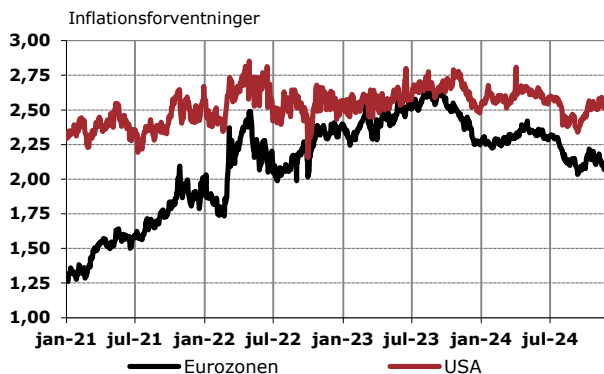
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 17. oktober 2024

| | Danmark | Eurozonen | USA | UK | Japan | Sverige | Norge | Schweiz |
|----------|---------|-----------|-------------|------|-------|---------|-------|---------|
| 22-11-24 | 2,85 | 3,25 | 4,50 - 4,75 | 4,75 | 0,25 | 2,75 | 4,50 | 1,00 |
| Dec 24 | 2,60 | 3,00 | 4,25 - 4,50 | 5,00 | 0,30 | 3,25 | 4,00 | 0,75 |
| Mar 25 | 2,35 | 2,75 | 3,75 - 4,00 | 4,75 | 0,35 | 3,00 | 3,75 | 0,50 |
| Jun 25 | 2,10 | 2,50 | 3,25 - 3,50 | 4,50 | 0,40 | 2,75 | 3,50 | 0,50 |
| Sep 25 | 1,85 | 2,25 | 3,00 - 3,25 | 4,50 | 0,40 | 2,75 | 3,25 | 0,50 |

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)

| | 22-11-24 | 1 mdr. | 3 mdr. | 12 mdr. |
|---------|----------|--------|--------|---------|
| EUR/DKK | 745,78 | 746 | 746 | 746 |
| USD/DKK | 716,85 | 710 ↑ | 710 ↑ | 690 |
| JPY/DKK | 4,64 | 4,60 ↑ | 4,60 | 4,80 |
| GBP/DKK | 896,47 | 895 | 900 | 870 |
| SEK/DKK | 64,54 | 64 | 64 | 67 |
| NOK/DKK | 64,49 | 64 ↑ | 64 | 67 |
| EUR/USD | 104,04 | 105 ↓ | 105 ↓ | 108 |
| USD/JPY | 154,47 | 154 ↑ | 154 ↑ | 144 |
| EUR/JPY | 160,70 | 162 ↓ | 162 | 155 |

Figur 1: Valutakurser



Renteforventninger: opdateret 1. november 2024

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 | |
| 22-11-24 | 1,73 | 1,81 | 2,01 | 22-11-24 | 2,86 | 2,21 | 2,29 | 2,40 |
| dec 24 | 1,85 | 1,95 | 2,10 | dec 24 | 2,70 | 2,45 | 2,45 | 2,50 |
| mar 25 | 1,75 | 1,95 | 2,20 | mar 25 | 2,45 | 2,25 | 2,45 | 2,60 |
| jun 25 | 1,65 | 2,00 | 2,25 | jun 25 | 2,25 | 2,10 | 2,45 | 2,60 |
| sep 25 | 1,65 | 2,15 | 2,35 | sep 25 | 2,05 | 2,10 | 2,60 | 2,70 |

Anbefalet aktivallokering

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

| Aktivklasse | Dato | | | |
|-------------------------------|----------------|--------------|----------------|----------------|
| | 24-09-24 | 07-03-24 | 24-11-23 | 21-09-23 |
| Aktier | Svag overvægt | Neutral vægt | Svag undervægt | Svag undervægt |
| Obligationer | Svag undervægt | Neutral vægt | Svag overvægt | Svag overvægt |
| Stats-/realkreditobligationer | Svag undervægt | Neutral vægt | Neutral vægt | Svag overvægt |
| Virksomhedsobligationer | Neutral vægt | Neutral vægt | Svag overvægt | Neutral vægt |

Læs mere på <https://www.spar nord.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. | 17. oktober 2024 | 2,85% |
| | Indskudsbevisrente | -25 bp. | 17. oktober 2024 | 2,85% |
| | Udlånsrente | -25 bp. | 17. oktober 2024 | 3,00% |
| | Diskonto | -25 bp. | 17. oktober 2024 | 2,85% |
| Eurozonen | Repo rente | -25 bp. | 17. oktober 2024 | 3,40% |
| | Indlånsrente | -25 bp. | 17. oktober 2024 | 3,25% |
| USA | Fed Funds | -25 bp. | 7. november 2024 | 4,50% - 4,75% |
| Japan | Pengepolitisk rente | +15 bp | 31. juli 2024 | 0,25% |
| Storbritannien | Base rate | -25 bp. | 7. november 2024 | 4,75% |
| Sverige | Repo rente | -50 bp. | 7. november 2024 | 2,75% |
| Norge | Depositrente | +25 bp. | 14. december 2023 | 4,50% |
| Schweiz | Policy rate | -25bp. | 26. september 2024 | 1,00% |
| Kina | Reservekrav | -25 bp. | 30. september 2024 | 9,50% |
| | Indlånsrente | -50 bp. | 23. oktober 2015 | 1,50% |
| | Udlånsrente, 1 års prime rate | -10 bp. | 21. august 2023 | 3,10% |

ANSVARFRASKRIVELSE:

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, 22. november 2024, kl. 13:53