



Lange danske renter overrasker

- Ser vi på perioden fra 1. oktober og til nu, er der sket noget bemærkelsesværdigt med de lange danske renter, som vi ikke har set siden gældskrisen i EU i 2012 og den omvendte valutakrise i 2015. Renteforskellen mellem den 10-årige danske og 10-årige tyske statsobligation er siden 1. oktober faldet fra -8 bp. til -22 bp. – altså i Danmarks favør! Det store spørgsmål er, hvorfor skete det nu – og er det holdbart?
- Vi har revideret vores forventninger til pengepolitikken i USA og Eurozonen i kølvandet på valget af Trump samt se seneste nøgletal og kommentarer fra ledende centralbankfolk. Vi forventer nu, at Fed kommer med færre rentesænkninger i 2025 og slutter højere, mens vi nu forventer, at ECB sænker renten hurtigere i 2025, men fastholder slutniveauet.
- Nøgletalsmæssigt er det USA, der er i centrum i næste uge med arbejdsmarkedsrapporten, ISM-aktivitetsindeks og Beige Book fra de regionale afdelinger af Fed Eurozonen.

Indhold

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

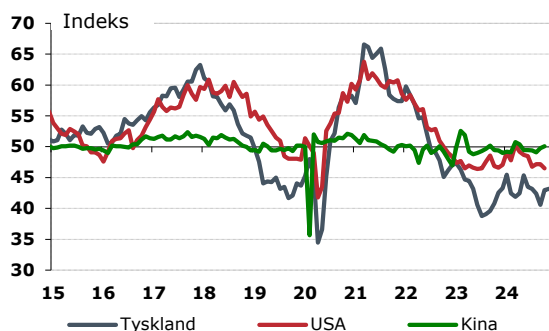
Ansvarshavende redaktør:

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

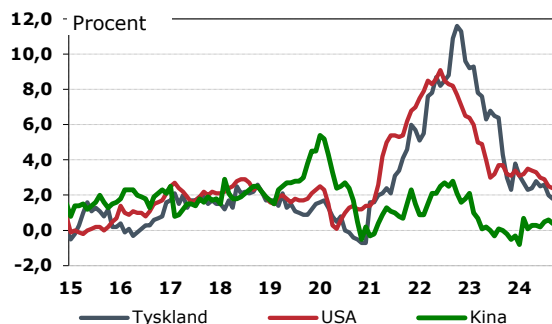
Ugens 3 vigtigste begivenheder (se side 3)

Land	Dag	Begivenhed	Seneste	Spar Nord	Konsensus
USA	Ma.	ISM, industri (nov.)	46,5	-	47,6
USA	On.	ISM, service (nov.)	56,0	-	55,5
USA	Fr.	Nonfarm Payroll (nov.)	12.000	-	200.000

Figur 1: PMI indeks



Figur 2: Inflation (år-år i %)



Lange danske renter overrasker

Af Martin Lundholm, mlu@sparnord.dk, tlf. 96344055

Ser vi på perioden fra 1. oktober og til nu (28. november), er der sket noget bemærkelsesværdigt med de lange danske renter. Men lad os begynde i USA, da de lange renter i udgangspunktet prisfastsættes globalt, mens de korte prisfastsættes lokalt.

I USA steg renten på den 10-årige statsobligation med 50 bp. (=0,50 %-point) fra 1. oktober til 5. november, hvor præsidentvalget blev afholdt. Stigningen var drevet af, at Trump forventes at skabe vækst, gæld og inflation, hvilket også afspejles af, at 43 af de 50 bp. stigning kan tilskrives stigning i realrenten, mens resten kan tilskrives stigning i inflationsforventningerne. I samme periode steg den tilsvarende tyske rente med 39 bp., hvilket er i tråd med, hvad man kunne forvente. I Danmark derimod, steg renten kun 27 bp. Det er bemærkelsesværdigt. Normalt ville vi have forventet en tilsvarende stigning som i Tyskland.

