

Renteprognosen forlænget ind i 2020: Fed vender kursen i 2019, mens ECB går i dvale

- Tegn på kraftig afmatning i USA's økonomi i 3. kvartal 2019 får Fed til at ændre kurs fra renteforhøjelser i 2019 til rentenedsættelser i 2020
- ECB og Nationalbanken hæver renten i september 2019, men holder renterne uændret i 2020 pga. recession i USA
- Lange USD-renter topper i 1. halvår 2019, mens renter i Europa vil stige gradvist, indtil afmatningen i USA tager fart

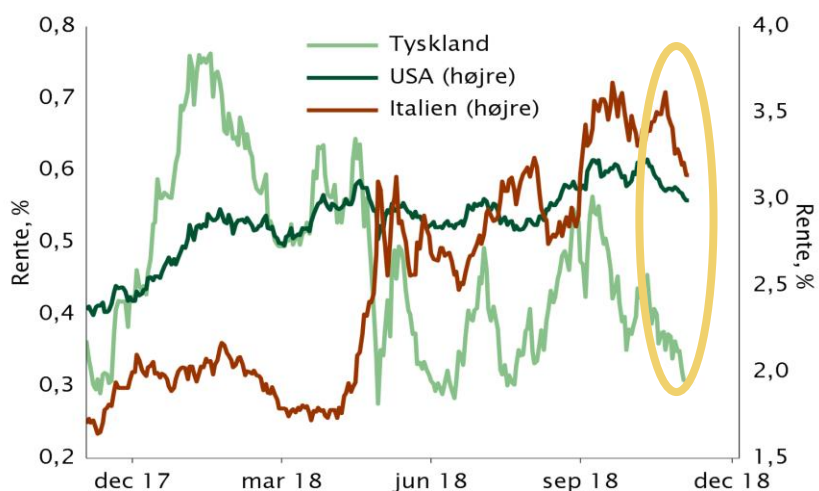
Risikomærkning	<div style="display: inline-block; width: 20px; height: 10px; background-color: #28a745; border: 1px solid #000;"></div> <div style="display: inline-block; width: 20px; height: 10px; background-color: #ffc107; border: 1px solid #000;"></div> <div style="display: inline-block; width: 20px;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

Se venligst de sidste sider for forklaring.

Fed vender kursen i 2019, mens ECB går i dvale i 2020

Siden vores renteprognose i november er USD-renter faldet op mod 28bp, mens renter på højtvruderede obligationer i Europa er faldet op mod 16bp. Markederne indpriser to renteforhøjelser fra Fed inden for det næste år, mens der var indpriset tre renteforhøjelser for en måned siden. Rentefaldene skyldes bl.a. usikkerhed om det globale økonomiske opsving, hvilket vi også forventer. Specielt har handelskonflikten mellem USA og Kina givet stor usikkerhed for global vækst. Læs mere i [vores seneste økonomiske prognose](#). Rentefaldene stemmer overens med lavere aktieindeks og lavere inflationsforventninger, som er presset ned af olieprisens kraftige fald på næsten 30 % siden oktober. Usikkerhed om Brexit og den italienske budgetparodi er også med til at holde renter lave.

Figur 1:
 10-årige statsrenter er faldet i både Tyskland, USA og Italien



Kilde: Thomson Reuters Datastream

Research, Jyske Markets

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

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

Analytikerassistent,
 Asger Normann Kristiansen
 +45 89 89 71 68
 asger.normann.kristiansen@jyskebank.dk

