Skrøbeligt renteløft må give efter

Robust vækst og stigende energidreven inflation betyder, at centralbankerne må fortsætte med renteforhøjelser lidt endnu. Energipriser er aftaget lidt mens AI-udviklingen og statsgældsproblemer sætter tydeligere aftryk på renteudviklingen. Vi forventer, at renterne generelt snart topper og trækker ned i løbet af 2027 og ind i 2028; lidt senere end tidligere antaget. Risici er relateret til energi, AI og Frankrig.

- Rentefald udskydes lidt og bliver ikke stort
- Økonomiske udsigter peger mod lavere renter trods AI og energi

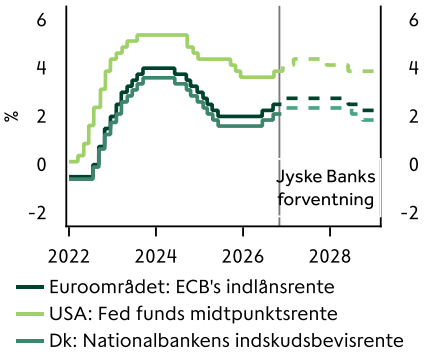
Rentefald udskydes lidt og bliver ikke stort

Vi har opjusteret vores renteprognose en smule på kort sigt primært for de korte renter, idet centralbankerne stadig er på barrikaderne over for høj energiprisdreven inflation, hvor mere robust økonomisk vækst end tidligere antaget øger risikoen for at inflationen forbliver for høj (læs vores nye Jyske om Økonomien). Derfor har vi opreviderert vores skøn for Fed-renten, hvor vi nu ser endnu en renteforhøjelse i marts 2027 ud over en i december. I euroområdet holder vi fast i en enkelt renteforhøjelse i december, og vi gentager at risikoen er for mere. På længere sigt forventer vi, at en mere mat økonomisk vækst i 2027 og aftagende inflation baner vejen for et par rentenedsættelser - Fed i december 2027 samt marts 2028, og ECB i juni samt september 2028. Dermed ventes renteniveauerne tilbage tæt på et neutralt niveau begge steder, og det indikerer mere en finjustering end frygt for en større afmatning.

De lange obligationsrenter ventes at reagere med fald i 2027, når det i første omgang bliver tydeligt, at de pengepolitiske renter ikke sættes yderligere op, og dernæst når rentenedsættelser kommer nærmere i slutningen af året. Udover udviklingen i energipriserne, som vi venter vil byde på yderligere gradvise fald næste år, vil AI-udviklingen samt budgetudfordringer indtage et vist fokus. AI-boomet genererer både økonomisk vækst og øget finansieringsbehov. Vi lægger et neutral rentebidrag til grund fra AI-temaet, som fortsat vil understøtte væksten via store investeringer, men i mindre omfang end i 2026, men samtidig også en højere grad af gældsfinansiering. Budgetproblemer er fortsat i fokus, herunder især Frankrigs ifm. præsidentvalget til foråret. Det vil sandsynligvis lægge nyt pres op på franske statsrenter, mens vi (igen) kan se en lidt modsat effekt på tyske og danske renter. Vi forventer en mere stabil udvikling i lange markedsrenter i 2028, hvor økonomisk vækst ventes lidt svagere men hvor nedsættelser i centralbankrenterne stopper tæt på neutrale niveauer. Tilbagevendende fokus på statsfinanser i både Europa og USA over de kommende to år bør desuden fortsat holde hånden under hvor meget markedsrenterne vil kunne falde.

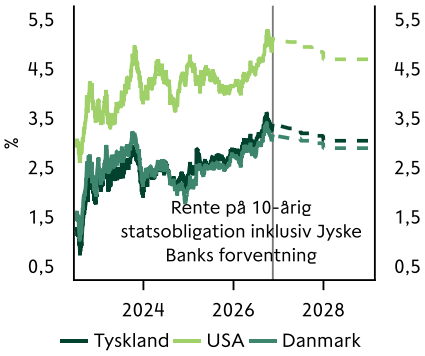
Risikoen til vores prognose er både på op- og nedsiden. Udsving i energipriser ifm. konflikterne i Ukraine og Mellemøsten er fortsat til stede, dog fortrinsvist på opsiden. AI-temaet vurderer vi primært udgør en risiko på nedsiden, hvis optimismen viser sig overgjort med risiko for at en aktieboble brister.

