

Kurvefladning efter Fed signalerer gradvis opstramning

Lange renter er faldet og rentekurver er fladet i de seneste uger, hvor specielt Feds signaler om gradvis opstramning af pengepolitikken har givet øget markedsvolatilitet. Vores renteprognose er forlænget et år, så den dækker indtil ultimo 2023. Vi venter divergerende pengepolitik mellem Fed og ECB, mens Nationalbanken ventes at fastholde renten i lang tid. Dette holder korte danske renter lave, mens lange danske renter stiger gradvist.

Risikomærkning	<div style="display: inline-block; width: 20px; height: 10px; background-color: #28a745; border: 1px solid #000;"></div> <div style="display: inline-block; width: 20px; height: 10px; background-color: #ffc107; border: 1px solid #000;"></div> <div style="display: inline-block; width: 20px; height: 10px; background-color: #dc3545; border: 1px solid #000;"></div> X
Kompleks	X
Ikke-kompleks	

Se venligst de sidste sider for forklaring.

- Massiv kurvefladning i USA og Europa
- Fed lægger an til aftrapning og signalerer renteforhøjelser i 2023
- ECB fastholder betydelige opkøb og udskyder vigtige justeringer
- Ingen rentenedsættelse fra Nationalbanken
- Højere DKK-EUR rentespænd trods roligere realkreditmarked

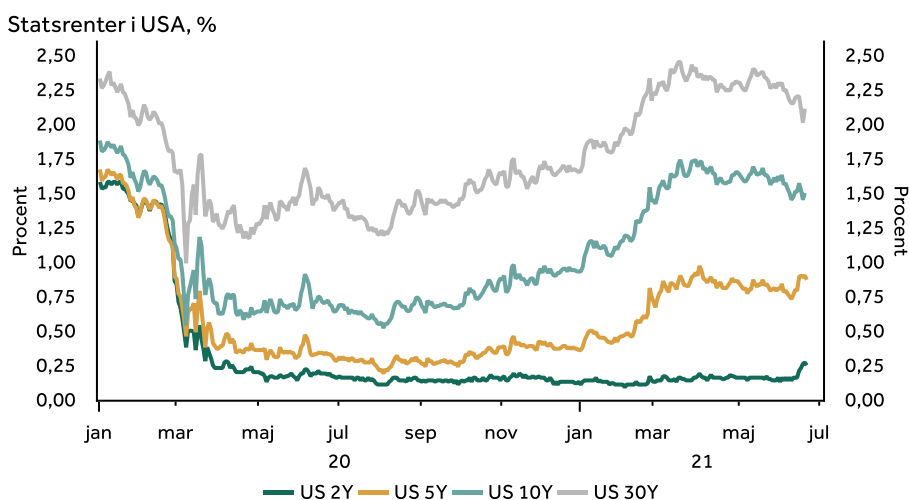
Massiv kurvefladning i USA og Europa

Rentekurver i USA og Europa er fladet betydeligt siden renteprognosen i maj med de største renteændringer i USD. Specielt siden Fed-mødet den 16. juni har markedsvolatilitet været betydelige, efter Fed lægger an til aftrapning af opkøbene af obligationer og samtidig signalerede, at renten kan hæves med i alt 50 bp i 2023. Feds signaler har presset risikoappetitten, hvilket har presset de lange USD-renter lavere, ligesom flere populære strategier mod stejle rentekurver i USD er blevet nedlukket. Inflationsforventninger er også faldet.

De nye signaler fra Fed om gradvist strammere pengepolitik skyldes, at inflationen er steget betydeligt i år til 5 %. Fed vurderer dog, at den høje inflation kun er midlertidig og falder igen – dog med risiko på opsidet. Fed fokuserer stadig på arbejdsmarkedet, som stadig ikke er tilbage på niveauerne før coronapandemien. Vi fastholder prognosen for Fed, så Fed begynder at aftrappe opkøbene i slutningen af år, mens renten hæves med i alt 75 bp i 2023.

