

# Markante rentestigninger, spændudvidelser og udsving

Renter er steget markant, efter stigende inflation presser centralbankerne til at hæve renterne i et tempo, som ikke er set i flere årtier. Markedsudsving er markante, hvilket også er med til at presse det danske realkreditmarked. Prognoserne er opjusteret markant for ECB og Nationalbanken, som ventes at hæve renterne med 250 bp på under et år, mens Fed hæver renten mere aggressivt end indpriset. Rentekurver ventes at flade yderligere.

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.

- Markante rentestigninger, spændudvidelser og markedsudsving
- Fed fortsætter med at hæve renten betydeligt
- Markant opjustering af prognosen for ECB og Nationalbanken
- Dansk realkredit under massivt pres

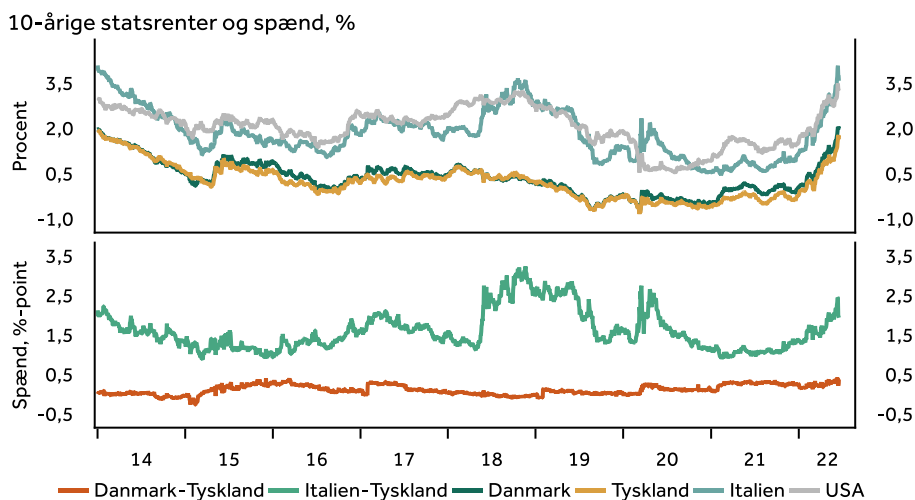
## Markante rentestigninger, spændudvidelser og markedsudsving

Korte renter i Europa og USA er steget op mod 90 bp siden renteprognosen i starten af maj. Lange renter er også steget, mens rentespænd inden for euroområdet er udvidet markant. Markedsudsving er betydelige, så rentevolatiliteter er steget til rekordhøje niveauer, hvilket er med til at øge risikopræmieerne i de konverterbare danske realkreditobligationer.

Rentestigningerne skyldes, at centralbankerne hæver renterne markant (bl.a. Fed, BoE, BoC og endda SNB) – eller signalerer renteforhøjelser (ECB og Nationalbanken), da inflationen i USA og Europa er steget til højeste niveauer i flere årtier, og formentlig først topper i efteråret i euroområdet.

Prognosen er opjusteret for både Fed, ECB og Nationalbanken (læs mere [her](#)), hvorfor vi også har opjusteret prognosen for markedsrenterne. Prognosen for Fed er mere aggressiv end indpriset, og vi venter lidt højere USD-renter end indpriset. Renter i EUR og DKK ventes at stige nogenlunde som indpriset, så især de korte renter stiger i de næste 12 måneder. Rentekurver ventes at flade yderligere på begge sider af Atlanten.

**Figur 1: 10-årige statsrenter er på højeste niveauer siden 2014**



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.

## Fed fortsætter med at hæve renten betydeligt

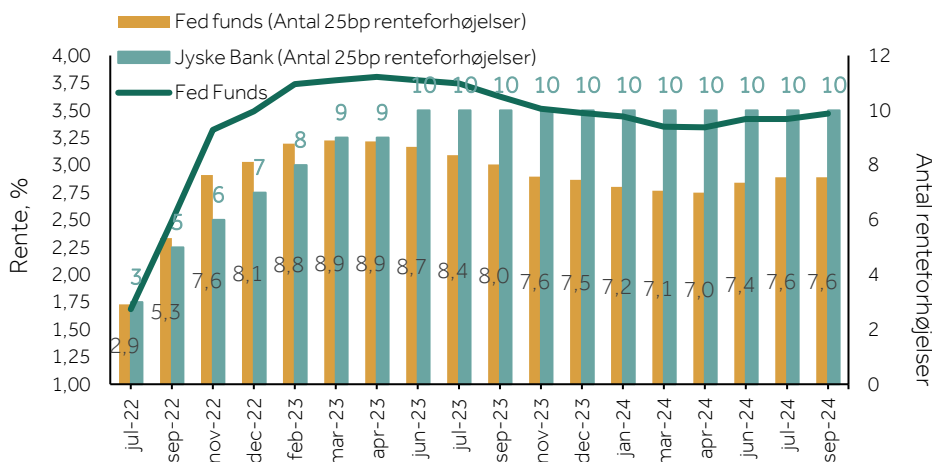
Helt korte USD-renter er steget næsten 90 bp siden renteprognosen i starten af maj, efter Fed har hævet renten med 50 bp i maj og med 75 bp i juni, så renten er i intervallet 1,50-1,75%. Rentekurven er fladet, efter den 10-årige statsrente er steget over 20 bp og er komfortabelt over 3%.