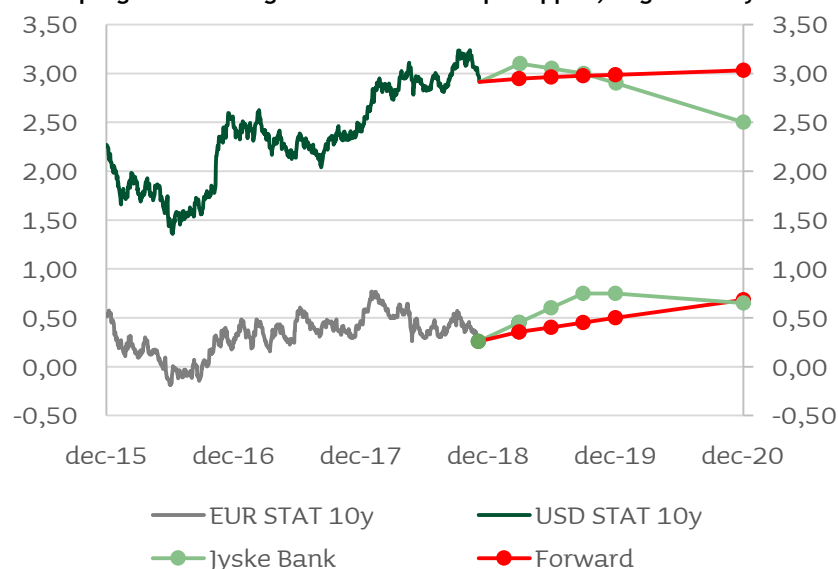
Vigtig investorinformation:
 Se materialets sidste sider.

Vi har forlænget renteprognosen, så den nu dækker indtil ultimo 2020. Vores prognose har længe været baseret på, at der kommer recession i USA i 2020, hvor Fed ventes at nedsætte renten med i alt 100bp. Dermed venter vi, at Fed vender kursen i løbet af 2019, hvor Fed – efter kvartårlige renteforhøjelser indtil juni 2019 – i løbet af 3. kvartal 2019 begynder at blive mere bekymret for en kraftig afmatning af økonomien. Vi venter dermed, at USD-renter vil stige i de næste 3-6 måneder og rentekurven inverterer (bemærk 2- og 5-årig amerikansk statsrente er allerede ens). USD-renter ventes at falde i 2020, hvor rentekurven stejler i takt med rentenedsættelser.

Vi venter stadig, at ECB gradvist vil udfase den lempelige pengepolitik over de kommende kvartaler. Balanceudvidelsen med nettoopkøb ventes at stoppe ved udgangen af i år (annoncering ved ECB-mødet i næste uge), mens geninvesteringer vil fortsætte i 2019. Renten ventes at blive hævet med 15bp i september næste år, men ECB vil få svært ved at stramme pengepolitikken yderligere, når Fed sætter renten ned i 2020. Dermed venter vi, at ECB ikke gentager én af de tidligere pengepolitiske fejl, hvor renterne blev hævet i 2008, selvom Fed siden 2007 havde nedsat renten med over 300bp!

Nationalbanken ventes stadig at hæve renten i samme takt som ECB, dvs. hæve renten i september 2019. Dermed venter vi, at Nationalbanken vil afvente med at forsvare kronen med valutaintervention og evt. en renteforhøjelse, selvom EUR/DKK mest har handlet over 7,46 i de seneste to måneder.

Figur 2:
 Vores prognose: 10-årig USD-rente er tæt på toppen, stigende i Tyskland



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Fed vender kursen i 2019, mens ECB går i dvale i 2020

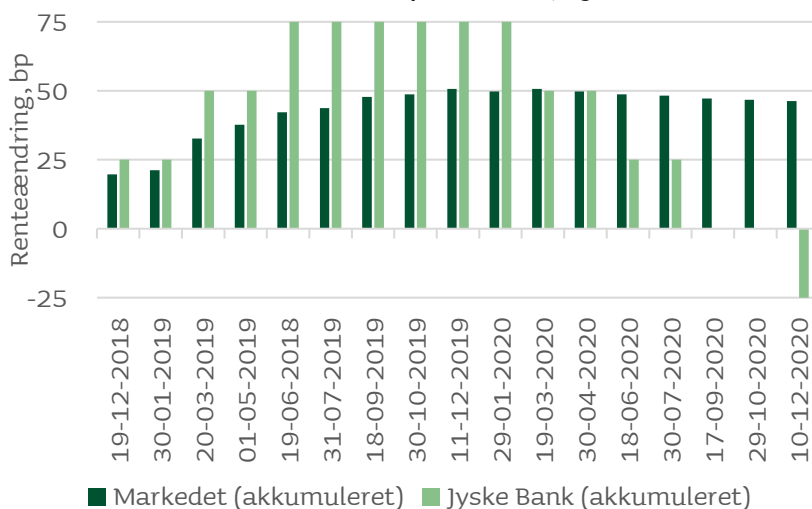
USD-renter er faldet næsten 30bp i takt med lavere aktiemarkeder, lavere inflationsforventninger, usikkerhed om det globale økonomiske opsving, Brexit og italiensk budgetparodi. Dermed har spekulanter kraftigt reduceret i strategier mod stigende USD-renter.