Renteprognosen er forlænget et år, så den dækker indtil ultimo 2023, hvor vi venter, at de lange USD-renter er højere end indpriset.

Figur 1: Lavere lange renter og stigende korte renter i USA efter Fed-mødet



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

Strategist, FX, Rates and Oil,
Jan Bylov
+45 89 89 71 68
jan.bylov@jyskebank.dk

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

Vigtig investorinformation:
Se materialets sidste sider.

Det globale økonomiske opsving er solidt (læs mere i vores nye [Globale Økonomi](#)). I Europa er opsvinget dog ikke så fremskredent som i USA, og ECB's nye skøn for inflationen (2021: 1,9 %; 2022: 1,5 %; 2023: 1,4 %) signalerer, at den nuværende høje inflation også kun er midlertidig i euroområdet. Derfor venter vi, at ECB forsætter med at købe obligationer mindst indtil udgangen af 2023, og renten tidligst hæves i 2024.

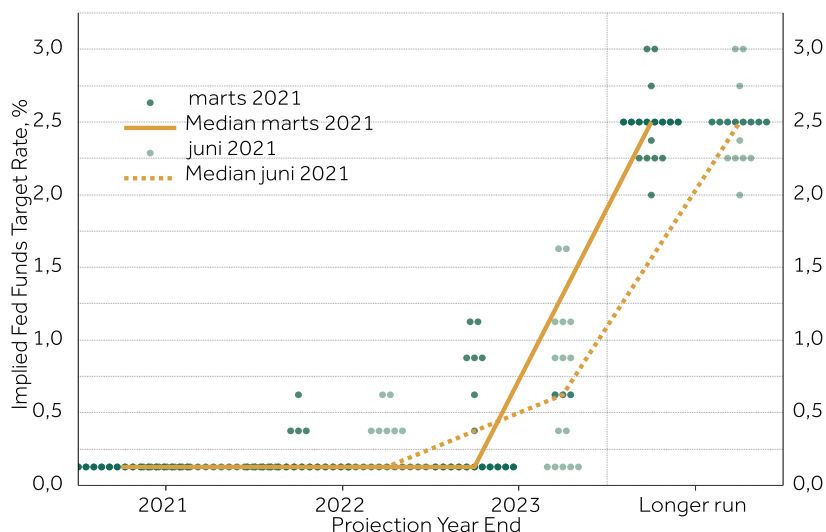
Der er kommet mere stabilitet på det danske realkreditmarked, som dog stadig er præget af høj varighed i det konverterbare segment. Dette har været med til at presse DKK-EUR-rentespænd yderligere ud. Nationalbanken intervenserede for 22 mia. kr. i maj, og EUR/DKK er igen tæt på interventionsniveauet. Vi venter dog fortsat, at Nationalbanken fastholder renten mindst indtil ultimo 2023, hvorfor de korte renter ventes relativt stabile. Lange renter i Danmark (og i euroområdet) ventes at stige gradvist i takt med stigende lange USD-renter.

Fed lægger an til aftrapning og signalerer renteforhøjelser i 2023

USD-renter med kortere løbetider op til 5 år er steget, mens de lange renter er faldet betydeligt siden renteprognosen i maj. Den massive kurvefladning skyldes bl.a., at Fed-medlemmerne nu via dot plot (Feds rentebane) signalerer, at renten hæves med i alt 50 bp i 2023. Ved Fed-mødet i marts var der ingen Fed-medlemmer, der indikerede en renteforhøjelse i 2023. Fed fastholder tempoet i obligationsopkøbene, indtil der er opnået betydeligt fremskridt i retning af Feds mål om fuld beskæftigelse og stabile priser. Fed annoncerede dog, at rentekomiteen fra det næste møde i juli begynder at diskutere aftrapningen af opkøbene, og at markederne vil blive adviseret i god tid. Fed fastholder, at stigningen i inflationen (5 % i maj) er overvejende midlertidig, hvilket illustreres ved Feds inflationsforventninger, som blev opjusteret med 0,8 %-point til 3 % i år, men aftager til 2,1 % i 2022.

