

Store rentefald og recessionsfrygt

Centralbanker hæver renterne betydeligt for at dæmme op for alt for høj inflation, som formentlig stiger yderligere i de næste par måneder. Recessionsfrygt har dog presset renter markant lavere siden midten af juni. Vi har justeret prognoserne for ECB og Nationalbanken, mens Fed-prognosen er uændret. Renter ventes at stige mere end priset i år, hvor rentekurver flader yderligere.

- Recessionsfrygt presser renter markant lavere
- Fed-prognosen uændret: Renteforhøjelser fortsætter
- Nedjustering af prognoserne for ECB og Nationalbanken
- Markante rentefald på danske realkreditobligationer

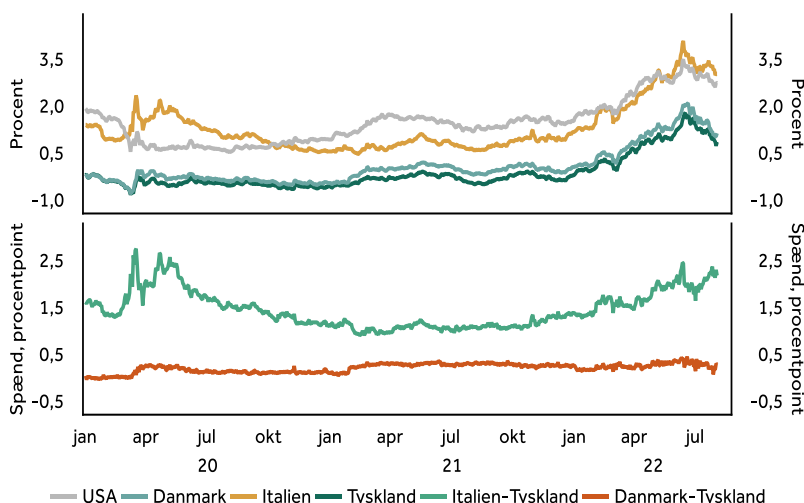
Recessionsfrygt presser renter markant lavere

Danske og tyske statsrenter er faldet op mod 100 bp siden renteprognosen i juni. Største rentefald er omkring 5-årssegmentet, mens lange renter er presset ned i niveauer, som ikke er set siden foråret. Swaprenter i DKK og EUR er ikke faldet lige så meget som statsrenterne. Rentefaldene skyldes stigende bekymringer for recession i både Europa og USA, efter væksten er aftaget og tillidsindikatorer for erhverv og forbrugere er faldet markant.

Inflationen er rekordhøj i euroområdet (8,9% i juli), hvilket presser ECB, som hævdede renten med 50 bp i juli. Vi venter, at vækstafmatningen for alvor tager fart i 2. halvår og næste år i Europa, og vi har derfor nedjusteret vækstprognosen og prognosen for ECB (og Nationalbanken). Læs mere [her](#). Vi venter, at ECB hæver renten lidt mere end indpriset i år, mens renten fastholdes i 2023.

Renter i Europa ventes at stige lidt mere end indpriset i år, mens rentestigningerne bremser op, når markederne bliver overbeviste om, at ECB ikke hæver renten i 2023.

Figur 1:
10-årige statsrenter er faldet siden toppen midt i juni



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

| | |
|----------------|---|
| 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.

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

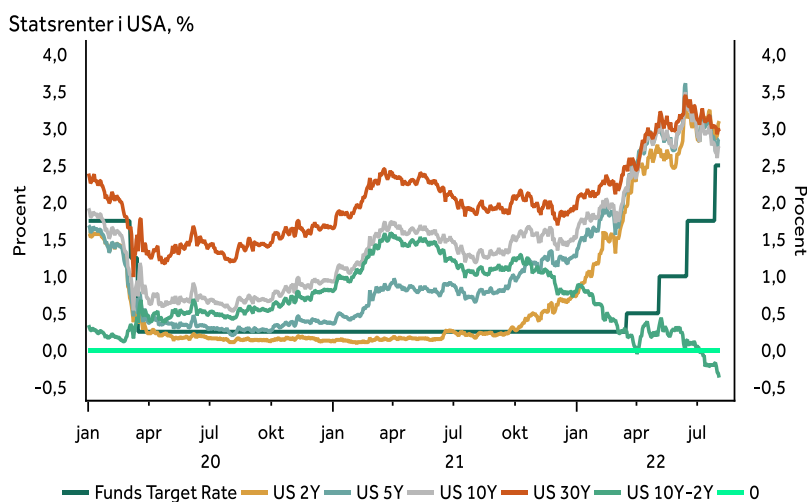
Vigtig investorinformation:
Se materialets sidste sider.

