

# FINANSUGEN

23. august 2019, uge 34

## Redaktion

### International økonomi

Chefanalytiker Bjarne Kogut  
[bik@al-bank.dk](mailto:bik@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

## Falsk signal om recession

På finansmarkedet er frygten for en snarlig recession (minus-vækst i økonomien) steget, efter at den lange amerikanske rente faldt ned under den korte rente, noget der tidligere har været forvarsel om recession halvandet til to år senere. Så galt tror vi dog ikke, at det går, bl.a. fordi pengepolitikken i øjeblikket påvirker renterne kraftigt og dermed kan give falske recessionssignaler (se mere på side 2). På "den kortere bane" peger de seneste aktivitetsbarometre fra økonomierne på lav, men stabil vækst fremfor yderligere afmatning (se side 4).

## Næste uge: Nyt om arbejdsmarkedet og om inflationen

Fra **Tyskland** kommer IFO-indikatoren for august (mandag), som sandsynligvis vil fortælle, at industriens nedtur fortsætter. Derfor bliver torsdagens tal for arbejdsløsheden også vigtige, da det formentlig kun er et spørgsmål om tid, inden den økonomiske afmatning begynder at presse arbejdsløsheden op

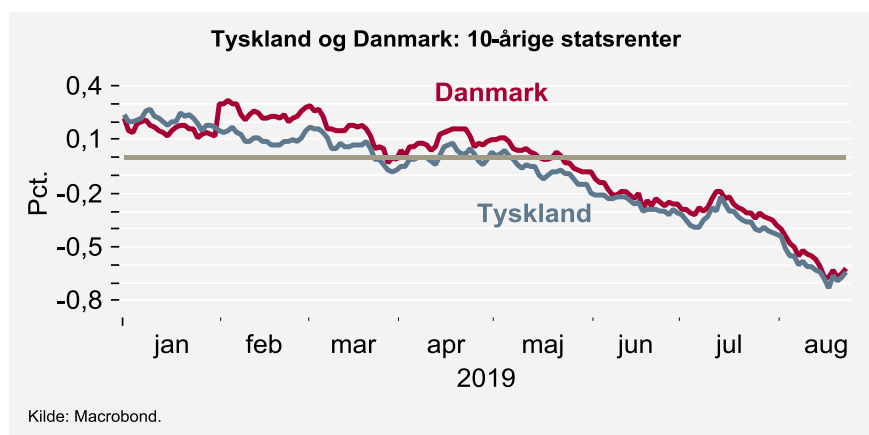
I **eurozonen** bliver fredag ugens store dag, hvor Eurostat udsender tal for inflationen og for arbejdsløsheden. Inflationen vil fortsat være meget lav, men arbejdsløsheden formentlig vil ligge uændret lav, fordi fremgang i andre lande opvejer tilbagegangen i Tyskland.

Fra **USA** kommer tal for industriens ordreindgang (mandag), der forventes noget blege, mens der på fredag kommer tal for inflationen, målt med PCE-pristallet. Også i USA forventes inflationen at være forblevet lav.

Fra **Danmark** bliver nationalregnskabet fredag ugens mest interessante nøgletal. BNP-indikatoren viste en fremgang på 0,8 pct. båret af en kraftig stigning i udenrigshandlen. Det bliver spændende at se, om det detaljerede nationalregnskab bekræfter dette billede.

UGENS FINANSMARKED		
Aktier	7 dage	Niveau
S&P500	+ 2,6%	2.923
Nikkei	+ 1,5%	20.711
C25 (DK)	+ 3,6%	1.139
S30	+ 2,7%	1.536
FTSE	+ 0,9%	7.128
DAX	+ 2,9%	11.747
Euro 50	+ 2,8%	3.374
BRIC	+ 1,4%	297
VIX	-21,2%	17
Valuta	7 dage	Niveau
EUR/USD	- 0,3%	1,1068
EUR/DKK	- 0,0%	7,4554
USD/DKK	+ 0,2%	6,7357
SEK/DKK	- 0,1%	0,6955
NOK/DKK	+ 0,6%	0,7500
GBP/DKK	+ 1,0%	8,2227
CHF/DKK	- 0,6%	6,8354
JPY/DKK	- 0,2%	6,3177
Renter	7 dage	Niveau
US 2Y	+ 0,13	1,63%
US 10Y	+ 0,11	1,64%
Tysk 10Y	+ 0,08	- 0,64%
Dansk 10Y	+ 0,07	- 0,61%
Råvarer	7 dage	Niveau
Guld	- 1,8%	1.496
Olie (WTI)	+ 0,0%	55
Metaller	- 1,4%	2.735

