# UGESCENARIO

## USA fastholder momentum

- Den seneste uge bød på relativt få nøgletal fra både USA og Eurozonen med fokus på tyske industrital og amerikanske ISM-service barometer. Ordrerne i Tyskland kom en smule bedre ud end ventet, mens produktionen fortsat vidner om en tysk økonomi i dyb krise.

- På den anden side af Atlanten viste ISM-tal for serviceindustrien ny fremgang, der sammen med tilsvarende positiv udvikling i ISM-industri og stor fremgang i sidste måneds beskæftigelsestal peger mod en yderst robust amerikansk økonomi.

- I den hjemlige andedam viste tal for den danske betalingsbalance et overskud på 311 mia. kroner (mere end 10 pct. af BNP), og selv om det er et stort tal, var det 68 mia. kroner mindre end overskuddet i 2022 - trukket af et (lidt større) fald i service (søtransport) end stigningen i vareeksporten.

- Den kommende uge byder på to vigtige nøgletal, når der hhv. tirsdag og torsdag offentliggøres kerneinflation og kernedetailsalg for den amerikanske økonomi. Begge tal er vigtige i forståelsen af momentum i den amerikanske økonomi. Både mht. aktivitet og prisudvikling.

- Europa byder ikke på mange nøgletal med fokus på tyske Zew tal og ikke mindst det første detaljerede BNP-tal for 4. kvartal, der også indeholder tal for beskæftigelsen.

**Indhold**


| | |
|---|---|
| Side 2 | Overblik |
| Side 3 | Nøgletalstabel |
| Side 4 | Makroøkonomi |
| Side 5 | Renter & valuta |
| Side 6 | Risikomærkning mm. |



**Ansvarshavende redaktør:**

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

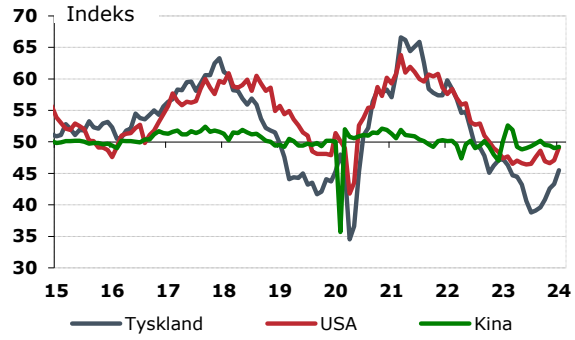
**Studentermedhjælper:**

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

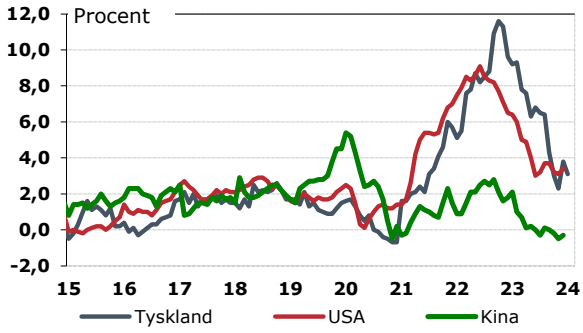

**Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)**

| Land | Dag | Begivenhed | Seneste | Spar Nord | Konsensus |
|---|---|---|---|---|---|
| Tyskland | Tir. | Zew, forventning (jan.) | 15,2 | - | 18,1 |
| USA | Tir. | Kerneinflation (jan.) | 0,3% (3,9%) | - | 0,3% (3,7%) |
| USA | Tor. | Kernedetailsalg (jan.) | 0,8% | - | 0,2% |

**Figur 1: PMI indeks**




**Figur 2: Inflation (år-år i %)**



## USA fastholder momentum

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

Den seneste uge bød på relativt få nøgletal fra både USA og Eurozonen med fokus på tyske industrital og amerikanske ISM-service barometer. Ordrerne i Tyskland kom en smule bedre ud end ventet, mens produktionen fortsat vidner om en tysk økonomi i dyb krise. På den anden side af Atlanten viste ISM-tal for serviceindustrien ny fremgang, der sammen med tilsvarende positiv udvikling i ISM-industri og stor fremgang i sidste måneds beskæftigelsestal peger mod en yderst robust amerikansk økonomi.