Den gradvise stramning af pengepolitikken har presset risikoappetitten, og presset inflationsforventningerne (inflation swaps) lavere, ligesom investorer har nedlukket mange populære strategier om stejle USD-kurver.

Figur 2: Feds dot plot (rentebanen) blev opjusteret i juni

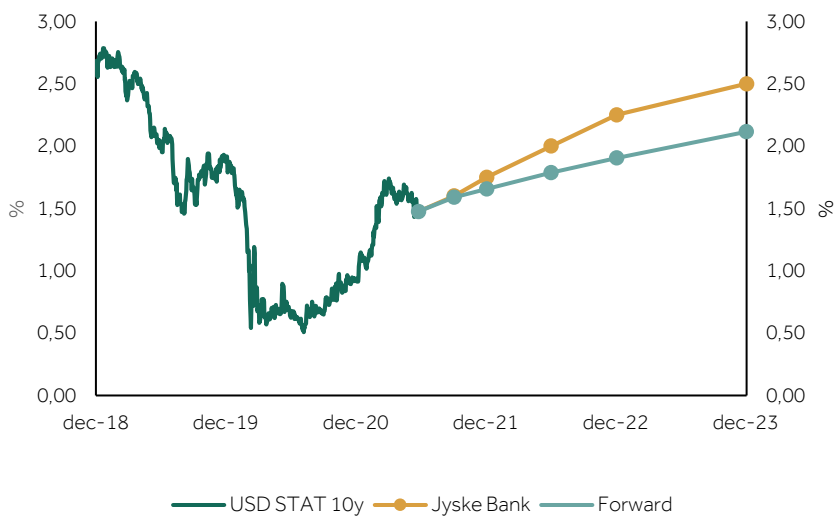


Kilde: Refinitiv Datastream

Fed hævede renterne IOER og RRP med 5 bp til 0,15 %, som dog skal betragtes som en teknisk tilpasning for at sikre, at den effektive Fed funds rente handler tætteres på midten af intervallet på 0 – 0,25 %.

Markederne har fremrykket timingen af den første renteforhøjelse fra Fed til januar 2023. Vi vurderer, at dette er lidt for tidligt, da vi venter, at Feds aftrapning af opkøbene starter i december i år og varer indtil starten af 2023, hvorefter Fed hæver renten i juni, september og december 2023. Vi venter desuden, at de lange USD-renter stiger mere end indpriset, hvor vores prognose nu dækker indtil ultimo 2023.

Figur 3: Den 10-årige amerikanske statsrente ventes at stige mere end indpriset

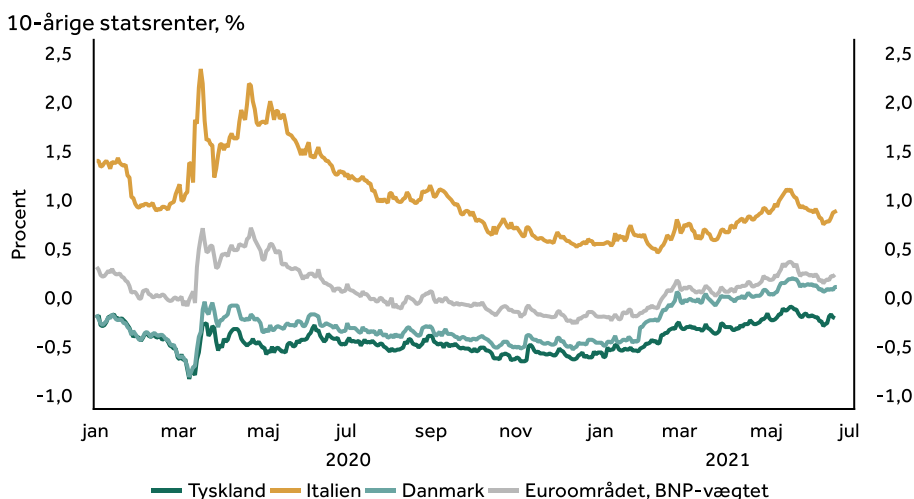


Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

ECB fastholder betydelige opkøb og udskyder vigtige justeringer

Rentekurver i euroområdet er også fladet betydeligt siden renteprognosen i maj, efter de korte renter er steget marginalt, mens de lange renter er faldet over 10 bp.

