

# Høj inflation, rentestigninger og kurvestejling

Renter er steget op mod 50 bp og rentekurver er stejlet i den seneste måned, fordi centralbankerne ventes at stramme pengepolitikken markant. Prognoserne for ECB og Nationalbanken er ændret betydeligt, så negative ledende renter i EUR og DKK snart er et overstået kapitel. Fed ventes at hæve renten markant og snart reducere balancen. Risikoen er, at markederne fastholder den aggressive prisning af ECB og Nationalbanken, så længe inflationen forbliver høj og Fed hæver renten aggressivt.

Risikomærkning	<div style="display: inline-block; width: 20px; height: 10px; background-color: #2e8b57; border: 1px solid black;"></div> <div style="display: inline-block; width: 20px; height: 10px; background-color: #ffff00; border: 1px solid black;"></div> <div style="display: inline-block; width: 20px; height: 10px; background-color: #ff0000; border: 1px solid black;"></div> X
Kompleks	X
Ikke-kompleks	

Se venligst de sidste sider for forklaring.

- Centralbankerne presset af markant stigende inflation
- Fed giver den gas med renteforhøjelser og balancereduktion
- ECB presset af høj inflation
- Negative danske renter er snart et overstået kapitel
- Åbning af 30-årige danske realkreditobligationer med kupon på 4%

## Centralbankerne presset af markant stigende inflation

Swaprenter i USA og Europa er steget op mod 50 bp siden renteprognosen fra slutningen af marts og de lange renter er steget mest. Statsspænd inden for euroområdet mod Tyskland er udvidet, mens swapspænd (swaprenter minus statsrenter) i DKK og EUR er udvidet op mod 16 bp.

Renter er derfor steget til (tæt på) de højeste niveauer i flere år. Markedsudsving er markante, hvilket fastholder rentevolatiliteter høje, som sammen med de stigende renter og stejlere rentekurver også har presset de danske konverterbare obligationer, så realkreditinstitutterne begynder at åbne 30-årige obligationer med kupon på 4% til nye realkreditlån.

Rentestigningerne skyldes markant stigende inflation, som øger presset på centralbankerne for at stramme pengepolitikken. Vi venter fortsat, at Fed hæver renten med i alt 350 bp yderligere i de næste par år, hvilket er lidt mere aggressivt end indpriset. Derfor venter vi, at USD-renter stiger mere end indpriset – især i løbet af 2023, mens rentekurven ventes at flade yderligere.

**Figur 1:**  
10-årige statsrenter er steget til højeste niveauer i flere år



### 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.

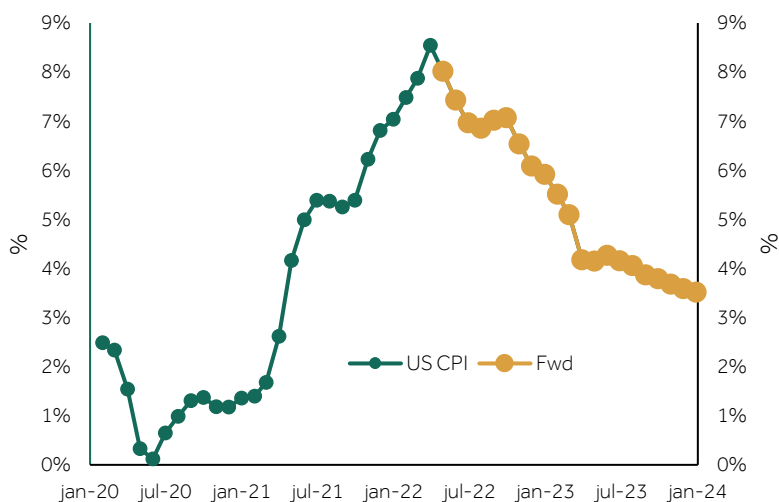
Prognosen for ECB og Nationalbanken er derimod ændret – læs analyserne [her](#) og [her](#): De ledende renter ventes at blive hævet med 25 bp i juli og september, hvorefter renten ventes at blive hævet kvartårligt indtil ultimo 2023. Markederne priser kraftigere opstramninger fra ECB og Nationalbanken. Derfor er prognosen, at korte renter i DKK og EUR stiger langsommere end indpriset, mens lange renter i Europa delvist følger stigningerne i de lange USD-renter.

