


Lange renter presset op af højere vækst og inflation

Lange renter er steget yderligere i takt med forventninger om højere vækst og inflation. Fed er ikke bekymret for udsigter til endnu højere renter, og vi har justeret Fed-prognosen. Derimod køber ECB obligationer i et højere tempo, hvilket holder renter og spænd lave i Europa i et stykke tid endnu.

- Risikoen er på op siden for lange renter
- Ny Fed-prognose: Renten hæves tidligere og i et hurtigere tempo
- ECB's højere opkøbstempo bør holde renter og spænd lave
- Teknisk tilpasning af Nationalbankens instrumenter
- Højere danske realkreditrenter

Risikomærkning		X
Kompleks		X
Ikke-kompleks		

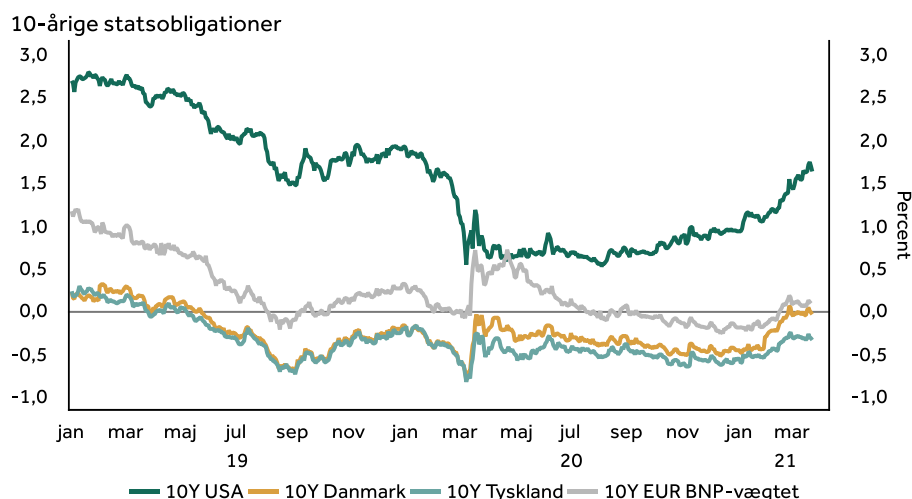
Se venligst de sidste sider for forklaring.

Risikoen er på op siden for lange renter

Lange renter i USA og Europa er steget i år, og har for nylig været på de højeste niveauer i mindst et år, men er dog faldet lidt tilbage i denne uge efter nedlukningen i Tyskland er forlænget. Stigningerne i de lange renter skyldes flere forhold, der peger mod en gradvis udfasning af Feds lempelige pengepolitik: 1) Fed er mindre bekymret over rentestigningerne, så markederne priser en hurtigere udfasning af pengepolitikken end i starten af året, 2) stigende inflationsforventninger i både USA og Europa, og 3) større usikkerhed om retningen for renter (højere rentevolatiliteter), der har været selvforstærkende for rentestigningerne.

I vores nye prognose for global økonomi har vi opjusteret væksten i USA, mens den er nedjusteret i euroområdet. Derfor har vi også ændret prognosen for Fed, så renten hæves i 2. kvartal 2023, og i et hurtigere tempo derefter. Dette vil især presse de lange USD-renter op i de kommende måneder. Vi venter derimod, at ECB også i 2. kvartal køber obligationer i et lidt højere tempo end i starten af året, hvilket ventes at holde renter og spænd lave i euroområdet i et stykke tid. Vi ser dog risiko for stigende lange renter også i Europa, når økonomierne gradvist genåbner i de kommende måneder. Vi vurderer, at mindre kronelikviditetspres og intervention vil være tilstrækkelig til at svække kronen over for euroen, så Nationalbanken fastholder renten.

Figur 1: Tæt på højeste lange renter i USA, Tyskland og Danmark i mindst et år



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.

