

# Usikkerhed om Fed dominerer fortsat

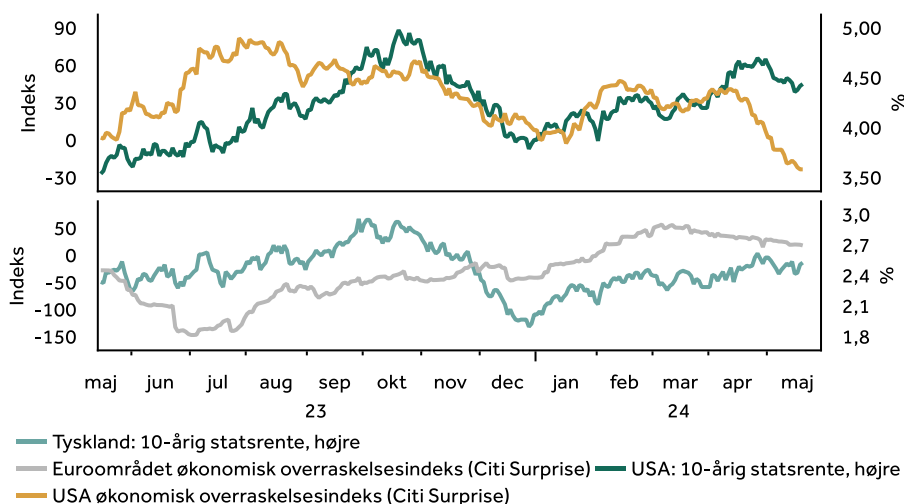
Mens det synes sikkert, at ECB's første rentenedsættelse er lige om hjørnet, er der større usikkerhed om Fed's timing senere i år. Det dominerer stadig renteutviklingen, hvor den seneste tendens til svagere USA-nøgletal har bremset de stigende renter. Vi forventer stadig faldende renter drevet af centralbanklempler, som vi vurderer, vil vise sig større end hvad markederne aktuelt indpriser.

- Vi fastholder renteforventning efter USA-opbremsning
- Udskydelse af Fed-rentenedsættelser bremser op
- ECB med gradvise rentenedsættelser, mens økonomi retter sig

## Vi fastholder renteforventning efter USA-opbremsning

Årets tendens til udskydelse af Fed's første rentenedsættelse er bremset op de seneste uger i kølvandet på svagere USA-nøgletal kombineret med udfaldet af Fed's maj-rentemøde. Det har sendt amerikanske renter lidt ned siden vores forrige renteprognose i april, mens de tyske og danske renter har peget let opad i perioden, hjulpet af større sikkerhed om ECB's forestående lempelser kombineret med relativt bedre udfald af de økonomiske nøgletal (se figur 1). På denne baggrund fastholder vi renteforventningerne fra tidligere, hvor vi ser lavere renter over prognosehorisonten, herunder med størst fald i de korte renter samt at faldet vil vise sig mest udpræget i USA. Herhjemme venter vi, at realkreditrenterne antager en lignende udvikling med en stejlere RTL-kurve til følge, men rentefaldene ventes her lidt mere beskedne end i danske statsrenter.

