

# Fladere rentekurver og stigende swapspænd

Massiv fladning af rentekurver og højere rentevolatiliteter i takt med højere inflation og indprisering af renteforhøjelser fra Fed, ECB, BOE og Nationalbanken indenfor det næste år. Vi venter stadig, at ECB og Nationalbanken vil være betydeligt langsommere med opstramninger end Fed, så rentespænd på tværs af Atlanten udvides yderligere.

- Høj inflation, fladere rentekurver og stigende swapspænd
- Fed strammer pengepolitikken i et adstadigt tempo
- ECB fortsat priset for aggressivt ift. renteforhøjelser
- Potentiale i stejle danske rentekurver
- Kortere realkreditrenter ventes stadig lave

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

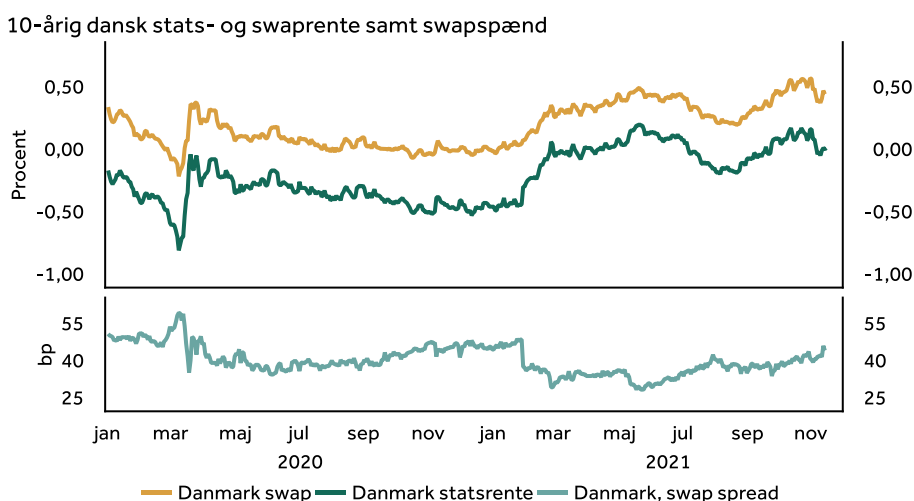
Se venligst de sidste sider for forklaring.

## Høj inflation, fladere rentekurver og stigende swapspænd

Rentekurver er fladet massivt siden starten af oktober, hvor lange renter i både Europa og USA er faldet op mod 30 bp siden renteprognosen i oktober. Inflationen i USA var 6,2 % i oktober, hvilket er højest siden december 1990. Derfor er korte USD-renter steget op mod 30 bp i spekulation om, at Fed hæver renten kort tid efter, at nettoopkøbene af obligationer formentlig er overstået i juni næste år. Vi har fremrykket forventningerne om, at den første renteforhøjelse fra Fed leveres i december 2022, og derefter hver 6. måned i 2023. Læs mere [her](#). Vi venter, at lange USD-renter stiger mere end indpriset og rentekurven flader yderligere.

Korte swaprenter i Europa er også steget, men er dog faldet siden toppen i oktober, efter 1) mere dueagtige kommentarer fra ECB-medlemmer om, at renten højst sandsynlig ikke bliver hævet i 2022, og 2) BOE overraskede ved at fastholde renten i november, hvor der var indpriset en renteforhøjelse på 15 bp.

**Figur 1: Fald i lange danske renter, mens swapspænd er udvidet**



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S

Rente- og valutastrateg,  
Morten Hassing Povlsen  
+45 89 89 71 08  
mhp@jyskebank.dk

Valuta-, rente- og oliestrateg,  
Jan Bylov  
+45 89 89 71 68  
jan.bylov@jyskebank.dk

Analytikerassistent,  
Naveed Neghabat  
+45 89 89 71 49  
nne@jyskebank.dk

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

Markederne priser dog stadig, at ECB hæver renten i 2022. Vi venter stadig, at den høje inflation i euroområdet er midlertidig, og at renten tidligst bliver hævet i 2024. Derfor venter vi, at korte renter i EUR ikke stiger så meget som indpriset. Vi vurderer, at intervallet -0,30% til -0,10% holder for den 10-årige tyske statsrente

op mod ECB-mødet den 16. december, mens lange renter i EUR stiger lidt mere end indpriset i løbet af 2022 og 2023.