### Fed giver den gas med renteforhøjelser og balancereduktion

USD-renter er steget op mod 50 bp siden renteprognosen sidst i marts. Rentekurven er stejlet, og 2s10s på statskurven er lige over 20 bp, efter spændet midlertidigt var under 0 bp i starten af april.

Rentestigningerne skyldes forventninger om, at Fed strammer pengepolitikken markant, da inflationen er steget til højeste niveau siden december 1981 (var 8,6% i marts). BNP-væksten faldt dog overraskende i 1. kvartal med 1,4% (annualiseret) trukket ned af nettoeksport, lagerinvesteringer og offentligt forbrug, mens privatforbruget i USA er stadig stærkt. Samtidig steg kerne PCE "kun" ved 5,2% (ventet 5,5%), mens lønvæksten i USA fortsat stiger.

**Figur 2:**  
Amerikansk inflation er steget til 8,6%, men ventes at være tæt på toppen



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Der er FOMC-møde på onsdag, hvor Fed ventes at hæve renten med 50 bp, angive en detaljeret plan for balancereduktionen og kommunikere høgeagtigt.

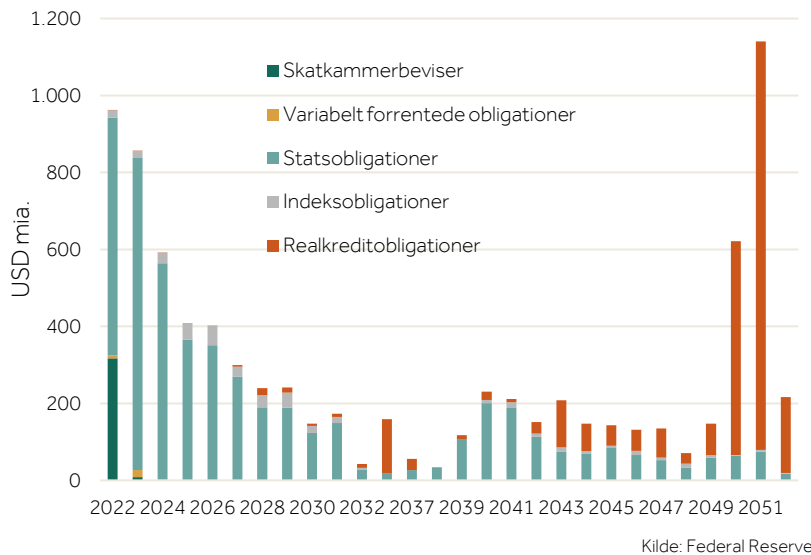
Markederne indpriser, at Fed hæver renten med 50 bp på onsdag, og måske med 75 bp i juni. Samlet prises renten til at blive hævet med 250 bp yderligere ved de resterende seks FOMC-møder i år, hvorefter tempoet i renteforhøjelserne aftager og stopper i løbet af sommeren 2023, når renten er lige over 3%.

Vores prognose for Fed er ikke helt så aggressiv for i år, men vi ser dog mulighed for, at Fed hæver renten indtil foråret 2024, så renten samlet hæves mere end indpriset op mod 3,75%.

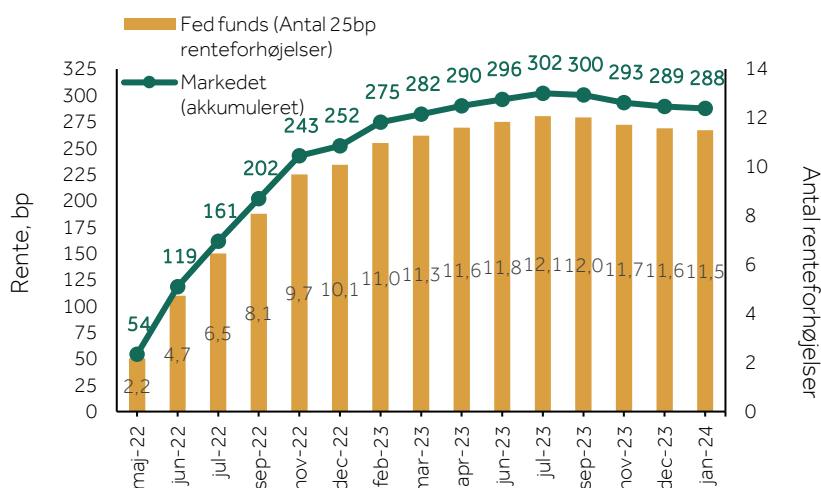
Vores prognose er, at USD-renter stiger mere end indpriset, mens rentekurven flader yderligere. Dermed venter vi, at 2s10s falder under 0 bp i løbet af prognoseperioden.

