

Stabilisering i økonomierne og renterne

- Rentemarkederne præget af små udsving, hvor globale økonomiske data viser spæde tegn på stabilisering.
- Vi venter fortsat recession i USA i 2020, og at Fed efter en midlertidig pause nedsætter renten i løbet af 2020.
- Ingen prognoseændringer, så vi ser også stadig begrænset potentiale for højere renter i Europa, da ECB og Nationalbanken holder renterne uændret.

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	

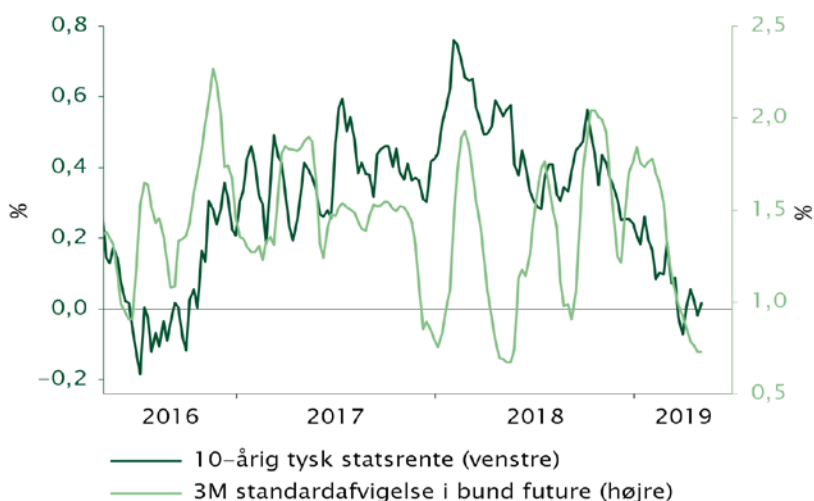
Se venligst de sidste sider for forklaring.

Moderate renteudsving efter tegn på økonomisk stabilisering

Renter har handlet i relativt begrænsede intervaller siden seneste renteproggnose fra slutningen af marts. De 10-årige renter i Europa er tæt på samme niveauer som ved seneste prognose, mens USD-renter er steget op mod 14 bp, mens renterne har handlet i intervaller på under 20 bp på bund til top. De moderate renteudsving skyldes, at de økonomiske data viser tegn på stabilisering i Kina og Europa, som har været en bekymring for centralbankerne. Dermed har både Fed og ECB anlagt en lidt mere optimistisk tone ved de seneste rentemøder.

Vi venter fortsat, at væksten aftager i USA i 2. halvår, og der kommer recession i 2020. Dermed vil Fed kun midlertidigt være på pause, og nedsætte renten med i alt 100 bp i 2020. Derfor venter vi, at USD-renter falder i prognoseperioden, dvs. indtil ultimo 2020. Vi fastholder også prognosen for ECB og Nationalbanken, som ventes at holde renterne uændret i prognoseperioden, hvorved vi også ser begrænset potentiale for rentestigninger i Europa. Renter i USD, EUR og DKK ventes derfor ikke at stige som markederne indpriser. Usikkerhed om handelsforhandlingerne mellem USA og Kina kan også give anledning til større renteudsving, især efter Trump har truet med at hæve Kina toldsatser.

Figur 1:
 Renten og udsving i 10-årig tysk statsrente er tæt på laveste niveau i 3 år



Kilde: Thomson Reuters Datastream

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

Vigtig investorinformation:
 Se materialets sidste sider.