Efterfølgende er den lange amerikanske rente steget yderligere 4 bp., mens den tyske er faldet 26 bp. og den danske er faldet 28 bp. Det er bemærkelsesværdigt, at den lange rente i USA er steget, mens den er faldet i Tyskland, da de normalt bevæger sig i samme retning, men ikke nødvendigvis i samme tempo. Udviklingen skyldes især svage vækstindikatorer i Europa, politisk usikkerhed og Trumps trusler om handelskrig. At renten faldt endnu mere i Danmark end i Tyskland, er også bemærkelsesværdigt.

Samlet set betød det, at renteforskellen mellem Danmark og Tyskland siden 1. oktober er blevet øget med 14 bp. fra -8 bp. til -22 bp. – altså i Danmarks favør! Så stor en renteforskel er ikke set siden gældskrisen i EU i 2012 og den omvendte valutakrise i 2015, hvor Nationalbanken måtte sætte renten drastisk ned i negativt territorium for at sikre, at kronen ikke blev for stærk.

Det store spørgsmål er nu, hvorfor er det sket – og er det holdbart?

Krisen i tysk politik og økonomi kan være en forklaring med udsigten til stigende gældsætning, mens vi i Danmark reelt kun har en minimalt behov for at udstede statsobligationer – men små markeder, som det danske, betaler normalt en likviditetspræmie, altså en højere rente! Økonomisk set ser det også ud til, at Danmark står stærkere end Tyskland – men en højere vækst tilsiger alt andet lige også en højere rente, og hvorfor har danske aktier det så svært lige nu? En tredje forklaring kunne være, at Nationalbanken ikke har interveneret i valutamarkedet siden januar 2023, hvilket er den længste registrerede periode, og at renteforskellen på -40 bp. mellem styringsrenterne i Nationalbanken og Den Europæiske Centralbank (ECB) nu også er smittet af på de lange renter – men hvorfor lige nu? Endelig kunne forklaringen ligge udenfor Danmark, da Schweiz har oplevet

næsten det samme som Danmark, mens kerne-eurolande som Holland har fulgt udviklingen i Tyskland.

Forklaringen på udviklingen er altså ikke entydig, og det er dermed også svært at sige, om den nye situation er permanent eller midlertidig. I 2012 og 2015 så vi i hvert fald, at det negative rentespænd pludselig kunne forsvinde som dug for solen.

Skulle vi rykke tilbage til et rentespænd omkring nul overfor Tyskland, vil det isoleret set betyde, at den 30-årige realkreditobligation 4% 2056 med afdrag skulle falde fra kurs 100,1 til omkring kurs 98,75. Med andre ord, så er den aktuelle situation, hvor 4% 2056'eren er lukket og 3½% 2056 ligger lige over kurs 97, langt bedre end udviklingen i både USA og Tyskland normalt tilsiger. Der er derfor en forhøjet risiko for, at rentespændet til Tyskland mere eller mindre pludselig normaliseres, da vi har svært ved at argumentere for udviklingen i det lange rentespænd siden 1. oktober.

Fed og ECB

Vi har revideret vores forventninger til pengepolitikken i USA og Eurozonen i kølvandet på valget af Trump samt se seneste nøgletal og kommentarer fra ledende centralbankfolk.

Vi forventer stadig, at den amerikanske centralbank (Fed) vil sænke renten med 25 bp. på rentemødet den 18. december, men derefter forventer vi, at Fed sænker renten med 25 bp. en gang i kvartalet i 2025 på rentemøderne i marts, juni, september og december. I forhold til før, forventer vi nu samlet set, at renten sættes både mindre og langsommere ned.