Figur 1: Centralbankrenter



Kilde: Macrobond & Jyske Bank

Figur 2: Lange statsrenter



Kilde: Macrobond & Jyske Bank

Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S
Chefanalytiker
Rasmus Gudum-Sessingø
+45 46 79 16 19
rasmus.gudum@jyskebank.dk

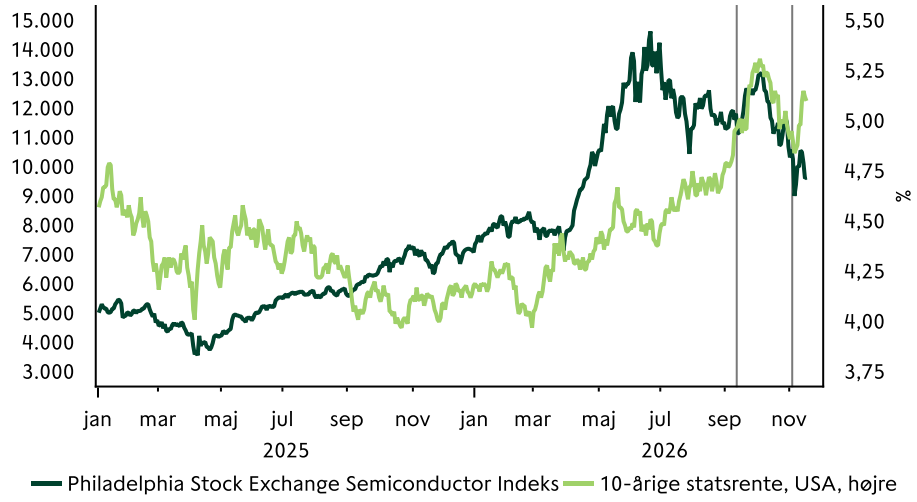
Vigtig investorinformation:
Se materialets sidste sider.

Økonomiske udsigter peger mod lavere renter trods AI og energi

Siden vores seneste renteprognose i september har der været godt gang i markedsrenterne både op og ned, men overordnet har ændringerne været begrænsede. I USA er statsrenterne generelt i dag en smule højere, mens de tyske og danske statsrenter er faldet primært i de langt løbende af slagsen.

Den relativt højere renteudvikling i USA afspejler især et mere solidt økonomisk fundament samt en højere inflation. Derudover har udviklingen i energipriserne været sat mere på sidelinjen, mens stemningen omkring AI-investeringer har haft større afsmitning på renteudviklingen. Således har den stigende bekymring om robustheden i AI-opsvinget igennem oktober hen over midtvejsvalget i USA haft en tydelig effekt på renteudviklingen (se figur 3). Frygt for kollaps især blandt de centrale mikrochipvirksomheder øgede således bekymringerne for, at det kunne få større negative økonomiske konsekvenser. Investorerne søgte derfor ly i statspapirerne. Denne form for "sikker havn"-effekt har vi ellers ikke set mange tegn på i år. Bevægelsen viste sig da også midlertidigt, da uroen om AI-aktierne bød på lidt stabiliseringstegn, og robuste amerikanske nøgletal samt en høgeagtig tale fra Fed's Waller sendte fokus tilbage på behovet for højere renter.

Figur 3: AI-uro fik midlertidigt fat i rentemarkederne



Kilde: Macrobond & Jyske Bank

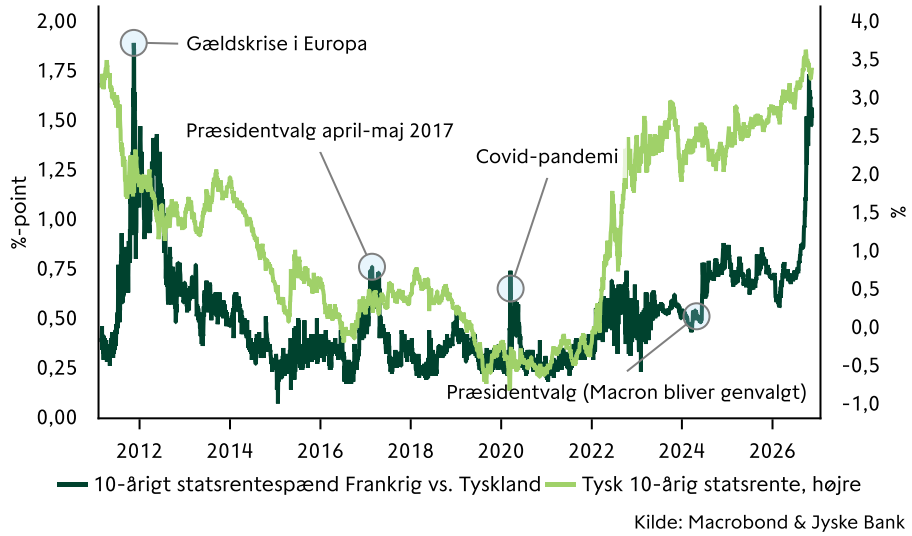
I USA er der et robust økonomisk udgangspunkt med kraftige investeringsaktivitet i tech-universet, og et privatforbrug som holder sig højt, mens arbejdsmarkedet er stabilt men ikke prangende. Kombineret med fortsat høje energipriser er presset fortsat opad på inflationen resten af året. Det øger presset på Fed for at stramme op i pengepolitikken, og vi venter nu to ekstra renteforhøjelse; en i december og en i marts. Økonomien ventes at gå ned i gear i de kommende kvartaler, og inflationen ventes at falde gradvist over de næste to år. På denne baggrund ses Fed at foretage et par rentenedsættelser i slutningen af 2027 samt første del af 2028. På linje hermed ventes de lange statsrenter at holde sig høje ind i 2027, men forventes at aftage gradvist derefter. Vi forventer dog uændret, at det store finansieringsbehov føderalt og blandt AI-virksomheder vil begrænse potentialet for hvor meget renterne vil falde. Et decideret renteløft fra øget produktivitet som følge af AI venter vi ligger længere ude i fremtiden (jf. temaartikel Jyske om Økonomien).