Figur 4: Lange renter er faldet i de seneste uger, mens rentespænd forbliver lave

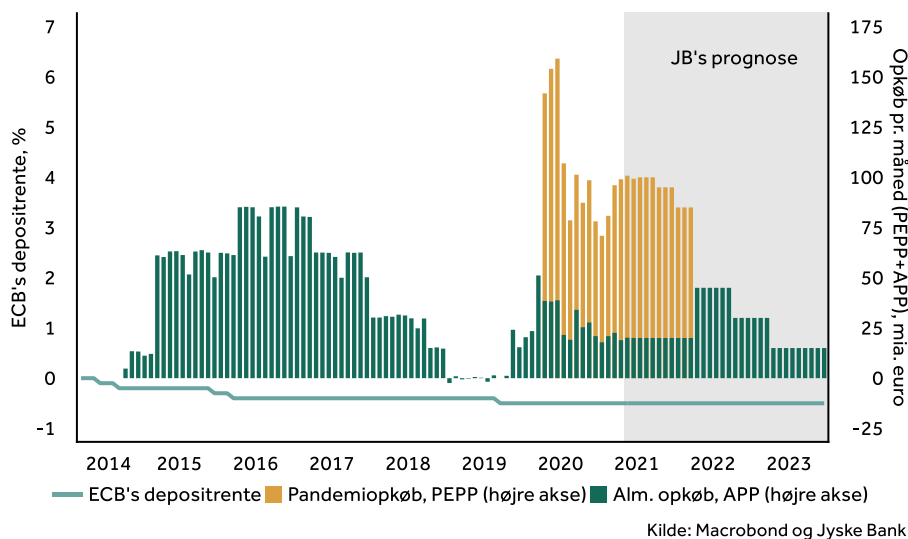


Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Ved rentemødet i juni meddelte ECB, at de betydelige opkøb fortsætter i 3. kvartal, mens der ikke var nye fremadrettede signaler om pengepolitikken. ECB er dog blevet mere optimistisk omkring væksten, men vurderer fortsat, at inflationen på 2-3 års sigt er klart under målsætningen.

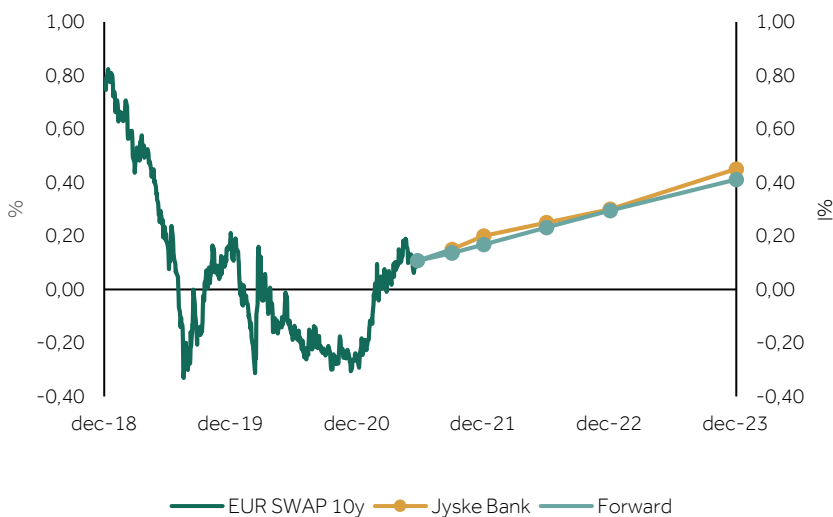
Vi venter, at ECB efter sommeren præciserer justeringer i opkøbsprogrammerne, hvor ECB's fokus siden marts sidste år har været at holde spænd inden for euroområdet lave. Vi venter, at ECB's pandemiprogram PEPP slutter i marts, når opkøbsrammen er udnyttet. Vi venter dog, at ECB fortsat køber obligationer mindst indtil ultimo 2023 i APP. En renteforhøjelse fra ECB venter vi tidligst i 2024. Læs mere [her](#) om ECB-mødet.