For ECB gælder det modsatte med hensyn til hastigheden, mens vi fastholder slutniveauet. Vi forventer stadig, at ECB sænker renten med 25 bp. på rentemødet den 12. december, men tilføjer en mulighed for, at ECB vælger at sænke med 50 bp. Vi forventer stadig, at ECB kommer med fire rentenedsættelser på 25 bp. i 2025, men at de allerede kommer på de første fire møder i 2025 (januar, marts, april og juni) og ikke en gang i hvert kvartal.

Se flere detaljer i tabellen på side 4.

Næste uges nøgletal

Nøgletalsmæssigt er det USA, der er i centrum i næste uge. I næste uge begynder vi så småt at varme op til rentemødet i Fed den 18. december, da Beige Book, der er den verbale status fra Fed's regionale afdelinger over den aktuelle økonomiske situation i USA, offentliggøres onsdag. Mandag får vi aktivitetsindekset ISM. Fredag får vi arbejdsmarkedsrapporten med optakt tirsdag af JOLTS, onsdag af ADP og torsdag de ugentlige arbejdsløshedstal. Fredag kommer der også forbrugertillidstal fra University of Michigan.

Ugens nøgletal og begivenheder

Tid	Land	Nøgletal	Seneste	Spar Nord	Konsensus
Mandag den 2. december					
01:30	Japan	Jibun Bank PMI, Industri (nov. /endelig)	49,0	-	-
02:45	Kina	Caixin PMI, Industri (nov.)	50,3	-	50,6
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Industri (nov. /endelig)	45,2	-	45,2
10:00	Norge	DNB PMI, Industri (nov.)	52,4	-	-
10:00	Italien	BNP (3. kvartal /endelig)	0,0% (0,4%)	-	-
10:30	UK	S&P PMI, Industri (nov. /endelig)	48,6	-	48,6
11:00	Eurozonen	Arbejdsløshedsprocent (okt.)	6,3%	-	6,3%
15:45	USA	S&P PMI, Industri (nov. /endelig)	48,8	-	48,8
16:00	USA	ISM, Industri (nov.)	46,5	-	47,6
16:00	USA	ISM, Prisindeks (nov.)	54,8	-	-
16:00	USA	ISM, Nye ordrer (nov.)	47,1	-	-
16:00	USA	ISM, Beskæftigelse (nov.)	44,4	-	-
22:00	USA	Fed's Williams taler	-	-	-
Tirsdag den 3. december					
16:00	USA	JOLTS, jobåbninger (okt.)	7.443.000	-	7.510.000
17:00	Danmark	Valutareserven / ændring (nov.)	650,0 / 8,4 mia.	-	-
Onsdag den 4. december					
01:30	Japan	Jibun Bank PMI, Sammensat (nov. /endelig)	49,8	-	-