I den hjemlige andedam viste tal for den danske betalingsbalance et overskud på 311 mia. kroner, og selv om det er et stort tal, var det 68 mia. kroner mindre end overskuddet i 2022 - trukket af et (lidt større) fald i service (søtransport) end stigningen i vareeksporten. Til trods for faldet ligger overskuddet på betalingsbalancen fortsat på mere end 10 pct. af BNP og placerer Danmark i den absolutte top blandt verdens udviklede lande!

**Svær periode for Tyskland**

De tyske industriordrer steg kraftigt (8,9 pct.) i december, hvilket afspejlede en stor fremgang i de indenlandske ordrer på 9,4 pct., stærkere ordrer inden for euroområdet (34,5 pct.), men svagere ordrer uden for euroområdet (-7,5 pct.). Det tre måneders glidende gennemsnit steg til 0,1 pct. i årets tre-måneders periode – men var samlet nede med 5,9 pct. for hele 2023. Tallene for december var dog påvirket af enkelte store ordrer, og ekskl. disse ordrer faldt de samlede ordrer faktisk med 2,2 pct.

Når det er sagt, steg industrisalget med 0,1 pct., men kan ikke skjule, at de to vigtige sektorer, bil og investeringsgoder, begge lider stort under høje energipriser, svag eksport og stigende konkurrence fra udenlandske bilproducenter - hvor ikke mindst udenlandske ordrer trak ekstraordinært ned i de tyske bil-ordrer. Til trods for det stigende industrisalg viste selve industriproduktionstallene et fald på 1,6 pct. i den sidste måned i 2023, hvilket var under forventningen om et fald på 0,5 pct. og understreger Tysklands store vanskeligheder med at få gang i økonomien med svag global efterspørgsel (efter typiske tyske produkter som investeringsgoder), højere rente der har ramt byggesektoren og de langvarige konsekvenser af den energikrise, der udspillede sig i 2022/23. Den tyske industriproduktion faldt samlet 1,6 pct. i 2023 sammenlignet med 2022, hvilket gør, at hele den tyske økonomi, ifølge finansminister Christian Linder, både lider under svag konkurrenceevne, og fordi det ikke er lykkedes Tyskland at styrke væksten igennem investeringer i grøn- og digital omstilling. Tyskland oplevede negativ vækst i 4. kvartal 2023, men undgik recession idet væksten var 0,0 pct. i 3. kvartal (og 0,0 pct. og 0,1 pct. i hhv. 1. og 2. kvartal 2023). Med den svaghed, som landet gik ind i 2024 med, risikerer Tyskland at ramme ind i endnu et negativ væksttal i 1. kvartal 2024 - hvorfor faren for en teknisk recession langt fra er drevet over endnu.

**Den kommende uge: Amerikansk forbrug og inflation**

Den kommende uge byder på to vigtige nøgletal, når der hhv. tirsdag og torsdag offentliggøres kerneinflation og kernedetailsalg for den amerikanske økonomi. Kernedetailsalget, der giver en god indikation på det samlede privatforbrug i USA, har været stærkt gennem hele 2023, og december måneds tal overraskede da også positivt med en stigning på 0,8 pct. mod forventet 0,2 pct. Om det stærke kernedetailsalg mest af alt afspejlede en stærk julehandel og fra nu af går ned i kadence, bliver vi lidt klogere på med tal for januar måned på torsdag. Dermed bliver vi også en smule klogere på, om forbruget fortsat understøtter væksten på samme måde som i 2023 eller om den amerikanske økonomi er på vej lidt ned i gear ovenpå et år, hvor væksten var drevet af stort offentligt og privat forbrug. Til gengæld var investeringerne negative i 2023 – trukket af et fald i boliginvesteringerne – mens væksten i eksporten for første gang i 10 år var større end væksten i importen.