Fed på midlertidig pause indtil renten nedsættes i 2020

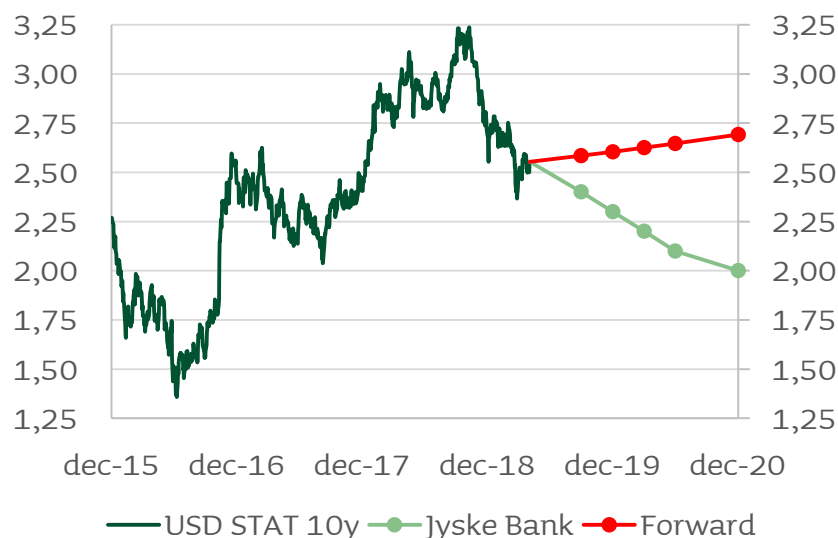
USD-renter er steget op mod 14 bp siden seneste renteprognose i slutningen af marts. Rentestigningerne skyldes, at de økonomiske data i Kina og Europa er stabiliseret og risikoappetitten er forsat på aktiemarkederne, hvor de amerikanske aktieindeks er steget til rekordhøje niveauer. Usikkerhed om handelsforhandlingerne mellem USA og Kina har dog hen over weekenden presset aktiemarkederne lavere, efter Trump har truet med at hæve Kina toldsatser. Det kan give anledning til større renteusving med bias mod lavere renter.

Fed holder renten uændret indtil videre. Ved Fed-mødet i maj anlagde Fed-chef Powell en lidt hårdere tone i forhold til inflationen, da inflationen vurderes at være lav pga. midlertidige faktorer. Dermed synes Fed stadig at vente stigende inflation. Markederne indpriser, at Fed nedsætter renten senest i januar 2020. Feds balancereduktion stopper ved udgangen af september, men vil allerede fra maj afdæmpe balancereduktionen (geninvestering i stater for 44 mia. USD i maj). Læs mere [i analysen Recession og QE4 på vej i USA.](#)

Vi venter, at væksten i USA aftager i 2. halvår, når arbejdsmarkedet strammer yderligere til pga. mangel på arbejdskraft, hvilket fortsætter ind i 2020, hvor der ventes en mild recession. Derfor ventes Fed at nedsætte renten med i alt 100 bp i 2020 med første rentenedsættelse i marts eller juni 2020. Dermed venter vi, at Fed vil levere dueagtige signaler i de kommende måneder, og nedsætte renten mere end indpriset. De lange USD-renter ventes også at falde, men ikke så meget som de korte renter. Lange USD-renter ventes også at falde mere end indpriset, mens USD-kurven stejler, når Fed begynder at signalere rentenedsættelser.

Risici for højere USD-renter ved stigende vækst i Kina og Eurozonen, stigende inflationspres, gennembrud i handelsforhandlinger mellem USA og Kina.

Figur 2:
 10-årig amerikansk statsrente ventes lavere, mens markedet priser højere



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Begrænset potentiale for rentestigninger i Eurozonen

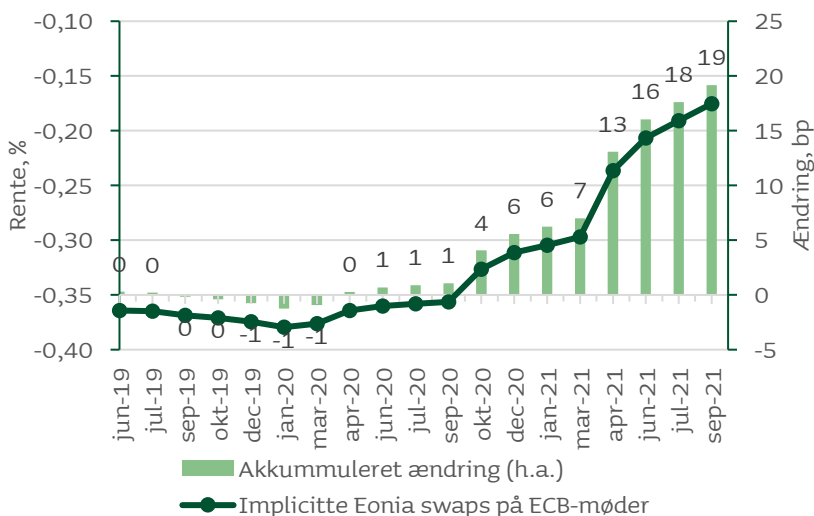
Renter i EUR med løbetid op mod 7 år er faldet, længere renter er steget en anelse, så de 10-årige renter i EUR er tæt på samme niveau som ved seneste prognose. Udsving i renterne har været relativt moderate. Det skyldes, at de økonomiske data viser tegn på stabilisering i Kina og Europa, som har været en bekymring for centralbankerne. Dermed ECB anlagt en lidt mere optimistisk tone.