02:45	Kina	Caixin PMI, Service (nov.)	52,0	-	52,4
02:45	Kina	Caixin PMI, Sammensat (nov.)	51,9	-	-
09:50	Frankrig	S&P PMI, Service (nov. /endelig)	45,7	-	45,7
09:50	Frankrig	S&P PMI, Sammensat (nov. /endelig)	44,8	-	44,8
09:55	Tyskland	S&P PMI, Service (nov. /endelig)	49,4	-	49,4
09:55	Tyskland	S&P PMI, Sammensat (nov. /endelig)	47,3	-	47,3
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Service (nov. /endelig)	49,2	-	49,2
10:00	Eurozonen	S&P PMI, Sammensat (nov. /endelig)	48,1	-	48,1
11:00	Eurozonen	PPI (okt.)	-0,6% (-3,4%)	-	(-3,4%)
14:15	USA	ADP beskæftigelse (nov.)	233.000	-	165.000
15:45	USA	S&P PMI, Service (nov. /endelig)	57,0	-	-
15:45	USA	S&P PMI, Sammensat (nov. /endelig)	55,3	-	-
16:00	USA	Industriordrer (okt.)	-0,5%	-	0,3%
16:00	USA	ISM, Service (nov.)	56,0	-	55,5
16:00	USA	Ordrer, varige forbrugsgoder (okt. /endelig)	-	-	-
16:00	USA	Ordrer, kernekapitalgoder (okt. /endelig)	-	-	-
20:00	USA	Fed udgiver Beige Book			
Torsdag den 5. december					
08:00	Tyskland	Industriordrer (okt.)	4,2% (1,0%)	-	-2,1% (2,3%)
08:00	Sverige	Inflation, CPI (nov. /flash)	1,6% (0,2%)	-	(1,8%)
09:30	Tyskland	S&P PMI, byggeri (nov.)	40,2	-	-
11:00	Eurozonen	Detailsalg (okt.)	0,5% (2,9%)	-	(2,2%)
14:30	USA	Handelsbalance (okt.)	-\$84,4 mia.	-	-\$75,0 mia.
14:30	USA	Ugentlige ans. om understøttelse	213.000	-	-
Fredag den 6. december					
08:00	Tyskland	Industriproduktion (okt.)	-2,5% (-4,6%)	-	1,5% (-3,1%)
08:00	Tyskland	Eksport / Import (okt.)	-1,7% / 2,1%	-	-
11:00	Eurozonen	BNP (3. kvartal /endelig)	0,4% (0,9%)	-	0,4% (0,9%)
14:30	USA	Beskæftigelse, Nonfarm Payroll (nov.)	12.000	-	200.000
14:30	USA	Arbejdsløshedsprocent (nov.)	4,1%	-	4,2%
14:30	USA	Gns. ugentlige lønninger (nov.)	0,4% (4,0%)	-	0,4% (3,9%)
14:30	USA	Gns. ugentlige arbejdstimer (nov.)	34,3	-	34,3
16:00	USA	UoM, Forbrugertillid (dec. /flash)	71,8	-	73,0
16:00	USA	UoM, Nuværende (dec. /flash)	63,9	-	-
16:00	USA	UoM, Forventninger (dec. /flash)	76,9	-	-
16:00	USA	UoM, Inflationsforvent. 1 år (dec. /flash)	-	-	-
16:00	USA	UoM, Inflationsforvent. 5-10 år (dec. /flash)	3,2%	-	-

