

Trump øger pres mod global rentedivergens

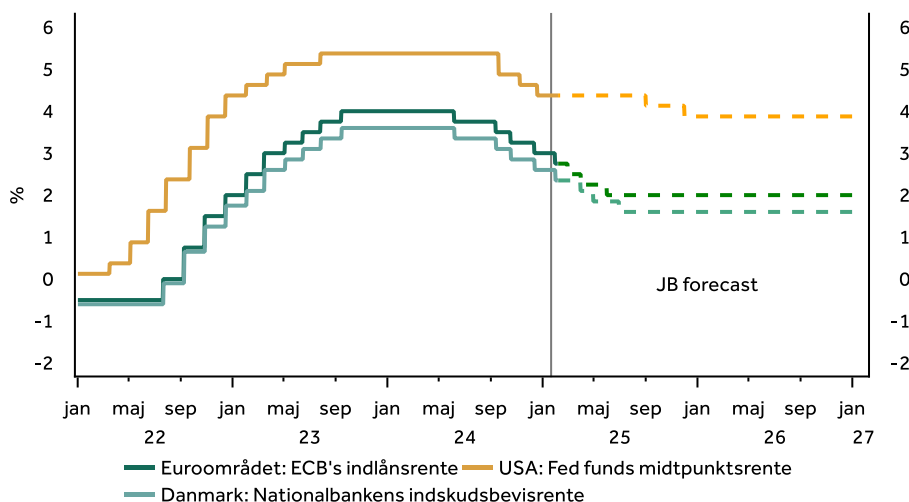
Præsident Trump 2.0 er en realitet, Trods en buldrende start, er det endnu svært at bedømme den præcise effekt herunder af hans importtold. Vi vurderer dog nu, at Fed er på rentepause, mens risiciene i Europa peger mod lavere renter. Vi venter stadig ikke de store ændringer i niveauet for obligationsrenter, men risikoen er primært på nedsiden for danske renter.

- Fed på rentepause - ECB fortsætter ned
- Store udsving med udgangspunkt i USA
- Nationalbanken følger stadig trop med ECB

Fed på rentepause - ECB fortsætter ned

Markedsudsvingene har fortsat været betydelige siden vores forrige renteprognose i december; ikke mindst ifm. en vis Trump-uro. Markedsrenterne er dog gennemgående blot steget lidt siden sidst, fortrinsvist med udgangspunkt i USA. Vi har ændret vores syn på Fed, som nu vurderes at være på pause med rentenedsættelser for blot at genoptage gradvise rentenedsættelser i 2. halvår. Vi fastholder samtidigt, at ECB fortsætter med rentenedsættelser som tidligere skitseret og dermed når en rentebund til juni på 2%. De seneste tendenser i økonomiske nøgletal i både USA og euroområdet bekræfter denne divergerende udvikling, som umiddelbart ser ud til fortsætte en tid endnu. Hovedscenariet bygger på en antagelse om, at vi vil se nye importtoldsatser blive vedtaget frem og tilbage over Atlanten, men at det stadig bliver inden for rammer, som får mindre permanent effekt på økonomierne og dermed renteniveauerne. Der vil dog givet være stor usikkerhed og volatilitet på kort sigt. De danske stats- og swaprenter forventes i dette scenarie at have pilet lidt nedad i 1. halvår for derefter at pege opad senere på året. Grundlæggende er der tale om et rimelig stabilt niveau over prognosehorisonten (se tabel 1 sidst i publikationen), hvilket både afspejler den meget store usikkerhed i øjeblikket kombineret med, at centralbankerne er kommet tættere på en bund i rentenedsættelsesforløbene i denne omgang.

Figur 1: Fed pt. på pause – ECB og Nationalbanken fortsætter ned



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.