Figur 1: Negative overraskelser i USA trækker især ned i USA-renter



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

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

Analytikerassistent,  
 Janick Rommers  
 + 45 89 89 71 51  
 iar@jyskebank.dk

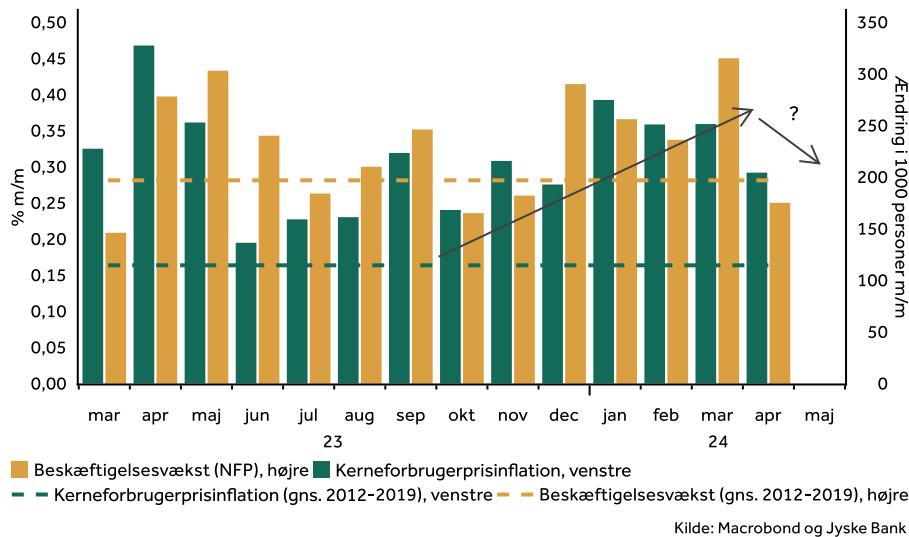
Risikoen på opsidet til vores hovedscenarie har især udspillet sig ind til videre i år. Men at risiciene stadig fremstår tosidige, har vi fået en forsigtig påmindelse om med den seneste tendens til svagere USA-tal, og så kan vi på ingen måde afskrive de geopolitiske spændinger, selvom markederne ser ud til at have vænnet sig til de tragiske situationer i Ukraine og Gaza.

**Vigtig investorinformation:**  
 Se materialets sidste sider.

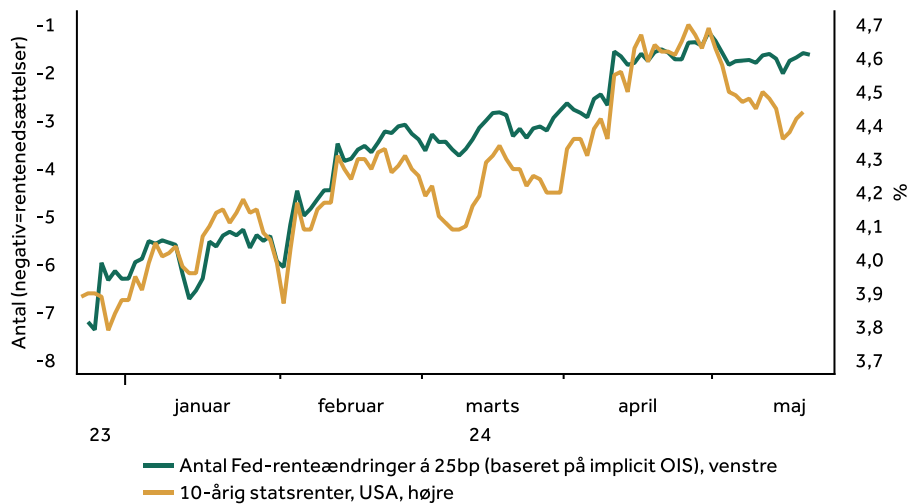
## Udskydelse af Fed-rentenedsættelser bremser op

Udviklingen på rentemarkederne over den seneste måneds tid har fortsat primært været styret af udviklingen i de amerikanske renter. Først i perioden modtog vi igen højere USA-tal for et uventet højt prispres i marts, hvilket sendte statsrenterne yderligere en tand opad. Herefter vendte udviklingen i kølvandet på et lidt dueagtigt udfald af maj-rentemødet i Fed, efterfulgt af tydeligere tegn på opbremsning i de amerikanske jobtal for april (se figur 2).

Figur 2: Er der ved at ske et skift i Feds to vigtige målvariable?



