

Rentestigning får svært ved at fortsætte

Sommerens markante renteløft spillede på flere strenge end blot energipriser, og vi opjusterer renteprognosen. Vi er dog fortsat relativt nedtonede i synet på den økonomiske udvikling, hvilket vil begrænse potentialet for højere renter. Vi venter rimeligt stabile renteniveauer med en lille pil ned for kortere renter, men risikoen er fortsat på opsidens til vores prognose især på kort sigt.

- Renteprognosen løftes, men vi ser grænser for rentestigning
- Vedholdende rentepres ikke blot drevet af energipriser
- Nationalbanken holder skansen, men øget usikkerhed

Renteprognose løftes, men vi ser grænser for ny rentestigning

Vi har ændret vores renteprognose, så vi nu forventer endnu et renteløft fra ECB på det kommende rentemøde den 10. september, hvorefter vi fortsat venter en uændret rente resten af prognosehorisonten frem til ultimo 2027. På ny stigende energipriser med udgangspunkt i krigen i Mellemøsten kombineret med en modstandsdygtig økonomisk udvikling ligger bag (læs mere [her](#)). Samtidigt fastholder vi vores syn på, at Fed vil fastholde styringsrenten i USA ind til marts 2027, hvor en tydeligere økonomisk afmatning indebærer en rentenedsættelse.

Obligationsrenterne er steget en del over sommeren (jf. næste afsnit), men det afspejler kun delvist forventninger til højere centralbankrenter, herunder især i USA. De faktorer som har drevet udviklingen, herunder højere terminspræmier, forventes fortsat at holde hånden under især de lange obligationsrenter i vores prognose. Vi kan således ikke udelukke en yderligere stigning her på helt kort sigt. Vi forventer stadig mere afdæmpede centralbankrenter end markederne indpriser over det kommende år, herunder ca. 60 bp lavere for Fed og 30 bp for ECB. Men i fald vi får ret, vil det i vores øjne betyde lidt lavere kortere løbende statsrenter, mens de lange statsrenter stort set forventes uændrede. Så vi forventer dermed en let yderligere stejling af rentekurven via den korte ende.

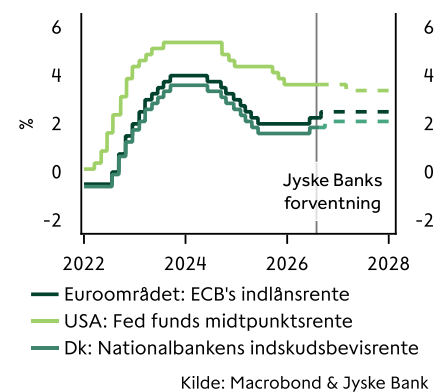
Vi gentager, at risikoen til vores prognose hælder mod generelt højere renter på kort sigt, hvor især udviklingen i energipriser er afgørende. Vi forventer fortsat en form for stabilisering i priserne, men det kan meget vel trække ud eller endda stige yderligere. Dertil kan nu også lægges øget fokus på flere andre faktorer, som bl.a. påvirker terminspræmier, og som driver især lange statsrenter yderligere op.

Vedholdende rentepres ikke blot drevet af energipriser

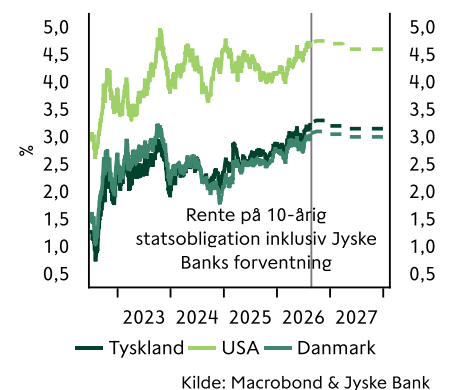
Man må sige, at risikoen på opsidens til renterne vi så i den forrige renteprognose fra juni har udspillet sig. Markedsrenterne er steget markant over sommeren både i USA og i Europa. Stigningen har været bredt fordelt over rentekurven, men med de største stigninger i den lange ende, hvor en tiårig dansk statsrente er steget med omkring 30 bp siden juni-prognosen.

