

# FINANSUGEN

20. november 2020, uge 47

## Redaktion

### International økonomi

Chefanalytiker Bjarne Kogut

[bjk@al-bank.dk](mailto:bjk@al-bank.dk)

3848 4552

### Dansk økonomi

Cheføkonom

Jeppe Juul Borre

[Jeppe.Borre@al-bank.dk](mailto:Jeppe.Borre@al-bank.dk)

2681 2275

Privatøkonom

Brian Friis Helmer

[bf@al-bank.dk](mailto:bf@al-bank.dk)

2910 6995

Økonom

Anders Christian Overvad

[aco@al-bank.dk](mailto:aco@al-bank.dk)

2883 6008

## Markedet er "vendt rundt"

Euforien på finansmarkedet ser ud til at have været kortvarig oven på de positive vaccineudmeldinger. I hvert fald vendte markedsstemningen denne uge tilbage til den gamle, hvor usikkerhed over fremtidsudsigterne var og er det dominerende.

Det førte til nye rentefald, som i Tyskland eliminerede de foregående ugers rentestigning. Aktiemarkedene svingede groft sagt sidelæns.

Bundlinjen er, at verdensøkonomien fortsat er hårdt ramt af Coronakrisen, og hvor det ironisk nok alene er Kinas BNP, som aktuelt er højere end før Corona (se mere side 2). De positive vaccinemeldinger giver dog håb om lys for enden af tunnelen.

## Næste uge: Aktivitetsbarometre for november

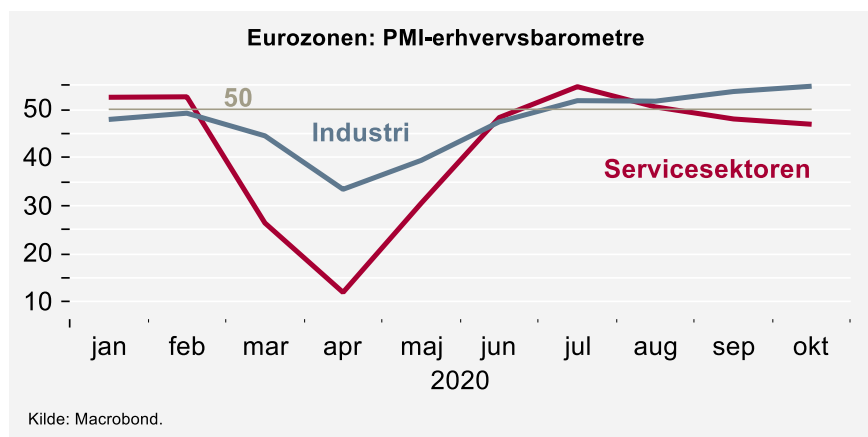
Mandag udsendes de såkaldte **PMI-aktivitetsbarometre** for november måned. Barometrene måler aktiviteten indenfor industrien og servicesektoren, og de vil sandsynligvis vise nedgang i forhold til oktober især i Europa, som er ramt af nye nedlukninger. Spørgsmålet er, hvor meget industrien bliver berørt af nedlukningerne, som egentlig mest vedrører en række servicefag. Hidtil har industrien været rimeligt uberørt af aktivitetsnedgangen i servicefagene, men risikoen går i retning af, at det ikke vil vare ved. Hvis aktiviteten indenfor industrien bliver trukket væsentligt ned i november, vil det samtidig betyde øget risiko for minusvækst i BNP i 4. kvartal.

Fra **USA** kommer desuden oktober-tal for industriens ordreindgang og for det personlige forbrug, som begge forventes at vise fortsat fremgang. Generelt ser det ud til, at den amerikanske økonomi har haft en stærk start på 4. kvartal – i modsætning til Europa.

Fra **Danmark** kommer tal for detailomsætningen onsdag og for danskernes bankindlån, der kommer torsdag. Vi forventer, at danskernes indlån for første gang vil overstige 1 billion kroner.