Figur 5: ECB's opkøb af obligationer ventes at fortsætte indtil ultimo 2023



Vi venter, at de korte renter i EUR forbliver lave i prognoseperioden, mens markederne priser en renteforhøjelse i løbet af 2023. Derimod venter vi, at de lange renter stiger gradvist pga. højere global vækst og stigende USD-renter. Den 10-årige tyske statsrente ventes dog først at blive positiv i løbet af 2022.

Figur 6: 10-årig swaprente i EUR ventes at stige nogenlunde som indpriset



Ingen rentenedsættelse fra Nationalbanken

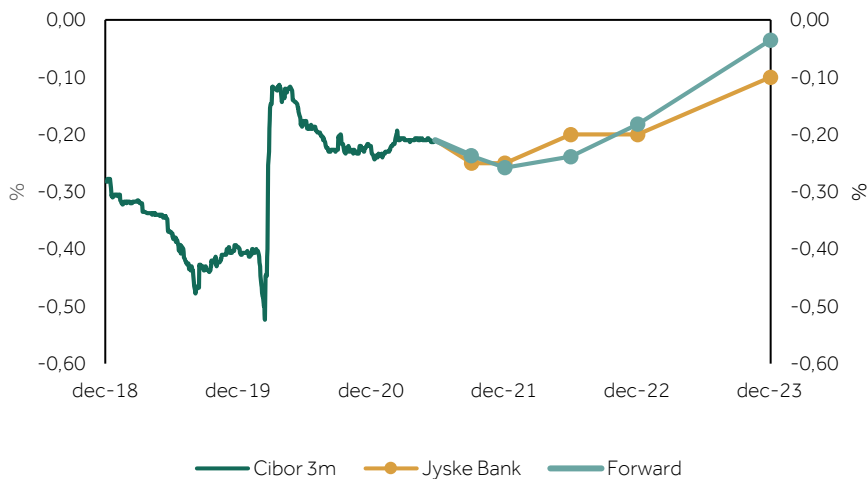
Nationalbanken inter文nerede for 22 mia. kr. i maj, og dermed for samlet for 42 mia. kr. i år. EUR/DKK er igen tæt på interventionsniveauer. Vi venter, at eventuelt yderligere interventioner er tilstrækkelige til at holde en bund under EUR/DKK, men en rentenedsættelse kan ikke udelukkes. Vores prognose er, at Nationalbanken fastholder renten mindst indtil ultimo 2023, hvilket holder de korte renter relativt lave. Lange renter i Danmark ventes at stige gradvist i takt med stigende lange USD-renter.

Figur 7: Nationalbanken inter文nerede igen i maj og for samlet 42 mia. kr. i år

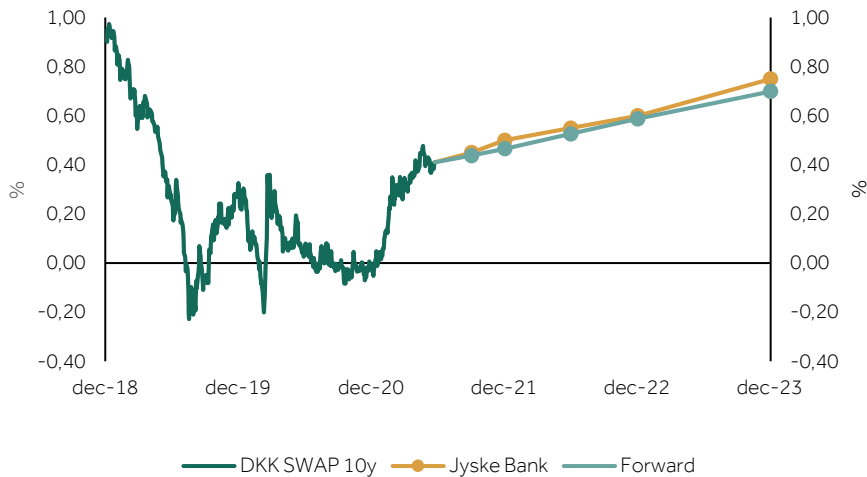


Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 8: 3M Cibor ventes relativt stabil i prognoseperioden