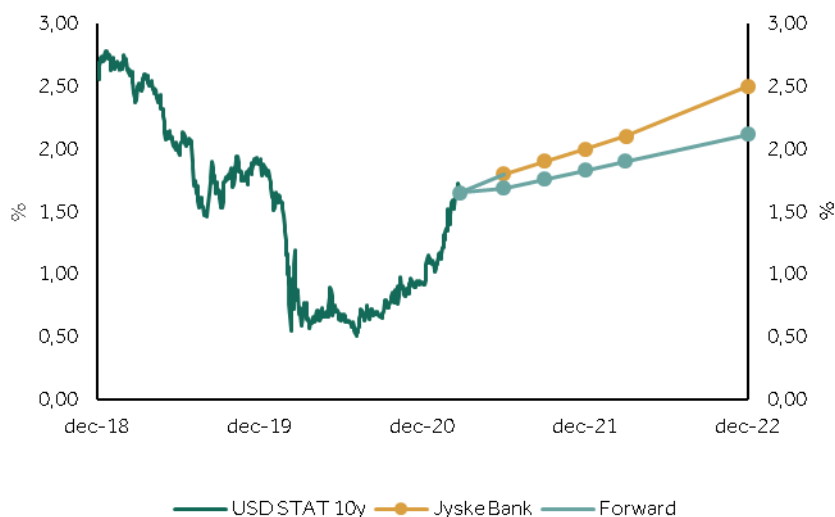
Ny Fed-prognose: Renten hæves tidligere og i et hurtigere tempo

Lange USD-renter er steget over 40 bp siden renteprognosen i februar, og har for nylig været tæt på de højeste niveauer under pandemien. Inflationsswaps er steget yderligere, så inflationen i USA er indpriset til at blive noget over 2% i mange år. Rentestigningerne i USA skyldes dog primært forbedrede økonomiske udsigter, og at Fed ikke er bekymret over de stigende lange renter, hvorved markederne indpriser en hurtigere tilbagetrækning af den lempelige pengepolitik. Desuden har auktionerne over lange statsobligationer ikke været specielt prangende.

Ved Fed-mødet den 17. marts blev renten fastholdt, mens opkøbsprogrammet fortsætter med køb af obligationer for 120 mia. om måneden. Vækst- og inflationsskøn blev opjusteret. Fed vurderer dog, at inflationen kun stiger midlertidigt i år, og vil se beviser i udviklingen i væksten og inflationen, før pengepolitikken bliver strammet. Dermed er der ikke umiddelbart et behov for en hurtig stramning af pengepolitikken, hvor rentebanen (dot plots) stadig indikerer uændret rente mindst indtil 2024. Der var dog 7 ud af 18 medlemmer, der signalerer en renteforhøjelse i 2023.

Siden rentemødet har Fed annonceret, at statsobligationer og reserver ikke længere kan udelades i beregningen af bankernes kapitalkrav, SLR, når denne undtagelse udløber den 31. marts. Denne risiko for ikke at blive forlænget har også været medvirkende til de seneste ugers rentestigninger. Vi vurderer, at Fed signalerer en gradvis udfasning af den markante tiltag, der blev indført i foråret sidste år. Læs mere om Fed-mødet [her](#).

Figur 3: Lange USD-renter ventes at stige mere end indpriset



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

I vores nye økonomiske prognose har vi opjusteret væksten i USA. Læs mere [her](#). Opjusteringen skyldes den fortsatte lempelige pengepolitik, to massive finanspolitiske stimulanspakker og måske en infrastrukturpakke, et kraftigt fald i antallet af coronasmittede og et vaccinationsprogram, der kører på skinner samt masser af penge i forbrugernes sparegrise.

Vi har derfor ændret prognosen for Fed, så renten hæves første gang i 2. kvartal 2023, og med i alt 75 bp i 2023. Aftrapningen af opkøbene ventes at blive diskuteret i 3. kvartal i år med en annoncering i november og start i december med 10 mia. per møde. Dermed er Fed færdig med opkøbene i foråret 2023.

Rentemarkederne indpriser den første renteforhøjelse fra Fed i starten af 2023, som ikke umiddelbart bekymrer Fed. Vi vurderer, at timingen og tempoet er relativt fair priset. Dermed venter vi, at den korte ende af rentekurven stiger nogenlunde som indpriset. Derimod venter vi, at de lange renter stiger mere end indpriset pga. forventninger og betydeligt højere vækst.