Ang. balancereduktion er vores beregninger, at balancen reduceres med 95 mia. USD om måneden (60 mia. USD i statsobligationer og 35 mia. USD i realkreditobligationer), når Fed lader balancen forfalde uden større geninvesteringer. Dette betyder, at overskudslikviditeten i USD aftager fra over 3.300 mia. USD til under 2.000 mia. USD i løbet af de næste par år, hvilket kan påvirke korte USD-renter og flow. Derfor er det muligt, at Fed på et tidspunkt bliver nødt til at stoppe balancereduktionen. Desuden kan Fed på et tidspunkt også overveje at sælge direkte af realkreditporteføljen og i stedet købe (kortløbende) statsobligationer, hvilket kan være med til at dæmpe kurvefladningen og presse kreditspænd yderligere ud. Læs mere i analysen [Fed hæver renten markant og reducerer balancen](#).

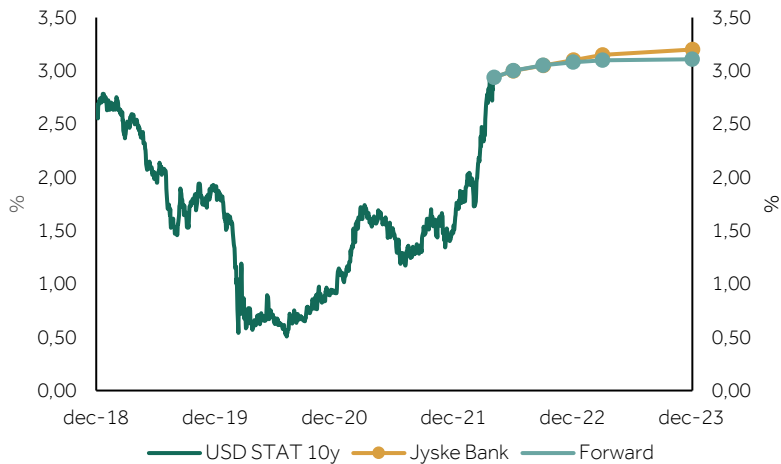
**Figur 3:**  
**Udløbsprofil af Feds balance**



**Figur 4:**  
**Markederne priser markante renteforhøjelser fra Fed**



**Figur 5:**  
10-årig statsrente i USA ventes at stige mere end indpriset



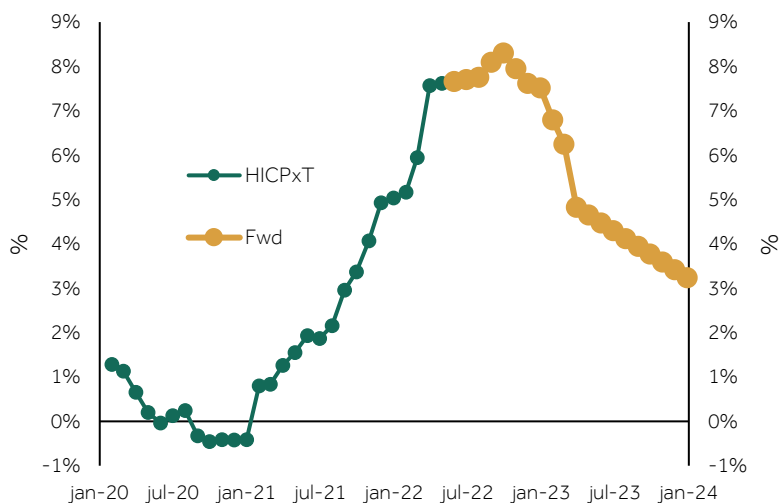
Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

## ECB presset af høj inflation

Swaprenter i EUR er steget op mod 50 bp siden renteprognosen i slutningen af marts og lange renter er steget mest. Renter er dermed steget til (tæt på) de højeste niveauer i flere år – også i korte løbetider – da inflationen er steget til højeste niveau (7,5% i både marts og april) i euroens levetid siden 1999, som lægger et massivt pres på ECB for at stramme pengepolitikken. Inflationen er formentlig over 7% i resten af 2022 og topper formentlig først i september.

Dette vil være med til at fastholde det massive pres på ECB for at stramme pengepolitikken, hvor markederne næsten fuldt indpriser, at renten hæves med 25 bp i juli og i september og i alt 95 bp i år, og med over 200 bp inden ultimo 2023.

