

Rentetop er nået, men fra højere niveauer

Renterne er fortsat op over sommeren, herunder især i den lange ende af rentekurverne. Vi fik renteforhøjelser fra Fed, ECB samt Nationalbanken i juli, men vi hælder til, at vi nu har nået en rentetop. Stigende økonomiske afmatningstegn ventes at vende fokus mod behovet for rentenedsættelser i begyndelsen af 2024. Vi venter flere rentenedsættelser end indpriset i markederne samt venter en stejlere rentekurve over prognosehorisonten.

Risikomærkning	<div style="width: 100%; height: 10px; background: linear-gradient(to right, green, yellow, red);"></div>	X
Kompleks		X
Ikke-kompleks		

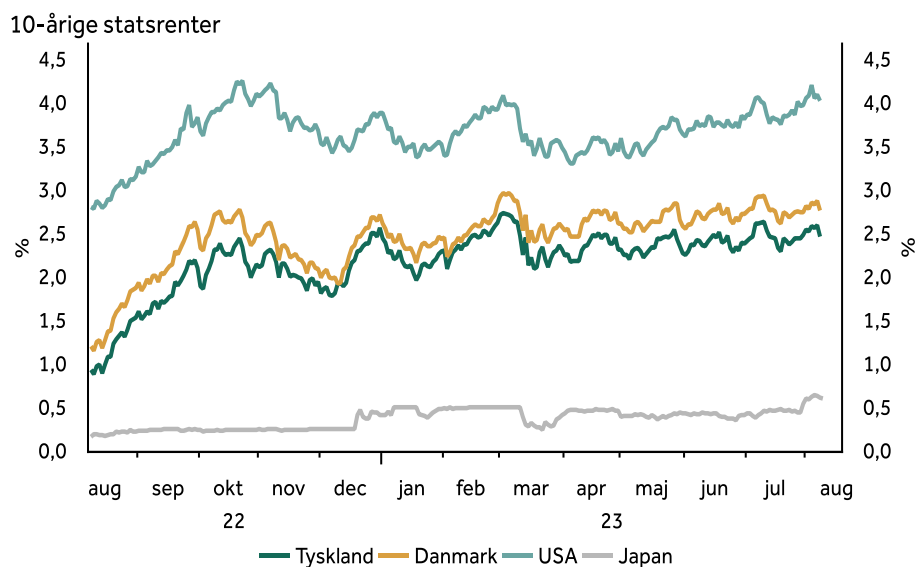
Se venligst de sidste sider for forklaring.

- Især amerikanske renter modtog et ekstra løft over sommeren...
- ... men tydeligere tegn på at rentetop nu er nået
- Fed's næste skridt bliver lempelser i 2024
- ECB og Nationalbanken er også færdige
- Realkredit: Kurvestejling

Især amerikanske renter modtog et ekstra løft over sommeren...

Siden sidste Renteprognose fra juni er renter fortsat yderligere op i den lange ende af rentekurverne, hjulpet af en omgang økonomiske nøgletal fra især USA, som trods afmatningstegn har styrket håbet om en blød landing i økonomien. Derudover leverede Fed en renteforhøjelse på 25 bp i juli, som var stort set indpriset af markedet. Stigningen i de lange amerikanske renter har desuden fået yderligere medvind fra Bank of Japan (BoJ), som på det seneste rentemøde lidt overraskende gjorde loftet for rentekurvekontrollen på 0,5% til et mere fleksibelt niveau. Det øgede spekulationerne om en fortsat tiltagende stramningstendens hos BoJ, hvilket påvirker de globale rentemarkeder, da det har betydning for det japanske "anker" for, hvor lave renter de globale porteføljer kan opnå. Endelig modtog USA en nedjustering af kreditkvaliteten på statsgæld af Fitch Ratings til AA+, hvilket lagde et ekstra pres op i de amerikanske statsrenter (læs [her](#)).