Stigningen har været drevet af flere faktorer, hvor højere energipriser pga. manglende tegn på en forhandlingsløsning på krigen i Mellemøsten blot er en del af forklaringen (se figur 3). Olieprisen er nu oppe over 90 USD/tønde, og da flere centralbanker fortsat har fokus på inflationsrisiciene fra denne kant, har vi oplevet

Figur 1: Centralbankrenter



Figur 2: Lange statsrenter



Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S

Chefanalytiker

Rasmus Gudum-Sessingø

+45 46 79 16 19

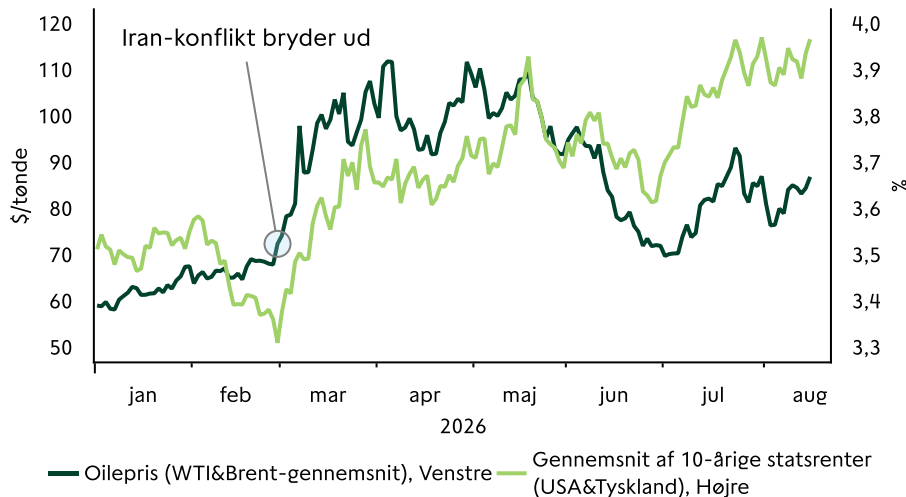
rasmus.gudum@jyskebank.dk

Vigtig investorinformation:

Se materialets sidste sider.

en generel tendens til at flere centralbanker forventes at være kommet tættere på (nye) renteforhøjelser. Det gælder bla. euroområdet, Storbritannien, Canada og Japan, mens tendensen er mindre udpræget i USA pga. de seneste svagere nøgletal.

Figur 3: Oliepriser fortsat kun en del af forklaringen på højere renter



Kilde: Macrobond & Jyske Bank

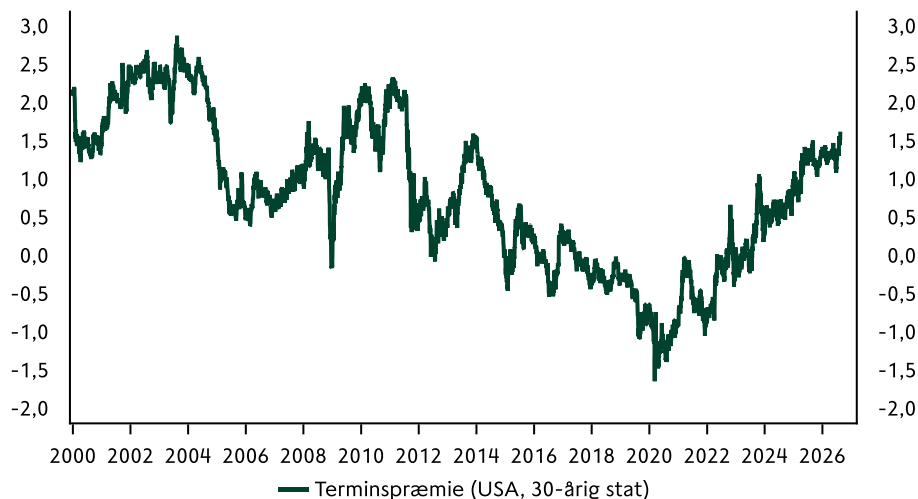
Derudover bød den første del af sommeren generelt på ganske robuste vækstindikationer, herunder især i euroområdet. Det indikerede en tendens til at økonomierne er modstandsdygtige overfor energiprisstigningerne. Dertil kan lægges fortsat udbudspres på obligationsmarkederne som følge af stimulerende finanspolitikker, men i stigende grad også fra tech-virksomheder (især såkaldte hyperscalers), som har fået travlt med at finansiere en voldsom udbygning af kapacitet. I USA har vi således set øget interesse i salg af langfristet gæld (over 5 års løbetid) for et sted mellem 200-400 mia. USD i år. Samtidig har vi på efterspørgselssiden set en tendens til en svagere sammenhæng til aktiemarkedet, hvor hedge-attraktiviteten synes svækket under AI-boomet.

