


# Lave renter i Europa – bias mod højere USD-renter

Pengemarkedsfixinger i DKK og EUR er faldet, mens lange renter holder intervallerne siden juni. Fed og ECB er indtil videre på autopilot, og kan lempe pengepolitikken yderligere, hvis det bliver nødvendigt. Langsomt økonomisk comeback og lave ledende renter i lang tid forankrer den korte ende i DKK, EUR og USD, mens lange renter (især i USD) kan presses højere af en ny stor finanspolitisk hjælpepakke eller valget i USA får en klar vinder.

Risikomærkning		X
Kompleks		X
Ikke-kompleks		

Se venligst de sidste sider for forklaring.

- Lave renter og intervallerne holder mindst indtil valget i USA
- Fed på autopilot – valg og hjælpepakke i fokus
- ECB afventer udviklingen – renter er priset (for) lave
- Danske stats- og swaprenter på laveste niveauer siden marts
- Lavere danske realkreditrenter – 30-årig lige under kurs 100

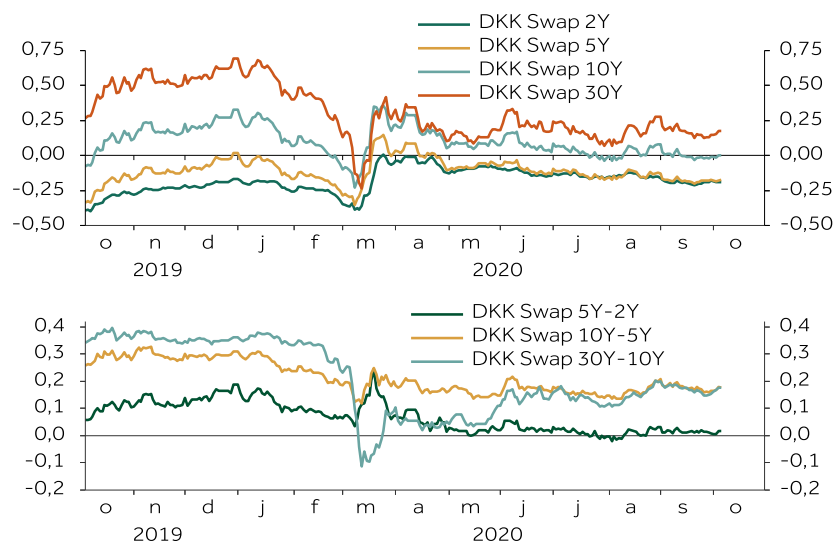
## Lave renter og intervallerne holder mindst indtil valget i USA

Renter i Europa er faldet og rentekurver er fladet siden renteprognosen i september. Rentefaldene skyldes bl.a. lavere aktieindeks, og genoplussen af coronavirussen i bl.a. USA og flere lande i Europa, hvilket risikerer at svække det økonomiske comeback – læs mere i vores nye prognose for global økonomi [her](#). Desuden signalerede Fed og ECB ved rentemøderne i september, at de afventer med nye tiltag på helt kort sigt, hvilket dog ikke kan udelukkes senere. Inflationen er for lav i euroområdet, og vi venter derfor, at ECB tidligst i december forlænger og udvider opkøbsprogrammet.

USD-renter er derimod steget og rentekurven er stejlet siden renteprognosen i september, da en ny finanspolitisk hjælpepakke i USA er mulig før valget den 3. november.

Vi venter, at renter fortsætter i de intervaller, der har været gældende siden juni – i hvert fald indtil valget i USA er afgjort. Læs mere [her](#) om markedseffekter i forbindelse med præsidentvalget i USA.

**Figur 1:**  
Danske swaprenter er på laveste niveauer siden panikken i marts



Kilde: Refinitiv 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,  
Naveed Neghabat  
+45 89 89 71 49  
nne@jyskebank.dk

**Vigtig investorinformation:**  
Se materialets sidste sider.

## Fed på autopilot – valg og hjælpepakke i fokus

USD-renter er steget og rentekurver er stejlet siden renteprognosen i september. Renter har dog været lavere i den seneste måned pga. lavere aktieindeks og genoplussen af coronavirusen i USA, hvor også præsident Trump er testet positiv for Covid-19. Rentestigningerne over de seneste dage skyldes, at der er mere positiv stemning i forhandlingerne om en ny finanspolitisk hjælpepakke, som kan komme før valget den 3. november.