**Går inflationen Fed's vej?**

Kerneinflationen, der igennem 2023 har været faldende på trods af en fortsat stærk økonomisk aktivitet, kom senest ud på 3,9 pct., hvilket er det laveste i omtrent 2,5 år. Indtil nu har den faldende inflation været et resultat af forbedrede udbudsforhold samt aftagende effekter af især energiprischok, og disses effekter på kerneinflationen, som har skabt rum for fortsat stærk økonomisk aktivitet samtidig med faldende inflation. De positive effekter fra disse faktorer på inflationsfronten ser dog ud til snart at være udtømt, og spørgsmålet er nu, om flere positive overraskelser i privatforbruget (og beskæftigelsen) - og dermed efterspørgslen - kan være foreneligt med en fortsat faldende inflation mod 2 pct. målet. Er dette ikke tilfældet, kan en for positiv udvikling i privatforbruget, herunder kernedetailsalget, medvirke til, at vi måske ikke har udsigter til rentenedsættelser allerede i maj, som markedet i øjeblikket forventer 60 pct. sandsynlighed for.

Omvendt kan et overraskende fald i enten kerninflationen eller privatforbruget og tegn på svækkelse hos den amerikanske forbruger give tilskyndelse til hurtigere rentenedsættelser fra den amerikanske centralbank. Inden deadline på denne artikel får vi desuden revisioner på CPI-indekset og dennes underkomponenter, og det bliver interessant at se, om disse revisioner ændrer billedet af det nedadgående inflationsmomentum, som vi har været vidne til i 2023 – hvilket i øvrigt også kan få indflydelse på Feds rentebeslutninger. Europa byder ikke på mange nøgletal med fokus på tyske Zew tal og ikke mindst det første detaljerede BNP-tal for 4. kvartal, der også indeholder tal for beskæftigelsen.