Rentestigningen i USA har da også været mest markant i de lange renter, hvor den 30-årige statsrente er kommet op over 5,30 % - det højeste niveau siden 2007. Det har bla. været drevet af en højere såkaldt terminspræmie¹, hvor netop udbud-/efterspørgselsforhold er vigtige. Men dertil kan lægges generelle tillidsspørgsmål. I den sammenhæng omkring offentlige finansers robusthed, hvor der i USA ikke just er udsigt til bedring. Læg dertil voksende usikkerhed om Feds reaktionsfunktion efter Kevin Warsh tiltrådte som ny centralbankchef. Hans kommunikationsbegrænsninger har indtil videre øget usikkerheden om Fed's næste træk samt øget volatiliteten på rentemarkederne. I juni satte Warsh dog fokus på nødvendigheden af at bekæmpe for høj inflation, men belyste ikke hvor tæt Fed er på at handle. Det sendte især lange renter markant op i frygt for, at man ikke får handlet tids nok til at tøjle inflationen. Endelig har den koordinerede intervention mellem USA og Japan for at styrke yennen i slut-juli sat fokus på, at USA med finansminister Bessent i front er ukomfortable med renteudviklingen, og forsøger at forhindre et udsalg af amerikanske statspapirer. Det har ind til

¹ Terminspræmie er udtryk for den rentekompensation, som investorer kræver for at binde deres penge i længere løbende obligationer fremfor at geninvestere i kortere obligationer.

videre ikke vist sig specielt vellykket, og har skabt usikkerhed om finansministeriets rolle i økonomien.

Figur 4: Terminspræmie i USA er steget, men er også udtryk for normalisering



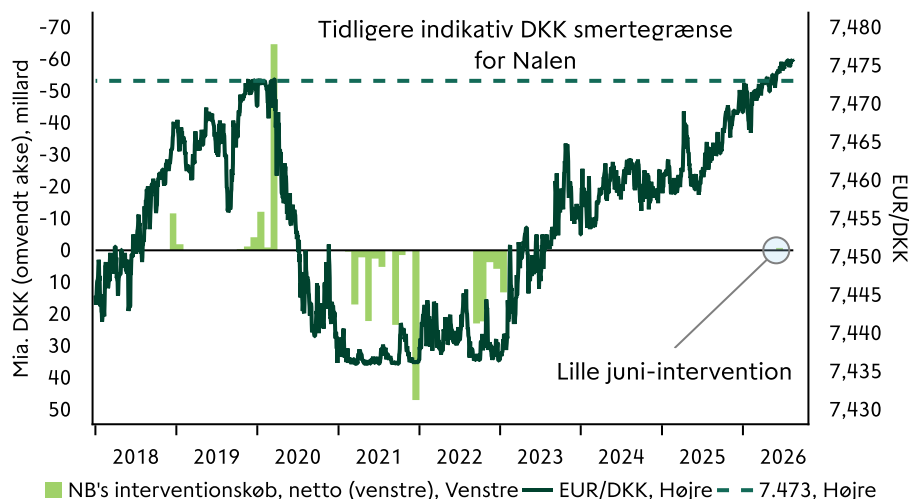
Kilde: Macrobond & Jyske Bank

En stor del af stigningen i terminspræmien i USA skal dog også ses i lyset af en vis normalisering efter faldet omkring Covid-pandemien (se figur 4). Og vi forventer ikke, at denne vil stige fortsat kraftigt, om end der naturligvis er en del usikkerhed givet et flertal af drivkræfter bag stigningen. Vi forventer desuden, at en svagere økonomisk udvikling, og berettigede udeblivende Fed-renteforhøjelser vil få mere fokus og lægge den dæmper på renteutviklingen. Men grundlæggende er udviklingen med til at sikre, at vi ikke forventer nævneværdige fald i lange statsrenter i USA i overskuelig fremtid, hvilket samtidigt smitter af på renteutviklingen i Europa.

Nationalbanken holder skansen, men øget usikkerhed

Herhjemme har der været fortsat fokus på Nationalbanken, som interвенerede i juni med et trods alt beskedent valutasalg på 700 mio. kroner (se figur 5).

Figur 5: EUR/DKK brudt igennem tidligere "grænse"



Kilde: Macrobond & Jyske Bank

Til gengæld var der ingen intervention i juli. Det til trods for at kronen i noget af juli har været svagere end i juni. Når Nationalbanken alligevel ikke intervererede, tyder det på, at de ikke er bekymrede for yderligere svækkelse.