Figur 3: Markedernes udprisering af rentenedsættelser stoppet op

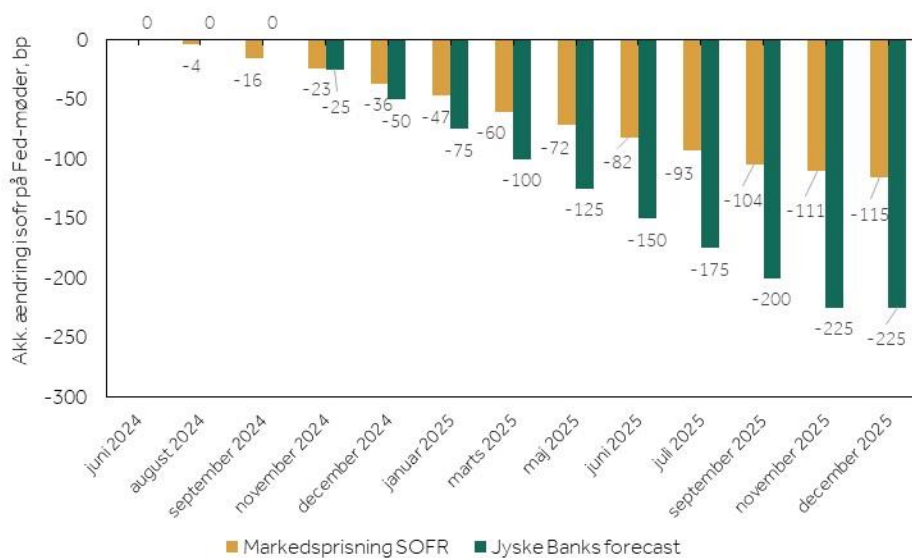


Det bremsede årets hidtidige tendens til udprisering af rentenedsættelser i USA i år (figur 3). Senest har vi modtaget en ny omgang forbrugerpriser i USA for maj, og de viste et fald i inflationen, som var en anelse større end ventet (figur 2). Det blev suppleret af den højeste stigning i antallet af dagpengemodtagere i ni måneder samt en ny omgang overraskende svage detailsalgstal (for maj). Det forstærker tegnene på, at privatforbruget er under stigende pres fra de højere renter (læs mere [her](#)). Samlet set har det sendt de amerikanske statsrenter ned

siden sidste renteprognose med omkring 15 bp - med lidt større fald i de lange obligationsrenter end i de korte.

På Feds maj-rentemøde var Fed-chef Powell afvisende over for tanken om renteforhøjelser, som han så som usandsynlige, og det var især nedtoningen af denne "halerisiko", som markederne bed mærke i. Ellers fastholdt Fed's rentekomité beskeden om, at man ikke vil sætte renten ned, førend man har fået større sikkerhed for at inflationen bevæger sig vedholdende mod målet på 2%. Men Fed fremhævede samtidigt, at der har været mangel på yderligere fremgang i inflationen ned mod målet på 2%. Så en vis udskydelse af udsigten til rentenedsættelser, som de fleste nok havde ventet. Ydermere bremsede Fed nedbringelsen af beholdningen af statspapirer (QT) en tand mere end ventet, og rentemødet endte med at skubbe renterne en tand ned. Læs mere om rentemødet [her](#). Siden rentemødet har vi modtaget en række Fed-taler, hvoraf de seneste maner en smule til forsigtighed ift. at konkluderer på en måneds svaghedstegn i job- og inflationstal.

Figur 4: Vi venter flere rentenedsættelser end markedet priser næste år



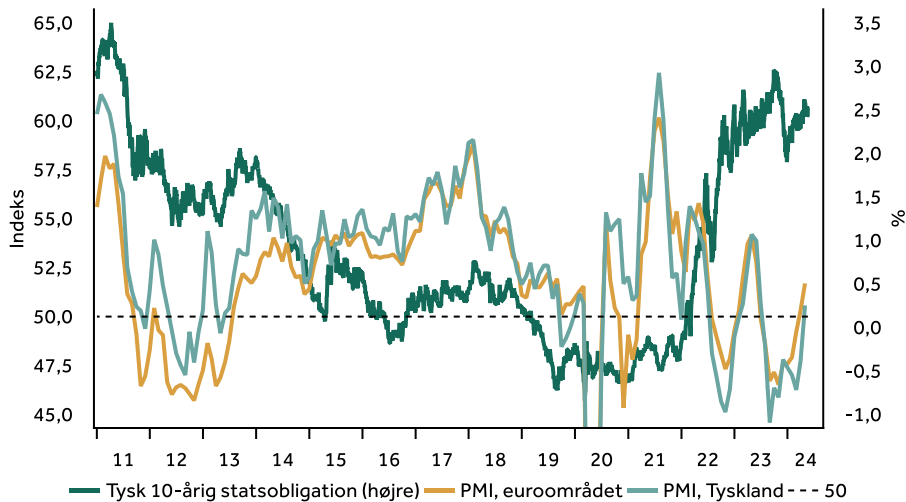
Efter rentemødet samt de blødere USA-tal priser rentemarkederne nu knapt to rentenedsættelser i år, sandsynligvis med den første i september. Det er nogenlunde i overensstemmelse med vores forventning, om end vi vurderer, at Fed vil vente med den første rentenedsættelse til efter præsidentvalget i november. Ser man længere frem, er vi fortsat mere dueagtige end markedsprisningen, idet vi forventer omkring 1%-point mere i rentenedsættelser ved udgangen af 2025 (figur 4). Det baserer vi først og fremmest på vores forventning til en opbremsning i den økonomiske aktivitet i år, hvor en recession dog undgås, hvilket vi muligvis nu ser de første indikationer på vil holde stik.