## Ugens nøgletal og begivenheder

| Tid | Land | Nøgletal | Seneste | Spar Nord | Konsensus |
|---|---|---|---|---|---|
| **Mandag den 12. februar** | | | | | |
| 08:00 | Danmark | Inflation, CPI (jan.) | -0,5% (0,7%) | - | - |
| 08:00 | Danmark | Inflation HICP (jan.) | -0,5% (0,4%) | - | - |
| 20:00 | USA | Off, budget (jan.) | -$129,4 mia. | - | - |
| **Tirsdag den 13. februar** | | | | | |
| 00:50 | Japan | PPI (jan.) | 0,3% (0,0%) | - | 0,1% (0,1%) |
| 06:00 | Sverige | Arbejdsløshed (jan.) | 3,4% | - | - |
| 07:00 | Japan | Maskinordrer (jan./flash) | (-9,6%) | - | - |
| 07:30 | Frankrig | Arbejdsløshedsprocent (4. kvt.) | 7,4% | - | 7,3% |
| 11:00 | Tyskland | ZEW, Forventninger (feb.) | 15,2 | - | 18,1 |
| 11:00 | Tyskland | ZEW, Nuværende (feb.) | -77,3 | - | -79,5 |
| 11:00 | Eurozonen | ZEW, Forventninger (feb.) | 22,7 | - | - |
| 12:00 | USA | NFIB, SMV-tillid (jan.) | 91,9 | - | - |
| 14:30 | USA | Reale gns, timelønninger (jan.) | 0,8% | - | - |
| 14:30 | USA | Inflation, CPI (jan.) | 0,3% (3,4%) | - | 0,2% (2,9%) |
| 14:30 | USA | Kerneinflation (jan.) | 0,3% (3,9%) | - | 0,3% (3,7%) |
| 15:00 | Tyskland | Betalingsbalance (dec.) | 30,8 mia. | - | - |
| **Onsdag den 14. februar** | | | | | |
| 08:00 | UK | Inflation, CPI (jan.) | 0,4% (4,0%) | - | -0,3% (4,2%) |
| 11:00 | Eurozonen | BNP (4. kvt./flash) | 0,0% (0,1%) | - | 0,0% (0,1%) |
| 11:00 | Eurozonen | Industriproduktion (dec.) | -0,3% (-6,8%) | - | -0,5% (-4,4%) |
| **Torsdag den 15. februar** | | | | | |
| 00:50 | Japan | BNP (4. kvt/flash) | -2,9% | - | 1,2% |
| 05:30 | Japan | Industriproduktion (dec.) | 1,8% (-0,7%) | - | - |
| 08:00 | UK | Industriproduktion (dec.) | 0,3% (-0,1%) | - | - |
| 08:00 | UK | Handelsbalance (dec.) | -£1408 mio. | - | - |
| 08:00 | UK | BNP (4. kvt./flash) | -0,1% (0,3%) | - | 0,0% (0,2%) |
| 08:00 | Danmark | PPI (jan.) | -0,9% (-3,6%) | - | - |
| 10:00 | Italien | Handelsbalance (dec.) | 3889 mio. | - | - |
| 10:00 | Italien | Off, gæld (dec.) | 2855,0 mia. | - | - |
| 11:00 | Eurozonen | Handelsbalance (dec.) | 14,8 mia. | - | - |
| 14:30 | USA | New York Fed PMI, fremstilling (feb.) | -43,7 | - | -10,0 |
| 14:30 | USA | Detailsalg (jan.) | 0,6% | - | 0,2% |
| 14:30 | USA | Philidelphia Fed indeks (feb.) | -10,6 | - | -9,0 |
| 14:30 | USA | Kernedetailsalg (jan.) | 0,8% | - | 0,2% |
| 14:30 | USA | Importpriser (jan.) | 0,0% (-1,6%) | - | -0,1% |
| 14:30 | USA | Ugentlige ans, om understøttelse | 218.000 | - | - |
| 15:15 | USA | Industriproduktion (jan.) | 0,1% | - | 0,4% |
| 15.15 | USA | Kapacitetsudnyttelse (jan.) | 78,6% | - | 79,0% |
| 16:00 | USA | NAHB, Husindeks (feb.) | 44 | - | - |
| **Fredag den 15. februar** | | | | | |
| 08:45 | Frankrig | Inflation, CPI (jan.) | -0,2% (3,1%) | - | -0,2% (3,1%) |
| 14:30 | USA | Byggetilladelser (jan.) | 1495k | - | 1515k |
| 14:30 | USA | Nybyggeri (jan.) | 1460k | - | 1460k |
| 14:30 | USA | PPI (jan.) | -0,1% (1,0%) | - | 0,1% |
| 14:30 | USA | Kerne PPI (jan.) | 0,0% (1,8%) | - | 0,1% |
| 16:00 | USA | UoM, Forbrugertillid (feb./flash) | 79,0 | - | 79,0 |
| 16:00 | USA | UoM, Nuværende (feb./flash) | 81,9 | - | - |
| 16:00 | USA | UoM, Forventninger (feb./flash) | 77,1 | - | - |
| 16:00 | USA | UoM, Inflationsforvent, 5-10 år (feb./flash) | 2,9% | - | - |

Tal i parentes = Årlig ændring i procent, Konsensus er taget fra Bloomberg

## Økonomi og centralbankrenter, forventninger

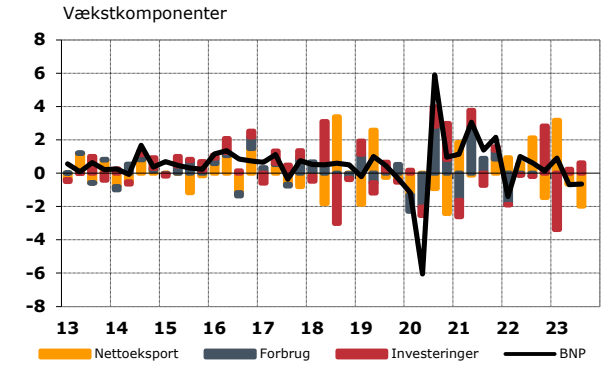
*af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057*