Swapspænd i EUR og DKK er udvidet markant, efter specielt tyske statsobligationer er efterspurgt og at rentespænd oftest udvides, når der er forventninger til pengepolitiske opstramninger. Vi ser risiko for, at swapspænd forbliver høje, da markederne stadig vil indprise en risikopræmie for, at ECB hæver renten tidligere end i vores prognose.

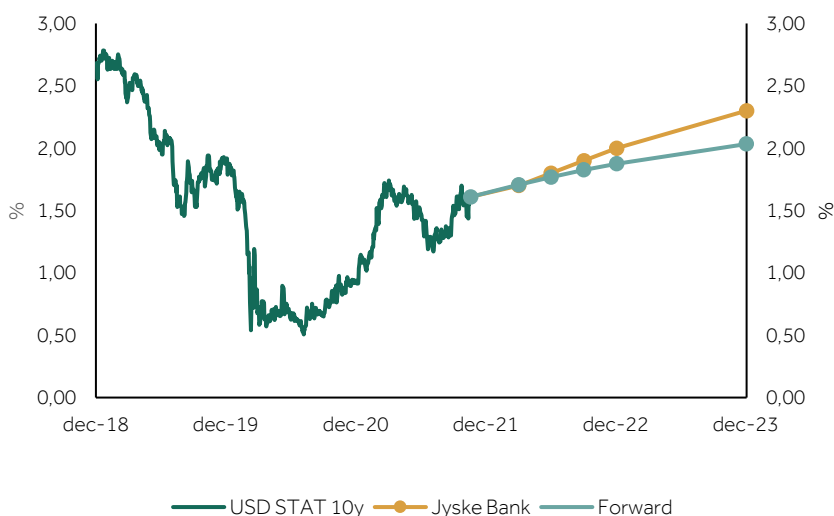
DKK-EUR rentespænd er udvidet moderat for kortere løbetider, mens spænd er faldet for længere løbetider, selvom EURDKK er kommet tættere på interventionsniveauer. Desuden er rentevolatiliteter steget til de højeste niveauer i flere år, hvilket bl.a. presser danske konverterbare obligationer. Vi venter, at Nationalbanken fastholder renten, mens markederne priser en renteforhøjelse i løbet af 2022. Vi venter relativt stabile DKK-EUR rentespænd, og venter derfor, at lange danske renter stiger lidt mere end indpriset.

### Fed strammer pengepolitikken i et adstadigt tempo

Rentekurver er fladet massivt siden starten af oktober, hvor lange USD-renter er faldet op mod 16 bp siden renteprognosen i oktober. Fed annoncerede ved rentemødet i november, at aftrapningen af nettoopkøbene starter midt i november, som vi derfor vurderer, er overstået i juni 2022.

Inflationen i USA var 6,2 % i oktober, hvilket er højest siden december 1990. Derfor er korte USD-renter steget op mod 30 bp i spekulation om, at Fed hæver renten kort tid efter, at nettoopkøbene af obligationer formentlig er overstået i juni næste år. Vi har fremrykket forventningerne om, at den første renteforhøjelse fra Fed leveres i december 2022, og derefter hver 6. måned i 2023. Læs mere [her](#). Vi venter, at lange USD-renter stiger mere end indpriset og rentekurven flader yderligere.