### ECB med gradvise rentenedsættelser, mens økonomi retter sig

Europa har spillet andenviolin ift. påvirkning af de globale rentetendenser, men om noget har vi set fortsatte bedringstegn for økonomien, hvor euroområdet (samt Tyskland) nu ser ud til så småt at lægge 1½ års stagnationstempo bag sig (se figur 5). De tyske (og danske) statsrenter er steget med 5-10 bp ift. den forrige

renteprognose, hvor de lidt mere positive vækstsignaler i euroområdet (og herunder i Tyskland) nok især har bevirket at renterne ikke er fulgt med de amerikanske ned. Til gengæld er forbrugerprisinflationen i euroområdet faldet yderligere, nogenlunde i overensstemmelse med ECB's forventninger.

Figur 5: PMI-indeks tilbage i positivt vækst-territorium



Siden rentemødet i april har vi desuden modtaget en del taler fra diverse styrelsesrådsmedlemmer i ECB. De peger stort set samstemmigt på en rentenedsættelse på rentemødet 6. juni. Nok så interessant har vi fået et par bud på, at ECB nok kommer med et par ekstra rentenedsættelser senere på året, og det er første gang i lang tid at styrelsesrådsmedlemmer forholder sig til hvad der skal ske med pengepolitikken ud over det helt korte sigt. Det er dog på linje med vores og markedernes prisning, og vi forventer at ECB fortsat vil være tilbageholdende med at sende ny signaler om det forventede lempelsesbehov i år. Til gengæld bør ECB også komme med en indikation for timingen for den næste rentenedsættelse på juni-rentemødet, hvor vi forventer at modtage et gradvist signal med fastholdelse af renten i juli, hvilket et par centrale ECB-folk også allerede har peget på.

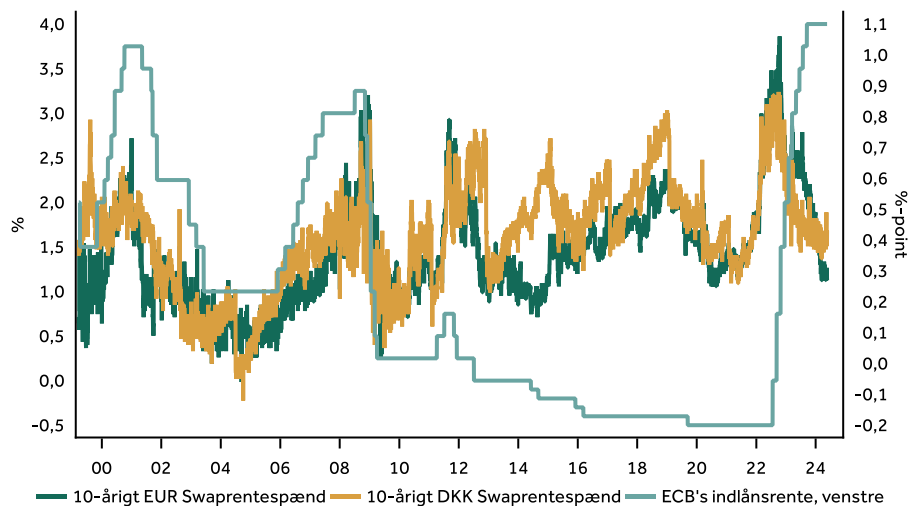
Ser vi længere frem, venter vi at ECB fortsat vil gå gradvist til værks med rentenedsættelser, understøttet af at økonomien igen kommer i let gear fremad, som vi nyligt har set forstærkede tegn på. Samtidigt vil der sandsynligvis være lidt usikkerhed om inflationen stadig har udsigt til at opfylde målet om prisstabilitet, givet fortsatte udfordringer fra et relativt stramt europæisk arbejdsmarked, usikkerhed om USA's vækst- og inflationstempo samt geopolitiske risici. Aktuelt har vi lidt flere ECB-rentenedsættelser end markedet priser frem til ultimo 2025, efter at markedet har trukket følehornene lidt til sig med udgangspunkt i udviklingen i USA over de seneste måneder. På denne baggrund ventes de lange obligationsrenter (herunder på tyske og danske 10-årige statsobligationer) stadig blot at falde gradvist over prognosehorisonten, om end vi ser lidt større fald end konsensusforventningen, som følge af vores mere aggressive syn på rentenedsættelser i USA.

