

FINANSUGEN

22. januar 2021, uge 3

Redaktion

International økonomi

Chefanalytiker Bjarne Kogut

bjk@al-bank.dk

3848 4552

Dansk økonomi

Cheføkonom

Jeppe Juul Borre

jib@al-bank.dk

2681 2275

Privatøkonom

Brian Friis Helmer

bf@al-bank.dk

2910 6995

Økonom

Anders Christian Overvad

aco@al-bank.dk

2883 6008

Så er Biden på plads i Det Hvide Hus

Trump er nu fortid, mens Biden er fremtid. Hans plan om en finanspolitisk "stimuluspakke" på USD 1.900 mia. har pustet liv i spekulationerne på finansmarkedet om, hvorvidt inflationen står foran en mere mærkbar stigning. Vi har kikket på de fundamentale forhold, der påvirker inflationen og ser ingen aktuelle tegn på mærkbar stigning foreløbig. Dog vil inflationen have pil op de kommende måneder, men det skyldes regneteknik (se mere på side 2).

Næste uge: Amerikansk rentemøde og BNP-tal

Næste uge byder på mange vigtige tal og begivenheder. I USA holder **Fed** rentemøde på onsdag, hvor fokus vil ligge på eventuelle signaler om ændringer i deres støtteopkøb af obligationer.

Desuden kommer vigtige tal for **industriens ordreindgang** (onsdag) og for det private forbrug (fredag). Indimellem dette udsendes torsdag **BNP-tal** for 4. kvartal, som forventes at vise, at den amerikanske økonomi fortsat er vokset til trods for pandemien.

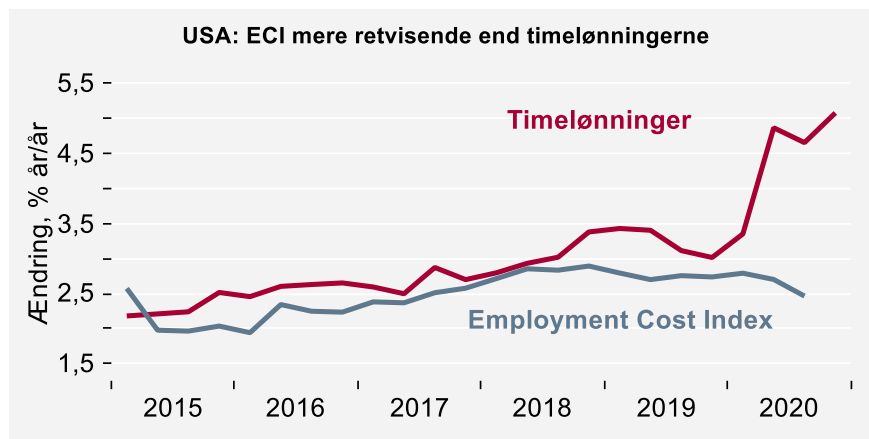
Sluttelig kommer der på fredag tal for lønudviklingen i form af det kvartalsvise "**Employment Cost Index**", og det forventes at vise en forsat meget moderat lønstigningstakt. Dette lønindeks er langt mere retvisende end de månedlige timelønstal, der ikke korrigerer for typen af jobs, og som derfor overvurderer lønstigningstakten voldsomt meget i øjeblikket, hvor det især er folk i lavtløns jobs, der bliver arbejdsløse.

Fra **Europa** kommer BNP-tal for 4. kvartal fra bl.a. Tyskland, Frankrig og Spanien, som forventes at vise ny minus-vækst i økonomierne på grund af de omfattende nedlukninger.

Fra **Danmark** kommer tal for detailsalget og for ledigheden i december.

UGENS FINANSMARKED		
Aktier	Niveau	-1 uge
S&P500	3.853	1,5%
Nikkei	28.757	0,2%
C25 (DK)	1.691	0,9%
S30	1.987	0,8%
FTSE	6.715	-1,3%
DAX	13.907	-0,6%
Euro50	3.618	-0,6%
BRIC	1.410	3,1%
Valuta	Niveau	-1 uge
EUR/USD	1,2151	0,1%
EUR/DKK	7,4395	0,0%
USD/DKK	6,119	-0,3%
SEK/DKK	0,7379	0,2%
NOK/DKK	0,7257	0,6%
GBP/DKK	8,3944	0,4%
CHF/DKK	6,9057	0,3%
JPY/DKK	5,9175	0,4%
Renter	Niveau	-1 uge
US 2Y	0,13	-0,03
US 10Y	1,12	-0,03
Tysk 10Y	-0,53	0,00
Dansk 10Y	-0,4	0,06
Råvarer	Niveau	-1 uge
Guld	1.869	1,3%
Olie (Brent)	56,2	-0,4%
Metaller	3.523	-0,1%
Opdateret pr: 21-01-2021		

Kilde: Macrobond.