USD-renter er faldet op mod 50 bp i 5-10-årssegmentet siden renteprognosen i juni. Fed hævede renten med 75 bp i juli (ligesom i juni), og vi fastholder prognosen for Fed, som fortsat vil hæve renten indtil medio 2023 for at dæmpe inflationen. Dette er mere aggressivt end indpriset, hvor der indpriser rentenedsættelser i løbet af 2023. Prognosen er derfor, at USD-renter stiger mere end indpriset, mens rentekurven flader yderligere.

Fed-prognosen uændret: Renteforhøjelser fortsætter

USD-renter er faldet op mod 50 bp i 5-10-årssegmentet siden renteprognosen i juni, efter recessionsfrygten er steget i USA.

Figur 2:
Rentefald i USA især i den lange ende siden midten af juni



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

BNP-væksten i USA var negativ i både 1. og 2. kvartal, hvilket dog ikke nødvendigvis er ensbetydende med recession iflg. NBER. Inflationen var 9,1% i juni, så det var ikke overraskende, at Fed igen hævede renten med 75 bp i juli (ligesom i juni) til 2,25–2,50%. Powell understregede, at Fed fortsætter med at hæve renten, men at tempoet vil aftage på et tidspunkt. Dette blev i markederne tolket som om, at Fed allerede i september vil levere en mindre renteforhøjelse end i juni og juli.

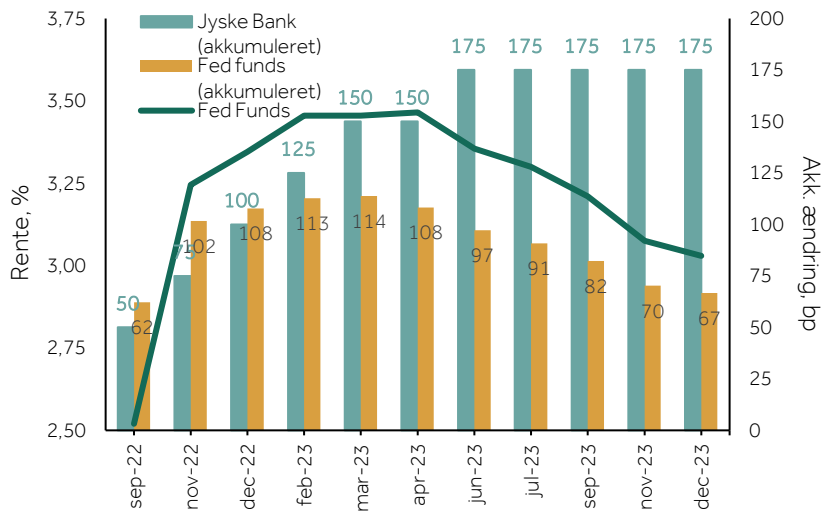
Fed er dog blevet endnu mere dataafhængig efter de seneste renteforhøjelser, som iflg. Fed ikke er slået fuldt igennem. Fed vurderer fortsat, at arbejdsmarkedet som ekstremt stramt og inflationen er alt for høj, så Fed først stopper med at hæve renten, når inflationen overbevisende er aftaget og på vej ned mod målsætningen på 2%.

Fed vurderer, at renten er på et neutralt niveau, som hverken bremser eller stimulerer økonomien. Fed er dog klar over, at renten skal hæves yderligere. Dette er vi enige i, og vi fastholder Fed-prognosen, så renten hæves med yderligere 175 bp inden medio 2023, hvilket er markant mere end indpriset:

- Jyske Banks prognose er, at Fed hæver renten med 50 bp i september, og igen med 25 bp i november, december, februar, marts og juni.

- Markederne indpriser i alt 114 bp højere rente indtil marts (62 bp i september, 40 bp i november, hvorefter tempoet aftager), mens der indpriser rentenedsættelser i løbet af 2023.

Figur 3:
Jyske Banks prognose for Fed er betydeligt mere aggressiv end indpriset



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Med den mere aggressive Fed-prognose er prognosen derfor, at USD-renter stiger mere end indpriset, mens rentekurven flader yderligere.

Figur 4:
10-årig amerikansk statsrente ventes at stige mere end indpriset



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Nedjustering af prognoserne for ECB og Nationalbanken

Danske og tyske statsrenter er faldet op mod 100 bp siden renteprognosen i juni. Største rentefald er omkring 5-årssegmentet, mens lange renter er presset ned i niveauer, som ikke er set siden foråret. Swaprenter i DKK og EUR er ikke faldet lige så meget som statsrenterne. Rentefaldene skyldes stigende bekymringer for

recession i både Europa og USA, efter væksten er aftaget og tillidsindikatorer for erhverv og forbrugere er faldet markant.