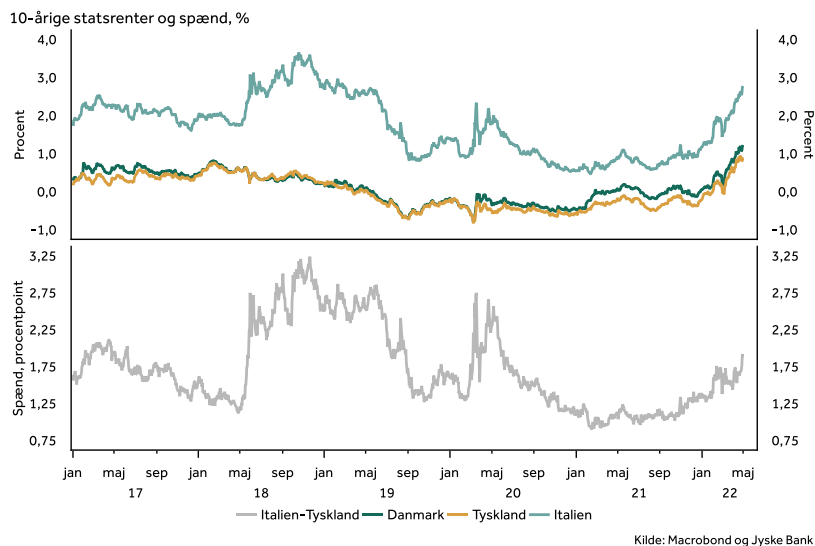
**Figur 6:**  
Inflationen (ex tobak) i euroområdet vil formentlig være over 7% i 2022



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

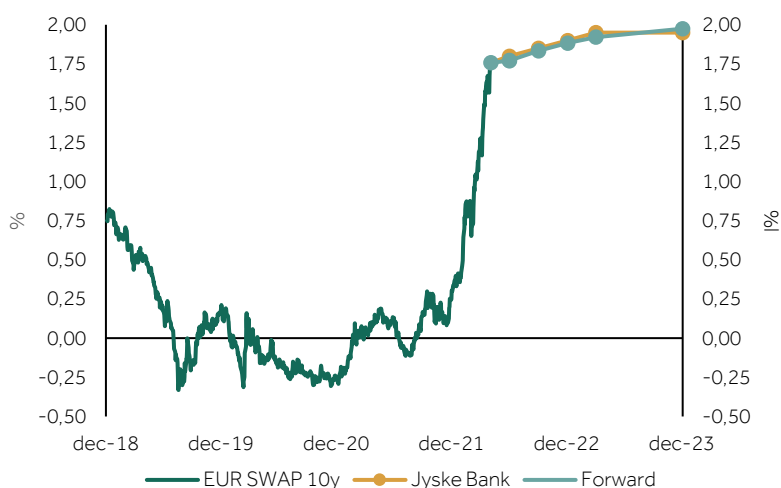
Rentespænd inden for euroområdet mod Tyskland er udvidet, ligesom swapspænd i EUR også er steget til tæt på årets højeste niveauer. Spændudvidelserne har stor fokus for ECB, men niveauerne er formentlig komfortable nok for ECB, som har mulighed for at påvirke spænd via geninvesteringer i specielt PEPP, og kan tilpasse/tilføje nye opkøb, hvis det bliver nødvendigt.

**Figur 7:**  
Stigende statsrenter og spændudvidelser i de seneste måneder



Jyske Banks prognose for ECB og Nationalbanken er ændret – læs analyserne [her](#) og [her](#): De ledende renter ventes at blive hævet med 25 bp i juli og september, hvorefter renten ventes at blive hævet kvartårligt indtil ultimo 2023. Markederne priser kraftigere opstramninger fra ECB (og Nationalbanken). Derfor er markedsrenteprognosen, at korte renter i EUR stiger langsommere end indpriset, mens lange renter i Europa delvist følger stigningerne i de lange USD-renter. Risikoen er, at markederne fastholder den aggressive prising af ECB, så længe inflationen forbliver høj og Fed hæver renten aggressivt.