Markederne indpriser næsten fuldt ud, at renten hæves igen i december, men kun én renteforhøjelse i 2019, og Feds næste træk derefter vil være lempeligere pengepolitik. Dette er en betydelig markedskorrektion, hvor markederne for en måned siden indprisede tre renteforhøjelser indtil ultimo 2019.

Bekymringen for de faldende aktiemarkeder – og måske pga. verbale kritiske udfald fra Trump – fik Fed-chef Powell i sidste uge til at vurdere, at Feds rente er lige under neutralt niveau. Dette blev understøttet af bl.a. Feds vicechef Clarida. Dette gav midlertidig risikoappetit på aktiemarkederne og rentefald, da Fed-chefen dermed synes at have ændret holdning, hvor han i oktober vurderede, at renten var et stykke fra neutralt niveau.

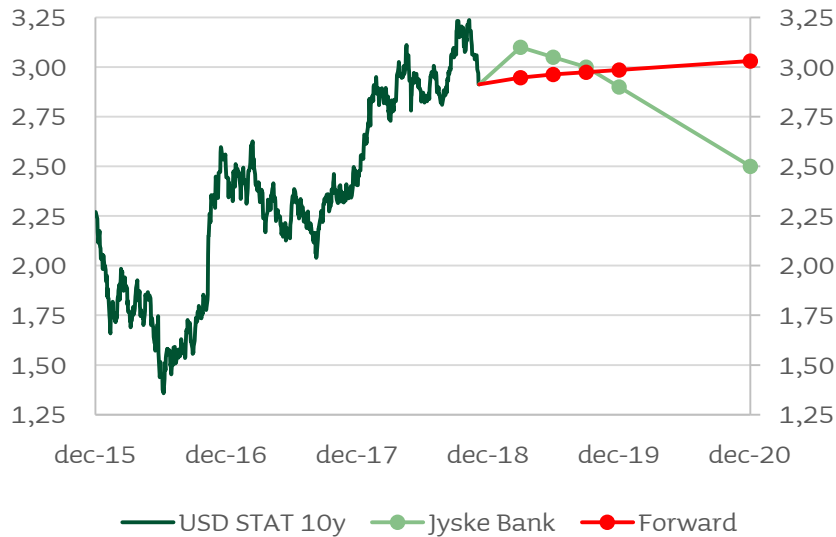
Vi venter stadig kvartårlige renteforhøjelser indtil juni næste år. Dette er ikke indpriset, og vi venter således højere korte USD-renter end indpriset, mens de lange USD-renter ikke ventes at stige meget mere. Derfor venter vi, at USD-kurven flader i de næste 3-6 måneder. I løbet af 3. kvartal næste år ventes der at komme signaler om en kraftig økonomisk afmatning i USA, som ventes at komme i recession i 2020. Derfor venter vi, at Fed vender kursen i løbet af 2019, og at Fed nedsætter renten med i alt 100bp i 2020. De største rentefald ventes i den korte ende af rentekurven, hvorved rentekurven stejler igen i 2020.

Figur 3:
Fed ventes at hæve renten mere end priset i 2019, og nedsætte den i 2020



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Figur 4:
 10-årig USD rente ventes at være tæt på toppen, og falde igen