ECB og Nationalbanken hævede renten med 50 bp i juli, så negative renter i ECB er et overstået kapitel og om få uger i Danmark. ECB havde længe indikeret en renteforhøjelse på 25 bp, så renteforhøjelsen på 50 bp skyldes iflg. ECB en forværret udsigt for inflationen og oprettelsen af det nye antifragmenteringsfacilitet TPI (Transmission Protection Instrument). Iflg. ECB skal TPI sikre, at rentespænd ikke udvides for kraftig ud over landespecifikke årsager. Detaljerne var dog begrænsede om aktiveringen og omfanget af TPI.

ECB fortsætter geninvesteringer fra APP og PEPP, som sammen med TPI bør understøtte, at ECB ikke begrænser omfanget af renteforhøjelser af hensyn til randlandenes (læs Italiens) rentespænd (mod Tyskland). ECB-præsident Lagarde slog desuden fast, at der er udsigt til yderligere renteforhøjelser ved de næste rentemøder. ECB's forward guidance er dog blevet mere begrænset, da ECB vil tage stilling fra møde til møde. I realiteten er ECB dermed blevet endnu mere dataafhængige med special fokus på inflationen. ECB vurderer, at risikoen for inflationen er på opsidet, mens risikoen for væksten er på nedsiden.

Vi vurderer, at inflationen først topper i september tæt på 10%, hvilket vil presse ECB yderligere. Derfor venter vi, at ECB hæver renten med 50 bp i september og oktober og med 25 bp i december. Vores vækstprognose for euroområdet er nedjusteret yderligere for 2023, så prognosen for ECB er ændret, så renten ikke hæves i 2023. Læs mere [her](#).

EURDKK er over 7,44, hvilket er noget højere end tidligere interventionsniveauer omkring 7,4360. Vi venter fortsat, at Nationalbanken følger ECB's renteforhøjelser 1-1, så foliorenten er steget til 1,15 % ved årsskiftet.

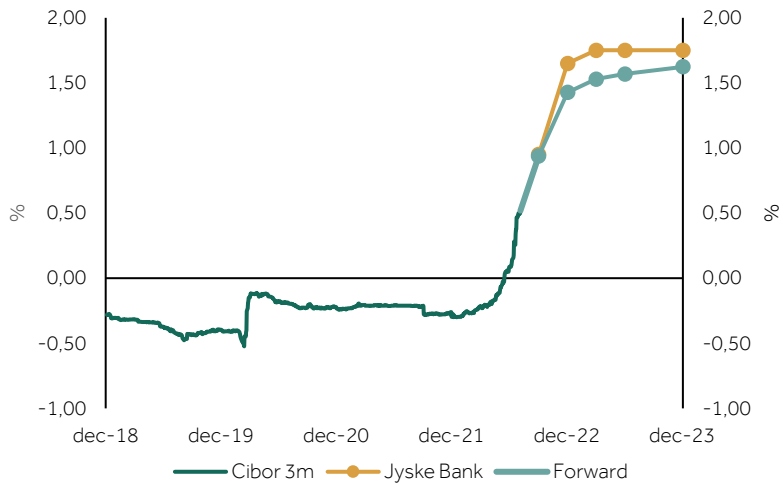
Samlet er prognosen for ECB og Nationalbanken stadig lidt mere aggressiv end indpriset. Vi venter derfor, at renter i EUR og DKK stiger lidt mere end indpriset især i år, hvorefter rentestigningerne bremser op, når vækstafmatningen i Europa bliver tydeligere.

Figur 5:
10-årig swaprente i EUR ventes at stige mere end priset især i 2022



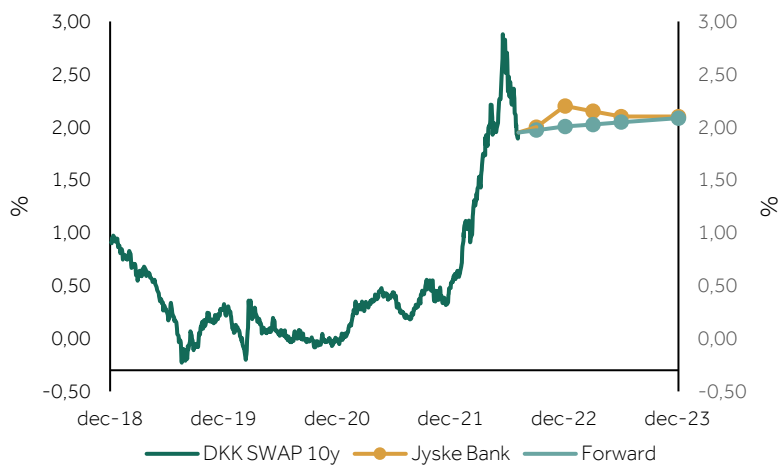
Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Figur 6:
3M Cibur ventes at stige mere end priset især i 2022