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

* *Konsensusskøn i parentes*

| Danske nøgletal (pr. 9. februar 2023) | 2022 | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|
| Inflation, pct. | 7,7 | 3,3 | 2,2 |
| Arbejdsløshed, pct. (brutto) | 2,5 | 2,8 | 3,0 |
| Arbejdsløshed, tusinder | 75 | 84 | 90 |
| Off. saldo, pct. af BNP | 3,4 | 2,7 | 1,5 |
| Off. gæld, pct. af BNP | 29,8 | 30,3 | 29,1 |
| Betalingsbalance, mia. | 379 | 311 | 345 |
| Indskudsbevisrente (ultimo) | 1,75 | 3,60 | 2,85 |
| 3 mdr. Cibor (ultimo) | 2,30 | 4,00 | 3,05 |
| 10 årig stat, (ultimo) | 2,85 | 2,95 | 2,05 |
| DKK/USD, (ultimo) | 6,95 | 7,00 | 6,85 |

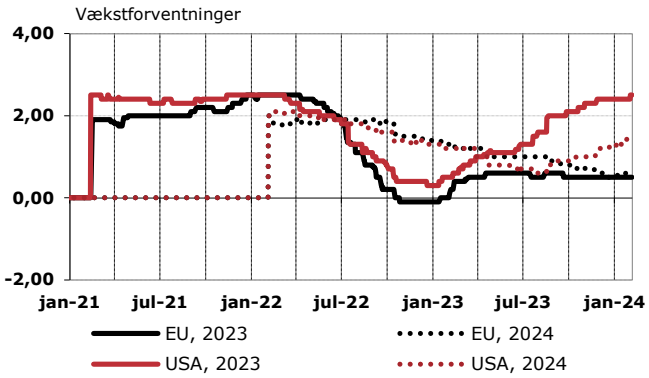
**Figur 1: Danmark, vækstbidrag (k-k)**



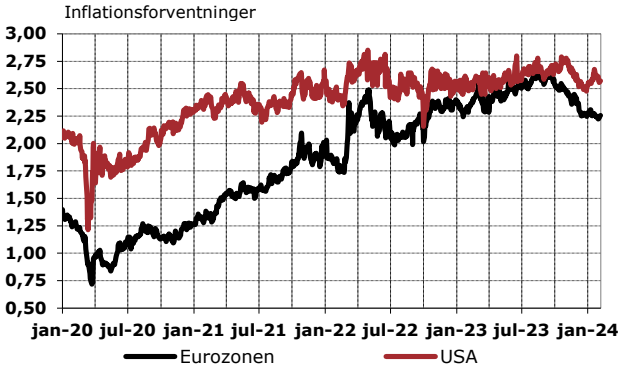

| Dansk forsyningsbalance (pr. 9. februar 2024) | | | |
|---|---|---|---|
| Ændring, procent p.a. * | 2022 | 2023E | 2024E |
| Bruttonationalprodukt* | 2,7 | 1,0 | 1,3 |
| Import* | 6,5 | 8,8 | 6,3 |
| Eksport* | 10,8 | 10,5 | 4,6 |
| Privatforbrug* | -1,4 | 1,1 | 2,0 |
| Off. forbrug* | -2,8 | 1,2 | 1,8 |
| Investeringer* | 3,2 | -3,2 | 2,0 |
| Lagre (vækstbidrag) | 0,7 | -3,0 | 0,8 |
| Beskæftigelse, tusinde | 115 | 40 | -15 |

| Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 12. januar 2024 | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Danmark | Eurozonen | USA | UK | Japan | Sverige | Norge | Schweiz |
| 09-02-24 | 3,60 | 4,00 | 5,25 -5,50 | 5,25 | -0,10 | 4,00 | 4,50 | 1,75 |
| Mar 24 | 3,60 | 4,00 | 5,25 - 5,50 | 5,25 | -0,05 | 4,00 | 4,50 | 1,75 |
| Jun 24 | 3,35 | 3,75 | 5,00 - 5,25 | 5,00 | 0,00 | 3,75 | 4,25 | 1,50 |
| Sep 24 | 3,10 | 3,50 | 4,75 - 5,00 | 4,75 | 0,00 | 3,50 | 4,00 | 1,50 |
| Dec 24 | 2,85 | 3,25 | 4,50 - 4,75 | 4,50 | 0,05 | 3,50 | 3,75 | 1,25 |