Inflationen i eurozonen var 1,7 % i april, hvilket formentlig er toppen for i år, da inflationen ventes at falde i de kommende måneder pga. basiseffekter fra olieprisen. Dermed har ECB ikke travlt med at signalere stramninger i lang tid. Dette er også indpriset i markederne, hvor en renteforhøjelse fra ECB på mindst 15 bp er indpriset i juni 2021. Dette passer fint med vores prognose for ECB, at renten holdes uændret både i 2019 og 2020.

Fokus i de kommende måneder vil være på detaljerne i de kommende likviditetstildelingsoperationer (TLTRO'er) og ikke mindst udnævnelsen af den nye ECB-præsident. Formentlig vil der komme flere detaljer om TLTRO'erne ved ECB's næste rentemøde den 6. juni, mens den nye ECB-præsident formentlig tidligst annonceres i slutningen af juni.

Vi vurderer, at der stadig er begrænset potentiale for rentestigninger i Eurozonen, da der fortsat er udsigter til uændret rente i ECB og aftagende inflation i Eurozonen. Muligvis kan inflationsforventninger presses lidt op af, at der kommer en handelsaftale mellem USA og Kina. Vi vurderer dog, at investorer er mere fokuseret på at opnå tilstrækkelig varighed i porteføljerne, end de er bekymrede for større rentestigninger. Dermed fastholder vi, at renter i EUR ikke vil stige så meget som indpriset.

Figur 3:
 ECB indpriset til at hæve renten (mindst 15 bp) i juni 2021



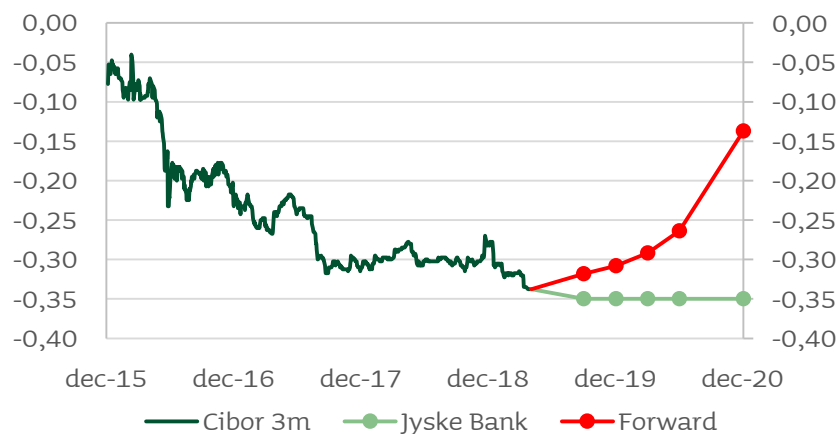
Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Ingen dansk renteforhøjelse trods høj EUR/DKK

Som ventet intervenserede Nationalbanken ikke i april, selvom EUR/DKK har været over centralpariteten i hele april. Nationalbanken har dermed ikke intervenseret siden januar, da det ikke er spekulativt pres mod en svagere krone, men pga. flow fra den danske pensionssektor (se [her](#)) og fortsat lave danske renter pga. stor overskudslikviditet. Vi vurderer, at EUR/DKK vil falde over det kommende år, da vi venter, at den globale økonomi går ned i gear. Øget usikkerhed og nye pengepolitiske lempelser fra de store centralbanker kan også styrke kronen.