**Figur 2: Den 10-årige amerikanske statsrente ventes at stige mere end indpriset**



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

## ECB fortsat priset for aggressivt ift. renteforhøjelser

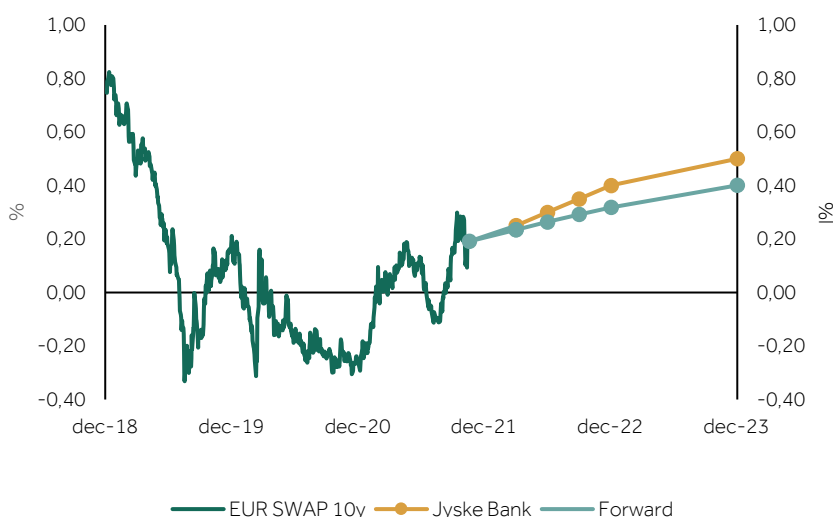
Rentekurver er fladet i EUR, efter lange renter er faldet op mod 30 bp siden renteprognosen i oktober, mens korte swaprenter er steget. Op mod ECB-mødet i oktober var renter ellers steget og rentespænd inden for euroområdet var udvidet, men ECB forsøgte ikke helhjertet at modgå disse markedsbevægelser ved ECB-mødet. Dette pressede renter yderligere op, men renter er dog faldet noget siden toppen i oktober, efter 1) mere dueagtige kommentarer fra ECB-medlemmer om, at renten højst sandsynlig ikke bliver hævet i 2022, og 2) BOE overraskede ved at fastholde renten i november, hvor der var indpriset en renteforhøjelse på 15 bp.

Inflation i euroområdet steg 4,1 % i oktober (konsensus 3,7%), og stiger yderligere i de næste par måneder. Derfor kan det blive vanskeligt for duerne i ECB at forlænge den ekstremt lempelige pengepolitik over en længere periode. Derfor bør der være en risikopræmie i fronten for, at ECB kan hæve renten. Markederne priser, at ECB hæver renten i slutningen af 2022, mens vi stadig venter, at renten tidligst bliver hævet i 2024, da inflationen ventes lavere i løbet af 2022. Derfor venter vi, at korte renter ikke stiger så meget i EUR som indpriset.

Swapspænd i EUR (og DKK) er udvidet markant, efter specielt tyske statsobligationer er efterspurgt og at rentespænd oftest udvides, når der er forventninger til pengepolitiske opstramninger. Vi ser risiko for, at swapspænd forbliver høje, da markederne stadig vil indprise en risikopræmie for, at ECB hæver renten tidligere end i vores prognose.

Vi vurderer, at intervallet -0,30% til -0,10% holder for den 10-årige tyske statsrente op mod ECB-mødet den 16. december, mens lange renter i EUR stiger lidt mere end indpriset i løbet af 2022 og 2023.