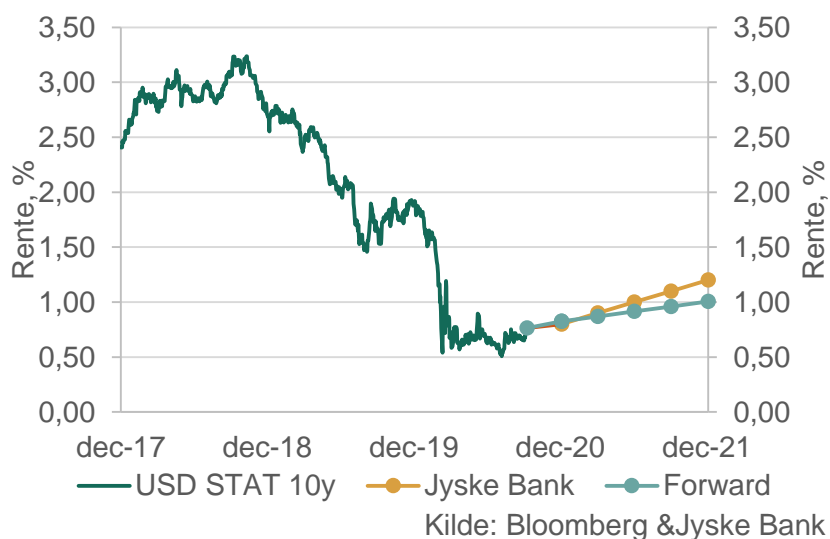
Indtil videre er Fed på autopilot: Signalerne ved rentemødet i september var, at flere pengepolitiske tiltag ikke kommer på kort sigt, selvom økonomien ikke er så stærk som i de seneste par måneder. Feds rentebane indikerer, at renten fastholdes mindst til udgangen af 2023, hvor inflationen ikke ventes over 2%. Fed er stadig komfortabel med opkøbene på 120 mia. om måneden. Vi venter, at Fed fastholder renten og fortsætter med opkøbene længe (markederne indpriser første renteforhøjelse omkring medio 2024).

Uden nye tiltag fra Fed på kort sigt fokuserer markederne på coronavirusen, en ny hjælpepakke i USA og valget, hvor det politiske landskab er blevet mere usikkert, efter præsident Trump er testet positiv for Covid-19. Læs [her](#) om mulige markedskonsekvenser.

Vi venter, at renter stiger gradvist i prognoseperioden og at rentekurven stejler, da Fed holder den korte ende forankret. Vi venter, at den 10-årige statsrente først stiger over 1 % i 2021.

Risikoen for hurtigere rentestigninger end ventet kan ske ved større end ventet hjælpepakke i USA eller en hurtig vaccine mod Covid-19. Omvendt kan renter falde mere markant, hvis økonomien nedlukkes mere markant eller valget i USA ender med Biden som præsident og senatet forbliver republikansk.

**Figur 2:**  
10-årig amerikanske statsrente ventes at stige gradvist



## ECB afventer udviklingen – renter er priset (for) lave

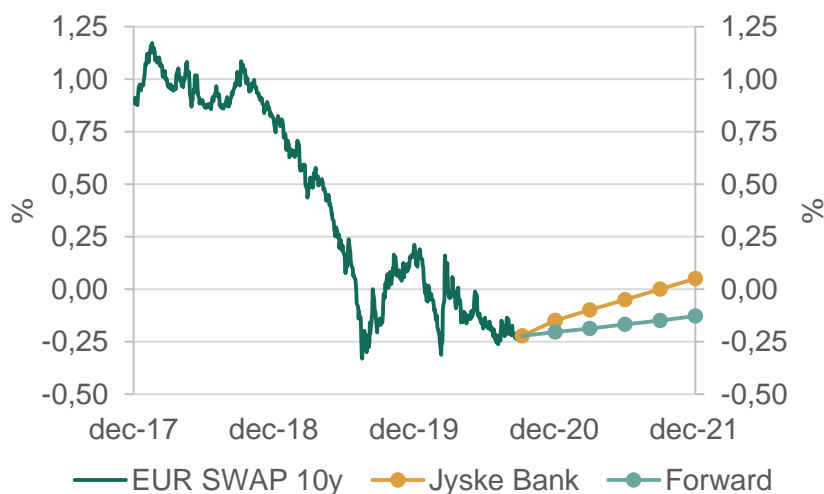
Stat- og swaprenter i EUR er faldet og rentekurver er fladet siden renteprognosen i september. Rentefaldende skyldes lavere aktieindeks og genopblussen af coronavirussen i flere lande i Europa. Renter i Europa er steget meget moderat, selvom der er kommet mere positive udsigter til, at der kan komme en ny finanspolitisk hjælpepakke i USA før valget den 3. november. Dette kan skyldes, at flere lande i euroområdet (bl.a. Tyskland) har nedjusteret finansieringsbehovet for resten af 2020.

Comebacket i økonomien fortsætter (læs mere [her](#)), men inflationen i euroområdet var -0,3% i september, og vil være negativ i det næste 5-6 måneder. ECB's cheføkonom Lane og ECB-præsident Lagarde har flere gange nævnt, at eurostyrkelsen er inflationsdæmpende. Dette blev dog nedtonet ved ECB-mødet i september, men ECB er presset for yderligere lempelser. Rentespænd i euroområdet er faldet til tæt på de laveste niveauer under coronakrisen. Indtil videre fortsætter ECB med at købe obligationer under pandemiprogrammet PEPP indtil medio 2021, og vi venter en forøgelse og forlængelse (tidligst annonceret i december).