**Figur 8:**  
10-årig swaprente i EUR ventes at stige i et langsommere tempo

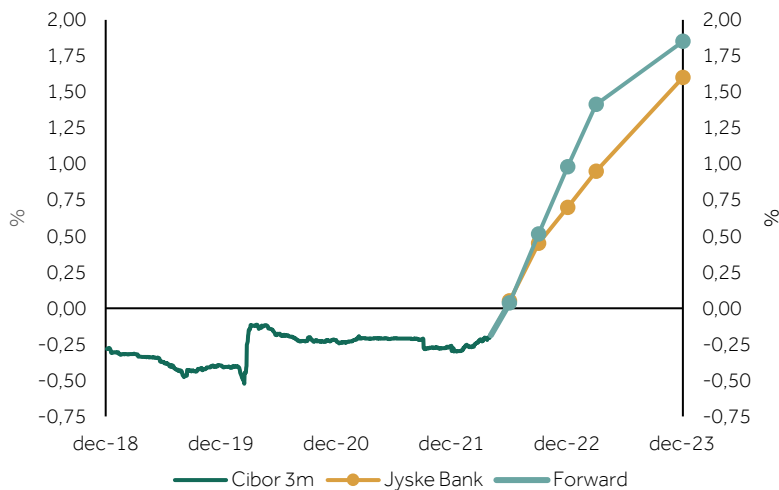


## Negative danske renter er snart et overstået kapitel

Swaprenter i DKK er steget op mod 50 bp siden renteprognosen i slutningen af marts og lange renter er steget mest. DKK-EUR rentespænd er udvidet op mod 6 bp i samme periode, så renter er steget til (tæt på) de højeste niveauer i flere år – også i korte løbetider. Rentestigningerne skyldes, at den høje inflation presser ECB markant til at stramme pengepolitikken.

Prognosen for Nationalbanken er ændret – læs analyserne [her](#) og [her](#): De ledende renter ventes at blive hævet med 25 bp i juli og september, hvorefter renten ventes at blive hævet kvartårligt indtil ultimo 2023. Markederne priser kraftigere opstramninger fra Nationalbanken. Derfor er markedsrenteprognosen, at korte renter i DKK stiger langsommere end indpriset, mens de lange renter delvist følger stigningerne i de lange USD-renter. Dermed er der udsigter til, at de negative danske renter snart er et overstået kapitel.

**Figur 9:**  
**3M Cibor ventes at stige langsommere end indpriset**



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

**Figur 10:**  
**10-årig swaprente i DKK ventes at stige i et langsommere tempo**



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

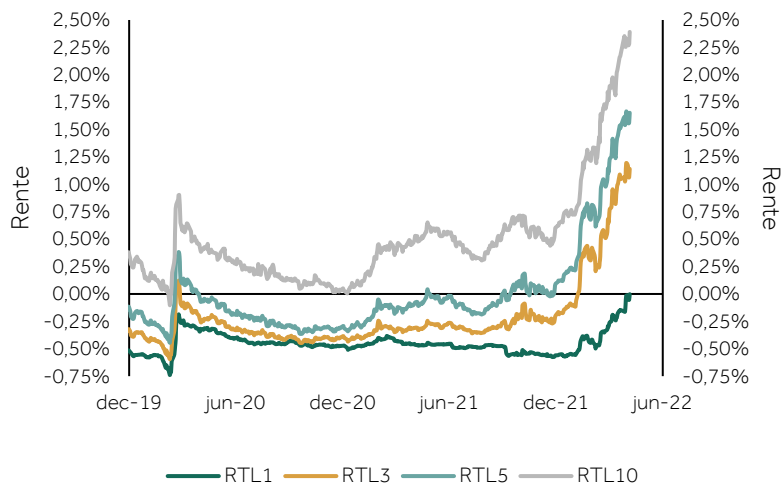
## Åbning af 30-årige danske realkreditobligationer med kupon på 4%

Presset er fortsat på danske realkreditobligationer i april, hvor renter på rentetilpasningsobligationer er steget op mod 48 bp og rentekurven er stejlet. Renter er derfor steget til (tæt på) de højeste niveauer i flere år.

Markedsudsving har været markante, hvilket fastholder rentevolatiliteter høje, som sammen med de stigende renter og stejlere rentekurver også har presset de danske konverterbare obligationer. Derfor begynder realkreditinstitutterne i denne uge at åbne 30-årige obligationer med kupon på 4% til nye realkreditlån.

Vi venter, at renter stiger yderligere i prognoseperioden – dog vil stigningstempoet være noget mere moderat end i starten af i år.