**Figur 3: Den 10-årige swaprente i EUR ventes at stige lidt mere end indpriset**



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

## Potentiale i stejle danske rentekurver

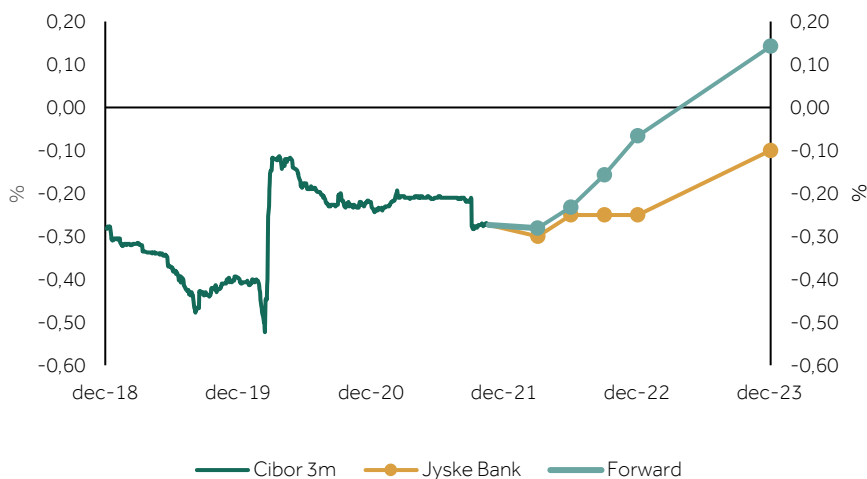
Rentekurver er også fladet i DKK, efter lange renter er faldet op mod 30 bp siden renteprognosen i oktober, mens korte swaprenter er steget. Nationalbanken interвенerede for 1,5 mia. kr. i oktober, hvilket formentlig var i slutningen af september (før rentenedsættelsen den 30. september) med valør i oktober. EURDKK er dog igen faldet og er kommet tættere på interventionsniveauer.

Vores prognose er, at Nationalbanken fastholder renterne i hele prognoseperioden (til og med 2023), mens risikoen er, at Nationalbanken igen begynder at intervenere for at svække kronen over for euroen. I så fald venter vi, at interventioner på 20-30 mia. kr. er tilstrækkeligt, før renten nedsættes igen. Markederne priser en renteforhøjelse i løbet af 2022, så korte danske renter er for høje i forhold til vores prognose.

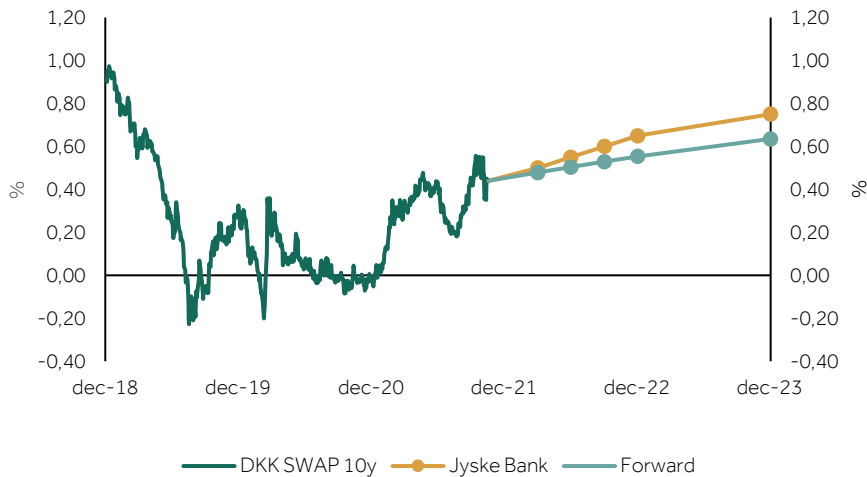
Vær også opmærksom på, at den nye danske referencerente DESTR lanceres 1. april 2022 – læs mere i analysen [DESTR startdato og spændestimat mod DKK T/N](#).

Vi venter relativt stabile DKK-EUR rentespænd, og venter derfor, at lange danske renter stiger lidt mere end indpriset, så danske rentekurver stejler.