Dermed venter vi heller ingen selvstændig dansk renteforhøjelse, hvorfor vi fortsat venter, at de ledende danske renter fastholdes i 2019 og 2020. Det vil være med til at holde de korte danske renter lave, som ikke ventes at stige så meget som indpriset. For længere løbetider (mindst 5 år) venter vi, at renter stiger nogenlunde som indpriset i år, mens renter falder igen, når Fed begynder at signalere rentenedsættelser. Dermed ser vi begrænset potentiale for rentestigninger i DKK.

Figur 4:
 3M Cibor ventes at være stabil, mens markedet priser stigning



Kilde: Ivske Bank & Bloombera

Figur 5:
 10-årig swaprente i DKK ventes at stige i år, mens falde igen i 2020



Kilde: Ivske Bank & Bloombera

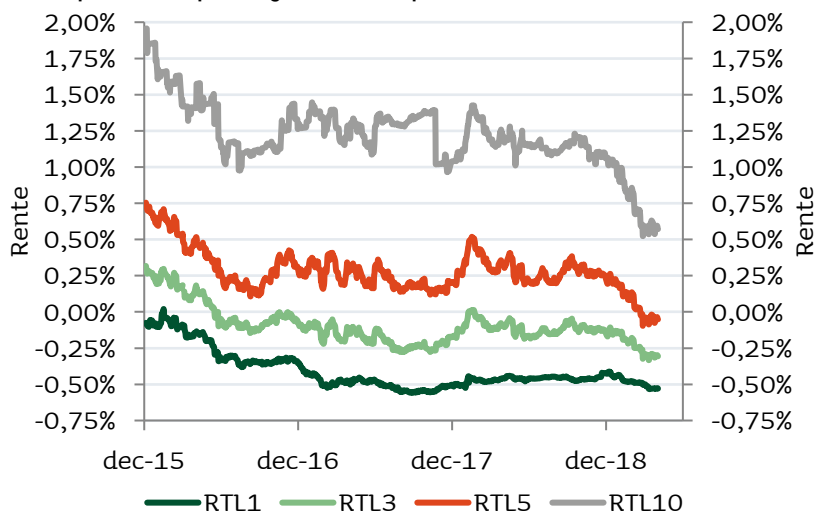
Danske realkreditrenter stadig tæt på rekordlave niveauer

Renter på danske rentetilpasningslån er faldet ned mod 5 bp siden renteprognosen sidst i marts. Omvendt er renter på konverterbare obligationer steget med op mod 4 bp, efter store udstedelser af konverterbare obligationer op mod juli-terminen.

Vi venter forsat begrænsede udsving i den korte ende af rentekurverne, da markedet understøttes af massiv overskudslikviditet blandt danske investorer. Udenlandske investorer ventes også forsat at have interesse for de korte obligationer.

I det 30-årige konverterbare segment er det forsat 1½ % 2050 med og uden afdrag, der er de åbne serier. Vi venter, at udstedelsesomfanget vil være mere moderat end op mod ultimo april (i den sidste uge af april blev der udstedt 25 mia. i konverterbare obligationer), så de daglige udstedelser vil være 750-1.000 mio. Vi vurderer, at markedet vil kunne stabiliseres af de lavere udstedelser, hvor investorer til stadighed søger efter varighed i obligationsporteføljerne. Dermed venter vi også, at de konverterbare obligationsrenter vil forblive lave.