Opdateret per: 23. august



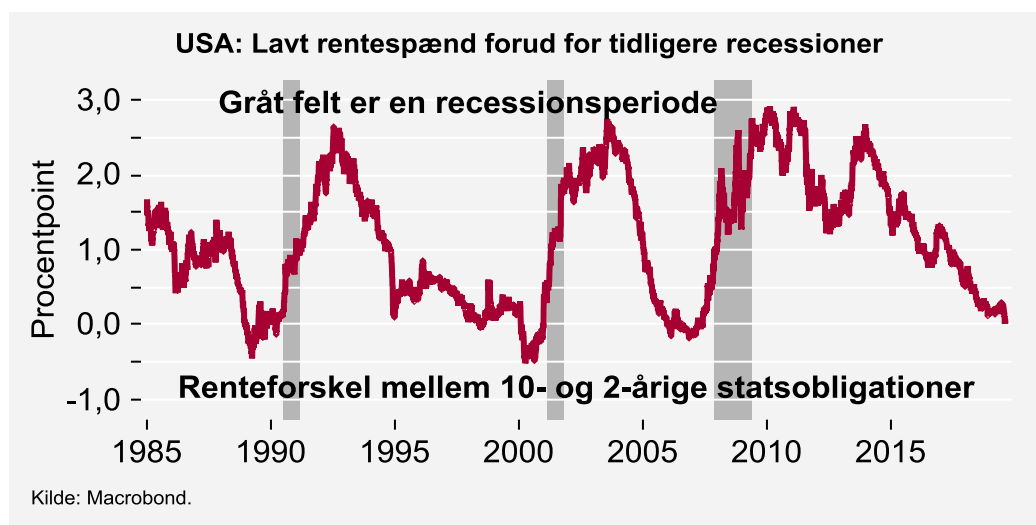
## Indhold

Finanspolitik kan forlænge opsvinget.....	2
Fremadrettede barometre tyder på stabilisering i eurozonen .....	4
Dansk økonomi .....	6
Oversigt over Arbejdernes Landsbanks forventninger .....	8

### Finanspolitik kan forlænge opsvinget

På finansmarkedet er der tiltagende frygt for, at en recession (minusvækst i økonomien mindst to kvartaler i træk) i amerikansk og europæisk økonomi kan være på vej. Vores holdning er, at der ingen tegn er i de faktiske tal fra økonomierne på, at det skulle være tilfældet. Desuden mener vi, at rentekurven i øjeblikket er påvirket af den historisk lempelige pengepolitik, som gør den nuværende situation anderledes end tidligere.

Men recessionsfrygten på finansmarkedet er på det seneste accelereret, fordi renten på en 10-årig amerikansk statsobligation i sidste uge faldt til et lavere niveau end på en 2-årig stat, noget som tidligere har varslet en kommende recession. Grafen nedenfor viser renteforskellen mellem de to papirer siden 1985, parret med tidligere amerikanske recessioner. Tidligere er der gået halvandet til to år fra, at rentespændet faldt ned under nul, til at recessionen begyndte. Der har dog også været falske signaler som f.eks. i 1998, hvor en finanskrise i Asien påvirkede de amerikanske renter.