Renter var på årets højeste niveauer forud for Fed-mødet i juni, men er faldet næsten 30 bp fra toppen, fordi Fed-chef Powell ikke var bestemt om renteforhøjelsen ved næste rentemøde den 27. juli: Powell fastholder optionalitet for Fed med kommentaren "50 eller 75 ved næste rentemøde er mest sandsynlig", og beslutningen er dataafhængig.

Dot plot (Feds rentebane) blev opjusteret markant for 2022-2024 (medianen hævet med hhv. 150 bp, 100 bp og 62,5 bp ift. marts), mens renterne fortsat topper på et tidspunkt i 2023, hvorefter renten nedsættes igen. Markederne indpriser, at renten hæves med 75 bp i juli, og at de korte USD-renter topper i foråret 2023, hvorefter Fed i stedet begynder at nedsætte renten moderat.

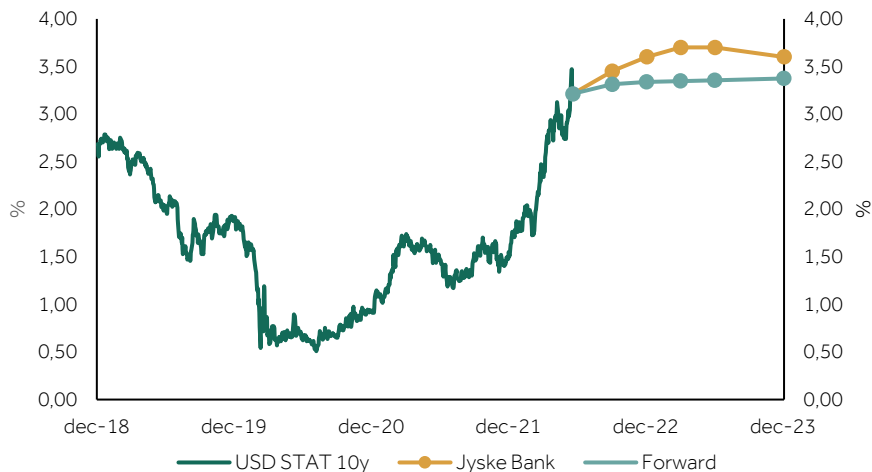
Prognosen er opjusteret for Fed (læs mere [her](#)), som ventes at hæve renten mere end indpriset i det næste år, så renten hæves med 250 bp yderligere til intervallet 4,00-4,25% (75 bp i juli, 50 bp i september, 25 bp ved rentemøderne i november, december, februar og marts samt igen i juni næste år). Prognosen er mere aggressiv end indpriset, så også længere USD-renter ventes at stige mere end indpriset, mens rentekurven flader yderligere.

**Figur 2: Prognosen for Fed er mere aggressiv end indpriset**



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Powell vurderede desuden, at balancereduktionen ikke vil give likviditetsproblemer. Vores beregninger er, at overskudslikviditeten i USD falder til omkring 2.000 mia. USD fra 3.339 mia. USD på ca. 2 år, hvilket kan give problemer med overskudslikviditeten senere, så Fed skal overveje at stoppe balancereduktionen.

**Figur 3: 10-årig amerikansk statsrente ventes at stige mere end indpriset**

Kilde: Bloomberg &amp; Jyske Bank

### Markant opjustering af prognosen for ECB og Nationalbanken

Stats- og swaprenter i EUR og DKK er steget op mod 90 bp siden renteprognosen i starten af maj. Korte renter er steget mere end i den lange ende, så rentekurver er fladet. Markedsudsving er usædvanlig store, ligesom rentespænd inden for euroområdet er udvidet markant.