Indhold

Ingen fundamentale tegn på inflation foreløbig	2
Dansk økonomi: Forbrugerne holder humøret oppe	5
Oversigt over Arbejdernes Landsbanks forventninger	8

Ingen fundamentale tegn på inflation foreløbig

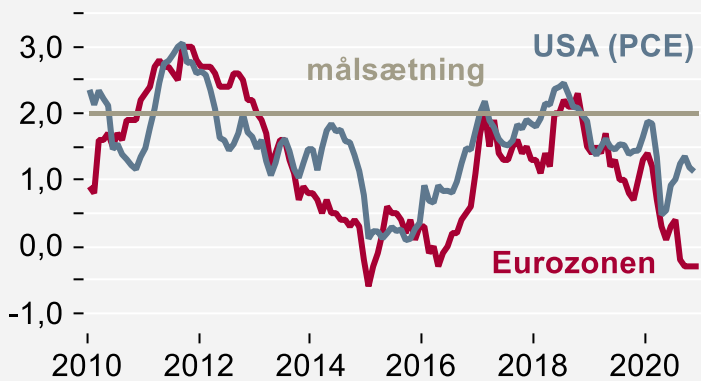
På finansmarkedet er snakken om en mulig mærkbar stigning i inflationen dukket op igen. Det sker på baggrund af forhold, som potentielt kan give en meget kraftig vækst i verdensøkonomien på et tidspunkt, f.eks. den kraftige finanspolitiske stimulans af væksten både i Europa og i USA, senest med Biden-planen. Dertil kommer en unormal høj opsparing i husholdningerne her under Coronakrisen, hvor mange har været forhindret i at bruge penge som normalt. På et tidspunkt vil pengene komme i omløb igen.

Vil den kraftige støtte til økonomierne fra finanspolitikken give inflation?

Øjebliksbilledet af inflationen er, at den fortsat er meget lav, og ser vi på de vigtigste økonomiske parametre, der påvirker inflationen de kommende måneder, så er der meget lidt, som peger i retning af, at der skulle være nogen markant stigning undervejs – udover hvad de uforudsigelige oliepriser måtte bringe.

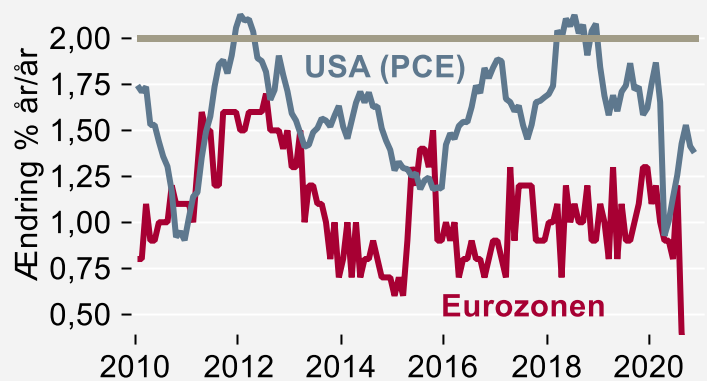
Graferne nedenfor viser inflationen i eurozonen og i USA, både samlet set og den såkaldte kerneinflation, som er uden de svingende priser på fødevarer og energi (og dermed et mere sandt billede af den konjunkturskabte inflation). I begge regioner ligger inflationen aktuelt langt under de respektive centralbankers målsætning på 2%.

USA og eurozonen: Inflation



Kilde: Macrobond.

USA og eurozonen: Kerneinflation



Kilde: Macrobond.