UGENS FINANSMARKED		
<b>Aktier</b>	Niveau	-1 uge
S&P500	3.582	1,3%
Nikkei	25.634	0,4%
C25 (DK)	1.570	-1,0%
S30	1.915	1,2%
FTSE	6.334	-0,1%
DAX	13.086	0,3%
Euro50	3.452	0,7%
BRIC	1.227	0,8%
<b>Valuta</b>	Niveau	-1 uge
EUR/USD	1,1841	0,2%
EUR/DKK	7,4498	0,1%
USD/DKK	6,2963	-0,3%
SEK/DKK	0,7299	-0,2%
NOK/DKK	0,6969	0,8%
GBP/DKK	8,3352	0,5%
CHF/DKK	6,8999	0,1%
JPY/DKK	6,0528	1,0%
<b>Renter</b>	Niveau	-1 uge
US 2Y	0,18	0,01
US 10Y	0,86	-0,02
Tysk 10Y	-0,59	-0,08
Dansk 10Y	-0,44	-0,02
<b>Råvarer</b>	Niveau	-1 uge
Guld	1.864	-0,6%
Olie (Brent)	44,1	2,0%
Metaller	3.232	2,8%

Kilde: Macrobond.



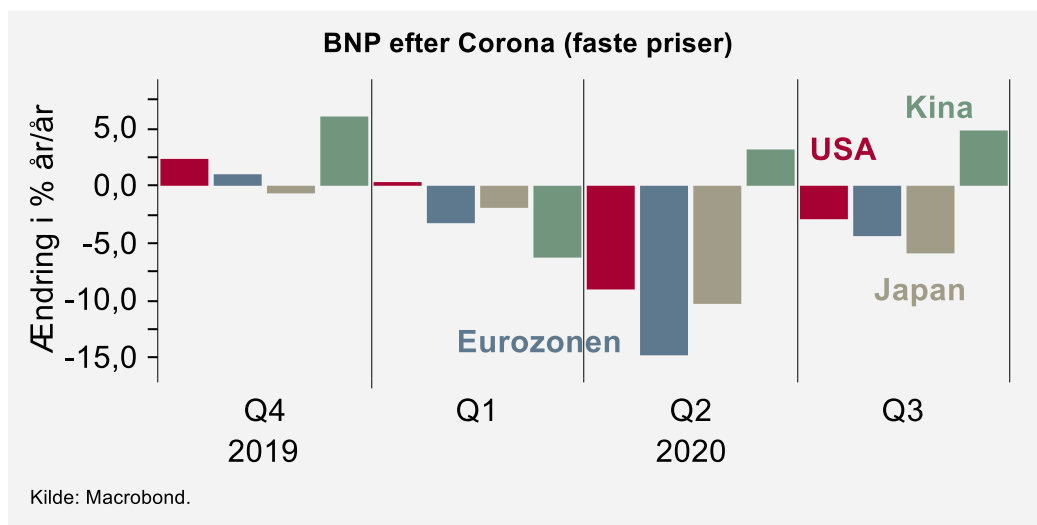
## Indhold

Økonomien er fortsat mindre end før Corona, undtagen i Kina .....	2
Rekordhøje gældskvoter, men ingen finansuro af den grund .....	4
Dansk økonomi .....	5
Oversigt over Arbejdernes Landsbanks forventninger .....	7

### Økonomien er fortsat mindre end før Corona, undtagen i Kina

Der er nu kommet BNP-tal for 3. kvartal fra verdens fire største lande/regioner, og selv om det er et kig i bakspejlet, så er der alligevel tale om en bemærkelsesværdig udvikling.

Grafen nedenfor viser BNP siden fjerde kvartal 2019 målt i forhold til BNP samme kvartal året før, altså år-til-år ændringen. Fjerde kvartal var det sidste normale kvartal inden Corona startede, og billedet dengang var det gennem lang tid velkendte med høj vækst i Kina og USA og et mere moderat væksttempo i eurozonen. Japans minusvækst i fjerde kvartal skyldtes det helt specifikke, at de satte moms op pr. 1/10 2019, hvilket førte til, at en del af det normale privatforbrug i fjerde kvartal blev rykket frem til tredje kvartal, til den lavere momssats.