Tal i parentes = Årlig ændring i procent

Økonomi og centralbankrenter, forventninger

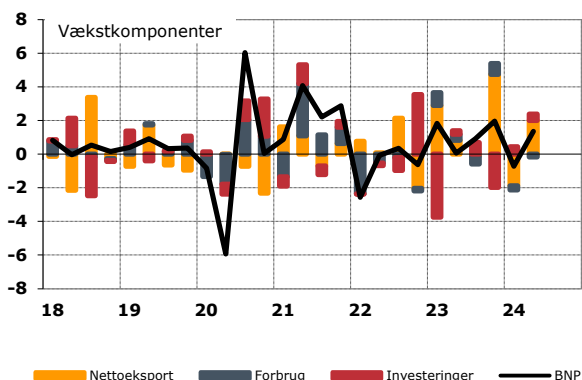
af Jens Nyholm, jny@sparnord.dk, tlf. 96 34 4057

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	1,75
10 årig stat, (ultimo)	2,95	2,00	2,35
DKK/USD, (ultimo)	6,75	6,85	6,75

Figur 1: Danmark, vækstbidrag (k-k)

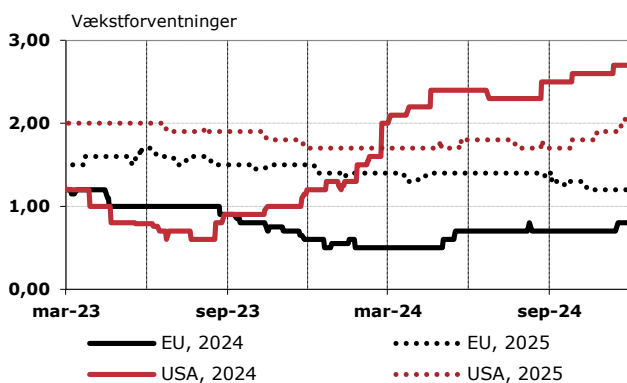


Dansk forsyningsbalance (pr. 4. oktober 2024)			
Ændring, procent p.a. *	2023	2024E	2025E
Bruttonationalprodukt*	2,5	2,4	2,2
Import*	3,7	1,8	4,4
Eksport*	10,4	5,8	3,8
Privatforbrug*	1,4	0,8	1,7
Off. forbrug*	0,2	1,3	2,9
Investeringer*	-6,6	-2,7	2,3
Lagre (vækstbidrag)	-1,7	0,0	0,0
Beskæftigelse, tusinde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

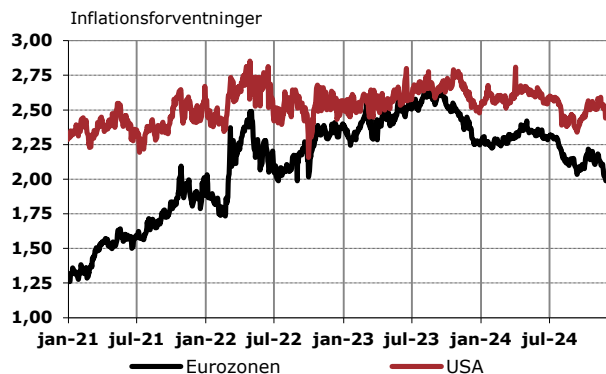
Officielle renter (Pengepolitiske styringsrenter) - opdateret 29. november 2024

	Danmark	Eurozonen	USA	UK	Japan	Sverige	Norge	Schweiz
29-11-24	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	2,10	2,50	4,00 - 4,25	4,75	0,35	3,00	3,75	0,50
Jun 25	1,60	2,00	3,75 - 4,00	4,50	0,40	2,75	3,50	0,50
Sep 25	1,60	2,00	3,50 - 3,75	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

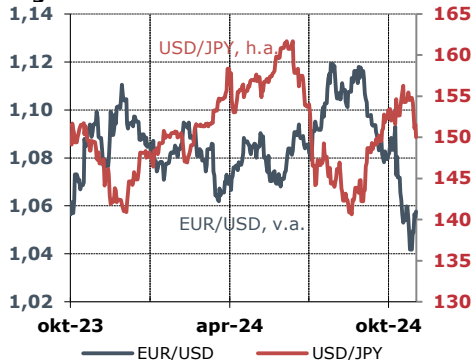
Valuta: Henrik Nielsen, nie@sparnord.dk, tlf. 96 34 41 54

Valutakurs og forventninger

(pilene angiver retningen i forhold til seneste uges forecast)

	29-11-24	1 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EUR/DKK	745,77	746	746	746
USD/DKK	705,59	710	715 ↑	690
JPY/DKK	4,70	4,60	4,60	4,80
GBP/DKK	896,59	895	900	870
SEK/DKK	64,72	64	64	67
NOK/DKK	63,79	64	64	67
EUR/USD	105,70	105	104 ↓	108
USD/JPY	150,01	154	155 ↑	144
EUR/JPY	158,55	162	162	155

Figur 1: Valutakurser



Renteforventninger: opdateret 29. 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	
29-11-24	1,75	1,75	1,90	29-11-24	2,83	2,23	2,23	2,31
dec 24	1,75	2,00	2,15	dec 24	2,60	2,35	2,50	2,55
mar 25	1,65	1,95	2,20	mar 25	2,15	2,15	2,45	2,60
jun 25	1,55	2,00	2,25	jun 25	1,70	2,00	2,45	2,60
sep 25	1,55	2,15	2,35	sep 25	1,75	2,00	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, 29. november 2024, kl. 10:36