ECB fastholdt renten ved rentemødet i juni, men indikerede, at renten hæves med 25 bp i juli og med endnu mere i september, hvis inflationen ikke falder. Inflationen steg med 8,1% i maj og ventes først at toppe over 9% i september, så markederne har længe indpriset, at renten hæves med 50 bp i september – og med i alt 174 bp i år og med yderligere 100 bp næste år.

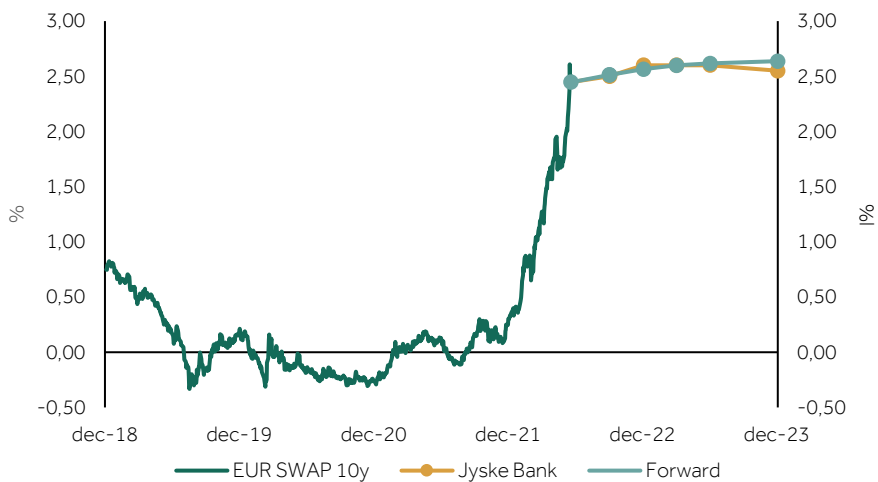
Det blev dog en markant markedsskuffelse, at ECB ved junimødet ikke introducerede et opkøbsprogram om fragmenteringen i euroområdet, dvs. spændudvidelser mod Tyskland. Dette initierede markante udvidelser for bl.a. italienske rentespænd mod Tyskland, så ECB indkaldte til et krisemøde i onsdags i sidste uge: Renter er efterfølgende faldet markant (10-årig italiensk statsrente er faldet over 60 bp) og rentespænd inden for euroområdet er indsnævret betydeligt på baggrund af, at ECB i en pressemeddelelse nævnte muligheden for at handle mod risikoen for stigende fragmentering i pengepolitikken ved 1) at udnytte fleksibiliteten i geninvesteringerne i pandemiprogrammet PEPP, og 2) hurtigt færdiggøre et nyt "anti-fragmentation" program.

Efterfølgende har ECB også indikeret muligheden for at købe obligationer med højeste renter og sælge obligationer med laveste renter. Samlet er det 10-årige rentespænd faldet 60 bp siden toppen i sidste uge.

Prognosen for ECB og Nationalbanken er opjusteret markant (75 bp højere rente end i den seneste renteprognose - læs mere [her](#)), så de ledende renter hæves med 25 bp i juli, 50 bp i september, oktober og december samt med 25 bp i januar, marts og maj. Dermed ventes ECB's indlånsrente at blive hævet med i alt 250 bp inden for et år til 2%. Tilsvarende ventes Nationalbanken at hæve renten på indskudsbeviser med 250 bp til 1,9%.

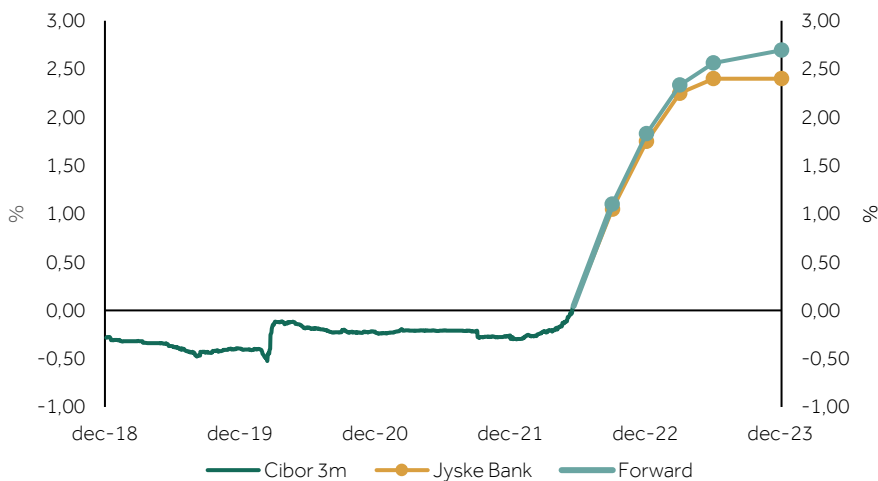
Prognosen matcher markedsprisinde for 2022, mens den er mindre aggressiv end indpriset for 2023. Vi vurderer, at en stor del af indprisinde for i år bliver realiseret af ECB og Nationalbanken, mens aftagende vækstudsigter på et tidspunkt får mere fokus i ECB frem for den galoperende inflation. Vi venter, at markedsrenter stiger tæt på indprisinde for 2022 og lidt mindre for 2023. Rentekurver ventes at flade yderligere.