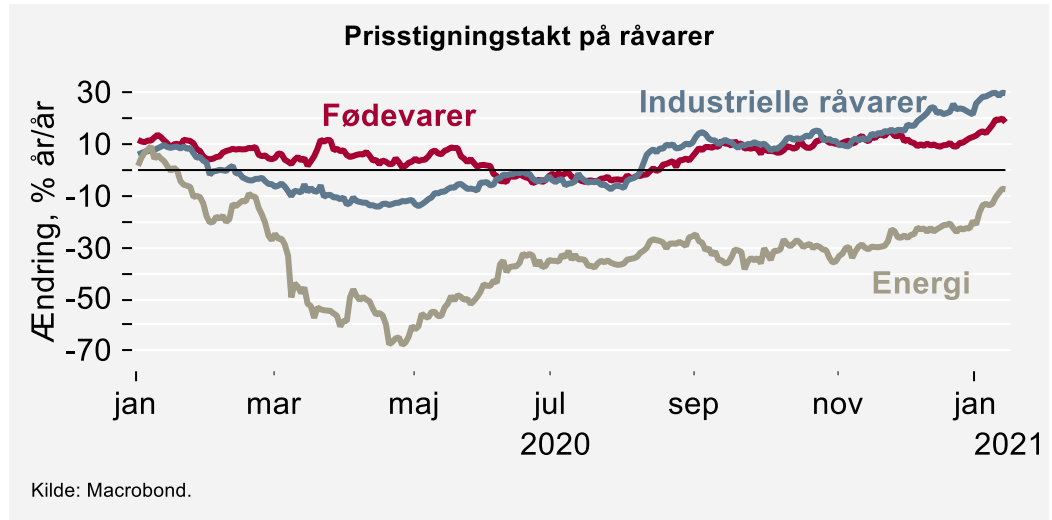
Vendes blikket mod de økonomiske forhold, som fremadrettet påvirker inflationen mest, så drejer det sig om:

Disse fundamentale forhold påvirker størrelsen af inflationen

- Råvarepriserne
- Lønningerne
- Producentpriserne
- Kapacitetsudnyttelse i industrien

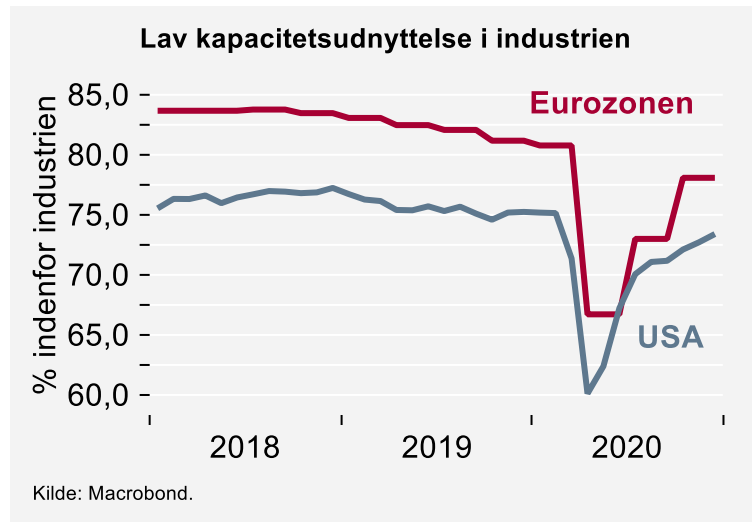
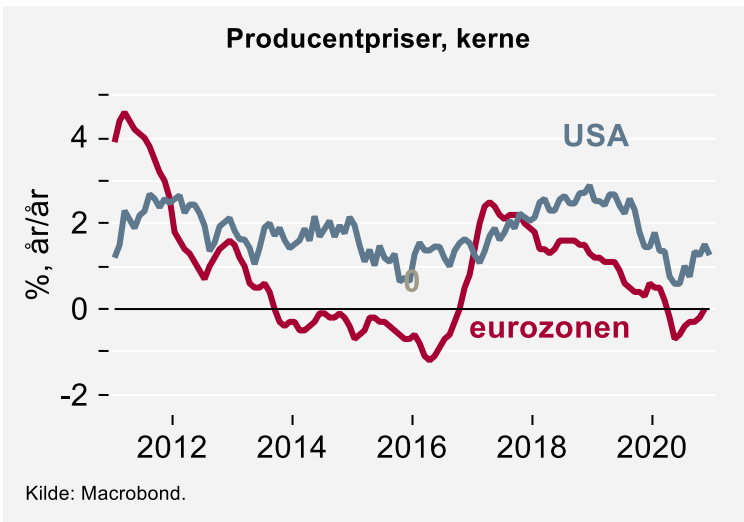
Råvarepriserne er steget ...

Råvarepriserne er steget, og råvarer til industrien er i gennemsnit 30% dyrere end for et år siden, mens råvarer til fødevarerproduktion er 20% dyrere. Energi priserne ligger derimod lavere end på samme tid i fjor.