## Nationalbanken følger ECB – realkreditrentekurve stejler

Vi forventer uændret at Nationalbanken herhjemme følger ECB ned på styringsrenterne over prognosehorisonten, og vi ser heller ikke basis for de store ændringer i de tyske-danske statsrentespænd. Den seneste måned har EUR/DKK svinget pænt om centralpariteten på 7,4603, og vi forventer fortsat at vi vil se en tendens til stærkere DKK over året, men ikke i et omfang der foranlediger behov for ensidig reaktion fra Nationalbanken.

Swaprentespændene herhjemme (samt i Europa) har om noget peget lidt ned ad fortrinsvist i den korte ende af rentekurven over den seneste måneds tid, i overensstemmelse med fortsat høj risikoappetit bl.a. målt på stigende aktiemarkeder suppleret af stigningen i EUR/USD. Overordnet ser swaprentespændene fortsat ud til at være bundet ud tidligere på året, og vi hælder mod en sandsynlig mindre udvidelse over prognosehorisonten. Godt nok er der umiddelbart udsigt til faldende renter, og centralbankerne er i gang med at sælge ud af de ophobede beholdninger af især statsobligationer (QT). Men på den anden side ser de relativt lave swaprentespænd allerede ud til at have indpriset en del af udsigten til lavere renter (se figur 6), og vi forventer at centralbankerne neddrogler QT-tempoet, hvilket Fed allerede har meldt ud. Desuden er der mulighed for øget usikkerhed på rentemarkederne, når centralbankerne først er kommet i gang med rentenedsættelser oven på den forholdsvis lange plateau-periode for styringsrenterne. Endelig er det usikkert om den generelt høje risikoappetit fortsætter i dette miljø, herunder som følge af den økonomiske afmatning vi trods alt venter i USA samt de fortsat udprægede geopolitiske risici.

Figur 6: Swapspænd allerede faldet meget inden rentenedsættelser



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Med hensyn til realkreditrenterne herhjemme, så har de været uændrede til pegende let nedad over den seneste måneds tid. Dermed har de ikke fulgt med statsrenterne op som følge af tendensen til de lavere swaprentespænd. 1- og 3-årige er stort set uændrede, mens 5- og 10-årige RTL-renter blot faldet med omkring 2 bp. Vi forventer uændret, at rentekurven baseret på RTL-renter bliver stejlere over prognosehorisonten, i takt med at korte renter falder mest.

Figur 7: RTL-renter stort set vandret den seneste måneds tid



Kilde: Jyske Bank

Perioden med stigende renter i slutningen af april indebar derudover, at for fastforrentede konverterbare 30-årige lån er der igen -om end kortvarigt - blevet åbnet for lån baseret på 5 %'s obligationer. Kursen er stadig tæt på 100 (mens den afdragsfri udgave stadig er lige under kurs 100), hvilket er blevet støttet af at swaprentespændene ikke er blevet indsnævret yderligere i lange løbetider. Vi forventer imidlertid, at udstedelser i 5 %'er er på lånt tid, idet pilen i vores prognose peger let nedad for de lange renter, hvilket bør bringe kursen på 5 %'s obligationer over 100 igen (jf. tabel 1).