**Figur 11:**  
**Markante stigende realkreditrenter og kurvestejling**



Kilde: Jyske Bank

**Tabel 1: Jyske Bank Boligrenteprognose**


Rente, %	I dag	Pr. 1. juli
RTL1	0,04	0,30
RTL3	1,24	1,30
RTL5	1,69	1,75
RTL10	2,33	2,40
Kurs på 30-årig fast rente (3 % 2053) med afdrag	96,83	96,6

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	Q2-22	Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q4-23
Leading	-0,60	-0,60	-0,10	0,15	0,40	1,15
Cibor 3m	-0,19	0,05	0,45	0,70	0,95	1,60
Cibor 6m	0,07	0,30	0,75	0,95	1,20	1,70
STAT 2y	0,19	0,45	0,60	0,75	0,90	1,05
STAT 5y	1,03	1,00	1,10	1,15	1,20	1,25
STAT 10y	1,29	1,30	1,35	1,40	1,45	1,45
STAT 30y	1,32	1,35	1,35	1,35	1,40	1,40
STAT 5y - 2y	0,84	0,55	0,50	0,40	0,30	0,20
STAT 10y - 5y	0,26	0,30	0,25	0,25	0,25	0,20
STAT 30y - 10y	0,04	0,05	0,00	-0,05	-0,05	-0,05


**SWAPRENTER**

 Danmark	Spot	Q2-22	Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q4-23
Cibor 3m	-0,19	0,05	0,45	0,70	0,95	1,60
Cibor 6m	0,07	0,30	0,75	0,95	1,20	1,70
SWAP 2y	1,25	1,30	1,45	1,60	1,75	1,80
SWAP 5y	1,71	1,75	1,85	1,90	1,95	1,95
SWAP 10y	1,99	2,05	2,10	2,15	2,20	2,20
SWAP 30y	1,72	1,75	1,75	1,75	1,80	1,80
SWAP 5y - 2y	0,46	0,45	0,40	0,30	0,20	0,15
SWAP 10y - 5y	0,28	0,30	0,25	0,25	0,25	0,25
SWAP 30y - 10y	-0,26	-0,30	-0,35	-0,40	-0,40	-0,40


**STATSRENTER**

 EUROLAND	Spot	Q2-22	Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q4-23
Leading	-0,50	-0,50	0,00	0,25	0,50	1,25
Euribor 3m	-0,43	-0,20	0,20	0,50	0,75	1,40
Euribor 6m	-0,23	0,00	0,40	0,70	0,95	1,45
STAT 2y	0,26	0,30	0,45	0,55	0,65	0,70
STAT 5y	0,68	0,75	0,80	0,85	0,90	0,90
STAT 10y	0,95	1,00	1,05	1,10	1,15	1,15
STAT 30y	1,10	1,10	1,10	1,10	1,15	1,15
STAT 5y - 2y	0,42	0,45	0,35	0,30	0,25	0,20
STAT 10y - 5y	0,27	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
STAT 30y - 10y	0,15	0,10	0,05	0,00	0,00	0,00

**SWAPRENTER**

 EUROLAND	Spot	Q2-22	Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q4-23
Euribor 3m	-0,43	-0,20	0,20	0,50	0,75	1,40
Euribor 6m	-0,23	0,00	0,40	0,70	0,95	1,45
SWAP 2y	0,97	1,05	1,20	1,35	1,50	1,55
SWAP 5y	1,44	1,50	1,60	1,65	1,70	1,70
SWAP 10y	1,73	1,80	1,85	1,90	1,95	1,95
SWAP 30y	1,49	1,50	1,50	1,50	1,55	1,55
SWAP 5y - 2y	0,47	0,45	0,40	0,30	0,20	0,15
SWAP 10y - 5y	0,29	0,30	0,25	0,25	0,25	0,25
SWAP 30y - 10y	-0,23	-0,30	-0,35	-0,40	-0,40	-0,40

**STATSRENTER**

 USA	Spot	Q2-22	Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q4-23
Leading	0,50	1,50	2,00	2,50	3,00	3,75
Libor 3m	1,33	2,00	2,50	3,00	3,40	4,00
STAT 2y	2,73	2,80	2,95	3,05	3,25	3,50
STAT 5y	2,97	3,05	3,10	3,15	3,20	3,30
STAT 10y	2,94	3,00	3,05	3,10	3,15	3,20
STAT 30y	3,00	3,05	3,10	3,15	3,20	3,10
STAT 5y - 2y	0,24	0,25	0,15	0,10	-0,05	-0,20
STAT 10y - 5y	-0,03	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,10
STAT 30y - 10y	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05	-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 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 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.