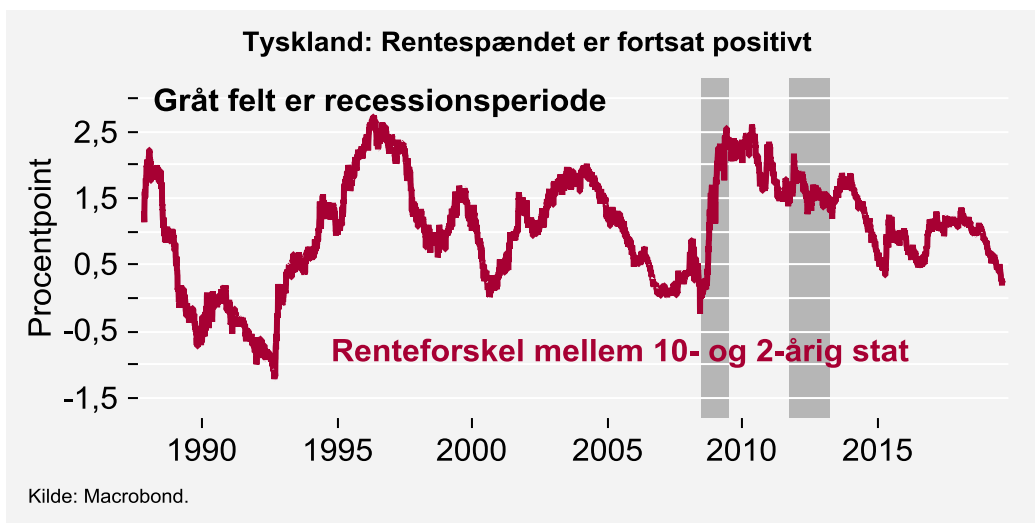


I eurozonen er billedet et noget andet. Her er den 10-årige tyske statsrente noget højere end den 2-årige rente, selv om begge renter er "i minus" i modsætning til USA. I det hele taget er sammenhængen mellem rentespænd og recessioner langt svagere i Tyskland end i USA. F.eks. var rentespændet i minus i starten af 1990'erne, uden at der kom recession ud af det, mens der omvendt var recession i tysk økonomi omkring 2012 (den europæiske statsgældskrise), selv om rentespændet var positivt med over 125 bp.

Ingen tegn på recession i de faktiske tal

Finansmarkedet har fokus på det amerikanske rentespænd

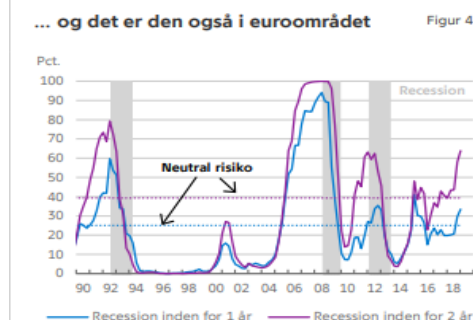
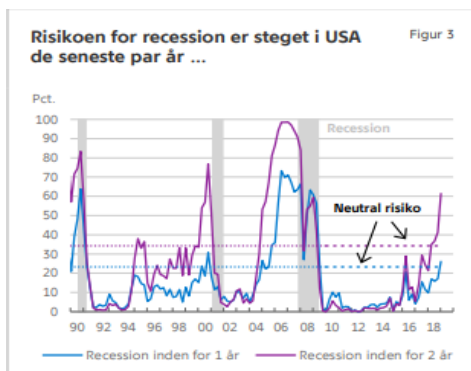
Rentespændet giver ingen klare signaler om europæisk økonomi



**Modeller, der skal forudsige kommende recessioner**

Én ting er at kikke på rentespænd som “early warning” for recessioner. Noget andet er at se på et lidt bredere udvalg af indikatorer, hvilket bl.a. centralbankerne gør. Aktuelt har Nationalbanken udsendt en analyse, hvor de konkluderer, at der er 60 pct. sandsynlighed for recession i USA og 65 pct. sandsynlighed for recession i eurozonen indenfor en to-årig tidshorisont.

Modeller, der inddrager flere forhold



Kilde: Nationalbanken

Nationalbankens recessionsmodel bygger på 3-4 statistikker, herunder rentespændet.

Modellerne viser også forøget fare for recession indenfor to år

Også den amerikanske centralbanks New York-afdeling har en recessionsmodel, som aktuelt står på det højeste siden perioden forud for de seneste to recessioner. Deres model bygger alene på rentespændet mellem en 10-årig stat og 3 måneders pengemarkedetsrenten.

Problemet med disse recessionsmodeller er, at de tager udgangspunkt i rentespændet, hvilket er problematisk med den aktuelle historisk lempelige pengepolitik, hvor det ikke er markederne, men centralbankerne, der dikterer både korte og de lange renter, det sidste med deres kæmpestore opkøb af obligationer.