I øvrigt er det tankevækkende, at både den amerikanske og den europæiske økonomi begge befandt sig i langvarige opsving i slutningen af 2019 – i USA endda det længste i historien - uden nogen som helst tegn på, at det skulle ændre sig foreløbig.

Men alt ændrede sig i 1. kvartal 2020, hvor Corona først bredte sig i Kina og siden til resten af verden. Det ramte den kinesiske økonomi hårdest i 1. kvartal, men allerede i 2. kvartal var den kinesiske økonomi igen højere end året før. Til gengæld blev eurozonens økonomi ramt af et dybt stød, som barberede 15% af BNP i forhold til året før.

I tredje kvartal er økonomierne atter vokset efter genstarten, men selv om der har været historisk høje BNP-vækstrater *på kvartalsbasis*, så ligger BNP fortsat pænt me-

Alle lande har nu ud-  
sendt BNP-tal for 3.  
kvartal

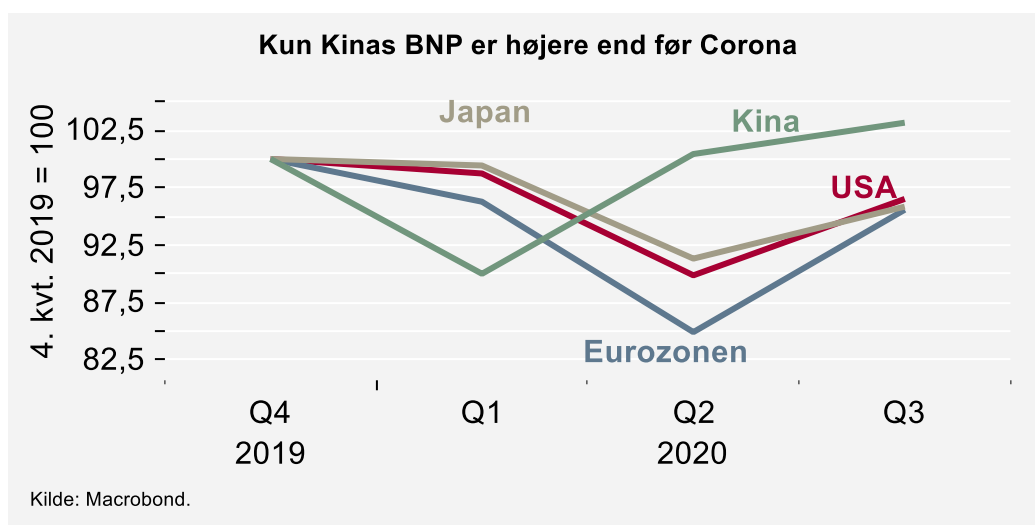
Kina skiller sig ud, hvad  
vækstrater angår

Sådan så verden ud for  
et år siden

get under niveauet for et år siden. Kun det kinesiske BNP nærmede sig væksttempoet fra før Corona med en årsvækstrate på 4,8% i 3. kvartal mod 6% år/år i fjerde kvartal 2019.

Én ting er at se på ændringen i BNP i forhold til samme tidspunkt året før, altså vækstraterne. Noget andet er at se, hvor det absolutte niveau for BNP ligger i forhold til tiden inden Corona. Det er illustreret i næste graf, hvor BNP er sat til indeks 100 i 4. kvartal 2019. Alene Kinas økonomi var højere i 3. kvartal end i slutningen af 2019 (takket være væksten i 2. og 3. kvartal), mens BNP i de tre andre lande/regioner lå omkring 4% lavere.

Også absolut set skiller Kina sig ud ved at have højere BNP nu end før Corona



#### Aktiekurserne har nogenlunde fulgt BNP

Udviklingen i BNP afspejler sig – meget groft – i udviklingen i aktiekurserne i den forstand, at eurozonen har haft den sløveste genrejsning af økonomien af de fire lande/regioner, tillige med, at aktier fra eurozonen underpræsterer kursmæssigt i forhold til de tre andre.

Eurozonens aktier har underpræsteret



Derimod er amerikanske og japanske aktier steget på niveau med kinesiske aktier, selv om fremgangen i BNP har ligget på et meget mere moderat niveau.

