

Krise trækker ud og holder renter højere

Krisen i Mellemøsten er stabiliseret en smule men uden udsigt til en snarlig fredsftale. Det betyder højere energipriser end vi tidligere ventede, og det får konsekvenser for vores syn på centralbankrenter, som vi opjusterer en tand. Det holder stadig døren åben for lavere statsrenter, men niveauerne er opjusteret. Risikoen er at krisen trækker mere ud eller eskalerer og sender især korte renter mere op end vi forventer.

- Krisebedring og lavere markedsrenter udskudt
- Langvarig krise presser centralbanker til modtræk
- Kronepres i fokus, men Nationalbanken følger ECB op på renten

Krisebedring og lavere markedsrenter udskudt

Konflikten i Mellemøsten trækker ud med manglende tegn på en snarlig løsning. Det betyder i første omgang, at inflationsudsigterne i vores hovedscenarier er taget til siden sidste renteprognose. Det er afspejlet i vores nye renteprognose, hvor vi løfter renteestimerne især på kort sigt, som følge af vores ændrede syn på centralbankerne (jf. tabel 1 bagerst). Nu forventer vi en enkelt renteforhøjelse fra ECB på det næste rentemøde 11. juni, mens vi har udskudt en første rentenedsættelse fra Fed til marts næste år fra tidligere september i år (se figur 1). Det kan du læse mere om [her](#). Vi fastholder en vis optimisme om, at trafikken gennem Hormuz bliver genoptaget i løbet af sommeren. Vi venter derfor, at energipriserne langsomt aftager i 2. halvår og dermed mindsker behovet for flere renteforhøjelser. Det understøttes af, at de vækstdæmpende senfølger af energikrisen bliver tydeligere som tiden går. Vi vurderer således, at statsrenterne topper i løbet af sommeren og derfra trækker ned i løbet af 2. halvår, herunder mest på kort sigt og mest i den korte ende af rentekurven. Vi forventer nogenlunde lige store fald i tyske og amerikanske lange statsrenter. Vi fastholder, at Nationalbanken følger ECB på styringsrenten.

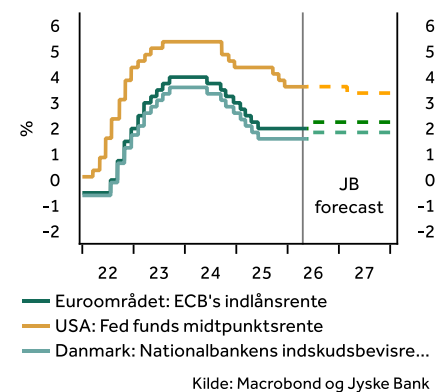
Risikoen til vores renteprognose er stor, og den vurderes fortsat primært at være på opsidet til vores prognose. Hvis krisen i Mellemøsten eskalerer og energipriserne stiger mere end ventet, så tager inflationsrisiciene yderligere til, og renterne forventes at blive højere i især første del af vores prognose.

Langvarig krise presser centralbanker til modtræk

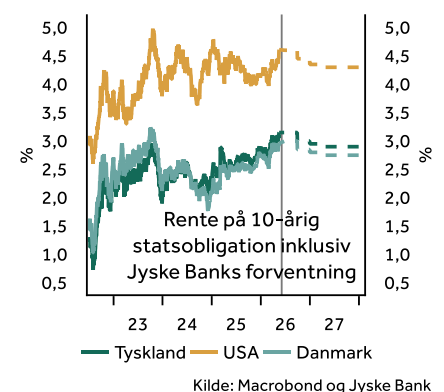
Siden vores forrige renteprognose i april har der blot været mindre tegn på konflikten i Mellemøsten, og statsrenter har nået højeste niveauer i mange år flere steder. Der er dog indført en våbenhvile, men den fremstår skrøbelig, og det er svært at få øje på fremgang i forhandlingerne om en egentlig fredsftale. Vi har ændret vores syn på olieprisen, som i vores hovedscenarie nu ventes at holde sig højere end tidligere, idet vi ikke længere ser en begyndende åbning af Hormuzstrædet i maj. Nu venter vi tidligst at det sker i slut-juni (læs mere [her](#)). Det betyder, at olie- og gasleverancerne først når destinationerne sidst i juli, og det vil desuden tage lang tid før energiproduktionen i regionen er normaliseret.