**Figur 4: 10-årig swaprente i EUR ventes at stige tæt på indpriset**

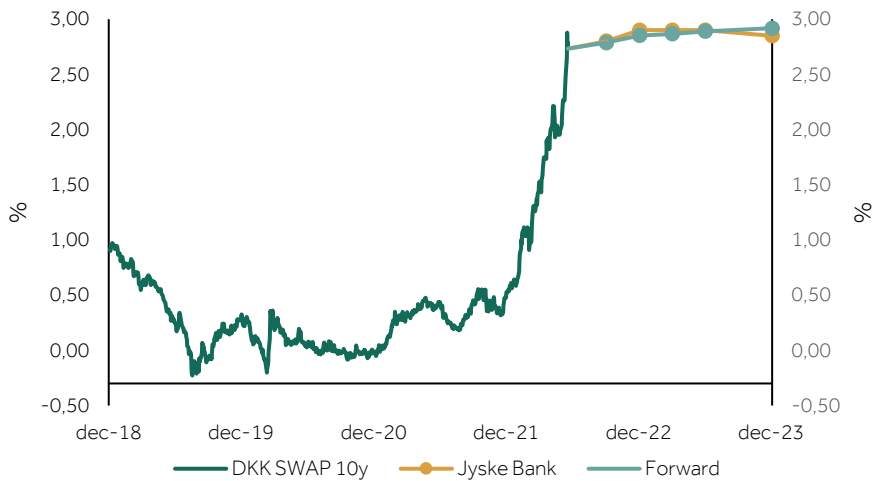


Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

**Figur 5: 3M Cibar ventes at stige mindre end indpriset**



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

**Figur 6: 10-årig swaprente i DKK ventes at stige tæt på indpriset**

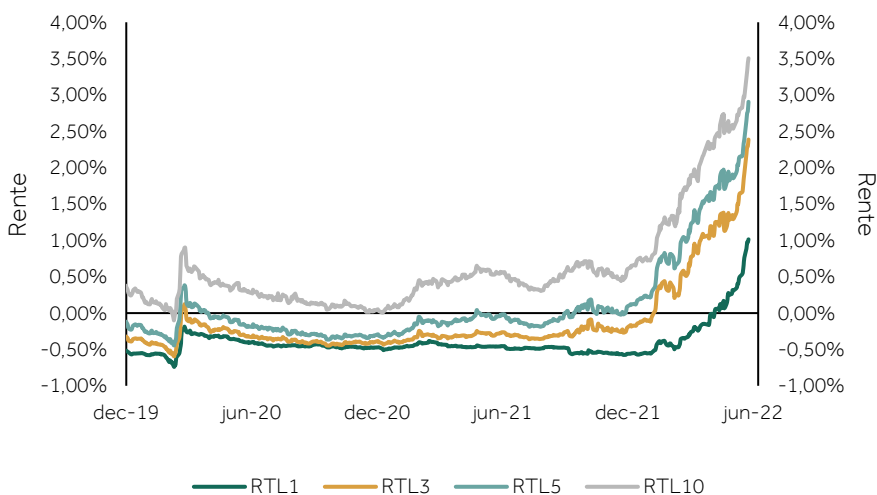
Kilde: Bloomberg &amp; Jyske Bank

### Dansk realkredit under massivt pres

Renter på danske realkreditobligationer er steget op mod 100 bp siden renteprognosen i starten af maj. De store markedsudsving har presset rentevolatiliteter til rekordhøje niveauer, hvilket er med til at øge risikopræmierne i det konverterbare segment, hvor JYK som eneste realkreditinstitut har åbnet 5'56 – og muligheden er, at 6'53/030 og 5'43 kan være tæt på at åbne. Med afdrag udstedes indtil videre i 4'53.

Det massive pres på dansk realkredit skyldes de globale rentestigninger og spændudvidelser, som forsat gør, at investorer massivt undervægtter obligationer.

Især kortere realkreditrenter ventes at stige markant i de kommende måneder i takt med renteforhøjelserne fra Nationalbanken. Dermed bliver finansieringskurven endnu fladere.