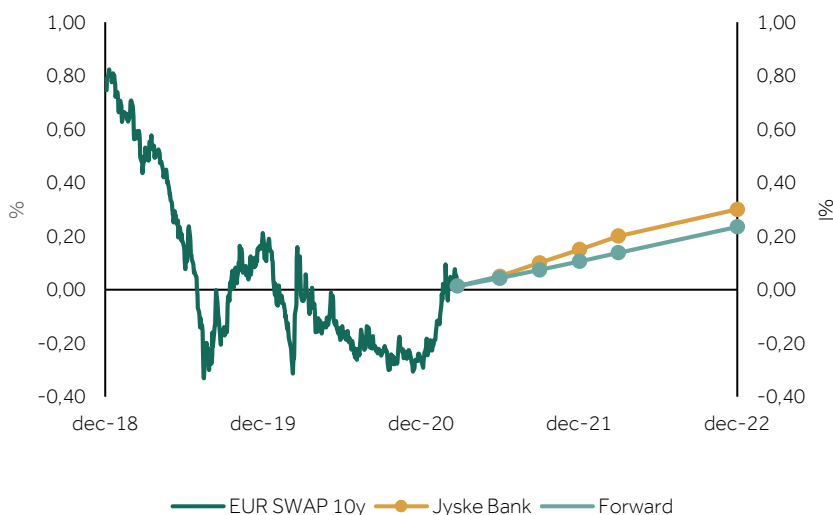
Risici på nedsiden for renter er genopblussen af pandemien i USA, som kan udsætte opstramningen af Feds lempelige pengepolitik. Omvendt kan stigende inflation og evt. højere lønvækst få Fed til at stramme op lidt tidligere end indpriset, hvis aktiemarkederne ikke bliver presset lavere. Vi ser størst risiko på op siden.

ECB's højere opkøbstempo bør holde renter og spænd lave

Lange renter i Europa er steget over 20 bp siden renteprognosen i februar, men er dog faldet i denne uge pga. nedlukningen er forlænget i Tyskland. Rentestigningerne skyldes en kombination af stigende inflationsswaps (inflation forventninger) i EUR og det højere globale renteniveau, som desuden giver større usikkerhed om retningen for renterne og øger risikopræmien for obligationer (pga. højere rentevolatiliteter).

Markederne har stor fokus på ECB's opkøb, hvor nettoopkøb i år som helhed har været relativt lave pga. store forfald i både pandemiprogrammet PEPP og statsprogrammet PSPP. Ved ECB-mødet den 11. marts trak ECB dog en streg i sandet ved at love at øge pandemiopkøbene markant. Opkøb blev øget i sidste uge til højeste tempo siden november. Opkøb er stadig nødvendige pga. det fortsat svage inflationsbillede i euroområdet, og vil være med til at lægge låg på renterne og undgå en uønsket stramning af de finansielle betingelser. Læs mere om ECB-mødet [her](#).

Figur 4: Lange renter i EUR ventes at stige lidt mere end indpriset



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Overskudslikviditeten i EUR ventes at stige med 314 mia. pr. 24. marts pga. ECB's 3-årige TLTRO i sidste uge, hvor der blev tildelt 330,5 mia. (forfald er 16 mia. pr. 24. marts). Dette er indpriset i Eonia-kurven, som stadig er fair priset indtil ultimo 2022. ECB er indpriset til at hæve renten i starten af 2024, hvilket er ud over vores prognosehorisont. Likviditetstildelingen via ECB var større end ventet i markederne og kan sammen med ECB's opkøb presse EUR overskudslikviditeten op mod 4.500 mia. i det næste år. Dette er med til at fortsat at holde pengemarkedsfixingerne i EUR lave.

Vi har nedjusteret den økonomiske vækst i euroområdet i vores nye prognose. Læs mere [her](#). Dette skyldes et fortsat langsommeligt vaccineprogram og fortsatte nedlukninger. Dette bør sammen med ECB's opkøb også holde de lange renter lave på kort sigt. Vi ser dog risikoen på op siden for de lange renter – især hvis Fed fortsætter med at tilbagerulle den ekstremt lempelige pengepolitik.