### Et snapshot af økonomierne tyder IKKE på nogen snarlig recession

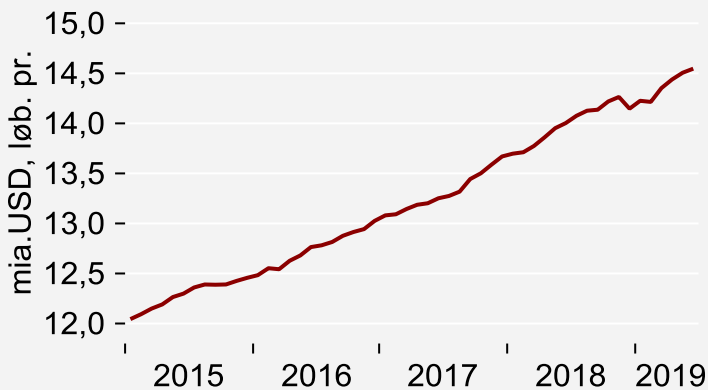
En ting er at forsøge at forudsige fremtiden ud fra diverse indikatorer. Det er på en måde det, som finansmarkedet og handel med værdipapirer bygger på.

Noget andet er at tage et snapshot af økonomierne ud fra de faktiske nøgletal, og de tegner et andet billede, end hvad rentespændet og recessionsmodellerne gør: Væksten ganske vist er gået ned i tempo, men ikke mere, end hvad der svarer til almindelige konjunkturudsving. Privatforbruget vokser fortsat, beskæftigelsen vokser fortsat, det offentlige forbrug vokser.

Snapshottet af økonomierne tegner et andet billede

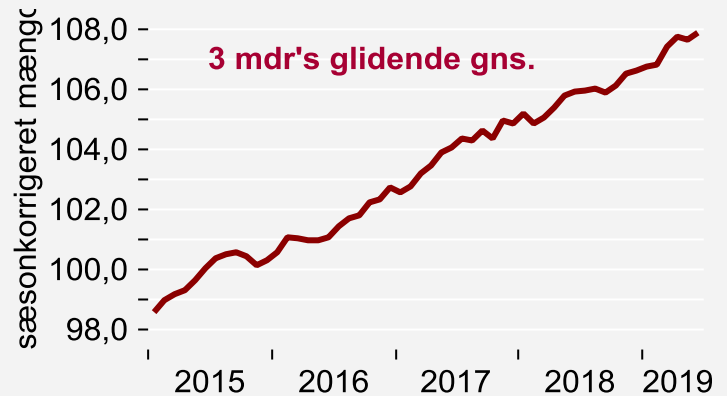
Privatforbruget er den stærkeste vækstmotor

**USA: Privatforbruget (PCE)**



Kilde: Macrobond.

**Eurozonen: Detailomsætningen**



Kilde: Macrobond.

Samtidig er der dog også en klar vigende tendens i industriaktiviteten, især i eurozonen, som har potentialet til at kunne give yderligere generel vækstnedgang.

Vores forventning er, at der IKKE kommer recession i eurozonen og i USA mindst 2020 ud, som er vores prognosehorisont. Vi forventer lavere væksttempo i 2020 end i år, men stadig med positivt fortegn.

På det seneste er der også kommet indikationer på, at politikerne i de toneangivende lande er ved at blive villige til at lempe finanspolitikken for at støtte økonomierne. I Tyskland har finansministeren ifølge medierne indikeret vilje til at øge de offentlige udgifter med helt op til 50 mia. euro over en periode. I USA skulle det være under overvejelse at sætte skatterne yderligere ned, finansieret med indtægterne fra de forhøjede importtoldsatser.

Bundlinjen er, at finanspolitiske lempelser ser ud til at være på vej, og det vil sandsynligvis kunne medvirke til at forlænge det allerede langvarige opsving i amerikansk og europæisk økonomi, med forbehold for uventede storpolitiske hændelser.

### Fremadrettede barometre tyder på stabilisering i eurozonen

Vores forventning om, at økonomierne ikke aktuelt har kurs mod en recession, men "blot" lavere væksttempo end tidligere, får støtte af signaler fra de nyeste barometre, der måler aktiviteten i erhvervene, de såkaldte PMI-barometre. Barometrene giver det tidligste billede af udviklingen i en given måned og følges derfor nøje på finansmarkedet.