Således fremstår Nationalbankens "smertetærskel" for EUR/DKK-niveauet som at have ændret i ift. tidligere. Derfor forventer vi stadig ingen selvstændige renteforhøjelser fra Nationalbanken, og vi vurderer, at EURDKK forbliver omkring 7,4750 (læs mere i [Jyske om Danmark](#)). Men usikkerheden er stadig stor, da det er for tidligt helt at afblæse den stigende tendens i EUR/DKK, vi har set siden 2023 (se figur 5), hvor kombinationen af en dansk centralbank-renterabat på 40 bp samt relativ mere rigelig DKK-likviditet stadig kan være kræfter som, alt andet lige, lægger pres opad på valutakrydset. Vi holder skarpt øje med Nationalbankens reaktioner i de kommende måneder.

De danske statsrenter er fulgt med de tilsvarende tyske opad, om end i lidt mindre grad. Således afspejler de danske statsrenter ikke umiddelbart spekulationer om en eventuel rentespændsudvidelse fra Nationalbanken, da det tiårige statsrentespænd mod Tyskland er indsnævret yderligere over sommeren. Her kan især fokus på øget statsgæld i Tyskland stadig være en vigtig drivkraft, som nok ikke ændrer sig lige foreløbig.

Tabel 1: Jyske Bank Renteprognose

STATS- OG SWAPRENTER

 Danmark	Spot	Q3-26	Q4-26	Q1-27	Q2-27	Q4-28
Politikrente	1,85	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10
Cibor 3m	2,42	2,55	2,50	2,50	2,50	2,50
STAT 2-årig	2,45	2,45	2,35	2,25	2,25	2,25
STAT 5-årig	2,70	2,70	2,60	2,55	2,55	2,55
STAT 10-årig	3,08	3,10	3,05	3,00	3,00	3,00
SWAP 2-årig	3,13	3,10	3,00	2,85	2,85	2,85
SWAP 5-årig	3,27	3,25	3,15	3,05	3,05	3,05
SWAP 10-årig	3,45	3,50	3,45	3,40	3,40	3,40

STATSRENTER

 Euroområdet	Spot	Q3-26	Q4-26	Q1-27	Q2-27	Q4-28
Politikrente	2,25	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
STAT 10-årig	3,26	3,30	3,20	3,15	3,15	3,15

STATSRENTER

 USA	Spot	Q3-26	Q4-26	Q1-27	Q2-27	Q4-28
Politikrente	3,63	3,63	3,63	3,38	3,38	3,38
STAT 10-årig	4,68	4,75	4,70	4,60	4,60	4,60

Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Vigtig Investorinformation

Jyske Bank A/S (Vestergade 8-16, DK-8600 Silkeborg, CVR-nr. DK-17616617) er under tilsyn af Finanstilsynet.

Analysen er baseret på informationer, som Jyske Bank finder pålidelige, men Jyske Bank påtager sig ikke ansvar for disse informationer rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af analysens informationer eller vurderinger. Analysens vurderinger og anbefalinger kan ændres uden varsel. Analysen er til personligt brug for Jyske Banks kunder og må ikke kopieres. Hvis ikke andet er anført er kilden Jyske Bank.

Analysen og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

Analysen og anbefalinger er investeringsanbefalinger medmindre andet er anført. Analysen udarbejdes i overensstemmelse med de juridiske krav om objektiv fremlæggelse af investeringsanbefalinger og kravene om investeringsanalysens uafhængighed.

Interessekonflikter

Jyske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og undgå interessekonflikter, og dermed sikre en objektiv udarbejdelse af analyser. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter analyseaktiviteterne i Jyske Markets, der er en forretningsenhed i Jyske Bank.

Herudover må analytikere i Jyske Bank ikke have positioner i de papirer, som de udarbejder analyser om. Dækker en analytiker ind for den ansvarlige analytiker ifbm. sygdom, forretninger o.l. så må denne ikke handle i det pågældende papir på dagen for publicering af analysen og dagen efter. Jyske Bank kan tillige have positioner i de papirer, der analyseres og vil ofte have et forretningsmæssigt forhold til de analyserede virksomheder eller udstedere af de analyserede papirer. Analytikerne modtager ikke betaling fra enheder med interesse i analysen.

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber baseret på Jyske Quant modeller bygger på en kvantitativ metode. Det sikrer, at der ikke opstår interessekonflikter, da anbefalingen i analysen dannes på baggrund af den samlede Quant score.