Teknisk tilpasning af Nationalbankens instrumenter

Lange danske stats- og swaprenter er steget over 20 bp siden renteprognosen i februar, og er tæt på de højeste niveauer under pandemien. Rentestigningerne skyldes de højere globale renter og strammere kronelikviditet, som især er udtalt i 2. halvdel af marts. Dette har også presset DKK-EUR-rentespænd yderligere ud. Læs mere i [Jyske om Danmark](#).

Nationalbanken indførte den 11. marts 2021 en teknisk tilpasning af de pengepolitiske instrumenter:

- Entydig rente for indlån på -0,50 %
- Foliorammen ophører og indlånsrenten (folio og indskudsbevisrenten) er sat til -0,50 %
- Entydig rente for udlån på -0,35 %
- Denne forenkling af renterne reducerer dermed også rentekorridoren mellem ind- og udlån til 15 bp.

Iflg. Nationalbanken vil tilpasningerne:

1. Sikre mere stabile pengemarkedsrenter og dermed en mere forudsigelig påvirkning af kronekursen
2. Er ikke foretaget med henblik på at påvirke niveauet for pengemarkedsrenterne eller kronekursen.

Figur 5: Nationalbanken har tilpasset renterne

Tilpasningerne giver en entydig indlåns- og udlånsrente og indsnævrer forskellen mellem dem

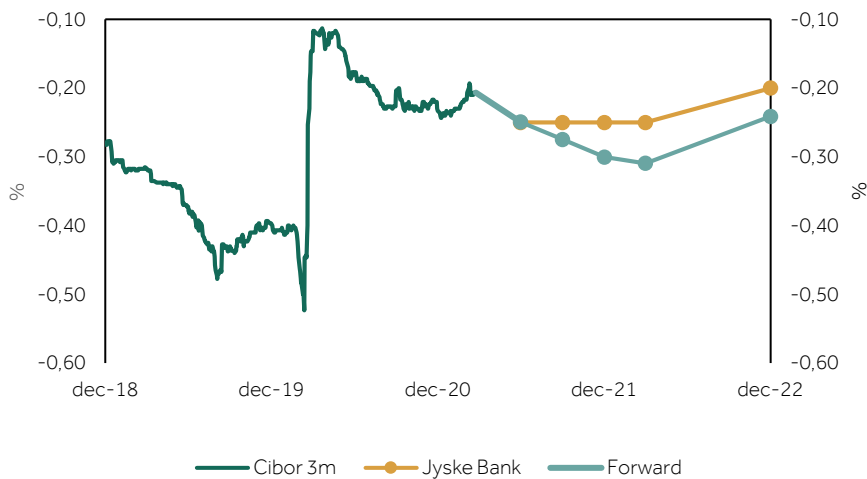


Kilde: Nationalbanken

Som vurderet af Nationalbanken har tilpasningerne været (relativt) markedsneutrale for de fleste danske renter. De helt korte danske pengemarkedsfixinger har dog været højere end udlånsrenten i Nationalbanken pga. den stramme kronelikviditet i slutningen af marts. EURDKK terminsspændet er dog faldet, men er stadig relativt høje pga. den stramme kronelikviditet.

Dette har også været med til at styrke kronen over for euroen omkring 7,436, som er tæt på niveauer, hvor Nationalbanken intervererede i februar. Vi kan derfor ikke udelukke, at Nationalbanken har intervereret i marts. Vi vurderer, at intervention vil være tilstrækkelig til at svække kronen igen, så Nationalbanken ikke nedsætter renten. Desuden bør likviditetspresset aftage i april. Derfor venter vi moderat lavere pengemarkedsfixinger i DKK i de kommende måneder – dog ikke helt så meget som indpriset.