**Figur 4: 3M Cibor ventes ikke at stige så meget som indpriset**



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

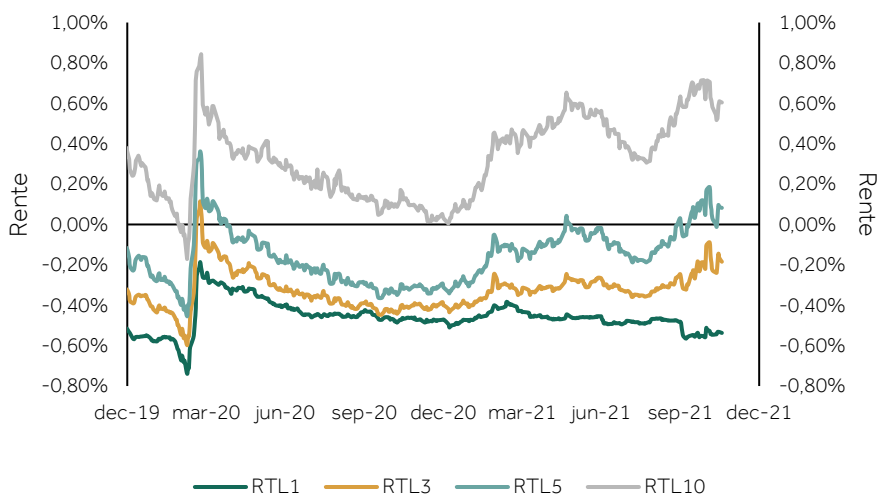
**Figur 5: Den 10-årige swapprente i DKK ventes at stige lidt mere end indpriset**

Kilde: Bloomberg &amp; Jyske Bank

**Kortere realkreditrenter ventes stadig lave**

Der har været store udsving i renter på danske realkreditobligationer, hvor specielt det konverterbare segment er ramt af, at rentevolatiliteter er steget til de højeste niveauer i flere år. De fladere rentekurver er dog med til at understøtte de konverterbare obligationer, hvor de 30-årige 2%’ere uden afdrag er åbnet – dog ikke obligationerne med afdrag.

I denne uge starter auktionerne over danske realkreditobligationer, hvor renter på rentetilpasningsobligationer med lidt længere løbetider stadig ventes af være lave. Læs mere i analysen [Attraktive RTL'er på auktion](#).

**Figur 6: Renter på danske rentetilpasningsobligationer**

Kilde: Jyske Bank

**Tabel 1: Jyske Bank Boligrenteprognose**


Rente, %	I dag	Pr. 1. apr.
RTL1	-0,36	-0,35
RTL3	-0,25	-0,20
RTL5	0,03	0,05
RTL10	0,53	0,60
Kurs på 30-årig fast rente (1,5 % 2053) med afdrag	97,33	97,14

Note: Obligationerne kan ændres, hvor specielt RTL1 kan blive påvirket


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

Kilde: Jyske Bank


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

 Danmark	Spot	Q1-22	Q2-22	Q3-22	Q4-22	Q4-23
Leading	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60
Cibor 3m	-0,27	-0,30	-0,25	-0,25	-0,25	-0,10
Cibor 6m	-0,19	-0,20	-0,15	-0,15	-0,15	0,00
STAT 2y	-0,62	-0,60	-0,60	-0,60	-0,55	-0,40
STAT 5y	-0,40	-0,40	-0,35	-0,35	-0,30	-0,15
STAT 10y	0,04	0,05	0,10	0,15	0,20	0,30
STAT 30y	0,32	0,35	0,40	0,45	0,50	0,55
STAT 5y - 2y	0,23	0,20	0,25	0,25	0,25	0,25
STAT 10y - 5y	0,44	0,45	0,45	0,50	0,50	0,45
STAT 30y - 10y	0,28	0,30	0,30	0,30	0,30	0,25


**SWAPRENTER**

 Danmark	Spot	Q1-22	Q2-22	Q3-22	Q4-22	Q4-23
Cibor 3m	-0,27	-0,30	-0,25	-0,25	-0,25	-0,10
Cibor 6m	-0,19	-0,20	-0,15	-0,15	-0,15	0,00
SWAP 2y	-0,03	0,00	0,00	0,00	0,05	0,10
SWAP 5y	0,20	0,25	0,30	0,30	0,35	0,45
SWAP 10y	0,44	0,50	0,55	0,60	0,65	0,75
SWAP 30y	0,54	0,60	0,65	0,70	0,75	0,80
SWAP 5y - 2y	0,23	0,25	0,30	0,30	0,30	0,35
SWAP 10y - 5y	0,24	0,25	0,25	0,30	0,30	0,30
SWAP 30y - 10y	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,05