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Figur 7:
10-årig swaprente i DKK ventes at stige mere end priset især i 2022



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

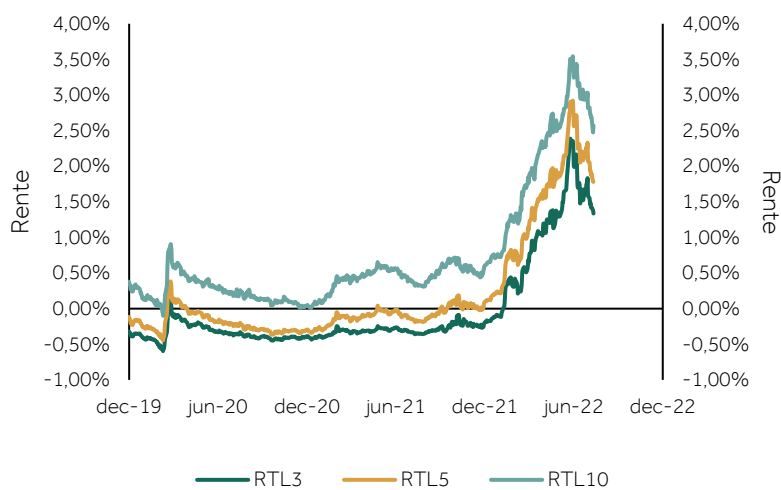
Markante rentefald på danske realkreditobligationer

Renter er faldet markant på danske realkreditobligationer siden midten af juni. Største fald i 5-årssegmentet på næsten 100 bp.

I det 30-årige konverterbare segment er 3%-eren med afdrag (udløb 2053) samt både 4%-eren (udløb 2053) og 5%-eren (udløb 2056) med mulighed for afdragsfrihed åben for nye lån.

Vi venter stigende renter i år, hvorefter rentestigningerne bremser op, når vækstafmatningen i Europa bliver tydeligere.

Figur 8:
Renter på danske rentetilpasningsobligationer er faldet markant siden medio juni



Kilde: Jyske Bank


Tabel 1: Jyske Bank Boligrenteprognose

| Rente, % | I dag | Pr. 1. okt. |
|--|-------|-------------|
| RTL3 | 1,46 | 1,50 |
| RTL5 | 1,83 | 1,85 |
| RTL10 | 2,48 | 2,50 |
| Kurs på 30-årig fast rente (3 % 2053) med afdrag | 96,33 | 96,1 |


Se aktuelle renter her: 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 | -0,10 | 0,40 | 1,15 | 1,15 | 1,15 | 1,15 |
| Cibor 3m | 0,52 | 0,95 | 1,65 | 1,75 | 1,75 | 1,75 |
| Cibor 6m | 0,96 | 1,25 | 1,80 | 1,85 | 1,85 | 1,85 |
| STAT 2y | 0,71 | 0,75 | 0,95 | 0,95 | 0,95 | 0,95 |
| STAT 5y | 0,92 | 0,95 | 1,15 | 1,15 | 1,15 | 1,15 |
| STAT 10y | 1,18 | 1,25 | 1,45 | 1,40 | 1,35 | 1,35 |
| STAT 30y | 1,40 | 1,55 | 1,65 | 1,60 | 1,50 | 1,45 |
| STAT 5y - 2y | 0,21 | 0,20 | 0,20 | 0,20 | 0,20 | 0,20 |
| STAT 10y - 5y | 0,26 | 0,30 | 0,30 | 0,25 | 0,20 | 0,20 |
| STAT 30y - 10y | 0,22 | 0,30 | 0,20 | 0,20 | 0,15 | 0,10 |