Figur 1:
Lange statsrenter er steget yderligere hen over sommeren - også i Japan



Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S
Rente- og valutastrateg,
Morten Hassing Povlsen
+45 89 89 71 08
mhp@jyskebank.dk

Chefanalytiker,
Rasmus Gudum-Sessingø
+45 46 79 16 19
rasmus.gudum@jyskebank.dk

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

Vigtig investorinformation:
Se materialets sidste sider.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

I Europa er de korte renter faldet en smule, mens lange renter er steget knapt så meget som i USA. ECB-mødet var lidt mere dueagtigt end ventet med endnu en renteforhøjelse på 25 bp, som ECB ikke udelukker, kan være den sidste. Alt imens er inflationen fortsat nedad i euroområdet, mens økonomien fremstår i yderligere modvind, herunder i tysk industri.

... men tydeligere tegn på at rentetop nu er nået

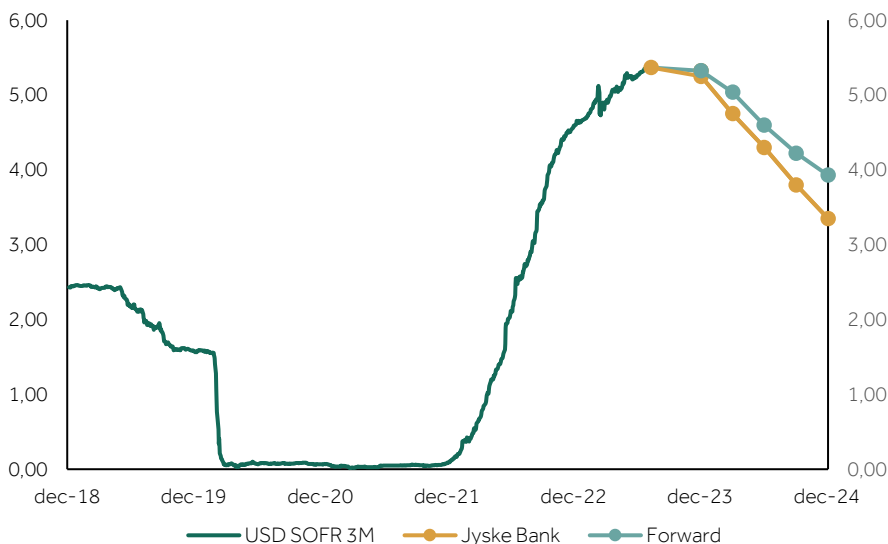
Vi har fortsat en afmatning i kikkerten i både USA og Europa i løbet af 2. halvår til trods for, at vi fortsat ser en vis modstandsdygtighed på især arbejdsmarkedene og i amerikansk økonomi som helhed. Men inflationen er fortsat ned, og det har øget troen på, at centralbankerne snarligt kan sætte en stopper for det vilde opstrammingsridt. Vi har imidlertid opjusteret vores prognose for korte statsrenter i USA, efter den seneste Fed-renteforhøjelse, og vi er enige med markederne som pt. Ikke indpriser yderligere renteforhøjelser fra Fed.

Prognosen for markedsrenterne er derfor, at helt korte renter vil holde sig uændrede på helt kort sigt, mens lange renter er tæt på rentetoppen, og især i amerikansk regning kan falde lidt tilbage på helt kort sigt oven på sommerens løft. Derudover ventes lange renter generelt at falde mere end indpriset i takt med mere bløde signaler fra centralbankerne. Vi fastholder udsigten til, at Fed, ECB og Nationalbanken påbegynder rentenedsættelser i begyndelsen af 2024, hvilket bør trække tydeligere ned i de korte renter også. [Læs mere her](#). Risikoen til vores basisscenarie er (endnu en gang) i retning af, at politikrenterne vil blive holdt høje i længere tid.