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

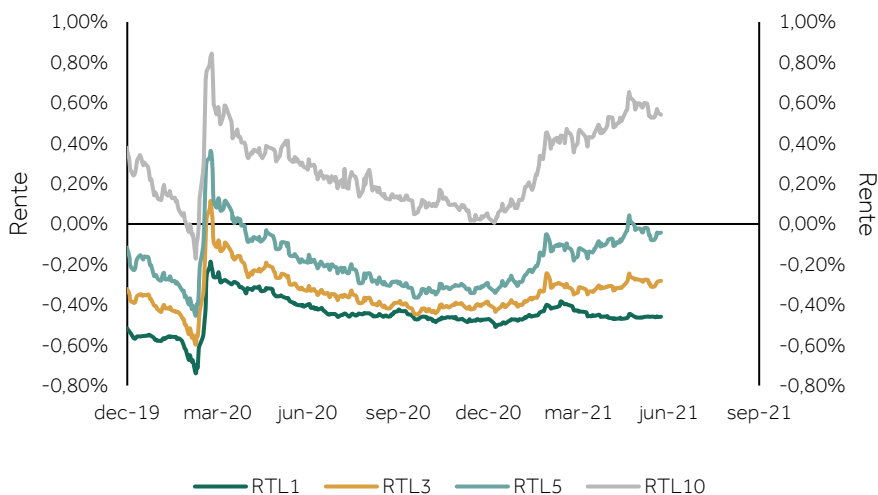
Figur 9: 10-årig swaprente i DKK ventes at stige nogenlunde som indpriset


Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Højere DKK-EUR rentespænd trods roligere realkreditmarked

Der er kommet mere stabilitet på det danske realkreditmarked, hvor renter på RTL'er er nogenlunde på samme niveauer som ved renteprognosen i maj. I det konverterbare segment er renter faldet, men markedet er stadig præget af høj varighed, hvilket har været med til at presse DKK-EUR-rentespænd yderligere ud.

I det konverterbare segment er det stadig de 30-årige 1½ %'ere, der er åbne for nye lån. Vi venter relativt stabile danske realkreditrenter på kort sigt, da Nationalbanken fastholder renten, mens ECB's opkøb hen over sommeren fortsat er betydelige og lægger et låg på renterne.

Figur 10: Renter mere sidelæns i de seneste uger


Kilde: Jyske Bank

Tabel 1: Jyske Bank Boligrenteprognose


Rente, %	I dag	Pr. 1. okt.
RTL1	0,05	0,05
RTL3	-0,28	-0,25
RTL5	-0,03	0,00
RTL10	0,56	0,60
Kurs på 30-årig fast rente (1,5 % 2053) med afdrag	98,67	98,97

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


Se aktuelle renter her: www.jyskebank.dk/erhverv/erhvervsejendomme

Kilde: Jyske Bank


Tabel 2: Jyske Bank Renteprognose**STATSRENTER**

 Danmark	Spot	Q3-21	Q4-21	Q2-22	Q4-22	Q4-23
Leading	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Cibor 3m	-0,21	-0,25	-0,25	-0,20	-0,20	-0,10
Cibor 6m	-0,12	-0,15	-0,15	-0,10	-0,10	-0,05
STAT 2y	-0,50	-0,50	-0,50	-0,40	-0,35	-0,30
STAT 5y	-0,37	-0,35	-0,35	-0,25	-0,15	-0,05
STAT 10y	0,14	0,15	0,20	0,25	0,30	0,40
STAT 30y	0,52	0,50	0,55	0,60	0,65	0,70
STAT 5y - 2y	0,13	0,15	0,15	0,15	0,20	0,25
STAT 10y - 5y	0,50	0,50	0,55	0,50	0,45	0,45
STAT 30y - 10y	0,39	0,35	0,35	0,35	0,35	0,30