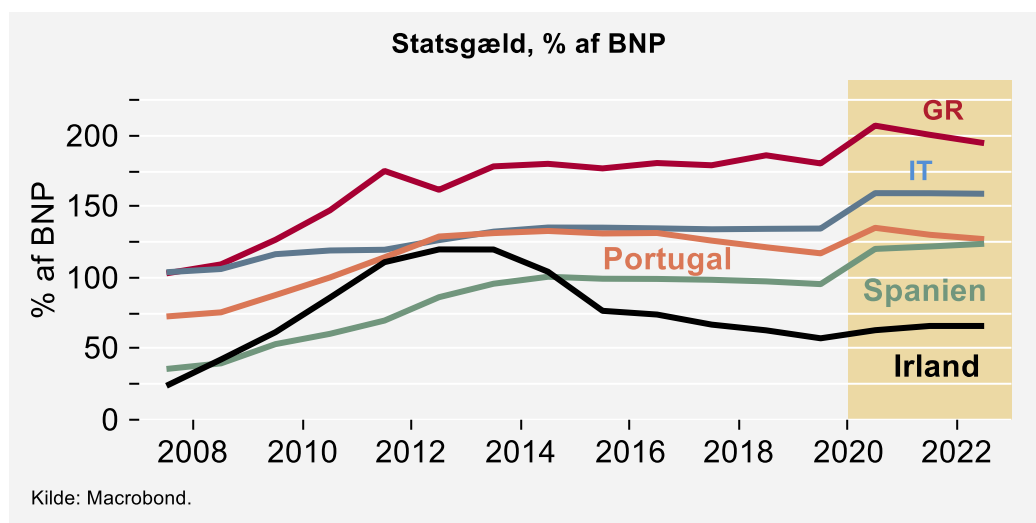
Set fremad er spørgsmålet, hvad der sker med BNP i indeværende kvartal, hvor 2. bølgen har ramt Europa og USA. Det bedste bud i øjeblikket er, at BNP-væksten i USA risikerer at blive meget tæt på 0% på kvartalsbasis, mens eurozonens BNP ser ud til at ville falde igen. Derimod vil det kinesiske BNP sandsynligvis fortsætte opad, da der ikke er meldt om ny smittespredning i verdens folkerigeste nation.

Set endnu længere fremad knytter der sig i øjeblikket store forhåbninger om at effektive vacciner snart kan være klar, så verden kan vende tilbage til mere normale tilstande i løbet af 2021. Men der vil sandsynligvis gå endnu længere tid, inden BNP i USA og i eurozonen er tilbage på deres før-Corona niveauer.

### Rekordhøje gældskvoter, men ingen finansuro af den grund

EU-Kommissionen og deres økonomer har udsendt nye prognosetal for EU-landenes budgetunderskud. De gamle var fra maj, hvor ingen havde noget som helst overblik over, hvordan Coronakrisen ville udarte sig.

I den opdaterede prognose er skønnene for statsgælden blevet hævet for mange af landene. Grafen nedenfor viser gældskvoterne for EU-landene med særlig høj statsgæld, og som samtidig var dem, der var skyld i den såkaldte statsgældskrise omkring 2012.



De nye prognosetal fortæller, at gældskvoten for de fleste af landene nu er højere end dem, der i sin tid udløste statsgældskrisen. Gældskvoterne er steget, fordi Coronakrisen har ført til dybe huller i statsfinanserne. Dengang førte den høje statsgæld til finansiel uro med investorfugt ud af landenes statsobligationer og deraf følgende markante rentestigninger.

Men denne gang er det anderledes. Obligationsrenterne er lave og i ro i alle landene. F.eks. er den 10-årige græske statsrente aktuelt på under 1%, hvor den under statsgældskrisen var oppe i næsten 40%. Hvad er forskellen fra dengang til nu? Det er, at EU og ECB i mellemtiden har spændt et sikkerhedsnet ud under landene i form af hjælpepakker og massive støtteopkøb af obligationer. Og sådan vil det formentlig fortsætte med at være mange år endnu.