Renteudviklingen ser stadig ud til hovedsageligt at være bestemt af udviklingen i oliepriserne, og de seneste stigninger har drevet markedsrenterne op, herunder især i USA. Centralbankerne bliver i stigende grad udfordret af højere inflation,

Figur 1: Centralbankrenter



Figur 2: Lange statsrenter



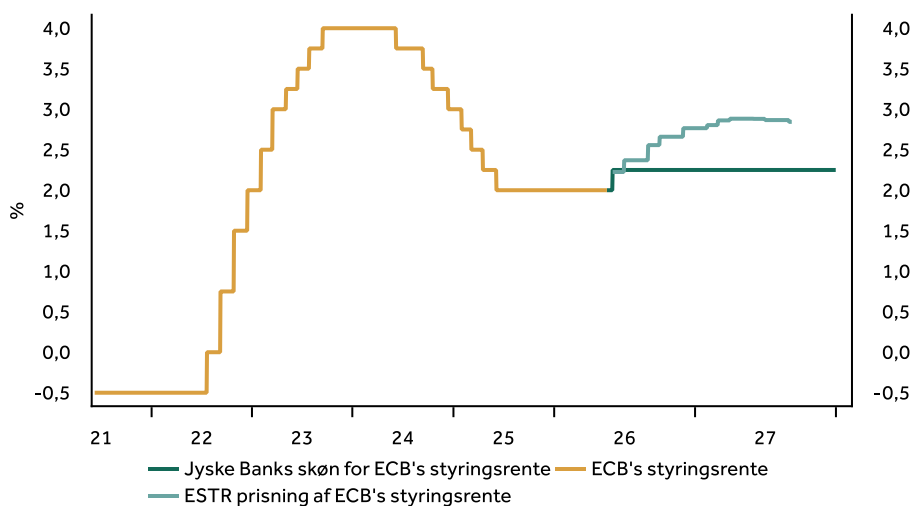
Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S
 Chefanalytiker, Vice President,
 Rasmus Gudum-Sessingø
 +45 46 79 16 19
rasmus.gudum@jyskebank.dk

Vigtig investorinformation:
 Se materialets sidste sider.

hvor behovet for at forhindre andenrunde effekter i at udspille sig bliver mere og mere aktuelt. På denne baggrund har vi ændret vores syn på centralbankrenterne, hvor ECB nu ventes at løfte styringsrenten med 25 bp til 2,25 %, og Fed ser vi ikke længere at ville levere en rentenedsættelse i år. Sidstnævnte på trods af, at præsident Trumps kandidat til formandsposten i Fed, Kevin Warsh, er blevet senatsgodkendt og tager over efter Jerome Powell i denne uge.

Vi vurderer dog fortsat, at behovet for renteforhøjelser vil være relativt beskedent, og der ikke bliver tale om en decideret opstrammingskampagne. Således venter vi fortsat, at Feds næste rentebevægelse bliver ned på styringsrenten, men først ved rentemødet i marts 2027. For ECB's vedkommende ventes det at blive ved den ene renteforhøjelse i juni. Selvom det er usædvanligt med enkeltstående renteforhøjelser fra centralbanker, så giver situationen god mening, hvor ECB bliver nødt til at "forsikre" sig mod varig højere inflationseffekter af udbudsforstyrrelsen inden for energi. Og så skal man huske på, at en rente på 2,25 % stadig er tæt på det niveau som ECB ser som neutralt, hvorfor vi ikke venter at ECB har travlt med at fjerne den igen, når økonomien viser tegn på lavere vækst, og inflationen sandsynligvis aftager igen på et senere tidspunkt. Vi ser altså fortsat et mindre behov for renteforhøjelser end hvad rentemarkederne aktuelt indpriser (se figur 3). Vi vurderer dog fortsat, at risikoen er størst på opsidens, hvor ECB kan blive nødsaget til at levere endnu en renteforhøjelse i juli eller september.