Fed's næste skridt bliver lempelser i 2024

De amerikanske statsrenter er steget siden sidste renteprognose i juni, men dog fortrinsvist i de lange renter. Den 10-årige statsrente er steget med omkring 30 bp hjulpet af og robuste aktivitetstal, såsom BNP for 2. kvartal samt et arbejdsmarked, som er stadig mindre robust, om end det stadig sker langsomt, nedgraderingen af kreditkvaliteten samt BoJ's opstrammingsignal.

Figur 2:
3M SOFR ventes at falde mere end indpriset



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

De korte renter er stort set uændrede hjulpet af et lidt større fald i forbrugerprisinflationen end ventet i juni, kombineret med et juli-rentemøde, hvor Fed hævede renten med 25 bp, men var usikker om behovet for flere renteforhøjelser. Feds ageren kommer derfor til at afhænge af den kommende nøgletal. Vi forventer ikke flere renteforhøjelser fra Fed, så prognosen for Fed er på linje med markedsforventningerne, om at en rentetop nu sandsynligvis er nået. Vi venter stadig, at Fed funds renten nedsættes med 200 bp i løbet af 2024. Dette er mere dueagtigt end indpriset i markederne. Derfor er prognosen, at USD-renter falder mere end indpriset.

Figur 3:
10-årig amerikanske statsrente ventes at falde mere end indpriset



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

ECB og Nationalbanken er også færdige

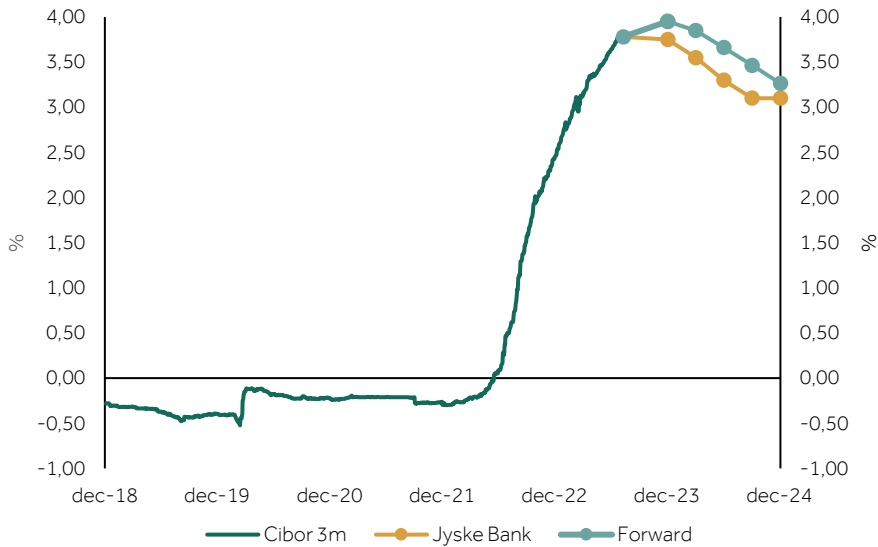
Der har været en mere blandet udvikling i de danske og tyske statsrenter, hvor vi også har set en stejling i rentekurven via et fald på omkring 10 bp i de korte renter, mens den lange ende er steget med omkring 20bp. Stejlingen skyldes især udviklingen i de globale renter, mens de lavere korte renter skyldes, at ECB ændrede signaler og overvejer, om rentetoppen er nået på juli-rentemødet. ECB's nye signaler skyldes bl.a. den svagere udvikling i de seneste nøgletal.

Bemærk også tekniske ændringer fra ECB: Bundesbank nedsatte i sidste uge renten på statens indlån til 0%, og dermed fulgte trop med ECB's genindførelse af renteloft på overskudsreserve til 0%.