Pilen peger i retning af ny nedgang i eurozonens BNP her i 4. kvartal

Nye prognosetal for statsfinanser og statsgæld

Højere gæld end under statsgældskrisen

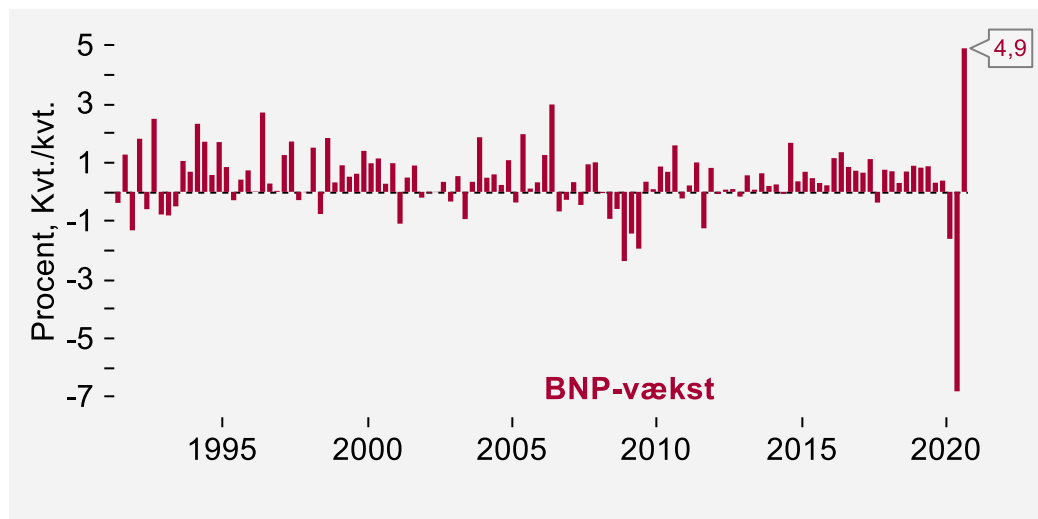
Ingen finansuro takket være EU og ECB

## Dansk økonomi

### Rekordvækst i dansk økonomi – men på historisk billig baggrund

Tal fra Danmarks Statistik viser, at dansk BNP steg med 4,9% i 3. kvartal. Det er den højeste kvartalsvækst i statistikens 30-årige historie og slår med længder den hidtidige rekord fra 2006 på 3,0%. Rekordstigningen kommer imidlertid ovenpå et historisk stort fald i 2. kvartal, som lød på -6,8%, og der er stadig langt til tiden og niveauerne, før krisen ramte.

Rekordvæksten er en lettelse, men vi havde sat næsen op efter lidt mere. Så trods rekord er det ikke noget, som får euforien til at stikke afsted. Hoppet er i høj grad noget, som var bidende nødvendigt at få konstateret, da alt andet havde været en katastrofe efter det enorme dyk i 2. kvartal. Vi kommer desuden ikke til at ride på en bølge af vækst herfra. Tallene er allerede forældede, da vi er et godt stykke inde i årets sidste kvartal, som er præget af højere smitte og nye restriktioner. Det vil i vores optik holde den videre genopretning i ekstremt kort snor. Vi er dog ikke et sekund i tvivl om, at vi undgår et nyt historisk tilbageslag i tråd med forårets.



Kilde: Macrobond.

Der er mange gode grunde til at være væsentlig mere optimistisk i dag end under den kaotiske 1. bølge i foråret. Både fra politisk, befolkningens og virksomhedernes side er man blevet bedre til at navigere i Coronalandskabet. Det betyder, at det også giver en mindre afsmittning på økonomien. Derfor er vi ganske fortrøstningsfulde for 4. kvartal og ser alene et mindre fald i BNP. For året som helhed forventer vi, at dansk BNP kommer til at byde på et fald på -4%. Vi har gennem hele Coronakrisen forventet et fald på -3%, men nedjusterer vores prognose for første gang til -4% i lyset af den højere smitte, nye restriktioner, svagere end forventet 3. kvartal og et Nordjylland, som økonomisk kommer til at bide negativt fra sig.