Figur 3: Vi venter stadig færre ECB-renteforhøjelser end markederne priser

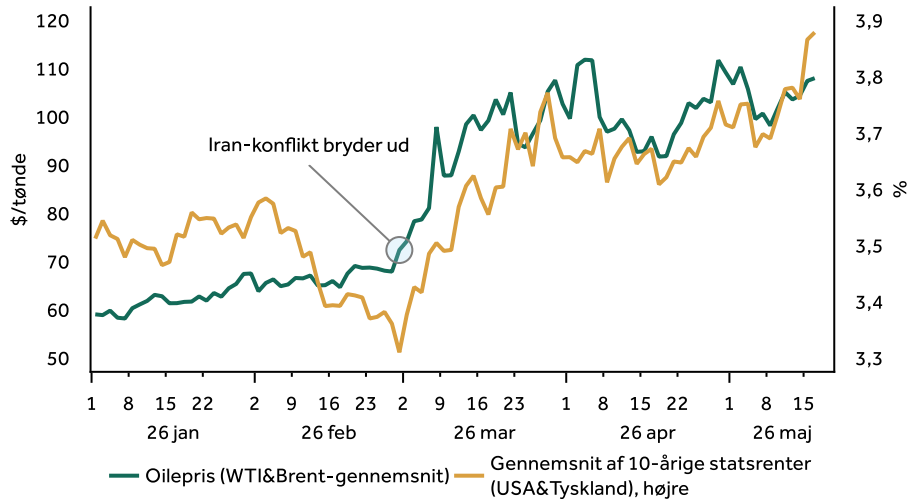


Kilde: Macrobond og Jyske Bank

De lange statsrenter er trukket med opad i maj i takt med udsigterne til at krisen i Mellemøsten ikke løses foreløbigt (se figur 4), og ikke mindst efter at markederne har foretaget en reprisering opad i synet på Fed-renterne. Det har fået støtte fra økonomiske nøgletal i USA, som endnu ikke har budt på tydeligere tegn på forværret økonomisk aktivitet samt yderligere svækkelse på arbejdsmarkedet. Til gengæld tikker prisstatistikkerne i vejret, og vurderingen er i stigende grad, at Warsh som ny Fed-chef får svært ved at sænke renterne foreløbigt. Det har løftet renterne ud af rentekurven. Derudover har vi også set let øgede politisk

risikopræmie udgående fra Storbritannien, hvor premierminister Starmer er kommet i modvind efter et sviende nederlag ved lokalvalgene.

Figur 4: Statsrenter følger oliepris, men er senest steget lidt ekstra



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Vi forventer dog, at de lange renter vil sætte sig over prognosehorisonten ifm. at Mellemøstkrisen løsner op, og det bliver tydeligt, at centralbankerne ikke kommer til at løfte renterne så meget som aktuelt indpriset. Rentefaldet ser vi bliver størst i den korte ende af rentekurven, og vi forventer fortsat at der vil være forhøjede risikopræmier relateret til energipriser og finanspolitik. Det betyder, at vi ikke ser renter der falder tilbage til niveauer fra før krigen i Iran.

Kronepres i fokus, men Nationalbanken følger ECB op på renten

Kronen har handlet rimeligt stabilt mod euro de seneste to måneder i kølvandet på krigen i Mellemøsten. Men EUR/DKK befinder sig stadig tæt på niveauet, hvor Nationalbanken tidligere har intervenseret med køb af kroner. Der har dog været en lidt stabiliserende effekt af øget valutaafdækning i den danske forsikrings- og pensionssektor (læs mere i [Jyske om Danmark](#)). Hvor Nationalbankens smertegrænser befinder sig mere præcist denne gang ved vi ikke, men valutakursudviklingen tiltrækker sig fortsat stor opmærksomhed, især i tilfælde af at stigende markedsrenter sætter mere negative spor på aktiemarkederne. Vi forventer uændret, at renterabatten ift. ECB grundlæggende vil være til ugunst for DKK, som vi venter, vil befinde sig på den svage side af centralpariteten resten af året. Derudover kan eventuelle større negative eksporteffekter som følge af krigen i Mellemøsten også svække DKK. Men vi venter fortsat, at Nationalbanken fastholder spændet til ECB på -40 bp i indlånsrenterne i prognosehorisonten og dermed spejler ECB's renteforhøjelse på 25 bp i juni.

De danske statsrenter har i det store hele fulgt de tilsvarende tyske tæt under energikrise-uroen, dog med en tendens til indsnævring de seneste par uger. Skulle uroen tage yderligere til, er der om noget mulighed for en mindre udvidelse af rentespændet. Det venter vi dog stadig ikke i vores hovedscenarie.

Tabel 1: Jyske Bank Renteprognose**STATS- OG SWAPRENTER**

 Danmark	Spot	Q2-26	Q3-26	Q4-26	Q1-27	Q4-27
Politikrente	1,60	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85
Cibor 3m	2,19	2,30	2,30	2,25	2,25	2,25
STAT 2-årig	2,33	2,30	2,15	2,05	2,00	2,00
STAT 5-årig	2,60	2,60	2,45	2,40	2,35	2,35
STAT 10-årig	2,98	3,00	2,85	2,80	2,75	2,75
SWAP 2-årig	2,99	2,95	2,80	2,65	2,60	2,60
SWAP 5-årig	3,15	3,15	3,00	2,90	2,85	2,85
SWAP 10-årig	3,36	3,40	3,25	3,20	3,15	3,15

STATSRENTER

 Euroområdet	Spot	Q2-26	Q3-26	Q4-26	Q1-27	Q4-27
Politikrente	2,00	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
STAT 10-årig	3,15	3,15	3,00	2,95	2,90	2,90

STATSRENTER

 USA	Spot	Q2-26	Q3-26	Q4-26	Q1-27	Q4-27
Politikrente	3,63	3,63	3,63	3,63	3,38	3,38
STAT 10-årig	4,61	4,60	4,45	4,35	4,30	4,30

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 enkeltsekskaber 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

- Simpel 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).