SWAPRENTER

 Danmark	Spot	Q3-21	Q4-21	Q2-22	Q4-22	Q4-23
Cibor 3m	-0,21	-0,25	-0,25	-0,20	-0,20	-0,10
Cibor 6m	-0,12	-0,15	-0,15	-0,10	-0,10	-0,05
SWAP 2y	-0,10	-0,10	-0,10	-0,05	0,00	0,05
SWAP 5y	0,09	0,10	0,10	0,20	0,25	0,35
SWAP 10y	0,43	0,45	0,50	0,55	0,60	0,75
SWAP 30y	0,74	0,70	0,75	0,80	0,85	0,90
SWAP 5y - 2y	0,19	0,20	0,20	0,25	0,25	0,30
SWAP 10y - 5y	0,34	0,35	0,40	0,35	0,35	0,40
SWAP 30y - 10y	0,31	0,25	0,25	0,25	0,25	0,15


STATSRENTER

 EUROLAND	Spot	Q3-21	Q4-21	Q2-22	Q4-22	Q4-23
Leading	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Euribor 3m	-0,54	-0,55	-0,55	-0,50	-0,50	-0,40
Euribor 6m	-0,51	-0,50	-0,50	-0,45	-0,45	-0,35
STAT 2y	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65	-0,60
STAT 5y	-0,55	-0,55	-0,50	-0,40	-0,40	-0,30
STAT 10y	-0,16	-0,15	-0,10	-0,05	0,00	0,15
STAT 30y	0,32	0,30	0,35	0,40	0,45	0,50
STAT 5y - 2y	0,10	0,10	0,15	0,25	0,25	0,30
STAT 10y - 5y	0,39	0,40	0,40	0,35	0,40	0,45
STAT 30y - 10y	0,48	0,45	0,45	0,45	0,45	0,35

SWAPRENTER

 EUROLAND	Spot	Q3-21	Q4-21	Q2-22	Q4-22	Q4-23
Euribor 3m	-0,54	-0,55	-0,55	-0,50	-0,50	-0,40
Euribor 6m	-0,51	-0,50	-0,50	-0,45	-0,45	-0,35
SWAP 2y	-0,45	-0,45	-0,45	-0,40	-0,35	-0,30
SWAP 5y	-0,24	-0,25	-0,20	-0,10	-0,05	0,05
SWAP 10y	0,12	0,15	0,20	0,25	0,30	0,45
SWAP 30y	0,47	0,45	0,50	0,55	0,60	0,65
SWAP 5y - 2y	0,21	0,20	0,25	0,30	0,30	0,35
SWAP 10y - 5y	0,36	0,40	0,40	0,35	0,35	0,40
SWAP 30y - 10y	0,35	0,30	0,30	0,30	0,30	0,20

STATSRENTER

 USA	Spot	Q3-21	Q4-21	Q2-22	Q4-22	Q4-23
Leading	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	1,00
Libor 3m	0,14	0,15	0,20	0,20	0,50	1,00
STAT 2y	0,25	0,35	0,45	0,60	0,80	1,25
STAT 5y	0,87	1,00	1,10	1,30	1,50	1,80
STAT 10y	1,48	1,60	1,75	2,00	2,25	2,50
STAT 30y	2,11	2,25	2,40	2,60	2,70	2,80
STAT 5y - 2y	0,62	0,65	0,65	0,70	0,70	0,55
STAT 10y - 5y	0,62	0,60	0,65	0,70	0,75	0,70
STAT 30y - 10y	0,63	0,65	0,65	0,60	0,45	0,30

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://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 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. 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.