Vores hovedscenarie er aftagende, men fortsat positivt væksttempo

Det nye er politiske indikationer på lempelse af finanspolitikken

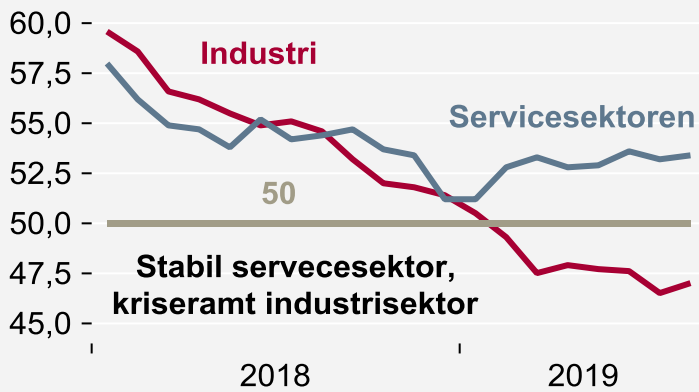
### Stabil vækst i service-sektoren

Signalet fra **eurozonens** PMI-barometre for august er, at aktiviteten i servicesektoren vokser i et stabilt tempo, mens aktiviteten fortsat falder i industrien, men i et lidt lavere tempo end i juli. Underbarometre fortæller, at ordreindgangen kun voksede moderat, at jobvæksten er gået ned i tempo, samt at salgspriserne (inflationen) kun vokser meget moderat.

### Vigende barometre fra USA

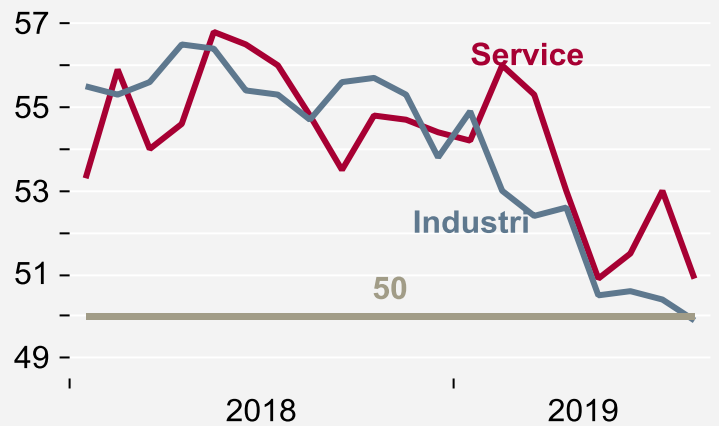
Signalet fra **de amerikanske** PMI-barometre er, at aktiviteten også der er vigende; mest i industrien, men også i servicesektoren i modsætning til i eurozonen.

**Eurozonen: PMI-erhvervsbarometre**



Kilde: Macrobond.

**USA: PMI-barometre**

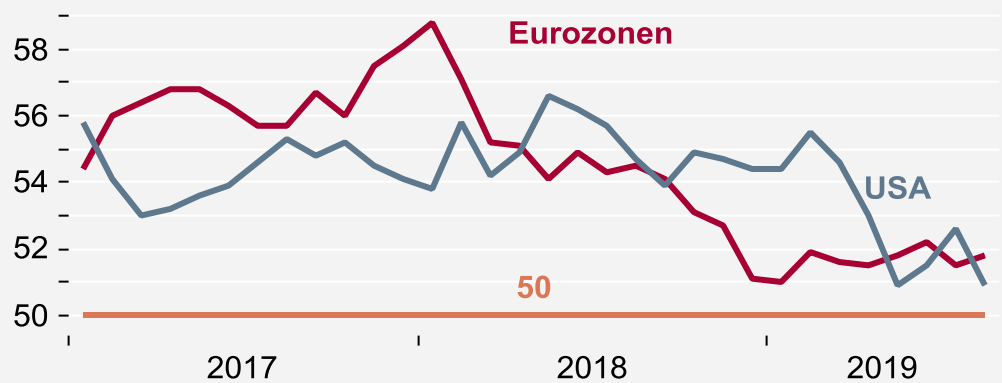


### Det samlede billede

PMI-Composite udtrykker den samlede aktivitet i økonomien, målt som "summen" af de to sektorbarometre. Både i USA og i eurozonen ligger de fortsat over stagnationsgrænsen på indeks 50, og signalerer dermed vækst i økonomien.

"Composite"-indeksene ser stabile ud

**PMI-Composite i USA og eurozonen**



Kilde: Macrobond.