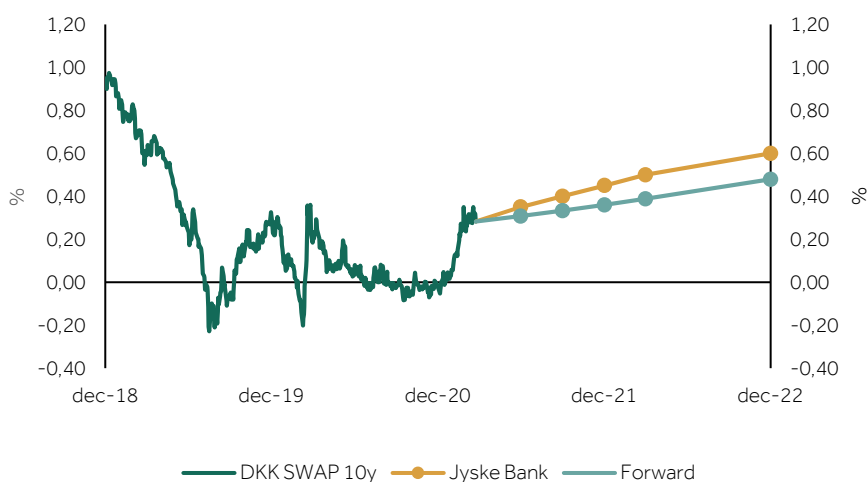
Figur 6: Danske pengemarkedsrenter ventes at falde moderat i år



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

I den lange ende af rentekurverne er DGB'2031 blevet den nye 10-årige danske benchmarkobligation på statskurven, hvor renten er 16 bp højere end på den hidtidige DGB'2029. Vi venter moderat faldende DKK-EUR-spænd i de kommende måneder og venter relativt lave renter på kort sigt, mens risikoen er for, at lange renter stiger mere end indpriset i løbet af prognoseperioden.

Figur 7: Lange danske renter ventes at stige lidt mere end indpriset



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

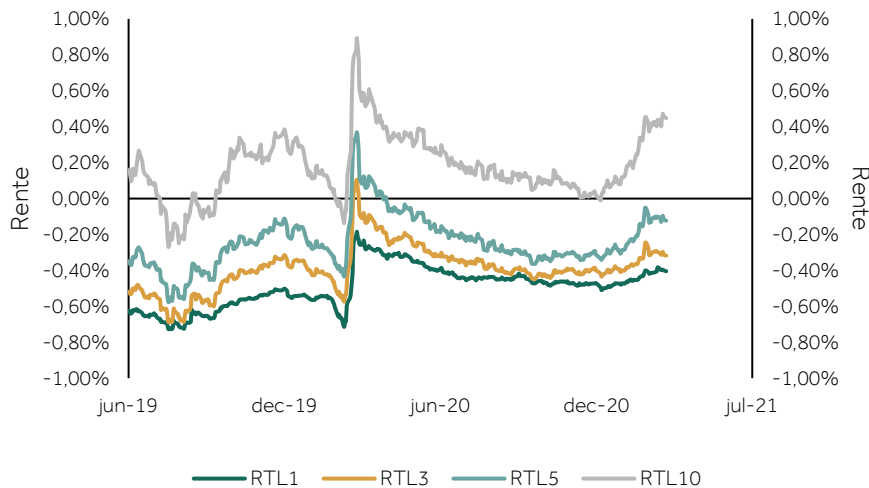
Højere danske realkreditrenter

Renter på danske realkreditobligationer er steget over 20 bp siden renteprognosen i februar, og er på de højeste niveauer siden foråret sidste år. Specielt er de lange renter steget ligesom på stats- og swapkurver.

Den stigende usikkerhed om markedsretningen har også været med til at presse de konverterbare obligationer, hvor den åbne serie i det 30-årige konverterbare segment er med kupon på 1 % for den almindelige.

Vi venter mere stabilitet i de kommende uger pga. ECB's opkøb og mindre stram kronelikviditet efter påske. Dette bør holde renter og spænd lave, og formentlig begrænse potentielle stigninger i rentevolatiliteter. Vi venter derfor moderate stigninger i renter på danske rentetilpasningsobligationer, mens konverterbare kan drage nytte af lave spænd i et stykke tid endnu.