... men virksomhederne synes ikke at have nogen pricing power i øjeblikket

Stigende råvarepriser vil trække op i inflationen den kommende tid i den udstrækning, at producenterne kan hæve deres salgspriser. Imidlertid er der ikke meget, som tyder på, at producenterne har nogen særlig *pricing power* i øjeblikket. Det kan illustreres af, at stigningstakten i kerne-PPI aktuelt ligger på 0% i eurozonen og på kun godt 1% i USA. Den samlede efterspørgsel i økonomierne er for lav til, at producenterne i gennemsnit har mulighed for at sætte deres afsætningspriser voldsomt meget op.



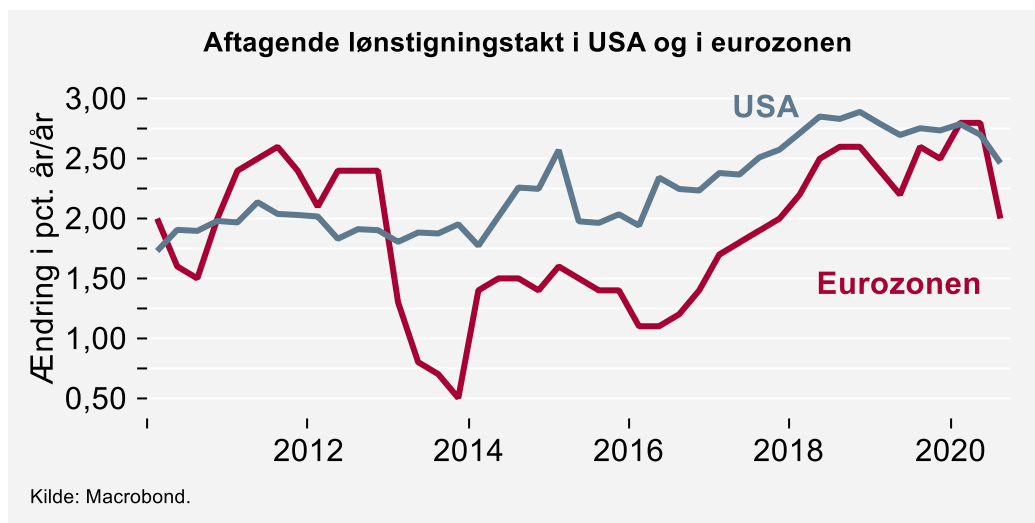
Desuden er kapacitetsudnyttelsen lav

Dertil kommer, at industrien fortsat opererer med en betydeligt lavere kapacitetsudnyttelse end før Coronakrisen. Der er ledig produktionskapacitet og derfor en tilskyndelse for producenterne til at sælge deres varer med rabatter fremfor at lade maskinerne stå stille.

Lav lønstigningstakt gennem længere tid

Lønudviklingen er det sidste ben i de fundamentale forhold, der bestemmer inflationen, fordi virksomhederne i normale tider kan sende regningen for højere lønninger videre til forbrugerne via højere varepriser. Men heller ikke her er der noget som helst tegn på inflationspres foreløbigt. Coronakrisen har ført til stigende arbejdsløshed i både USA og i Europa, og overskuddet af arbejdskraft svækker lønmodtagernes muligheder for at kræve mere i løn. Lønstigningstakten vil med andre ord forblive lav. Dertil kommer, at arbejdsløsheden kun nedbringes langsomt efter en økonomisk krise, og det taler for, at arbejdsløsheden vil forblive højere end normalt lang tid fremover.

Grafen nedenfor viser lønstigningstakten, og det ses, at Coronakrisen allerede har lagt en dæmper på en i forvejen moderat lønstigningstakt.



Teknisk betinget stigning i inflationen de kommende måneder

Konkluderende taler alle de fundamentale forhold for en fortsat meget lav inflation så langt øjet rækker.

Det udelukker imidlertid ikke, at inflationen vil have en moderat pil op de kommende måneder, men det skyldes tekniske forhold og ikke "rigtig" inflation:

- I **Tyskland** udløb den midlertidige momsnedsettelse ved årsskiftet, og desuden har de indført CO₂-afgift på benzin og diesel. Det ventes at trække den tyske inflation op fra -0,7% i december til omkring 1% i løbet af foråret. Ligeledes vil det trække eurozonens inflation op, da Tyskland udgør ca. 30% af eurozonen.
- Hertil kommer den såkaldte **basiseffekt**, når inflationen regnes ud. Inflationen beregnes som forbrugerpristallet nu i forhold til forbrugerpristallet samme måned året før. Coronakrisen, der i vores del af verden startede i marts 2020, førte til en markant prisfald på mange varer. Det giver en meget lav inflation, når et lavt forbrugerpristal sættes i forhold til et "normalt" forbrugerpristal fra før marts 2020. Men i løbet af foråret 2021 vil denne effekt forsvinde, og det vil – alene af matematiske grunde – give højere tal for inflationen.