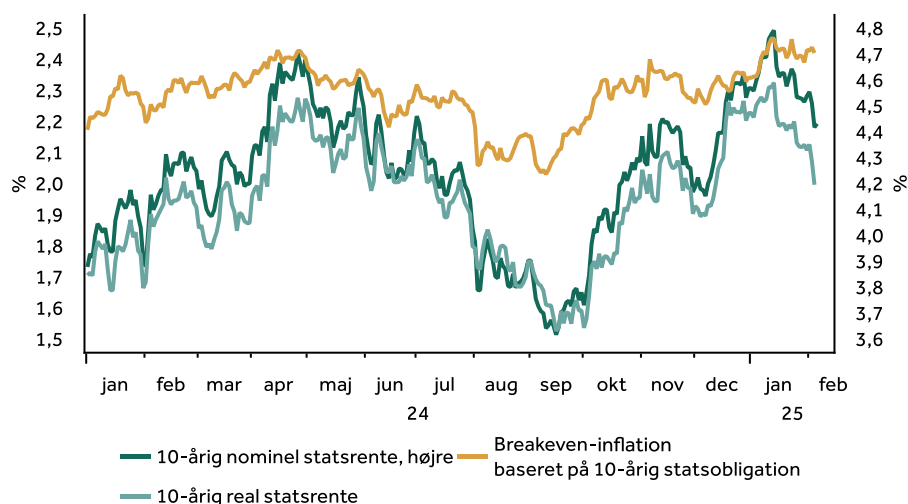
Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Det primære **risikoscenarie** til vores prognose hælder pt. mod, at den ovennævnte rentedivergens kan blive endnu større. Altså at risikoen er for højere renter i USA og endnu lavere i Europa. Scenariet bundner i en eskalerende handelskrig, og her forventer vi, at det vil have en inflationseffekt opad på USA-renter på kort sigt, men mere afdæmpet effekt via svagere efterspørgsel på længere sigt. ECB kan i dette scenarie meget vel især skulle forholde sig til yderligere økonomisk modvind, og bliver dermed blive nødsaget til at sætte styringsrenten yderligere ned til mere stimulerende niveauer under 2%.

Store udsving med udgangspunkt i USA

Siden sidste renteprognose i december er markedsrenterne svinget en del, herunder mest i de lange statsrenter. Det er sket med USA i front, hvor renterne steg solidt ind til midten af januar, hvorefter de er faldet igen, herunder efter indsættelsen af Trump som ny præsident i USA d. 20. januar. Der har ikke været entydige faktorer bag udviklingen, men det har først og fremmest været drevet af udviklingen i de reale renter, som steg på baggrund af fortsat overraskende robuste økonomiske nøgletal fra USA, og hvor virksomhederne umiddelbart i første omgang har taget godt imod Trumps valgsejr pga. hans generelt mere virksomhedsvenlige indstilling. Derudover er terminspræmierne på statsobligationer steget en smule yderligere, som udtryk for udsigt til øget udbudspres i statspapirer.

Figur2: Realrenter har dikteret udviklingen i USA-renter



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Siden Trumps indsættelse er de amerikanske 10-årige statsrenter imidlertid faldet tilbage. Hans første initiativer på importtold blev har indtil videre medført, at realrenterne er faldet brat, som udtryk for en svækket vurdering af de økonomiske udsigter, hvilket i denne uge fik støtte fra et uventet svagt ISM-serviceindeks for januar. Samtidigt fremstår frygten for en mere inflationsskabende handelspolitik fortsat høj, idet markedsprisningen af "break-even"-inflationen stort har fastholdt de højere niveauer fra begyndelsen af januar (se figur 2).

De europæiske renter er også faldet i forventning om, at handelskrig først og fremmest vil virke vækstdæmpende på Europa. Ens for begge regioner er dog, at statsrentekurverne er stejlet siden sidste renteprognose på trods af det seneste fald i de lange renter. Overordnet har udviklingen bekræftet risikoscenariet fra

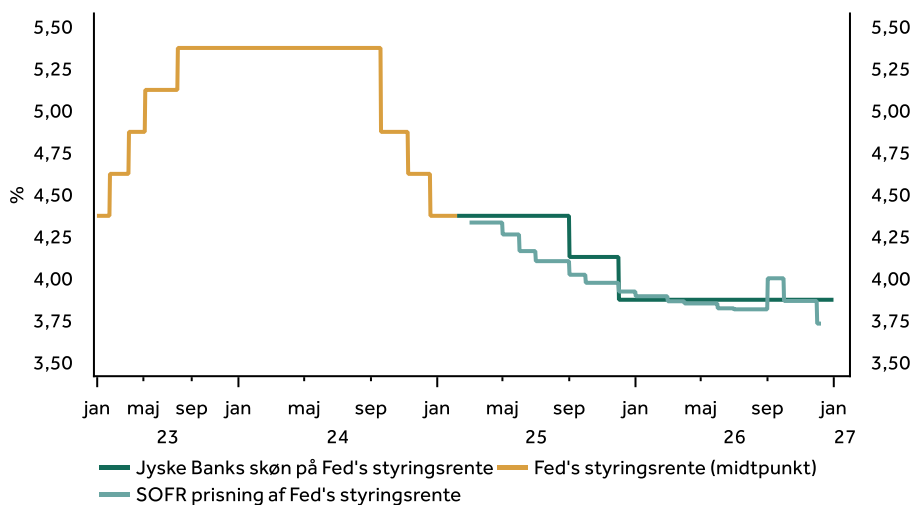
vores forrige prognose, hvor vi især så, at politiske risici kunne føre til højere renter i USA og lavere i Europa end i vores prognose.