Vi fastholder vores prognose for politikrenterne i ECB og Nationalbanken, og vi forventer dermed ikke yderligere renteforhøjelser fra centralbankerne i år. Det er stadig mindre aggressivt end markedsprisningen, som peger på lidt over 50% sandsynlighed for endnu en renteforhøjelse i efteråret. Markedsprisningen er dog blevet skruet noget ned efter rentemødet den 27. juli. I 2024 forventer vi at ECB og Nationalbanken foretager rentenedsættelser på i alt 75 bp, startende i 1. kvartal, hvilket er lavere renter end priset i markederne. Vi forventer derfor ikke det

store potentiale for yderligere rentestigninger i de korte renter, men ser mulighed for fald frem mod årsafslutningen.

Figur 4:
3M Cibor ventes at falde mere end indpriset



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

De lange renter i DKK og EUR ventes at falde lidt mere end indpriset. Vi venter ikke større udsving i DKK-EUR rentespænd. Vi vurderer stadig, at risikoen er for, at spændene falder moderat. Risikoen er stadig på opsidens for renterne i forhold til prognosen, om end risikoen for Fed-renteoverraskelser på opsidens vurderes at være aftaget, mens der stadig er risiko for, at ECB ikke har styr på inflationen, herunder den stædigt høje kerneinflation, men på den anden side er de seneste vækstsignaler noget mere nedtonede.

Figur 5:
10-årig swaprente i DKK ventes at falde mere end indpriset



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

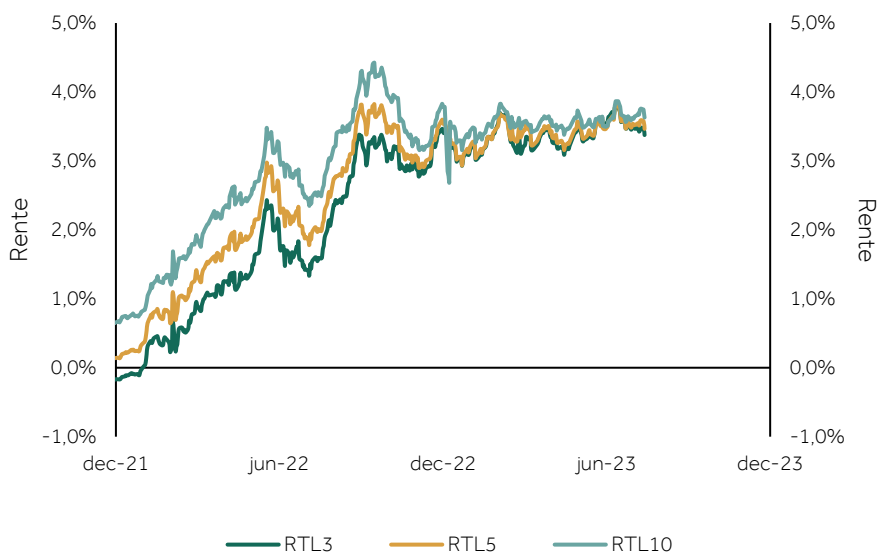
Efter rentestigningerne i begyndelsen af juli i både korte og lange renter til nye højeste niveauer siden marts, har især fronten (de korte renter) aftaget jævnt i de seneste uger hen over rentemøderne i slutningen af juli. Det tyder således ikke på, at de lange renter modtager yderligere pres fra fronten. De lange renter synes således aktuelt at være påvirket af andre faktorer, såsom BoJ samt USA's kreditnedjustering. Givet af disse antages at fortage sig, kan de lange renter korrigerer ned, hvilket også er fint i tråd med de svagere økonomiske signaler fra især Europa. Vi ser derfor mulighed for, at den lange ende af rentekurverne i stigende grad begynder at spekulere i rentenedsættelser, som vi forventer bliver temaet i 2024. Vi vil derfor især holde øje med tiltagende afmatningstegn fra Europa, som skal vurderes over for inflationsdata, hvor der som udgangspunkt ventes yderligere fald. Spørgsmålet er, om de bliver udprægede nok til, at ECB og markederne øger fokus på muligheden for fremtidige rentenedsættelser.