## Dansk økonomi

### Lønmodtagerbeskæftigelsen står stille

Tal fra Danmarks Statistik viser, at lønmodtagerbeskæftigelsen steg med 450 personer i juni. Det er særligt inden for handel og transport, at der er blevet ansat flere personer.

#### Flere på deltid

For 2. kvartal som helhed steg beskæftigelsen med 7.400 personer. Omregner man antallet af nye personer i beskæftigelse til fuldtidsbeskæftigede, er fremgangen på 5.600. Det betyder, at en ikke ubetydelig del af de nye job er deltidsbeskæftigede.

#### Aftagende jobvækst

Over årets første 6 måneder er beskæftigelsen gennemsnitligt steget med 2.800 personer. I samme periode sidste år var stigningen gennemsnitligt 4.500 personer. Det dog helt naturligt, at beskæftigelsesvæksten kommer ned i gear i takt med, at der bliver færre ledige hænder.

### Mørke skyer i horisonten

Ser vi fremad, er billedet blevet mere mudret. Indenlandsk er der ikke opbygget nogle væsentlige ubalancer i økonomien. Samtidig er vi i den heldige situation, at tidligere reformer bidrager til at øge arbejdsstyrken både i år og næste år. Samlet set er det med til at tage toppen af presset på arbejdsmarkedet. Det taler for, at fremgangen i beskæftigelsen sagtens kan fortsætte en rum tid endnu, dog i et lavere tempo end tidligere.

#### Trusler mod eksporten

Ser vi ud over landets grænser er usikkerheden steget voldsomt. Handelskrigen mellem USA og Kina er tiltaget kraftigt den seneste måned, og det påvirker verdenshandelen. Dertil gik Danmarks vigtigste eksportmarked, Tyskland, tilbage i 2. kvartal, og de tidlige indikatorer peger på, at tilbagegangen kan vare ved.

Det risikerer at ramme den danske eksport. Vi er som en lille åben økonomi meget afhængige af, hvordan det går i vores omverden, og begynder udenlandske virksomheder at holde igen med investeringer, vil det i sidste ende ramme den danske beskæftigelse negativt.

Vores vurdering er dog, at beskæftigelsen fortsat vil stige i år, men i et lavere tempo end vi så sidste år.

### Handelskrigen preller af på danskernes humør

Forbrugertilliden blev indeks 6,3 i august mod 2,9 i juli, og steg derved markant.

#### Positive forbrugere

Ser man på underindeksene, er det særligt forbrugernes syn på deres egen økonomi, der har forbedret sig. Vi tror, at forbrugerne vil fastholde et positivt syn på deres egen økonomiske situation, da den reelle situation for de danske forbrugere er ganske lys. Der er fremgang i beskæftigelsen, lønningerne stiger mere end priserne, og generelt er danskernes privatøkonomi solid. Dertil har titusinder danskere fået et billigere boliglån som følge af den rekordstore konverteringsbølge i sommers.

Over sommeren har der været mange dårlige nyheder for den internationale økonomi. Dette har dog ikke været overskyggende nok til at ødelægge danskernes sommerhumør.

### Danskerne venter med køb af større forbrugsgoder

Danskerne finder det ikke fordelagtigt at købe større forbrugsgoder, hvilket kan undre, da danskerne har været igennem en rekordstor konverteringsbølge. Konverteringen kan nemlig bruges til at hive penge ud af ens friværdisværdi, hvorfor det ville være forventeligt, at lysten til at købe større forbrugsgoder ville stige. Danskerne har dog vist sig at holde fast i deres opsparingslyst, og det ser på nuværende tidspunkt ikke ud som om, at danskerne vil sætte gang i en vild forbrugsfest.

Det kan undre

Vores forventning er dog, at danskerne vil øge deres forbrug over det kommende år, da deres økonomi er bundsolid. Dertil stiger reallønnen i øjeblikket kraftigt, da inflationen er meget lav. Det giver plads til at øge forbruget uden at gå på kompromis med opsparingen.