**Tabel 1: Jyske Bank Boligrenteprognose**


Rente, %	I dag	Pr. 1.okt
RTL3	3,16	2,95
RTL5	2,99	2,80
RTL10	3,24	3,10
Tilbudskurs på 30-årig fast rente (5 % 2056) med afdrag	99,8	100,8

Note: De forventede kontantlånsrenter er estimeret ud fra en forventet udvikling i swaprenter med tilsvarende løbetider. Derfor kan der være afvigelser fra de faktiske renter, da de faktiske underliggende obligationer bag refinansieringerne ikke har præcis samme løbetid.


Se aktuelle renter her: [www.jyskebank.dk/erhverv/ejendomsfinansiering/kurser](http://www.jyskebank.dk/erhverv/ejendomsfinansiering/kurser)

Kilde: Jyske Bank


**Tabel 2: Jyske Bank Renteprognose****STATSRENTER**

 Danmark	Spot	Q2-24	Q3-24	Q4-24	Q1-25	Q4-25
Leading	3,60	3,35	3,10	2,85	2,60	1,85
Cibor 3m	3,72	3,65	3,35	3,10	2,85	2,30
Cibor 6m	3,83	3,75	3,45	3,20	2,95	2,50
STAT 2y	3,03	2,95	2,75	2,40	2,15	1,90
STAT 5y	2,45	2,40	2,25	2,05	1,80	1,85
STAT 10y	2,54	2,50	2,30	2,25	2,05	2,00
STAT 30y	2,62	2,55	2,55	2,35	2,20	2,25


**SWAPRENTER**

 Danmark	Spot	Q2-24	Q3-24	Q4-24	Q1-25	Q4-25
Cibor 3m	3,72	3,65	3,35	3,10	2,85	2,30
Cibor 6m	3,83	3,75	3,45	3,20	2,95	2,50
SWAP 2y	3,43	3,35	3,20	2,90	2,65	2,45
SWAP 5y	3,03	2,95	2,80	2,65	2,45	2,50
SWAP 10y	2,93	2,90	2,75	2,75	2,55	2,55
SWAP 30y	2,65	2,60	2,65	2,50	2,35	2,40


**STATSRENTER**

 EUROLAND	Spot	Q2-24	Q3-24	Q4-24	Q1-25	Q4-25
Leading	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	2,25
Euribor 3m	3,83	3,70	3,40	3,15	2,90	2,35
Euribor 6m	3,79	3,65	3,35	3,10	2,85	2,40
STAT 2y	2,99	2,90	2,70	2,35	2,10	1,85
STAT 5y	2,57	2,45	2,25	2,05	1,85	1,90
STAT 10y	2,53	2,45	2,25	2,20	2,00	1,95
STAT 30y	2,67	2,55	2,55	2,35	2,20	2,25

**SWAPRENTER**

 EUROLAND	Spot	Q2-24	Q3-24	Q4-24	Q1-25	Q4-25
Euribor 3m	3,83	3,70	3,40	3,15	2,90	2,35
Euribor 6m	3,79	3,65	3,35	3,10	2,85	2,40
SWAP 2y	3,33	3,25	3,10	2,80	2,55	2,35
SWAP 5y	2,90	2,80	2,65	2,50	2,30	2,35
SWAP 10y	2,80	2,75	2,60	2,60	2,40	2,40
SWAP 30y	2,53	2,45	2,50	2,35	2,20	2,25

**STATSRENTER**

 USA	Spot	Q2-24	Q3-24	Q4-24	Q1-25	Q4-25
Leading	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50	3,25
SOFR 3M	5,33	5,25	5,20	4,80	4,30	3,15
STAT 2y	4,83	4,75	4,50	4,10	3,80	3,35
STAT 5y	4,46	4,35	4,15	3,90	3,65	3,50
STAT 10y	4,44	4,35	4,15	4,00	3,75	3,65
STAT 30y	4,58	4,50	4,45	4,20	4,00	4,00

Kilde: Bloomberg &amp; 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](https://jyskebank.dk/investorinformation).