Realkredit: Kurvestejling

De danske realkreditrenter er steget en smule yderligere siden renteprognosen i juni. Rentestigningen har spejlet den for statsrenterne med de største stigninger i de længere løbetider. Dog har rentestigningerne været mindre udprægede, herunder da vi har set aftagende swap-rentespænd. RTL-rentekurven er dermed stejlet en smule, men er dog stadig flad.

Efterhånden som vi nærmer os de ventede rentenedsættelser i 2024, kan vi se en tendens til en yderligere stejling i RTL-rentekurven som følge af større rentefald i den korte ende. I det 30-årige konverterbare segment er det stadig 5%'eren, der er åben for nye lån. Med mere dueagtige prognoser for centralbankerne er prognosen for danske realkreditrenter, at de er tæt på toppen eller har toppet.

Figur 6:
Kurvestejling på danske rentetilpasningsobligationer



Kilde: Jyske Bank


Tabel 1: Jyske Bank Boligrenteprognose

Rente, %	I dag	Pr. 1. jan.
RTL3	3,46	3,25
RTL5	3,56	3,40
RTL10	3,72	3,60
Kurs på 30-årig fast rente (5 % 2056) med afdrag	98,13	99,0


Se aktuelle renter her: www.jyskebank.dk/erhverv/ejendomsfinansiering/kurser

Kilde: Jyske Bank


Tabel 2: Jyske Bank Renteprognose
STATSRENTER

 Danmark	Spot	Q4-23	Q1-24	Q2-24	Q3-24	Q4-24
Leading	3,35	3,35	3,10	2,85	2,60	2,60
Cibor 3m	3,78	3,75	3,55	3,30	3,10	3,10
Cibor 6m	4,02	3,95	3,70	3,45	3,25	3,25
STAT 2y	3,05	2,80	2,50	2,40	2,20	2,05
STAT 5y	2,53	2,40	2,25	2,20	2,20	2,20
STAT 10y	2,78	2,70	2,60	2,55	2,55	2,55
STAT 30y	2,70	2,60	2,50	2,45	2,45	2,45
STAT 5y - 2y	-0,53	-0,40	-0,25	-0,20	0,00	0,15
STAT 10y - 5y	0,26	0,30	0,35	0,35	0,35	0,35
STAT 30y - 10y	-0,08	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10


SWAPRENTER

 Danmark	Spot	Q4-23	Q1-24	Q2-24	Q3-24	Q4-24
Cibor 3m	3,78	3,75	3,55	3,30	3,10	3,10
Cibor 6m	4,02	3,95	3,70	3,45	3,25	3,25
SWAP 2y	3,79	3,55	3,25	3,15	2,90	2,75
SWAP 5y	3,34	3,20	3,05	3,00	2,95	2,90
SWAP 10y	3,23	3,10	2,95	2,85	2,85	2,80
SWAP 30y	2,86	2,70	2,60	2,55	2,50	2,50
SWAP 5y - 2y	-0,45	-0,35	-0,20	-0,15	0,05	0,15
SWAP 10y - 5y	-0,11	-0,10	-0,10	-0,15	-0,10	-0,10
SWAP 30y - 10y	-0,36	-0,40	-0,35	-0,30	-0,35	-0,30


STATSRENTER

 EUROLAND	Spot	Q4-23	Q1-24	Q2-24	Q3-24	Q4-24
Leading	3,75	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00
Euribor 3m	3,77	3,70	3,45	3,20	3,00	3,00
Euribor 6m	3,92	3,85	3,60	3,35	3,15	3,10
STAT 2y	2,94	2,70	2,40	2,25	2,05	1,90
STAT 5y	2,50	2,35	2,20	2,15	2,15	2,15
STAT 10y	2,49	2,35	2,25	2,20	2,20	2,20
STAT 30y	2,58	2,45	2,35	2,30	2,30	2,30
STAT 5y - 2y	-0,44	-0,35	-0,20	-0,10	0,10	0,25
STAT 10y - 5y	-0,01	0,00	0,05	0,05	0,05	0,05
STAT 30y - 10y	0,09	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