Figur 6:
 Renter på rentetilpasningslån er tæt på rekordlave niveauer




Kilde: Jyske Bank

Jyske Bank Boligrenteprognose


Rente, %	I dag	Pr. 1. okt	Pr. 1. jan
RTL1	-0,13	-0,10	-0,10
RTL3	-0,26	-0,25	-0,25
RTL5	-0,03	0,00	0,05
RTL10	0,59	0,65	0,65
Kurs på 30-årig fast rente (1,5 %) med afdrag	99,0	99,3	98,6

Jyske Bank renteprognose


STATSRENTER

 Danmark	Spot	Q3-19	Q4-19	Q1-20	Q2-20	Q4-20
Leading	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65
Cibor 3m	-0,34	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35
Cibor 6m	-0,18	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15
STAT 2y	-0,63	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65
STAT 5y	-0,44	-0,40	-0,35	-0,40	-0,45	-0,45
STAT 10y	0,10	0,15	0,20	0,15	0,10	0,00
STAT 30y	0,42	0,45	0,50	0,50	0,40	0,35
STAT 5y - 2y	0,19	0,25	0,30	0,25	0,20	0,20
STAT 10y - 5y	0,53	0,55	0,55	0,55	0,55	0,45
STAT 30y - 10y	0,33	0,30	0,30	0,35	0,30	0,35


SWAPRENTER

 Danmark	Spot	Q3-19	Q4-19	Q1-20	Q2-20	Q4-20
Cibor 3m	-0,34	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35
Cibor 6m	-0,18	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15
SWAP 2y	-0,13	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
SWAP 5y	0,12	0,15	0,25	0,20	0,15	0,15
SWAP 10y	0,60	0,65	0,75	0,70	0,65	0,55
SWAP 30y	1,17	1,20	1,25	1,25	1,20	1,15
SWAP 5y - 2y	0,25	0,25	0,35	0,30	0,25	0,25
SWAP 10y - 5y	0,49	0,50	0,50	0,50	0,50	0,40
SWAP 30y - 10y	0,56	0,55	0,50	0,55	0,55	0,60


STATSRENTER

 EUROLAND	Spot	Q3-19	Q4-19	Q1-20	Q2-20	Q4-20
Leading	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
Euribor 3m	-0,31	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30
Euribor 6m	-0,23	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20
STAT 2y	-0,60	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55
STAT 5y	-0,43	-0,40	-0,30	-0,35	-0,40	-0,40
STAT 10y	0,00	0,05	0,15	0,10	0,05	-0,05
STAT 30y	0,65	0,70	0,80	0,80	0,75	0,65
STAT 5y - 2y	0,17	0,15	0,25	0,20	0,15	0,15
STAT 10y - 5y	0,43	0,45	0,45	0,45	0,45	0,35
STAT 30y - 10y	0,65	0,65	0,65	0,70	0,70	0,70

SWAPRENTER

 EUROLAND	Spot	Q3-19	Q4-19	Q1-20	Q2-20	Q4-20
Euribor 3m	-0,31	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30
Euribor 6m	-0,23	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20
SWAP 2y	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20
SWAP 5y	0,04	0,05	0,15	0,10	0,05	0,05
SWAP 10y	0,52	0,55	0,65	0,60	0,55	0,45
SWAP 30y	1,09	1,10	1,15	1,15	1,10	1,05
SWAP 5y - 2y	0,24	0,25	0,35	0,30	0,25	0,25
SWAP 10y - 5y	0,48	0,50	0,50	0,50	0,50	0,40
SWAP 30y - 10y	0,57	0,55	0,50	0,55	0,55	0,60

STATSRENTER

 USA	Spot	Q3-19	Q4-19	Q1-20	Q2-20	Q4-20
Leading	2,50	2,50	2,50	2,25	2,00	1,50
Libor 3m	2,56	2,55	2,55	2,40	2,20	1,80
STAT 2y	2,33	2,20	2,10	1,90	1,70	1,40
STAT 5y	2,32	2,15	2,10	1,95	1,80	1,60
STAT 10y	2,53	2,40	2,30	2,20	2,10	2,00
STAT 30y	2,92	2,80	2,75	2,70	2,65	2,55
STAT 5y - 2y	-0,01	-0,05	0,00	0,05	0,10	0,20
STAT 10y - 5y	0,20	0,25	0,20	0,25	0,30	0,40
STAT 30y - 10y	0,39	0,40	0,45	0,50	0,55	0,55

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 informationers 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/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

- Simpel 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.

Renteprognoсе

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 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.