Risici er relateret til udsving i energipriser, men i stigende grad også ift. den videre udvikling i AI-transformationen. Nye enorme investeringer, bl.a. gældsfinansierede, vil holde hånden under aktiviteten, inflationen og renterne, mens uro øget uro om en mulig bristende AI-boble vil kunne sende renterne kraftigt og hurtigt ned som en forsvarsreaktion.

I **Europa** har økonomien også vist sig fra en lidt mere solid side end ventet, mens inflationen som ventet har løftet sig via energi. Der er dog fortsat ikke tegn på, at inflationspresset breder sig til kerneinflationen og dermed bider sig fast på for høje niveauer. Risikoen er dog taget til via det intakte pres fra energipriserne, og derfor virker det fornuftigt, at ECB løfter renten igen på december-rentemødet til et let restriktivt renteniveau på 2,75 %. Herefter forventer vi blot et gradvist fald i inflationen, som indebærer at ECB holder renten uændret i 2027 og først i 2028 leverer et par rentenedsættelser til et mere neutralt niveau. ECB-chef Lagarde stopper den 7. februar, og lige nu er ECB-folkene Klas Knot og Pablo Hernández de Cos udset som kandidater til at overtage chefstolen. Spanske de Cos er pt. favorit, og selvom han er kendt som en "due" ventes et skifte at afspejle en stor grad af kontinuitet, men om noget peger det lidt ned for rentetilbøjeligheden.

Med hensyn til de lange statsrenter, så venter vi at pilen peger nedad gennem 2027, i overensstemmelse med lavere vækstempo og faldende inflation. Her spiller den politiske situation også ind, hvor især det franske præsidentvalg næste år kombineret med de svage offentlige finanser meget vel kan få øget fokus. De tysk-franske statsrentespænd har allerede været under massivt pres udad, og det er svært ikke at forestille sig nyt pres kan opstå frem mod valget som løber af stablen i to valgrunder, 18. april og 2. maj. Det kan samtidigt lægge et lille ekstra pres nedad på de relativt mere sikre tyske og danske statsrenter (se figur 4).