Fed's lempelsespotentiale er aftaget ...

I USA er tendensen til højere markedsrenter blevet underbygget af, at Fed de facto er gået på pause i sin lempelseskampagne. Fed fastholdt renten på det seneste rentemøde, hvor den ændrede tonen i synet på inflationen som "noget forhøjet", hvilket følger de seneste rigide høje målinger af kerneinflationen (læs vores Fed-kommentar [her](#)). Fed fremstår således nu afventende efter "blot" at have nedsat styringsrenterne med 1%-point sidste år. Der er nok ingen tvivl om effekten af Trumps importtold-mission endnu fremstår uklar, men om noget udgør den en udfordring mht. at nedbringe inflationen yderligere.

Vi arbejder med en antagelse om, at importtolden kun bliver delvist implementeret ift. Trumps markante valgløfter. Det indebærer et yderligere pres op på forbrugerprisinflationen, men på sigt også noget der dæmper efterspørgslen i økonomien. I dette scenarie forventer vi, at Fed's pause på rentenedsættelser varer ind til september, hvorefter Fed sætter renten ned med 25 bp fulgt op af endnu en rentenedsættelse i december, som vi venter, bliver den sidste (læs om vores nye Fed-syn [her](#)). Det er stort set på linje med rentemarkedernes indprisning, hvor der dog er en lille tøven om hvorvidt, vi ser hele 50 bp ned på renten allerede i år (se figur 3).

Figur 3: Markedsprisning tæt på vores Fed-syn



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Den højere bane for Fed-renterne indebærer samtidigt, at vi løfter vores skøn for den 10-årige amerikanske statsrente således, at den kan stige lidt på kort sigt. Vores fundamentale syn på amerikansk økonomi er stadig, at vi ser en svækkelse i 2025, men det sker altså efter en lidt bedre start på året end tidligere antaget. Vi forventer at USA-renterne igen har pilen let nedad i 2. halvår og videre ind i 2026.

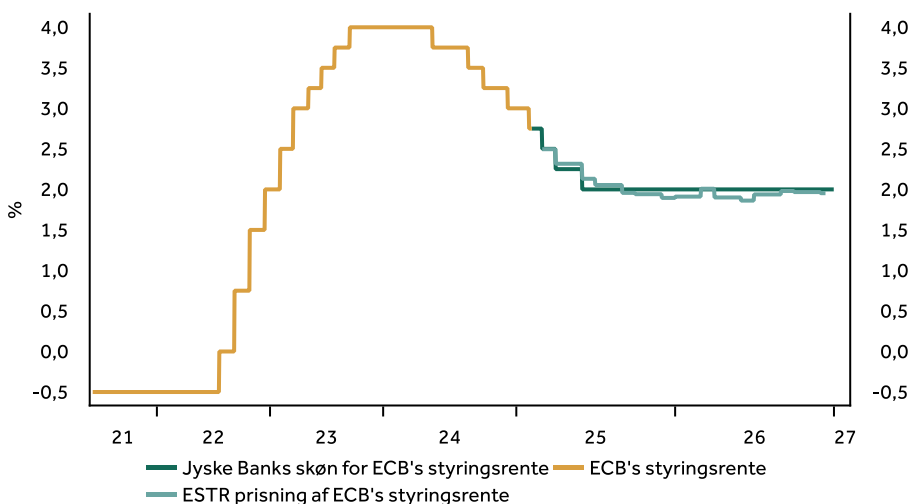
Risiciene til vores skøn er store, givet den aktuelt enorme usikkerhed om, hvor "importtold-spillet" ender. Der er en risiko for, at inflationen i år stiger mere end ventet, og Fed derfor tøver yderligere med at nedsætte renten. Vi ser dog pt. en større risiko for, at amerikansk økonomi bliver ramt af en stærkere afmatning end ventet, og Fed kommer til at nedsætte renten yderligere i 2026.