**Figur 7: Markante rentestigninger på danske rentetilpasningsobligationer**

Kilde: Jyske Bank

**Tabel 1: Jyske Bank Boligrenteprognose**


Rente, %	I dag	Pr. 1. okt.
RTL1	0,54	0,85
RTL3	2,34	2,50
RTL5	2,79	2,95
RTL10	3,32	3,35
Kurs på 30-årig fast rente (4 % 2053) med afdrag	94,55	94,7

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


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	Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q4-23
Leading	-0,60	0,15	1,15	1,65	1,90	1,90
Cibor 3m	0,05	1,05	1,75	2,25	2,40	2,40
Cibor 6m	0,61	1,55	2,30	2,40	2,45	2,50
STAT 2y	1,42	1,65	1,75	1,85	1,90	1,95
STAT 5y	1,80	1,95	2,05	2,10	2,10	2,15
STAT 10y	2,02	2,15	2,25	2,25	2,25	2,20
STAT 30y	2,15	2,20	2,20	2,20	2,20	2,15
STAT 5y - 2y	0,38	0,30	0,30	0,25	0,20	0,20
STAT 10y - 5y	0,21	0,20	0,20	0,15	0,15	0,05
STAT 30y - 10y	0,13	0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05


**SWAPRENTER**

 Danmark	Spot	Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q4-23
Cibor 3m	0,05	1,05	1,75	2,25	2,40	2,40
Cibor 6m	0,61	1,55	2,30	2,40	2,45	2,50
SWAP 2y	2,06	2,35	2,50	2,60	2,60	2,65
SWAP 5y	2,47	2,60	2,70	2,75	2,75	2,75
SWAP 10y	2,71	2,80	2,90	2,90	2,90	2,85
SWAP 30y	2,42	2,45	2,45	2,45	2,45	2,40
SWAP 5y - 2y	0,42	0,25	0,20	0,15	0,15	0,10
SWAP 10y - 5y	0,23	0,20	0,20	0,15	0,15	0,10
SWAP 30y - 10y	-0,29	-0,35	-0,45	-0,45	-0,45	-0,45


**STATSRENTER**

 EUROLAND	Spot	Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q4-23
Leading	-0,50	0,25	1,25	1,75	2,00	2,00
Euribor 3m	-0,17	0,80	1,50	2,00	2,15	2,15
Euribor 6m	0,29	1,20	1,80	2,15	2,25	2,25
STAT 2y	1,05	1,35	1,45	1,55	1,60	1,60
STAT 5y	1,42	1,55	1,60	1,65	1,70	1,70
STAT 10y	1,62	1,75	1,80	1,80	1,80	1,80
STAT 30y	1,83	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85
STAT 5y - 2y	0,37	0,20	0,15	0,10	0,10	0,10
STAT 10y - 5y	0,21	0,20	0,20	0,15	0,10	0,10
STAT 30y - 10y	0,21	0,10	0,05	0,05	0,05	0,05

**SWAPRENTER**

 EUROLAND	Spot	Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q4-23
Euribor 3m	-0,17	0,80	1,50	2,00	2,15	2,15
Euribor 6m	0,29	1,20	1,80	2,15	2,25	2,25
SWAP 2y	1,74	2,10	2,20	2,35	2,35	2,35
SWAP 5y	2,16	2,30	2,40	2,45	2,45	2,45
SWAP 10y	2,42	2,50	2,60	2,60	2,60	2,55
SWAP 30y	2,17	2,20	2,20	2,20	2,20	2,15
SWAP 5y - 2y	0,42	0,20	0,20	0,10	0,10	0,10
SWAP 10y - 5y	0,26	0,20	0,20	0,15	0,15	0,10
SWAP 30y - 10y	-0,25	-0,30	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40

**STATSRENTER**

 USA	Spot	Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q4-23
Leading	1,75	3,00	3,50	4,00	4,25	4,25
Libor 3m	2,10	3,25	3,75	4,25	4,35	4,35
STAT 2y	3,18	3,45	3,60	3,70	3,70	3,60
STAT 5y	3,34	3,55	3,70	3,80	3,80	3,60
STAT 10y	3,23	3,45	3,60	3,70	3,70	3,60
STAT 30y	3,28	3,50	3,65	3,70	3,70	3,50
STAT 5y - 2y	0,16	0,10	0,10	0,10	0,10	0,00
STAT 10y - 5y	-0,12	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00
STAT 30y - 10y	0,05	0,05	0,05	0,00	0,00	-0,10

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://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

- 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 scenarionalyse 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 fremtidige 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.