**Figur 2: EU & USA, vækstforventninger (Bloomberg)**




**Figur 3: Eurozonen & USA, 5 år inflationsswap**



## Renter og valuta

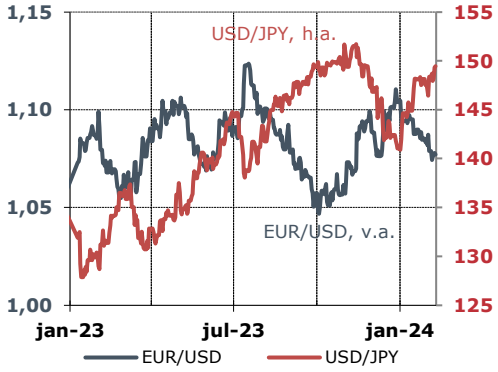
*Renter: Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 40 57*

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

**Valutakurs og forventninger**
(pilene angiver retningen i forhold til seneste uges forecast)

| | 09-02-24 | 1 mdr. | 3 mdr. | 12 mdr. |
|---|---|---|---|---|
| EUR/DKK | 745,36 | 745 | 745 | 745 |
| USD/DKK | 692,08 | 690 | 695 | 680 |
| JPY/DKK | 4,63 | 4,68 | 4,70 | 4,90 |
| GBP/DKK | 872,63 | 865 | 860 | 840 |
| SEK/DKK | 66,07 | 65 | 65 | 65 |
| NOK/DKK | 65,36 | 65 | 65 | 66 |
| EUR/USD | 107,70 | 108 | 107 | 110 |
| USD/JPY | 149,44 | 147 | 148 | 139 |
| EUR/JPY | 160,95 | 159 | 159 | 152 |

**Figur 1: Valutakurser**




## Renteforventninger: opdateret 17. januar 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 |
| 09-02-24 | 2,83 | 2,53 | 2,51 | 09-02-24 | 3,87 | 3,24 | 2,92 | 2,91 |
| mar 24 | 2,45 | 2,35 | 2,25 | mar 24 | 3,90 | 3,00 | 2,60 | 2,65 |
| jun 24 | 2,35 | 2,30 | 2,20 | jun 24 | 3,60 | 2,90 | 2,55 | 2,60 |
| sep 24 | 2,35 | 2,20 | 2,10 | sep 24 | 3,35 | 2,85 | 2,40 | 2,45 |
| dec 24 | 2,30 | 2,15 | 2,05 | dec 24 | 3,05 | 2,80 | 2,35 | 2,40 |

## Anbefalet aktivallokering

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

| Aktivklasse | Dato | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 24-11-23 | 21-09-23 | 21-06-23 | 23-03-23 |
| Aktier | Svag undervægt | Svag undervægt | Svag undervægt | Svag undervægt |
| Obligationer | Svag overvægt | Svag overvægt | Svag overvægt | Svag overvægt |
| Stats-/realkreditobligationer | Neutral vægt | Svag overvægt | Svag overvægt | Svag overvægt |
| Virksomhedsobligationer | Svag overvægt | 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% |
| | | +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. | 14. december 2023 | 4,50% |
| Schweiz | Policy rate | +25 bp. | 22. juni 2023 | 1,75% |
| Kina | Reservekrav | -25 bp. | 17. marts 2023 | 10,00% |
| | Indlånsrente | -50 bp. | 23. oktober 2015 | 1,50% |
| | Udlånsrente, 1 års prime rate | -10 bp. | 21. august 2023 | 3,45% |

**ANSVARSFRASKRIVELSE:**
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, 09. februar 2024, kl. 13:30**