... ECB fortsætter ufortrødent ned på renten

I euroområdet er ECB som ventet fortsat ned på styringsrenten i skridt á 25 bp. Styringsrenten blev i sidste uge sat ned til 2,75%, og banken indikerede, at den fortsætter i sporet, idet pengepolitikken fortsat beskrives som restriktiv. ECB-chef Lagarde indikerede desuden, at man ikke overvejer større skridt á 50 bp ned på renten (læs Jyske Banks kommentar på ECB-rentemødet [her](#)). Vi forventer uændret, at ECB fortsætter ned på renten med rentenedsættelser på de tre næste rentemøder, hvormed en bund på 2% nås i juni, hvilket bedømmes at være tæt på et niveau, som ikke længere er restriktivt.

Risikoen til vores prognose er stadig på nedsiden for styringsrenten, hvilket især skyldes tegn på modvind til økonomien, herunder i form af den seneste skuffende nulvækst i 4. kvartal. Med hensyn til Trumps importtold over for Europa er vi stadig ikke klogere på, hvordan det konkret vil udfolde sig, herunder også med mulige gengældelsesaktioner. Men vores umiddelbare vurdering er, at væksttrykket vil være større end det potentielle engangsløft til inflationen. Det betyder, at risikoen på nedsiden ift. vores ECB-prognose med en forventet rentebund på 2 % er blevet forøget. Lagarde og Co. virkede da også mere bekymrede for vækstudsigterne, mens der er inflationsrisici på både op- og nedsiden herunder fra geopolitik samt ikke mindst Trumps toldtrusler. Vi forventer som udgangspunkt ikke, at ECB begynder at foretage større rentenedsættelser, men det er muligt, at ECB vurderer det nødvendigt at fortsætte ned på styringsrenten til et mere stimulerende niveau på under 2% i 2. halvår. Markedernes prisning af ECB-renten hælder da også til 1 ekstra rentenedsættelse fra ECB inden årets udgang støttet af den seneste øgede frygt for handelskrig (se figur 4).

Figur 4: ECB ventes at ramme rentebund til juni



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

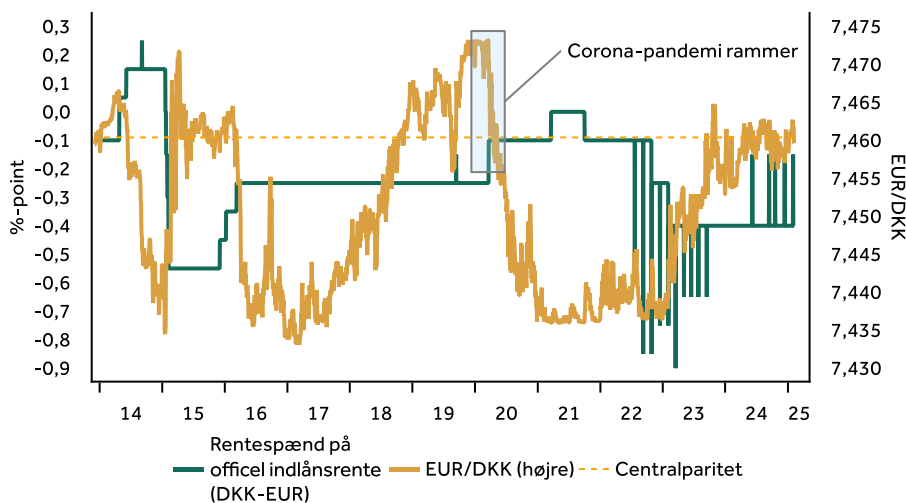
Med hensyn til obligationsrenterne har vi set et markant fald i 10-årige tyske statsrenter de seneste tre uger, hvilket især skyldes frygten for handelskrig, som risikerer at sætte ekstra bremse på den i forvejen svage vækst i euroområdet. Derudover har vi fortsat politisk usikkerhed i Frankrig, hvor den nye regering kæmper for overlevelse samt vedtagelse af nyt statsbudget, og i Tyskland som går til Forbundsvalg den 23. februar. Vi forventer, at den 10-årige tyske statsrente stadig vil være under pres nedad frem til sommeren. Givet vi ikke får et

større negativt vækstchok fra f.eks. eskalering af handelskrig, ser vi stadig grobund for, at økonomien fortsætter i et afdæmpet væksttempo de kommende kvartaler, mens inflationen vil være under kontrol. Det tilsiger, at den 10-årige statsrente ikke bevæger sig langt ned fra de nuværende niveauer. Og da vi som udgangspunkt ser lidt højere ECB-renten i 2. halvår, end hvad markederne indpriser, ser vi mulighed for, at de lange statsrenter bunder og stiger lidt i 2. halvår.