Med opgørelsen af BNP følger tit og ofte en berettiget kritik over dens nøjagtighed og efterrevideringer, men i disse kvartaler er der imidlertid ingen tvivl om retningen og de store udsving. Vi har i lang tid argumenteret for, at man fra politisk side også bør fokusere på blandt andet beskæftigelsen i doseringen af finanspolitikken, og det gør vi stadig. Fortællingen bliver dog helt den samme, nemlig med et historisk dyk i be-

Historisk fremgang efter historisk tilbagegang

Fremgangen er dog mindre, end vi forventede

Bl.a. derfor nedjusterer vi BNP-vækstskønnet for 2020

gyndelsen af krisen, som lød på 79.000 færre beskæftigede, efterfulgt af en markant beskæftigelsesstigning, hvor 41.000 jobs er genskabt, og slutteligt at vi langt fra er tilbage for fuld styrke. Vi forventer, at beskæftigelsen kommer til at pege marginalt ned over den nærmeste fremtid og ledigheden marginalt op i tråd med den generelle økonomiske aktivitet, men intet som kan måle sig med forårets tilbageslag.

BNP-tallene er foreløbige og uden tal for underposterne, men vi forventer, at særligt privatforbruget har trukket et stort læs. Med til den historie hører så også, at netop privatforbruget havde det største negative vækstbidrag i 2. kvartal. Vi ser overordnet optimistisk for den indenlandske efterspørgsel. Detailhandlen buldrer, danskerne har fået feriepenge, boligformuerne blomstrer, og en ny stigning i ledigheden lader endnu vente på sig. Vi ser også den pæne indenlandske efterspørgsel afspejlet i en ganske høj import. I tillæg mener vi, at de resterende to ugers feriepenge bør udbetales til danskerne med en optimal timing i løbet af foråret.

Vi er oprigtigt nervøse for eksporten, og ser den største hovedpine for dansk økonomi over den kommende tid herfra. Store dele af verden oplever nye smittebølger, og særligt i Europa har vi set nye delvise nedlukninger. Det vil påvirke eksportudsigterne, som kommer til at forhale den danske genopretning. Det er noget, som vi hele tiden har sagt, og forventningerne ser desværre ud til at have en solid grobund for at blive indfriet. Ser vi ind i 2021, så kommer eksporten til at blive dansk økonomis svære vilkår, mens også investeringsniveauet vil forblive relativt lavt, indtil tågerne omkring hele Coronasituationen letter.

Privatforbruget skønnes at have været den store vækstmotor

Svære vilkår for eksporten

#### Næste uges danske nøgletal

Udgiver	Udgivelse	Periode	Dato
Danmarks Statistik	Detailomsætning	Oktober	25-11-2020
Nationalbanken	Bank og realkreditbalancer	Oktober	26-11-2020
Danmarks Statistik	Konjunkturbarometer	November	27-11-2020

## Overzicht over Arbejdernes Landsbanks forventninger

(bemærk, at der er ekstraordinær stor usikkerhed omkring prognoserne lige nu, fordi nyhedsstrømmen er meget omskiftelig).