Regneteknik vil dog trække op i inflationen de kommende måneder

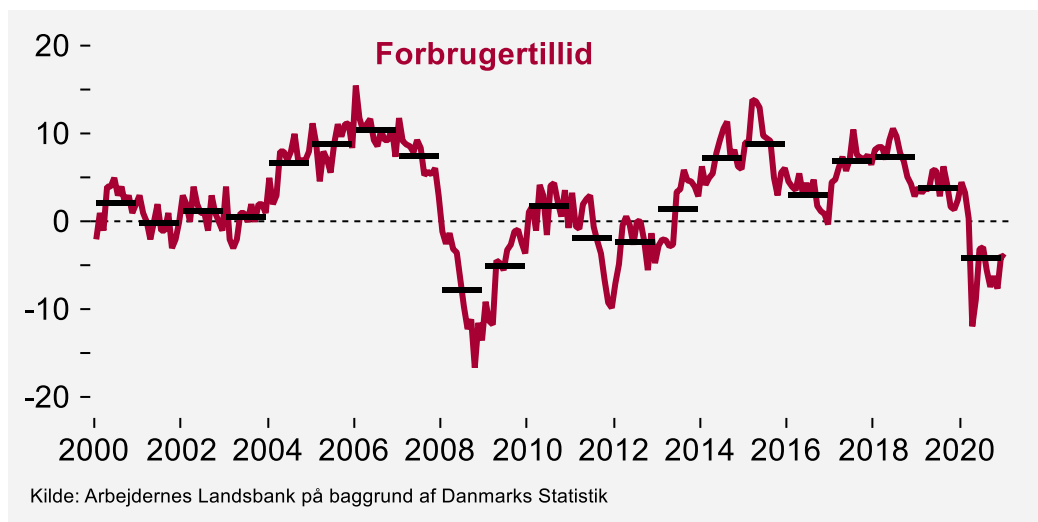
Basiseffekten:

Dansk økonomi: Forbrugerne holder humøret oppe

Forbrugerne holder humøret oppe på trods af restriktioner

Forbrugertilliden faldt til indeks -4,1 i januar mod -3,8 i december. Tilbage i april ramte forbrugertilliden -11,9, og forbrugerne er heldigvis ikke i lige så dårligt humør som dengang, men er stadig i mærkbart lavere humør end inden krisen, hvor forbrugertilliden befandt sig på et niveau omkring 3.

Vi står igen i en situation med økonomiske restriktioner, og det kan derfor virke paradoksalt, at forbrugernes humør ikke falder mere. Det skyldes blandt andet, at vaccineudrulningen giver en tro på, at krisen vil være kortvarig. Det er dog ikke sådan, at forbrugerne ignorerer restriktionerne, idet frygten for ledighed er steget.



Forbrugertilliden er baseret på en spørgeskemaundersøgelse, hvor hoveddelen af besvarelsene er indsamlet i de første uger af januar. Derfor har de seneste restriktioner og udvikling i smitte ikke fuldt ud afspejlet sig i tallene endnu.

Det aktuelle tal underbygger dog vores optimisme. Restriktionerne slår denne gang ikke bunden ud af forbrugernes humør, og dertil er danskerne hovedsageligt bekymret for dansk økonomi fremfor egen økonomi. Med andre ord rammer krisen altså naboen og ikke en selv, og vi forventer derfor, at danskerne nok skal komme ud og bruge penge, når det igen er muligt. Danskerne har nemlig øget deres opsparing markant under krisen, og med udsigt til de sidste feriepenge til marts har privatforbruget rigtig gode betingelser.

Vi ser dansk økonomi vokse med lidt over 2 procent i år, og selvom det ikke lyder af meget, så er det faktisk ret imponerende i betragtning af den dårlige start på året. Situationen er dog særdeles usikker, og ingen ved hvordan virussen kommer til at udvikle sig. Kan vi fastholde vaccinetempoet, er det dog vores forventning, at forbruget står til et stærkt comeback, og det vil også være nødvendigt, hvis Danmark hurtigt skal ud af denne krise.