SWAPRENTER

 EUROLAND	Spot	Q4-23	Q1-24	Q2-24	Q3-24	Q4-24
Euribor 3m	3,77	3,70	3,45	3,20	3,00	3,00
Euribor 6m	3,92	3,85	3,60	3,35	3,15	3,10
SWAP 2y	3,67	3,45	3,15	3,00	2,75	2,60
SWAP 5y	3,20	3,05	2,90	2,85	2,80	2,75
SWAP 10y	3,09	2,95	2,80	2,70	2,70	2,65
SWAP 30y	2,72	2,55	2,45	2,40	2,35	2,35
SWAP 5y - 2y	-0,48	-0,40	-0,25	-0,15	0,05	0,15
SWAP 10y - 5y	-0,11	-0,10	-0,10	-0,15	-0,10	-0,10
SWAP 30y - 10y	-0,37	-0,40	-0,35	-0,30	-0,35	-0,30

STATSRENTER

 USA	Spot	Q4-23	Q1-24	Q2-24	Q3-24	Q4-24
Leading	5,50	5,50	5,00	4,50	4,00	3,50
SOFR 3M	5,37	5,25	4,75	4,30	3,80	3,35
STAT 2y	4,77	4,30	3,80	3,50	3,25	3,10
STAT 5y	4,12	3,80	3,50	3,40	3,35	3,35
STAT 10y	4,03	3,75	3,60	3,50	3,50	3,50
STAT 30y	4,20	3,85	3,70	3,60	3,60	3,60
STAT 5y - 2y	-0,65	-0,50	-0,30	-0,10	0,10	0,25
STAT 10y - 5y	-0,10	-0,05	0,10	0,10	0,15	0,15
STAT 30y - 10y	0,17	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

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.

Dette materiale er en investeringsanbefaling, som er udarbejdet 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 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 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

- Sempel regressionsmodel, hvor valutakrydset værdiansættes via variabler som f.eks. forskelle i realrenter, rentekurvehældning, kurvatur, råvarepriser og volatiliteter.
- Principal komponentanalyse-model, hvor valutakrydset værdiansættes via variabler som f.eks. forskelle i reale og nominelle swaprenter, rentekurvehældning og kurvatur.
- Jyske Markets økonomiske forventninger til vækst, inflation, pengepolitik indgår i modelvariabler.
- Positionering, markedspsykologiske vurderinger, spilteoretisk scenarioanalyse og mønstergenkendelsesteknik indgår i vurderingsmaterialet.

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.

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.

Risikomærkning

Grøn: En type af investeringsprodukt er i kategorien grøn, hvis risikoen for at tabe hele det investerede beløb må betragtes som meget lille, og produkttypen ikke er vanskelig at gennemskue.

Gul: En type af investeringsprodukt er i kategorien gul, hvis der er risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist, og produkttypen ikke er vanskelig at gennemskue.

Rød: En type af investeringsprodukt er i kategorien rød, hvis der er en risiko for at tabe mere end det investerede beløb, eller hvis produkttypen er vanskelig at gennemskue.

Kompleksitet

For at et produkt kan betegnes som "ikke-kompleks":

- Skal det kunne afhændes, indløses eller på anden måde realiseres til en offentligt tilgængelig kurs.
- Skal det ikke indebære en faktisk eller potentiel forpligtelse for kunden, som overstiger udgiften ved erhvervelsen.
- Skal prissætning fastsættes uden reference til andre værdipapirers priser, samt andre indekser og mål.
- Skal der findes let forståelige, offentligt tilgængelige oplysninger om produktets karakteristika.
- Må produktet ikke være et derivat.

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.