		2019	2020 forv.	2021 forv.
<b>USA</b>	<b>BNP-vækst</b>	2,2	-5 - -7	2 - 5
		<b>aktuel</b>	<b>Om 3 mdr.</b>	<b>Om 12 mdr.</b>
	Pengepolitisk rente	0,00-0,25	0,00-0,25	0,00-0,25
	10-årig statsrente	0,83	0,50-0,75	0,50-1,50
		2019	2020 forv.	2021 forv.
<b>Eurozonen</b>	<b>BNP-vækst</b>	1,3	-5 - -10	3 - 8
		<b>aktuel</b>	<b>Om 3 mdr.</b>	<b>Om 12 mdr.</b>
	ECB's udlånsrente (refi)	0,00	0,00	0,00
	ECB's indlånsrente (refi)	-0,50	-0,60 - -0,50	-0,70 - -0,50
	10-årig statsrente (tysk)	-0,57	-0,60 - -0,40	-0,70 - -0,20
		2019	2020 forv.	2021 forv.
<b>Danmark</b>	<b>BNP-vækst</b>	2,4	-4	3
	<b>Inflation</b>	0,8	0,5	1
		<b>aktuel</b>	<b>Om 3 mdr.</b>	<b>Om 12 mdr.</b>
	Nbk's indlånsrente	-0,60	-0,60	-0,60
	10-årig statsrente	-0,44	-0,45 - -0,25	-0,45 - 0,05
	30-årig realkreditrt. 1%*	1,017	1,00 - 1,30	0,75 - 1,25
	6 mdr's Cita	-0,42	-0,45 - -0,25	-0,45 - -0,10
	F3 (juli 2023)*	-0,385	-0,35 - -0,15	-0,35 - 0,15
	F5 (juli 2025)*	-0,321	-0,25 - -0,05	-0,25 - 0,25
		<b>Aktuel</b>	<b>Om 3 mdr.</b>	<b>Om 12 mdr.</b>
<b>Valuta</b>	USD pr. EUR	1,1870	1,16-1,21	1,13-1,18
	DKK pr. 100 EUR	745,15	744,0-745,0	745,0-746,0
	DKK pr. 100 USD	627,74	610-640	635-660
	DKK pr. 100 SEK	72,96	69,00-74,00	70,00-75,00
	DKK pr. 100 NOK	69,72	67,00-71,00	68,00-73,00

\* Der er ikke taget højde for kurssikring og bidrag. Renteprognosen er ikke nogen garanti for, hvordan renten udvikler sig i fremtiden og ændrer ikke på, at banken generelt anbefaler kurssikring af realkreditlån ved køb/salg af bolig og ved omlægning/tillægslån.