Figur 8: Renter på danske RTL'er er på højeste niveauer siden foråret 2020




Kilde: Jyske Bank

Tabel 1: Jyske Bank Boligrenteprognose


Rente, %	I dag	Pr. 1. juli
RTL1	-0,09	-0,10
RTL3	-0,30	-0,30
RTL5	-0,10	-0,05
RTL10	0,41	0,45
Kurs på 30-årig fast rente (1 % 2053) med afdrag	97,09	97,13

Kilde: Jyske Bank


Tabel 2: Jyske Bank Renteprognose
STATSRENTER

 Danmark	Spot	Q2-21	Q3-21	Q4-21	Q1-22	Q4-22
Leading	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Cibor 3m	-0,21	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,20
Cibor 6m	-0,10	-0,10	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15
STAT 2y	-0,49	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55	-0,50
STAT 5y	-0,47	-0,40	-0,40	-0,35	-0,30	-0,20
STAT 10y	-0,04	0,00	0,05	0,10	0,15	0,25
STAT 30y	0,40	0,40	0,45	0,50	0,55	0,60
STAT 5y - 2y	0,02	0,15	0,15	0,20	0,25	0,30
STAT 10y - 5y	0,43	0,40	0,45	0,45	0,45	0,45
STAT 30y - 10y	0,44	0,40	0,40	0,40	0,40	0,35


SWAPRENTER

 Danmark	Spot	Q2-21	Q3-21	Q4-21	Q1-22	Q4-22
Cibor 3m	-0,21	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,20
Cibor 6m	-0,10	-0,10	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15
SWAP 2y	-0,16	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,10
SWAP 5y	-0,05	0,00	0,00	0,05	0,10	0,20
SWAP 10y	0,28	0,35	0,40	0,45	0,50	0,60
SWAP 30y	0,62	0,65	0,70	0,75	0,80	0,85
SWAP 5y - 2y	0,11	0,15	0,15	0,20	0,25	0,30
SWAP 10y - 5y	0,33	0,35	0,40	0,40	0,40	0,40
SWAP 30y - 10y	0,34	0,30	0,30	0,30	0,30	0,25


STATSRENTER

 EUROLAND	Spot	Q2-21	Q3-21	Q4-21	Q1-22	Q4-22
Leading	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Euribor 3m	-0,54	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55	-0,50
Euribor 6m	-0,52	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,45
STAT 2y	-0,71	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,70
STAT 5y	-0,68	-0,65	-0,65	-0,60	-0,55	-0,45
STAT 10y	-0,36	-0,30	-0,25	-0,20	-0,15	0,00
STAT 30y	0,20	0,25	0,30	0,35	0,40	0,50
STAT 5y - 2y	0,03	0,10	0,10	0,15	0,20	0,25
STAT 10y - 5y	0,32	0,35	0,40	0,40	0,40	0,45
STAT 30y - 10y	0,56	0,55	0,55	0,55	0,55	0,50

SWAPRENTER

 EUROLAND	Spot	Q2-21	Q3-21	Q4-21	Q1-22	Q4-22
Euribor 3m	-0,54	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55	-0,50
Euribor 6m	-0,52	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,45
SWAP 2y	-0,51	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,40
SWAP 5y	-0,35	-0,30	-0,30	-0,25	-0,20	-0,10
SWAP 10y	0,01	0,05	0,10	0,15	0,20	0,30
SWAP 30y	0,43	0,45	0,50	0,55	0,60	0,65
SWAP 5y - 2y	0,15	0,20	0,20	0,25	0,30	0,30
SWAP 10y - 5y	0,36	0,35	0,40	0,40	0,40	0,40
SWAP 30y - 10y	0,42	0,40	0,40	0,40	0,40	0,35

STATSRENTER

 USA	Spot	Q2-21	Q3-21	Q4-21	Q1-22	Q4-22
Leading	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Libor 3m	0,19	0,20	0,20	0,20	0,20	0,40
STAT 2y	0,14	0,15	0,20	0,25	0,30	0,80
STAT 5y	0,81	0,90	1,00	1,10	1,20	1,80
STAT 10y	1,61	1,80	1,90	2,00	2,10	2,50
STAT 30y	2,31	2,50	2,60	2,65	2,70	3,00
STAT 5y - 2y	0,66	0,75	0,80	0,85	0,90	1,00
STAT 10y - 5y	0,81	0,90	0,90	0,90	0,90	0,70
STAT 30y - 10y	0,70	0,70	0,70	0,65	0,60	0,50

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.