Beskæftigelsen stiger for 6. måned i træk efter Coronachok

Lønmodtagerbeskæftigelsen steg med 3.100 personer i november. Det betyder, at beskæftigelsen nu er steget uafbrudt i seks måneder, hvor den er bragt frem med

Højere humør end i for-
året, men lavere end i
normale tider

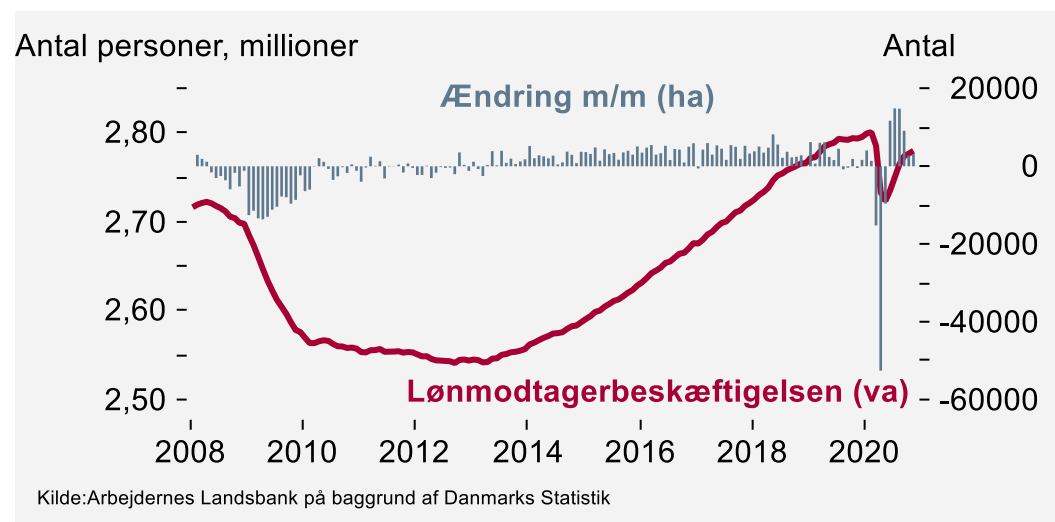
Vi er optimister på pri-
vatforbrugets vegne

omkring 56.500 personer. Der er med novembers tal i alt lige knap 2.780.000 personer beskæftigede i Danmark.

Med endnu en stærk fremgang i beskæftigelsen i november har det seneste halve års genopretning foreløbig budt på mere end 56.000 flere personer i beskæftigelse. Det er et astronomisk tal, når vi taler om jobvækst i Danmark over så kort en periode. Men til trods for den nye og stærke jobskabelse, så er vi stadig ikke kravlet op af det store hul, som der blev gravet, da Coronachokket ramte os sidste forår. Det lægger lidt et låg på glæden, og vi kommer først helt op af det hul og vender tilbage til rekordhøj beskæftigelse om et års tid, hvis alt ellers går vel.

I begyndelsen af Coronakrisen dykkede beskæftigelsen med godt 77.000 personer. Der er således fortsat ca. 20.000 færre personer i beskæftigelse i Danmark sammenlignet med februar, som bød på den højeste beskæftigelse nogensinde i Danmark med mere end 2,8 mio. personer.

Trods de seneste måneders fremgang er beskæftigelsen fortsat lavere end før krisen



Situationen i samfund og økonomi har dog ændret sig siden november, hvor restriktionsniveauet er øget markant. Det bider på økonomien, og vi forbereder os derfor også på, at beskæftigelsen igen vil pege en anelse ned de kommende måneder. Nye ledighedstal peger også på, at ledigheden er en anelse forhøjet igen. Det vil dog ikke sætte den overordnede økonomiske situation over styr, og for året som helhed forventer vi en mærkbar beskæftigelsesfremgang.

Færre jobs de kommende måneder

Selvom vi står i en aktuel træls situation i dansk økonomi, så er udsigterne ikke i nærheden af at være lige så dystre som i foråret. Alt peger på, at økonomien går mere nådigt gennem det aktuelle slag end sidst. Vi står på et både kortsigtet og langsigtet mere robust fundament i dag. Blandt andet forhindrer lønkomensation et større fald i beskæftigelsen, og på lidt længere sigt lægger vaccinerne op til et stærkt økonomisk comeback senere på året.

Scenariet for dansk økonomi i år:

I sidste uge nedjusterede vi vækstprognosen for 2021 til 2,1% mod tidligere 3%. Nedjusteringen kommer alene på baggrund af den nuværende situation, hvor dansk økonomi er kommet langsomt gående ind i det nye år. Vi ser dog stadig, at økonomien kommer kraftigt tilbage i takt med sommeren og vaccineudrulningen. Men det nuværende økonomiske gå-tempo vil dog hive den samlede gennemsnitstid for året ned til

trods for en høj hastighed i den sidste del af året. Det samme vil afspejle sig i beskæftigelsen.