**Tal og begivenheder i ugen 23. - 27. november 2020**

	Land	Art og offentliggørelses tidspunkt	Periode	Enhed	Markedsforventning	Forrige periode
Mandag 23-11-2020	FRA	PMI-industri (09.00)	november	indeks		51,3
	FRA	PMI-service (09.00)	november	indeks		46,5
	DEU	PMI-industri (09.30)	november	indeks	54,7	58,2
	DEU	PMI-service (09.30)	november	indeks	47,5	49,5
	EUR	PMI-industri (flash estimate, 10.00)	november	indeks	54,2	46,9
	EUR	PMI-service (flash estimate, 10.00)	november	indeks	44,1	54,8
	EUR	PMI-composite (flash estimate, 10.00)	november	indeks	47,1	50,0
	UK	PMI-industri (10.30)	november	indeks	51,6	53,7
	UK	PMI-service (10.30)	november	indeks	46,0	51,4
	UK	PMI-Composite (10.30)	november	indeks	44,1	52,1
	USD	Chicago Fed National Activity Index (14.30)	oktober	indeks		0,27
	USD	Markit PMI-industri (15.45)	november	indeks	52,5	53,4
	USD	PMI-service (15.45)	november	indeks	55,8	56,9
	USD	PMI-Composite (15.45)	november	indeks		56,3
	USD	auktion, 2 årige statsobligationer				
	USD	auktion, 5 årige statsobligationer				
	Tirsdag 24-11-2020	DEU	Importpriser (08.00)	oktober	%m/m og år/år	
DEU		BNP-tal (detaljerede, 08.00)	3.kvt.2020	% kvk/kvt og år/år		prelim: 8,2 / -4,3
FRA		Erhvervsbarometer (08.45)	november	indeks		93
FRA		Forbrugertillid (08.45)	november	indeks		94
DEU		IFO-indikator (10.00)	november	indeks	90,9	92,7
USD		Huspriser (FHFA, 15.00)	september	% m/m		1,5
USD		Huspriser (FHFA, 15.00)	3.kvt.2020	% kvk/kvt		0,8
USD		Huspriser (Case/Shiller, 15.00)	september	% m/m og år/år	0,4 / ...	0,5 / 5,2
USD		forbrugertillid (Conf. Board, 16.00)	november	indeks	98	100,9
USD						
Onsdag 25-11-2020	DKK	detailomsætningsindeks (08.00)	oktober	% m/m og år/år		-0,9 / 4,2
	SPA	producentpriser (09.00)	oktober	% m/m og år/år		0,3 / -3,3
	ITA	sælger statsobligationer (11.00)				
	USD	handelsbalance, kun varer (14.30)	oktober	USD mia.	-80	-79,4
	USD	durables goods orders (i alt / ex. tp 14.30)	oktober	% m/m	1,1 / 0,2	1,9 / 0,9
	USD	jobless claims (14.30)	ugetal	1000 pers.		742k
	USD	BNP-tal (reviderede, 14.30)	3.kvt.2020	% kvk/kvt ann.	33,1	prelim: 33,1
	USD	personal income and spending (14.30)	oktober	% m/m	0,1 / 0,5	0,9 / 1,4
	USD	personal savings rate (14.30)	oktober	% af disp. indk.		
	USD	PCE-prisindeks (i alt, 14.30)	oktober	% m/m	0,0 / ...	0,2 / 1,4
	USD	PCE-prisindeks (kerne, 14.30)	oktober	% m/m	0,0 / 1,4	0,2 / 1,5
	USD	Michigan confidence index (16.00)	november	indeks	77	77,0
	USD	new home sales (16.00)	oktober	antal, 1000	970k	959k
	USD	referat fra seneste pengepolitiske møde (20.00)	5. nov.			
Torsdag 26-11-2020	USD	Thanksgiving i USA				
	DEU	GfK forbrugertillid (08.00)	december	indeks	-5	-3,1
	EUR	pengemængdetal (M3, 10.00)	oktober	% år/år		10,4
	EUR	bankernes udlån (erhverv / private, 10.00)	oktober	% år/år		
	ITA	sælger skatkammerbeviser (11.00)				
Fredag 27-11-2020	DEU	detailomsætning (08.00)	oktober	% m/m og år/år		-1,9 / 7,0
	FRA	inflation (08.45)	november	% m/m og år/år		0,0 / 0,1
	FRA	producentpriser (08.45)	november	% m/m og år/år		0,2 / -2,4
	FRA	Privatforbrug (08.45)	oktober	% m/m og år/år		-5,1 / -1,3
	FRA	BNP-tal (reviderede, 08.45)	3.kvt.2020	% kvk/kvt og år/år		prelim: 18,2 / -4,3
	SPA	detailomsætning (09.00)	oktober	% år/år		-3,3
	SEK	BNP-tal (09.30)	3.kvt.2020	% kvk/kvt og år/år		-8,3 / -7,7
	SPA	Betalingsbalance (11.00)	september	mia. EUR		1,4
	ITA	Forbrugertillid (10.00)	november	indeks	98	102,0
	ITA	ISAE-erhvervsbarometeret (10.00)	november	indeks	93	95,6
	ITA	producentpriser (10.00)	oktober	% m/m og år/år		0,3 / -3,8
	EUR	economic sentiment indicator (11.00)	november	indeks	86	90,9
	EUR	business and consumer survey (11.00)	november	netttotal		-9,6 / -15,5
	ITA	sælger statsobligationer (11.00)				
Irland	S&P udsender ny rating (23.30)				er AA- / Stable	

Redigeret af chefanalytiker Bjarne Kim Kogut, Børsområdet. Tlf. 38 48 45 52. E-mail: bjk@al-bank.dk.

Dette materiale er udarbejdet af Arbejdernes Landsbank, som generel information til personlig brug. Anbefalinger skal ikke opfattes som hverken tilbud om eller opfordring til køb eller salg af de pågældende papirer, tjenesteydelser mv. Materialet er alene udarbejdet på basis af offentligt tilgængeligt materiale. Banken har omhyggeligt søgt at sikre sig, at materialet er korrekt og retvisende. Banken påtager sig intet ansvar for materialets nøjagtighed eller fuldkommenhed. De oplysninger, der er anført, kan have ændret sig i forhold til produktionstidspunktet, ligesom informationen ikke tager udgangspunkt i eller er tilpasset nogen kunders personlige forhold. Derfor opfordrer vi dig til at indhente yderligere og/eller opdateret information i banken. Arbejdernes Landsbank samt medarbejdere i banken kan have positioner i eller foretage køb eller salg mv. af de værdipapirer, som er omtalt.