SWAPRENTER

|  Danmark | Spot | Q3-22 | Q4-22 | Q1-23 | Q2-23 | Q4-23 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cibor 3m | 0,52 | 0,95 | 1,65 | 1,75 | 1,75 | 1,75 |
| Cibor 6m | 0,96 | 1,25 | 1,80 | 1,85 | 1,85 | 1,85 |
| SWAP 2y | 1,53 | 1,60 | 1,80 | 1,80 | 1,80 | 1,80 |
| SWAP 5y | 1,72 | 1,75 | 2,00 | 1,95 | 1,95 | 1,95 |
| SWAP 10y | 1,95 | 2,00 | 2,20 | 2,15 | 2,10 | 2,10 |
| SWAP 30y | 1,74 | 1,90 | 2,05 | 2,00 | 1,90 | 1,85 |
| SWAP 5y - 2y | 0,19 | 0,15 | 0,20 | 0,15 | 0,15 | 0,15 |
| SWAP 10y - 5y | 0,23 | 0,25 | 0,20 | 0,20 | 0,15 | 0,15 |
| SWAP 30y - 10y | -0,21 | -0,10 | -0,15 | -0,15 | -0,20 | -0,25 |


STATSRENTER

|  EUROLAND | Spot | Q3-22 | Q4-22 | Q1-23 | Q2-23 | Q4-23 |
|---|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Leading | 0,00 | 0,50 | 1,25 | 1,25 | 1,25 | 1,25 |
| Euribor 3m | 0,25 | 0,75 | 1,40 | 1,50 | 1,50 | 1,50 |
| Euribor 6m | 0,67 | 1,00 | 1,55 | 1,60 | 1,60 | 1,60 |
| STAT 2y | 0,40 | 0,40 | 0,55 | 0,55 | 0,55 | 0,55 |
| STAT 5y | 0,62 | 0,65 | 0,85 | 0,80 | 0,80 | 0,80 |
| STAT 10y | 0,86 | 0,95 | 1,15 | 1,10 | 1,05 | 1,05 |
| STAT 30y | 1,06 | 1,20 | 1,35 | 1,30 | 1,20 | 1,15 |
| STAT 5y - 2y | 0,21 | 0,25 | 0,30 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| STAT 10y - 5y | 0,25 | 0,30 | 0,30 | 0,30 | 0,25 | 0,25 |
| STAT 30y - 10y | 0,19 | 0,25 | 0,20 | 0,20 | 0,15 | 0,10 |

SWAPRENTER

|  EUROLAND | Spot | Q3-22 | Q4-22 | Q1-23 | Q2-23 | Q4-23 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Euribor 3m | 0,25 | 0,75 | 1,40 | 1,50 | 1,50 | 1,50 |
| Euribor 6m | 0,67 | 1,00 | 1,55 | 1,60 | 1,60 | 1,60 |
| SWAP 2y | 1,25 | 1,35 | 1,55 | 1,55 | 1,55 | 1,55 |
| SWAP 5y | 1,43 | 1,50 | 1,75 | 1,70 | 1,70 | 1,70 |
| SWAP 10y | 1,68 | 1,75 | 1,95 | 1,90 | 1,85 | 1,85 |
| SWAP 30y | 1,49 | 1,65 | 1,80 | 1,75 | 1,65 | 1,60 |
| SWAP 5y - 2y | 0,19 | 0,15 | 0,20 | 0,15 | 0,15 | 0,15 |
| SWAP 10y - 5y | 0,24 | 0,25 | 0,20 | 0,20 | 0,15 | 0,15 |
| SWAP 30y - 10y | -0,19 | -0,10 | -0,15 | -0,15 | -0,20 | -0,25 |

STATSRENTER

|  USA | Spot | Q3-22 | Q4-22 | Q1-23 | Q2-23 | Q4-23 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Leading | 2,50 | 3,00 | 3,50 | 4,00 | 4,25 | 4,25 |
| Libor 3m | 2,81 | 3,25 | 3,75 | 4,25 | 4,35 | 4,35 |
| STAT 2y | 3,09 | 3,20 | 3,45 | 3,70 | 3,70 | 3,60 |
| STAT 5y | 2,85 | 3,00 | 3,25 | 3,45 | 3,40 | 3,35 |
| STAT 10y | 2,72 | 2,85 | 3,05 | 3,20 | 3,15 | 3,10 |
| STAT 30y | 2,96 | 3,05 | 3,15 | 3,25 | 3,15 | 3,00 |
| STAT 5y - 2y | -0,24 | -0,20 | -0,20 | -0,25 | -0,30 | -0,25 |
| STAT 10y - 5y | -0,13 | -0,15 | -0,20 | -0,25 | -0,25 | -0,25 |
| STAT 30y - 10y | 0,24 | 0,20 | 0,10 | 0,05 | 0,00 | -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.

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. 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.