Figur 4: Fransk uro sender franske renter op og tyske lidt ned



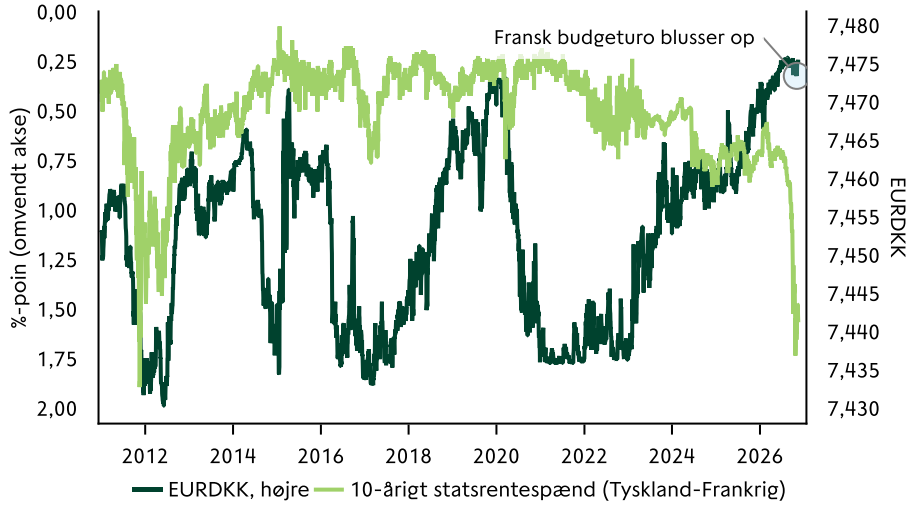
Kilde: Macrobond & Jyske Bank

Risiciene er i første omgang relateret til energipriser og eventuelle tegn på at inflationen begynder at bide sig fast på højere niveauer i euroområdet. Det kan medføre behov for en yderligere ECB-renteforhøjelse. Det bør holde hånden under renterne på helt kort sigt. På den anden side er der risikoen for, at det negative politiske fokus i Frankrig tager fart og sender franske statsrenter op og de tyske og danske ned. AI-uro kan også øge efterspørgslen efter europæiske

statsobligationer, hvor Europa bør anses for et relativt mere sikkert sted end AI-udviklingens epicenter i USA.

Herhjemme har de danske statsrenter stadig stort set fulgt de tilsvarende tyske statsrenter de seneste 1-2 måneder. Uroen om de franske statsfinanser lagde ligeledes et generelt rentepres nedad herhjemme. Nok så vigtigt betød det, at den dansk krone blev udset som relativt mere sikker, lidt ligesom det var tilfældet under gældskrisen i 2012 (se figur 5). Men situationen er dog væsentlig anderledes denne gang, da situationen ses som udgørende en mindre systemisk trussel for euro-samarbejdet.

Figur 5: Fransk uro mindskede blot kronepres en smule og midlertidigt



Kilde: Macrobond & Jyske Bank

Kronen er da også svækket igen, efter at det fransk-tyske rentespænd stabiliserede sig men fortsat er højt. Således er kronen tilbage tæt på mulige interventionsniveauer for Nationalbanken. Vi ser det derfor sandsynligt, at Nationalbanken igen kommer til at intervenere med køb af DKK, men ind til videre ser vi blot små beløb, som ikke peger mod behov for isoleret dansk renteforhøjelse (læs vores seneste Jyske om Danmark). Men om noget peger udviklingen mod, at det kan komme på tale i 2027, men det er ikke vores hovescenarie.

De lange danske statsrenter handler stadig i historisk perspektiv med en pæn rabat ift. Tyskland på knap 20 bp, og vi forventer som udgangspunkt ikke dette ændrer sig stort ind i 2027, hvor vi fortsat forventer relativ mere rigelig DKK-likviditet. Til gengæld forventer vi, at dansk inflation tiltager i 2027, mens den ventes at aftage i euroområdet.

Tabel 1: Jyske Bank Renteprognose

STATS- OG SWAPRENTER

Danmark	Spot	Q1-27	Q2-27	Q3-27	Q4-27	Q4-28
Politikrente	2,10	2,35	2,35	2,35	2,35	1,85
Cibor 3m	2,66	2,80	2,75	2,75	2,75	2,25
STAT 2-årig	2,86	2,85	2,80	2,70	2,60	2,50
STAT 5-årig	3,01	3,00	2,95	2,85	2,75	2,70
STAT 10-årig	3,16	3,10	3,05	3,00	2,90	2,85
SWAP 2-årig	3,45	3,40	3,35	3,20	3,10	3,00
SWAP 5-årig	3,52	3,50	3,45	3,30	3,20	3,15
SWAP 10-årig	3,58	3,50	3,45	3,40	3,30	3,25

STATSRENTER

Euroområdet	Spot	Q1-27	Q2-27	Q3-27	Q4-27	Q4-28
Politikrente	2,50	2,75	2,75	2,75	2,75	2,25
STAT 10-årig	3,36	3,30	3,20	3,15	3,05	3,00

STATSRENTER

USA	Spot	Q1-27	Q2-27	Q3-27	Q4-27	Q4-28
Politikrente	3,88	4,38	4,38	4,38	4,13	3,88
STAT 10-årig	5,10	5,05	4,95	4,85	4,70	4,65

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.

Analyser og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

Analyser og anbefalinger er investeringsanbefalinger medmindre andet er anført. Analyserne 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 enkeltselskaber 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 samlet Quant score.

Analyser 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/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 scenarioanalyse 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 renteudvikling, 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

- Simpel regressionsmodel, hvor valutakrydset værdiansættes via variabler som f.eks. forskelle i realrenter, rentekurvehældning, kurvatur, råvarepriser og volatiliteter.
- Positionering, markedspsykologiske vurderinger, spilteoretisk scenarioanalyse 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

Analyser, 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 https://www.jyskebank.dk/investering/disclaimer