Nationalbanken følger stadig trop med ECB

Nationalbanken fulgte endnu en gang efter ECB ned på styringsrenterne i sidste uge, og som udgangspunkt forventer vi, at tendensen fortsætter i år. Siden Trumps indsættelse som præsident i USA er EUR/DKK først steget for efterfølgende at falde tilbage under centralpariteten på 7,46038 (se figur 5). Det er således stadig uvist hvilken effekt importtold eller en eskalerende handelskrig mellem USA og EU vil have på DKK. Vi forventer som udgangspunkt ikke, at importtolden i sidste ende vil få større økonomiske konsekvenser for Europa og Danmark. Vi fastholder derfor, at bevægelserne i EUR/DKK ikke vil give anledning, at Nationalbanken går enegang på styringsrenterne. Over de næste par måneder er det dog vores forventning, at vi godt kan se noget sæsonpres i retning af en svagere DKK ifm. udbyttebetalinger (læs mere i Jyske om Danmark [her](#)).

Figur 5: Endnu ikke den store DKK-effekt af Trumps toldtrusler




Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Eventuelle **risikoscenarier** relateret til en eskalerende handelskrig er i vores øjne DKK-negative, og i disse tilfælde kan Nationalbanken igen blive tvunget til ensidige renteløft. Den primære risiko er et hvor danske virksomheder vil blive relativt hårdere ramt end EU-gennemsnittet, og hvor vi ser en stor nedgang i handelsoverskuddet. En anden risiko er, at handelskrigen giver anledning til en større korrektion ned på aktiemarkedene, og hvor danske investorer i så fald nedbringer afdækning af DKK, som det skete under corona-pandemien (se figur 5). Vi mener dog, at denne risiko er aftaget i takt med, at især pensionssektoren i større grad afdækker i EUR fremfor DKK.


Vores bane for Nationalbankens indlånsrente betyder desuden, at de korte pengemarkedsrenter har udsigt til at falde yderligere i de næste tre måneders tid for så småt at finde en bund. Statsrenterne forventes nogenlunde at følge de tilsvarende tyske statsrenter. Vi forventer fortsat, at politisk usikkerhed i Frankrig og Tyskland på kort sigt kan holde statsrentespændene mod Tyskland nede

omkring de aktuelt lave niveauer. Vi fastholder, at fundamentalt samt likviditetsmæssigt kan det være svært at argumentere for, at spændene fortsætter på de lave niveauer, og vi venter en mindre udvidelse over det kommende år. Endelig er de danske swaprentespænd indsnævret en smule over den seneste måned, og vi forventer ikke de store ændringer på kort sigt, men ser potentiale for en mindre udvidelse i 2. halvår. Dermed har vi fortsat en rimelig flad profil for danske obligationsrenter – lidt ned i første halvår og lidt op i andet halvår. Prognosen er aktuelt behæftet med stor usikkerhed, og på linje med vores syn på ECB vil vi fremhæve, at risikoen til vores prognose primært er på nedsiden.


Tabel 1: Jyske Bank Renteprognose
STATS- OG SWAPRENTER

 Danmark	Spot	Q1-25	Q2-25	Q3-25	Q4-25	Q4-26
Politikrente	2,35	2,10	1,60	1,60	1,60	1,60
Cibor 3m	2,50	2,30	1,90	1,95	2,00	2,05
STAT 2-årig	1,82	1,75	1,65	1,65	1,70	1,80
STAT 5-årig	1,93	1,85	1,80	1,80	1,85	1,95
STAT 10-årig	2,11	2,05	1,95	1,90	2,00	2,05
SWAP 2-årig	2,26	2,20	2,15	2,15	2,25	2,35
SWAP 5-årig	2,35	2,25	2,25	2,30	2,35	2,45
SWAP 10-årig	2,46	2,40	2,35	2,35	2,45	2,50

STATSRENTER

 Euroområdet	Spot	Q1-25	Q2-25	Q3-25	Q4-25	Q4-26
Politikrente	2,75	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00
STAT 10-årig	2,38	2,30	2,20	2,20	2,30	2,35

STATSRENTER

 USA	Spot	Q1-25	Q2-25	Q3-25	Q4-25	Q4-26
Politikrente	4,38	4,38	4,38	4,13	3,88	3,88
STAT 10-årig	4,44	4,55	4,65	4,50	4,45	4,35

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 enkeltstående 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, debtorsammensætning 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.