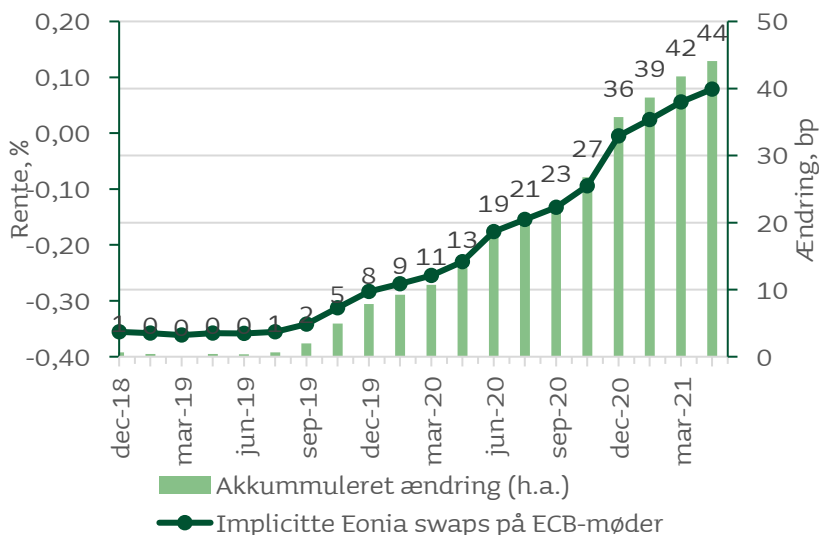


Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Gradvist højere renter i EUR og DKK

Renter i DKK og EUR er faldet i den seneste måned pga. økonomisk usikkerhed (handelskrig, Brexit), aktiekursfald og usikkerhed efter italiensk budgetparodi. ECB ventes at stoppe med opkøbene ved årsskiftet (geninvesteringer fortsætter i 2019), mens den første renteforhøjelse på 15bp ventes i september næste år. Dette skyldes, at vi venter gradvist stigende kerneinflation i de kommende måneder i takt med stigende lønvækst i Eurozonen. Markederne indpriser en renteforhøjelse på mindst 10 bp i 1. kvartal 2020, hvilket dermed er senere end vores forventning. Dermed er der basis for lidt højere renter end indpriset.

Figur 5:
 Første renteforhøjelse fra ECB er først indpriset i starten af 2020



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Vi venter, at den lange ende af rentekurverne i EUR også vil blive presset op af fortsat vækst over hastighedsgrænsen i både USA og Europa i de kommende kvartaler, at ECB's opkøbsprogram fra årsskiftet kun består af geninvesteringer og at andre store centralbanker også langsomt udfaser den lempelige pengepolitik. På kort sigt vil retningen i den lange ende af rentekurver i EUR være påvirket af handelskrigen mellem USA og Kina, som indtil videre er sat i bero, og dermed understøtter risikoappetitten. Desuden påvirkes den lange ende af Brexit og den italienske budgetparodi. Samlet venter vi gradvist stigende lange renter med de største rentestigninger op mod renteforhøjelsen fra ECB i september næste år. I 2020 venter vi, at renter i EUR med løbetid på mindst 5 år vil falde i takt med Feds rentenedsættelser. Dog ventes renter at falde noget mere i USD end i EUR.

EUR/DKK har handlet over 7,46 i de meste af de seneste par måneder. Vi vurderer fortsat, at stigningen i EUR/DKK skyldes flere faktorer som gradvis normalisering af ECB's pengepolitik, normalisering på pengemarkederne, og mindre behov blandt danske finansielle aktører for at afdække indtægter i EUR. Vi vurderer dermed, at der ikke er et spekulativt pres mod kronen. Nationalbanken har heller ikke inter文eneret trods det højere niveau i EUR/DKK.

Markederne priser marginal DKK-EUR rentespændsudvidelse i den korte ende, men dog mest sandsynligt, at Nationalbanken vil afvente ECB's første renteforhøjelse. Vi venter, at Nationalbanken hæver renten på indskudsbeviser med 15 bp i september 2019, dvs. i forlængelse af ECB's tilsvarende renteforhøjelse. Vi venter - ligesom for ECB - ikke yderligere renteforhøjelser i prognoseperioden indtil slutningen af 2020. Hvis EUR/DKK stiger yderligere over en længere periode, så vurderer vi, at risikoen er, at Nationalbanken begynder at intervenere for at forsvare kronen (købe kroner), hvilket kan være en optakt til en selvstændig renteforhøjelse.