**STATSRENTER**

 EUROLAND	Spot	Q1-22	Q2-22	Q3-22	Q4-22	Q4-23
Leading	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Euribor 3m	-0,56	-0,55	-0,50	-0,50	-0,50	-0,35
Euribor 6m	-0,53	-0,50	-0,45	-0,45	-0,45	-0,30
STAT 2y	-0,70	-0,75	-0,75	-0,75	-0,70	-0,60
STAT 5y	-0,53	-0,55	-0,50	-0,50	-0,50	-0,40
STAT 10y	-0,23	-0,20	-0,15	-0,10	-0,05	0,05
STAT 30y	0,10	0,10	0,15	0,20	0,25	0,35
STAT 5y - 2y	0,17	0,20	0,25	0,25	0,20	0,20
STAT 10y - 5y	0,30	0,35	0,35	0,40	0,45	0,45
STAT 30y - 10y	0,32	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30

**SWAPRENTER**

 EUROLAND	Spot	Q1-22	Q2-22	Q3-22	Q4-22	Q4-23
Euribor 3m	-0,56	-0,55	-0,50	-0,50	-0,50	-0,35
Euribor 6m	-0,53	-0,50	-0,45	-0,45	-0,45	-0,30
SWAP 2y	-0,32	-0,30	-0,30	-0,30	-0,25	-0,20
SWAP 5y	-0,07	-0,05	0,00	0,00	0,05	0,15
SWAP 10y	0,19	0,25	0,30	0,35	0,40	0,50
SWAP 30y	0,33	0,35	0,40	0,45	0,50	0,55
SWAP 5y - 2y	0,25	0,25	0,30	0,30	0,30	0,35
SWAP 10y - 5y	0,26	0,30	0,30	0,35	0,35	0,35
SWAP 30y - 10y	0,14	0,10	0,10	0,10	0,10	0,05

**STATSRENTER**

 USA	Spot	Q1-22	Q2-22	Q3-22	Q4-22	Q4-23
Leading	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00
Libor 3m	0,16	0,20	0,35	0,55	0,85	1,30
STAT 2y	0,53	0,60	0,70	0,80	0,95	1,40
STAT 5y	1,26	1,35	1,45	1,60	1,75	2,10
STAT 10y	1,61	1,70	1,80	1,90	2,00	2,30
STAT 30y	1,98	2,05	2,10	2,15	2,20	2,45
STAT 5y - 2y	0,74	0,75	0,75	0,80	0,80	0,70
STAT 10y - 5y	0,35	0,35	0,35	0,30	0,25	0,20
STAT 30y - 10y	0,37	0,35	0,30	0,25	0,20	0,15

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.

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.

Analysen er ikke blevet forelagt udstederen forud for offentliggørelse (medmindre andet er angivet).

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

<https://jyskebank.com/da/investinfo>

### 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, debitorsammensætning 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.
- 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.

#### Anbefalinger

Den enkelte kunde bør i samarbejde med sin rådgiver altid forholde sig til den udvalgte anbefaling og strategi i forhold til kundens risikoprofil og formål.

### Opdatering af analysen

#### Rente

Renteprognosen laves månedligt med forskellige horisonter ud til to år. Anbefalinger og strategier udsendes og opdateres på ad hoc basis.

#### Valuta

Kursmål med forskellige horisonter ud til et år fastsættes månedligt. Anbefalinger og strategier udsendes og opdateres på ad hoc basis.

### Risiko

Investering og handel med valuta og renter er behæftet med risiko, hvorfor vurderinger og evt. anbefalinger i denne analyse kan være forbundet med risiko. Se selve analysen for vurdering af evt. risici. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger i analysen kan ikke ses som udtømmende.

### 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 bedste 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 fremtidigt afkast.

Oplyste renter og kurser i materialet er enten seneste observerede i markedet jf. påførte tidsstempel. For realkreditobligationer henvises til Jyske Realkredits hjemmeside [www.jyskerealkredit.dk/erhverv/kurser](http://www.jyskerealkredit.dk/erhverv/kurser). Det er vigtigt at understrege, at de oplyste renter og kurser ikke er handlebare for kunden.



### 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.