Der har under krisen været massiv forskel mellem brancherne. Det største dyk og til dels også efterfølgende fremgang er indenfor Kultur og fritid samt Handel og Transport, hvor vi blandt andet finder hotel- og restaurationsbranchen. Det er også i de brancher, som vi forventer at se de største tilbagegange i forbindelse med den seneste smitte og delvise nedlukning, og igen den største stigning i forbindelse med det økonomiske comeback senere på året. Således er tendensen den, at dem som tabte flest arbejdspladser i begyndelsen af krisen, også er dem, som har etableret flest, når det er gået frem.

Store branchemæssige forskelle

Næste uges danske nøgletal

Udgiver	Udgivelse	Periode	Dato
Danmarks Statistik	Detailsalg	December	26-01-2021
Danmarks Statistik	Konjunkturbarometer	Januar	28-01-2021
Nationalbanken	Udlånsstatistik	December	28-01-2021
Nationalbanken	Indlånsstatistik	December	28-01-2021
Danmarks Statistik	Ejendomssalg	November	29-01-2021
Danmarks Statistik	Ledighed	December	29-01-2021

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.
USA	BNP-vækst	2,2	-4	3 - 6
		aktuel	Om 3 mdr.	Om 12 mdr.
	Pengepolitisk rente	0,00-0,25	0,00-0,25	0,00-0,25
	10-årig statsrente	1,10	0,95-1,20	1,00-1,50
		2019	2020 forv.	2021 forv.
Eurozonen	BNP-vækst	1,3	-8	4 - 8
		aktuel	Om 3 mdr.	Om 12 mdr.
	ECB's udlånsrente (refi)	0,00	0,00	0,00
	ECB's indlånsrente (refi)	-0,50	-0,50	-0,50
	10-årig statsrente (tysk)	-0,49	-0,60 - -0,40	-0,50 - -0,20
		2019	2020 forv.	2021 forv.
Danmark	BNP-vækst	2,4	-4	2,1
	Inflation	0,8	0,4	1
		aktuel	Om 3 mdr.	Om 12 mdr.
	Nbk's indlånsrente	-0,60	-0,70 - 0,60	-0,60
	10-årig statsrente	-0,38	-0,50 - -0,30	-0,40 - -0,10
	30-årig realkreditrt. 1%*	0,976	0,95 - 1,25	1,00 - 1,50
	6 mdr's Cita	-0,39	-0,55 - -0,35	-0,45 - -0,10
	F3 (juli 2023)*	-0,364	-0,40 - -0,20	-0,35 - 0,15
	F5 (juli 2025)*	-0,276	-0,30 - -0,10	-0,25 - 0,25
		Aktuel	Om 3 mdr.	Om 12 mdr.
Valuta	USD pr. EUR	1,2156	1,19-1,25	1,22-1,29
	DKK pr. 100 EUR	744,01	744,0-745,0	745,0-746,0
	DKK pr. 100 USD	612,07	595-625	575-605
	DKK pr. 100 SEK	73,72	70,00-74,00	72,00-76,00
	DKK pr. 100 NOK	72,40	68,00-72,00	70,00-74,00