### Næste uges danske nøgletal

Udgiver	Udgivelse	Periode	Dato
Danmarks Statistik	Konjunkturbarometer	August 2019	29-08-2019
Danmarks Statistik	Registerbaseret ledighed i juli	Juli 2019	29-08-2019
Danmarks Statistik	Ejendomsstatistik	Juni 2019	30-08-2019
Danmarks Statistik	Nationalregnskab	2. kvartal	30-08-2019
Danmarks Statistik	Lønindeks	2. kvartal	30-08-2019

### Oversigt over Arbejdernes Landsbanks forventninger

		2018	2019 forv.	2020 forv.
USA	BNP-vækst	2,9	2,25-2,5	1,5-2,0
		aktuel	Om 3 mdr.	Om 12 mdr.
	Pengepolitisk rente	2,00-2,25	1,75-2,00	1,50-1,75
	10-årig statsrente	1,64	1,70-1,95	2,10-2,35
		2018	2019 forv.	2020 forv.
Eurozonen	BNP-vækst	1,8	1,0-1,2	0,8-1,0
		aktuel	Om 3 mdr.	Om 12 mdr.
	ECB's udlånsrente (refi)	0,00	0,00	0,00
	ECB's indlånsrente (refi)	-0,40	-0,50	-0,50
	10-årig statsrente (tysk)	-0,64	-0,60 - -0,40	-0,35 - -0,15
		2018	2019 forv.	2020 forv.
Danmark	BNP-vækst	1,2	1,7	1,3
	Inflation	0,8	1,0	1,3
		aktuel	Om 3 mdr.	Om 12 mdr.
	Nbk's indlånsrente	-0,65	-0,65	-0,65
	10-årig statsrente	-0,61	-0,55 - -0,35	-0,30 - -0,10
	30-årig realkreditrente*	0,966	0,90-1,10	1,40-1,60
	6 mdr's Cita	-0,66	-0,55 - -0,45	-0,40 - -0,30
	F3 (jan. 2022)*	-0,605	-0,60 - -0,50	-0,35 - -0,25
	F5 (jan. 2024)*	-0,511	-0,40 - -0,30	-0,30 - -0,20
		aktuel	Om 3 mdr.	Om 12 mdr.
Valuta	USD pr. EUR	1,1071	1,10-1,15	1,11-1,16
	DKK pr. 100 EUR	745,53	746,0-747,0	745,0-746,0
	DKK pr. 100 USD	673,42	660-690	645-670
	DKK pr. 100 SEK	69,54	69,00-71,00	72,00-74,00
	DKK pr. 100 NOK	74,99	75,00-77,00	78,00-79,75

\* Der er ikke taget højde for kursskæring 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.