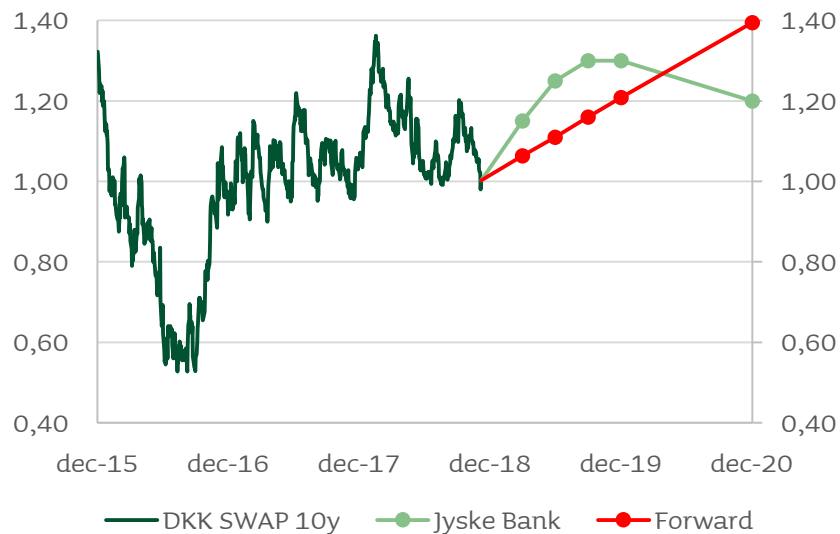
Figur 6:
3M Cibur ventes at stige som indpriset i det næste år, derefter sidelæns



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

I den lange ende af rentekurven ventes DKK–EUR rentespænd at være stabile med risikoen for lidt højere rentespænd, hvis EUR/DKK stiger yderligere. Dermed ventes de lange renter i DKK også at stige i det næste års tid, mens vi venter rentefald i løbet af 2020 i takt med Feds rentenedsættelser.

Figur 7:
 10-årig swaprente i DKK ventes at stige i det næste år, hvorefter den falder



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Gradvist stigende realkreditrenter

Renter på rentetilpasningslån (RTL'er) er næsten faldet til niveauerne fra årets start, da 5-årige renter er faldet lidt mere end de 3-årige renter og 1-årige RTL'er er nærmest uændret siden den seneste renteprognose. RTL-renter er dog ikke faldet helt så meget som swaprenter, mens renter på konverterbare obligationer ikke er faldet ligeså meget som de 5-årige RTL'er.

Auktionerne over danske realkreditobligationer til refinansiering af januar-terminen forløb som ventet med fornuftig interesse (bid-to-cover relativt høje).

Høj EUR/DKK er en risikofaktor for investorer, da det øger sandsynligheden for en selvstændig renteforhøjelse fra Nationalbanken. Vi vurderer dog, Nationalbanken vil afvente ECB's renteforhøjelse i september næste år. Både de helt korte obligationer og de konverterbare obligationer er også specielt interessante for udenlandske investorer, der opnår en merrente ved valutaafdækning af danske obligationer. Derfor venter vi stadig kun gradvist stigende realkreditrenter i de kommende måneder.

Figur 8:
 Renter på rentetilpasningslån er tæt på niveauerne fra årets start



Kilde: Jyske Bank


I det 30-årige konverterbare segment er det stadig obligationerne med kupon på 2 %, der er åbne for låneoptagelse. Vi venter stadig marginalt faldende kurs over de kommende måneder.

Jyske Bank Boligrenteprognose


	I dag	Pr. 1. apr.	Pr. 1. juli
RTL1-rente	-0,27	-0,20	-0,10
RTL5-rente	0,11	0,25	0,35
Kurs på 30-årig fast rente (2%) med afdrag	99,6	98,8	98,1

Jyske Bank renteprognose


STATSRENTER

 Danmark	Spot	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q4-20
Leading	-0,65	-0,65	-0,65	-0,50	-0,50	-0,50
Cibor 3m	-0,30	-0,30	-0,30	-0,15	-0,15	-0,15
Cibor 6m	-0,15	-0,15	-0,15	0,00	0,00	0,00
STAT 2y	-0,60	-0,50	-0,40	-0,25	-0,20	-0,20
STAT 5y	-0,24	-0,10	0,00	0,10	0,20	0,15
STAT 10y	0,24	0,40	0,50	0,55	0,60	0,50
STAT 30y	0,71	0,85	0,90	0,95	0,90	0,75
STAT 5y - 2y	0,36	0,40	0,40	0,35	0,40	0,35
STAT 10y - 5y	0,48	0,50	0,50	0,45	0,40	0,35
STAT 30y - 10y	0,48	0,45	0,40	0,40	0,30	0,25