* 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 25/1 - 29/1 2021

	Land	Art og offentliggørelses tidspunkt	Periode	Enhed	Markedsforventning	Forrige periode
mandag 25-01-2021	DEU	importpriser (08.00)	december	% m/m og år/år		0,5 / -3,8
	DEU	IFO-indikator (10.00)	januar	indeks	91	92,1
tirsdag 26-01-2021	USD	Chicago Fed National Activity Index (14.30)	december	indeks		0,27
	USD	auktion, 2-årige statsobligationer				
	UK	arbejdsløshed (08.00)	november	% / ændring 1000	5,2 / ...	4,9 / 64,3k
	DKK	detailomsætning (08.00)	december	% m/m og år/år		-3,1 / 6,2
	SPA	PPI (09.00)	december	% m/m og år/år		0,8 / -2,8
	ITA	sælger statsobligationer (11.00)				
	USD	Huspris statistik (FHFA, 15.00)	november	% m/m	0,6	1,5
	USD	huspriser (Case/Shiller, 15.00)	november	% m/m og år/år	0,9 / ...	1,6 / 8,0
onsdag 27-01-2021	USD	Forbrugertillid Conf. Board (16.00)	januar	indeks	89	88,6
	USD	auktion, 5-årige statsobligationer				
	DEU	GfK forbrugertillid (08.00)	februar	indeks	-7,9	-7,3
	DEU	detailomsætning (08.00)	december	% m/m og år/år		1,9 / 5,6
	FRA	Forbrugertillid (08.45)	januar	indeks		95
	ITA	sælger skatkammerbeviser (11.00)				
	GRE	sælger skatkammerbeviser (11.00)				
torsdag 28-01-2021	USD	durable goods orders (i alt / ex. tp 14.30)	december	% m/m	1,0 / 0,5	1,0 / 0,4
	USD	pengepolitisk møde (20.00)	ledende rente	Fed Funds, %		
	UK	Nationwide huspriser (08.00)	januar	% m/m og år/år		0,8 / 7,3
	CHF	eksport (08.00)	december	% m/m		4,6
	CHF	import (08.00)	december	% m/m		4,8
	ITA	forbrugertillid (10.00)	januar	indeks		102,4
	ITA	ISAE-erhvervsbarometret (10.00)	januar	indeks		95,9
	ITA	sælger statsobligationer (11.00)				
	EUR	economic sentiment indicator (11.00)	januar	indeks	91	90,4
	EUR	business and consumer survey (11.00)	januar	nettotal	... / -15,5	-7,2 / -13,9
	DEU	foreløbig inflation (14.00)	januar	% m/m og år/år		
	USD	Handelsbalance (kun varer, 14.30)	december	mia USD	-83,5	-84,8
	USD	BNP-tal (foreløbige, 14.30)	4. kv. 2020	% kv/kvt ann.	4,1	33,4
	USD	jobless claims (14.30)	ugetal	1000 pers.		900k
	USD	leading indicators (Conf. Board, 16.00)	december	% m/m	0,2	0,6
USD	new home sales (16.00)	december	antal	860.000	841.000	
fredag 29-01-2021	JPY	industriproduktion (00.50)	december	% m/m og år/år	-1,5 / -3,2	-0,5 / -3,9
	FRA	Privatforbrug (08.45)	december	% m/m og år/år		-18,9 / -17,1
	FRA	BNP-tal (foreløbige, 07.30)	4.kvt.2020	% kv/kvt og år/år	-4 / ...	18,7 / -3,9
	FRA	PPI (08.45)	december	% m/m og år/år		1,7 / -1,8
	DKK	Arbejdsløshed, brutto (8.00)	december	ændring & %		4,5
	DKK	Arbejdsløshed, netto (8.00)	december	ændring & %		4,0
	DEU	BNP-tal (foreløbige, 08.00)	4.kvt.2020	% kv/kvt og år/år	0,0 / -4,0	8,5 / -4,0
	SPA	detailomsætning (09.00)	december	% år/år		-4,3
	SPA	inflation (09.00)	januar	% år/år		
	SPA	BNP-tal (09.00)	4.kvt.2020	% kv/kv og år/år	-1,5 / ...	16,4 / -9,0
	DEU	arbejdsløshed 10.00)	december	% / ændring 1000	... / 10k	6,1 / -37k
	EUR	pengemængdetal (M3, 10.00)	december	% år/år		11,0
	EUR	bankernes udlån (erhverv / private, 10.00)	december	% år/år		
	SPA	betalingsbalance (10.00)	november	mia EUR		1,3
	Belgien	BNP-tal (15.00)	4.kvt.2020	% kv/kv og år/år		11,4 / -4,5
	ITA	PPI (11.00)	december	% m/m og år/år		-0,2 / -2,8
	USD	employment cost index (14.30)	4.kvt.2020	% kv/kv og år/år	0,5	0,5
	USD	personal income and spending (14.30)	december	% m/m	0,2 / -0,5	-1,1 / -0,4
	USD	personal savings rate (14.30)	december	% af disp. indk.		
	USD	PCE-prisindeks (i alt, 14.30)	december	% m/m	0,3 / 1,2	0,0 / 1,1
USD	PCE-prisindeks (kerne, 14.30)	december	% m/m	0,1 / 1,3	0,0 / 1,4	
USD	Chicago PMI (15.45)	januar	indeks	58,5	59,5	
USD	pending home sales (16.00)	december	% m/m og år/år	-0,3 / ...	-2,6 / 16,0	
USD	forbrugertillid (Michigan, 16.00)	januar	indeks	79	79,2	
IRL	Ny rating fra DBRS (23.30)				er A (high) / 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.