**Nøgletal og begivenheder i perioden 26.08.19 til 30.08.19**

	Land	Art og offentliggørelsestidspunkt	Periode	Enhed	Forventet i markedet	Forrige periode
Mandag 26-08-2019	DEU	importpriser (08.00)	juli	% m/m og år/år	-0,1/ -1,9	-1,4 / -2,0
	SPA	PPI (09.00)	juli	% m/m og år/år		-0,8 / -0,6
	DEU	IFO-indikator (10.00)	august	indeks	95,5	95,7
	USD	Chicago Fed National Activity Index (14.30)	juli	indeks		-0,02
	USD	durable goods orders (i alt / ex. tp 14.30)	juli	& m/m	1,3 / 0,1	1,9 / 1,0
Tirsdag 27-08-2019	DEU	Detailomsætning (en af dagene, 08.00)	juli	% m/m og år/år		3,5 / -1,6
	DEU	BNP-tal (endelige, 08.00)	2. kvrt. 2019	% kvrt/kvt og år/år	-0,1/ 0,4	prelim: -0,1/ 0,4
	FRA	INSEE-erhvervsbarometret (08.45)	august	indeks		101
	FRA	forbrugertillid (08.45)	august	indeks		102
	USD	Huspris statistik (FHFA, 15.00)	2.kvt.2019	% kv/kv	0,2	1,1
	USD	Huspris statistik (FHFA, 15.00)	juni	% m/m		0,1
	USD	huspriser (Case/Shiller, 15.00)	juni	% m/m og år/år	0,2 / ...	0,1 / 2,4
	USD	Forbrugertillid Conf. Board (16.00)	august	indeks	130,0	135,7
	USD	auktion, 2 årige statsobligationer				
Onsdag 28-08-2019	UK	Nationwide huspriser (08.00)	august	% m/m og år/år		0,3 / 0,3
	DEU	GfK forbrugertillidsindeks (08.00)	september	indeks	9,6	9,7
	EUR	pengemængdetal (M 3, 10.00)	juli	% år/år	4,6	4,5
	EUR	bankernes udlån (erhverv / private, 10.00)	juli	% år/år		
	ITA	ISAE-erhvervsbarometret (10.00)	august	indeks		100,1
	ITA	forbrugertillid (10.00)	august	indeks		113,4
	ITA	sælger skattekammerbeviser (11.00)				
Torsdag 29-08-2019	DKK	Arbejdsløshed, brutto (8.00)	juli	ændring & %		3,8
	DKK	Arbejdsløshed, netto (8.00)	juli	ændring & %		3,1
	NOK	BNP-tal (i alt / fastlandsøkonomien 08.00)	2. kvrt. 2019	% kvrt/kvt		-0,1/ 0,3
	FRA	privatforbrug (08.45)	juli	% m/m og år/år		-0,1/ -0,6
	FRA	BNP-tal (endelige, 08.45)	2.kvt.2019	% kvrt/kvt & år/år	0,2 / 1,3	prelim: 0,2 / 1,3
	SPA	inflation (foreløbige tal, 09.00)	august	% år/år		-1,1/ 0,6
	DEU	arbejdsløshed 10.00)	august	% / ændring 1000	5,0 / 5k	5,0 / 1k
	ITA	PPI (11.00)	juli	% m/m og år/år		-0,5 / 1,1
	EUR	Economic sentiment indicator (11:00)	august	indeks	102,4	102,7
	EUR	Business and consumer survey (11:00)	august	nettotal	-7,3 / -7,1	-7,4 / 6,6
	ITA	sælger statsobligationer (11:00)				
	DEU	foreløbig inflation (14.00)	august	% m/m og år/år	0,1/ 12	0,4 / 1,1
	USD	GDP (revideret, 14.30)	2.kvt.2019	% kvrt/kvt ann.	2,0	prelim: 2,1
	USD	Handelsbalance (kun varer, 14.30)	juli	mia. USD	-74	-74,2
	USD	jobless claims (14.30)	ugetal	1000 pers.		
USD	Pending home sales (16:00)	juli	% m/m	0,0 / ...	2,8 / -0,6	
USD	auktion, 7 årige statsobligationer					
Fredag 30-08-2019	UK	GfK forbrugertillid (01.01)	august	indeks	-10	-11
	JPY	industriproduktion (0150)	juli	% m/m og år/år	0,3 / -0,5	-3,3 / -3,8
	DKK	BNP-tal (08.00)	2.kvt.2019	% kvrt/kvt og år/år		0,1/ 1,9
	FRA	månedstal for statsfinanserne (08.45)	juli, år-til-dato	mia.EUR		-77,3
	FRA	PPI (08.45)	juli	% m/m og år/år		-0,5 / -0,2
	FRA	inflation (08.45)	juli	% m/m og år/år		-0,2 / 1,3
	SPA	Detailomsætning (09.00)	juli	% år/år		2,4
	ITA	Arbejdsløshed 10.00)	juli	%		9,7
	SPA	betalingsbalance (10.00)	juni	mia.EUR		2,7
	EUR	Arbejdsløshed (11.00)	juli	%	7,5	7,5
	EUR	Inflation (flash estimate, i alt/kerne, 11.00)	august	% år/år	1,0 / 1,0	1,1/ 0,9
	ITA	Inflation (11.00)	august	% m/m og år/år		-1,8 / 0,3
	ITA	BNP (endelige tal, 11.00)	2. kvrt. 2019	% kvrt/kvt og år/år		0,0 / 0,0
	USD	PCE-prisindeks, i alt (14.30)	juli	% m/m	0,2 / 1,4	0,1/ 1,4
	USD	PCE-prisindeks, kerne (14.30)	juli	% m/m	0,2 / 1,6	0,2 / 1,6
	USD	Personal income and spending (14.30)	juli	% m/m	0,3 / 0,5	0,4 / 0,3
	USD	Personal savings rate (14.30)	juli	% af disp. indk.		
USD	Chicago PMI (15.45)	august	indeks	48	44,4	
USD	Forbrugertillid (Michigan, 16.00)	august	indeks	92,5	92,1	
Sloveni	DBRS udsender ny rating (23.30)				er A / 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 fuldkomnethed. 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.