SWAPRENTER

 Danmark	Spot	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q4-20
Cibor 3m	-0,30	-0,30	-0,30	-0,15	-0,15	-0,15
Cibor 6m	-0,15	-0,15	-0,15	0,00	0,00	0,00
SWAP 2y	-0,04	0,10	0,20	0,35	0,40	0,40
SWAP 5y	0,40	0,50	0,60	0,70	0,80	0,75
SWAP 10y	1,00	1,15	1,25	1,30	1,30	1,20
SWAP 30y	1,50	1,65	1,70	1,75	1,70	1,55
SWAP 5y - 2y	0,43	0,40	0,40	0,35	0,40	0,35
SWAP 10y - 5y	0,60	0,65	0,65	0,60	0,50	0,45
SWAP 30y - 10y	0,50	0,50	0,45	0,45	0,40	0,35


STATSRENTER

 EUROLAND	Spot	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q4-20
Leading	-0,40	-0,40	-0,40	-0,25	-0,25	-0,25
Euribor 3m	-0,32	-0,30	-0,30	-0,15	-0,15	-0,15
Euribor 6m	-0,25	-0,25	-0,25	-0,10	-0,10	-0,10
STAT 2y	-0,61	-0,50	-0,40	-0,25	-0,20	-0,20
STAT 5y	-0,31	-0,15	-0,05	0,10	0,20	0,15
STAT 10y	0,26	0,45	0,60	0,75	0,75	0,65
STAT 30y	0,90	1,10	1,20	1,30	1,30	1,15
STAT 5y - 2y	0,30	0,35	0,35	0,35	0,40	0,35
STAT 10y - 5y	0,57	0,60	0,65	0,65	0,55	0,50
STAT 30y - 10y	0,65	0,65	0,60	0,55	0,55	0,50

SWAPRENTER

 EUROLAND	Spot	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q4-20
Euribor 3m	-0,32	-0,30	-0,30	-0,15	-0,15	-0,15
Euribor 6m	-0,25	-0,25	-0,25	-0,10	-0,10	-0,10
SWAP 2y	-0,16	-0,05	0,05	0,20	0,25	0,25
SWAP 5y	0,25	0,35	0,45	0,55	0,65	0,60
SWAP 10y	0,85	1,00	1,10	1,15	1,15	1,05
SWAP 30y	1,40	1,55	1,60	1,65	1,60	1,45
SWAP 5y - 2y	0,41	0,40	0,40	0,35	0,40	0,35
SWAP 10y - 5y	0,59	0,65	0,65	0,60	0,50	0,45
SWAP 30y - 10y	0,56	0,55	0,50	0,50	0,45	0,40

STATSRENTER

 USA	Spot	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q4-20
Leading	2,25	2,75	3,00	3,00	3,00	2,00
Libor 3m	2,75	2,95	3,05	3,05	2,90	2,10
STAT 2y	2,79	3,05	3,10	3,05	2,90	2,00
STAT 5y	2,79	3,05	3,05	3,00	2,90	2,30
STAT 10y	2,91	3,10	3,05	3,00	2,90	2,50
STAT 30y	3,17	3,30	3,20	3,15	3,05	2,85
STAT 5y - 2y	-0,01	0,00	-0,05	-0,05	0,00	0,30
STAT 10y - 5y	0,13	0,05	0,00	0,00	0,00	0,20
STAT 30y - 10y	0,26	0,20	0,15	0,15	0,15	0,35

Vigtig Investorinformation

Jyske Bank (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.

Denne analyse er en investeringsanalyse.

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.

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

<https://jyskebank.com/m/da/products/investment/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.

Rentepronose

Rentepronosen afspejler den forventede retning for renter over en given horisont. Rentepronosen er et skøn for, hvor vi med overvejende sandsynlighed forventer at se renten på den angivne horisont. Rentepronosen 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

Rentepronosen 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 BRF's hjemmeside www.brf.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.