Analysen er ikke blevet forelagt udstederen forud for offentliggørelse (medmindre andet er angivet).

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

<https://www.jyskebank.dk/produkter/investering/investeringsinfo>

Modeller

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

Rente

- Regressionsmodeller med input fra økonomiske og finansielle data – herunder også Jyske Banks forventninger til disse (fx forventninger til vækst, inflation og pengepolitik).
- Rentekurveanalyse, herunder rentekurvehældning og kurvatur.
- Positionering, markedspsykologiske vurderinger, spilteoretisk scenarionalyse og mønstergenkendelsesteknik indgår i vurderingsmaterialet.
- Danske realkreditobligationer modelleres ud fra en egenudviklet model baseret på RIO (realkreditmodel udviklet af ScanRate) bestående af en stokastisk rentestrukturmodel til at estimere fremtidig renteutvikling, og en statistisk konverteringsmodel kalibreret til låntagernes historiske konverteringsadfærd. I udarbejdelsen af analyser lægges vægt på f.eks. den relative prisfastsættelse, udbud/efterspørgsel, debitorsammensætning og parametre fra Jyske Banks realkreditmodel.

Valuta

- Simple regressionsmodel, hvor valutakrydset værdiansættes via variabler som f.eks. forskelle i realrenter, rentekurvehældning, kurvatur, råvarepriser og volatiliteter.
- Positionering, markedspsykologiske vurderinger, spilteoretisk scenarionalyse og mønstergenkendelsesteknik indgår i vurderingsmaterialet.

For uddybning af vores anvendte modeller klik [her](#).

Anbefalingsbegreber

Kursmål

Kursmål afspejler den retning, som valutakursen forventes at bevæge sig i over en given horisont (retning og styrke). Kursmålet er et skøn for, hvor vi med overvejende sandsynlighed forventer at se valutakursen på den angivne horisont. Kursmålet bør derfor ikke betragtes som et præcist minimum eller maksimum for valutakursen i den pågældende periode.

Renteprognose

Renteprognosen afspejler den forventede retning for renter over en given horisont. Renteprognosen er et skøn for, hvor vi med overvejende sandsynlighed forventer at se renten på den angivne horisont. Renteprognosen bør derfor ikke betragtes som et præcist minimum eller maksimum for renten i den pågældende periode.

Opdatering af analysen

Analysen, anbefalinger og ad hoc publikationer opdateres ikke. I stedet offentliggøres en ny publikation, når og hvis Jyske Bank finder det nødvendigt. Kvantitative anbefalinger på enkeltfondskoder opdateres løbende. Se analysens forside for dato og tidspunkt for offentliggørelse.

Risiko

Investering kan være behæftet med risiko, hvorfor vurderinger og evt. anbefalinger kan være forbundet med risiko. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger kan ikke ses som udtømmende. Handles værdipapirer i en anden valuta end investors basisvaluta, så påtager investor sig en valutarisiko. Er der tale om en ADR eller lignende, er valutarisikoen forbundet med den valuta, som moderselskabet handles i.

Læs meget mere om risici ved investering og fordelene ved risikospredning [her](#).

Afkast og kursudvikling

De i analysen vurderede fremtidige og historiske afkast er afkast før omkostninger og skattemæssige forhold, da afkast efter omkostninger og skattemæssige forhold, vil være individuelt afhængig af kunde-, opbevarings-, volumen-, markeds-, valuta- og produktspecifikke vilkår. Det er ikke givet, at et anført forventet fremtidigt afkast vil stemme overens med den faktiske udvikling. De anførte forventede, fremtidige afkast er udelukkende udtryk for vores vurdering.

Tidligere afkast og kursudvikling kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Prognoser i analysen kan ikke med sikkerhed anvendes som en sikker indikator for fremtidige afkast.

Alle oplyste kurser er seneste lukkekurser før analysens offentliggørelse, medmindre andet er anført.

Skat

Den skattemæssige behandling af investeringer kan være fra kunde til kunde. Kontakt din skatterådgiver for de skattemæssige konsekvenser af dine investeringer.

Flere informationer

I analyser og anbefalinger kan der blive henvist til andre analyser og anbefalinger. I sådanne tilfælde vil der være et link, hvor der kan findes fyldestgørende oplysninger omkring den specifikke anbefaling.

Læs mere omkring vigtig investorinformation i forhold til Jyske Banks analyser og anbefalinger på [jyskebank.dk/investorinformation](https://www.jyskebank.dk/investorinformation).