ECB's opkøb og likviditetstildelinger har presset overskudslikviditeten i EUR over 3.000 mia. EUR, hvilket er med til at presse pengemarkedsfixingerne lavere og for nogle løbetider under ECB's indlånsrente på -0,50%. Markederne indpriser, at ECB nedsætter renten i slutningen af 2021. Vi venter også lidt lavere pengemarkedsfixinger i EUR pga. stigende overskudslikviditet. Vi venter dog, at ECB fastholder renten, og at markederne priser lidt for lave fixinger.

Der er en høj korrelation (samvariation) mellem den korte og lange ende af rentekurverne, hvilket også er med til at forklare et lave renteniveau for længere løbetider. Fx har den 10-årige tyske statsrente været under -0,50% siden midten af september. Det lave renteniveau kan derfor også fastholdes i den lange ende, så længe markederne indpriser en rentenedsættelse fra ECB. Vi venter moderat stigende lange renter – og lidt mere end indpriset.

**Figur 3:**  
10-årig swaprente i EUR ventes at stige mere end indpriset



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

## Danske stats- og swaprenter på laveste niveau siden marts

Danske stats- og swaprenter er faldet næsten ligeså meget som tilsvarende renter i EUR til de laveste renteniveauer siden panikken i marts.

EUR/DKK er lige over 7,44, og har i den seneste måned korreleret (samvarieret) tæt med udviklingen på aktiemarkederne (fx S&P 500). Markederne indpriser indsnævring i helt korte DKK-EUR-rentespænd, dvs. at Nationalbanken følger med, hvis ECB nedsætter renten. Vi vurderer, at EUR/DKK skal under 7,435, før Nationalbanken intervenserer for at svække kronen mod euroen.

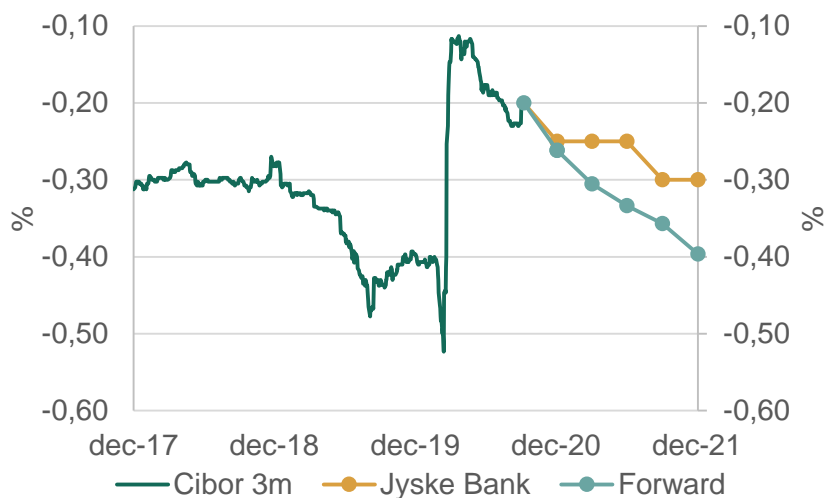
Vi venter lidt lavere danske pengemarkedsfixinger, men ikke så meget som indpriset, da:

- Vi venter, at Nationalbanken fastholder renten, og at eventuelle interventioner vil være tilstrækkelige til at svække kronen over for euroen.
- Overskudslikviditeten i DKK (nettostillingen) stiger til over 200 mia. i slutningen af i år, men falder hurtigt igen i løbet af 2021.

Vi venter relativt stabile DKK-EUR-rentespænd, så lange danske renter stiger lidt mere end indpriset.

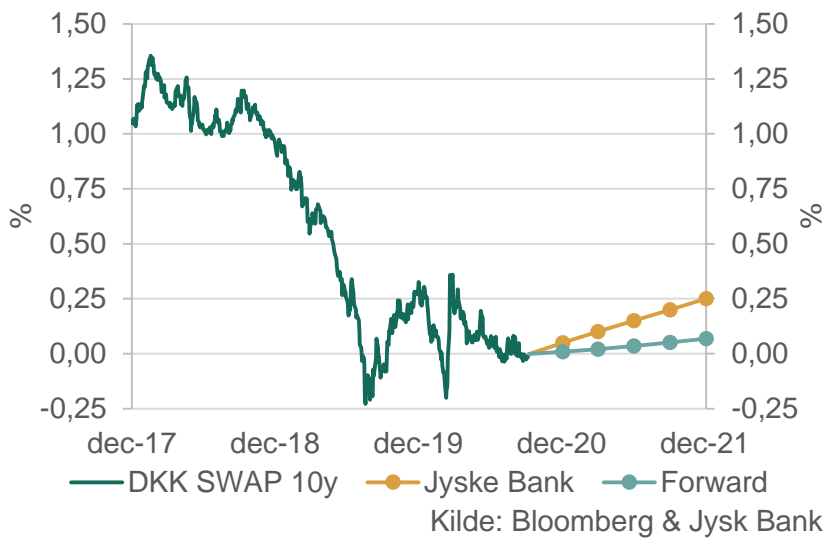
**Figur 4:**

**3M Cibor falder yderligere - markedet priser dog for stort et fald**



Kilde: Bloomberg & Jysk Bank

**Figur 5:**  
10-årig swaprente i DKK ventes at stige lidt mere end indpriset



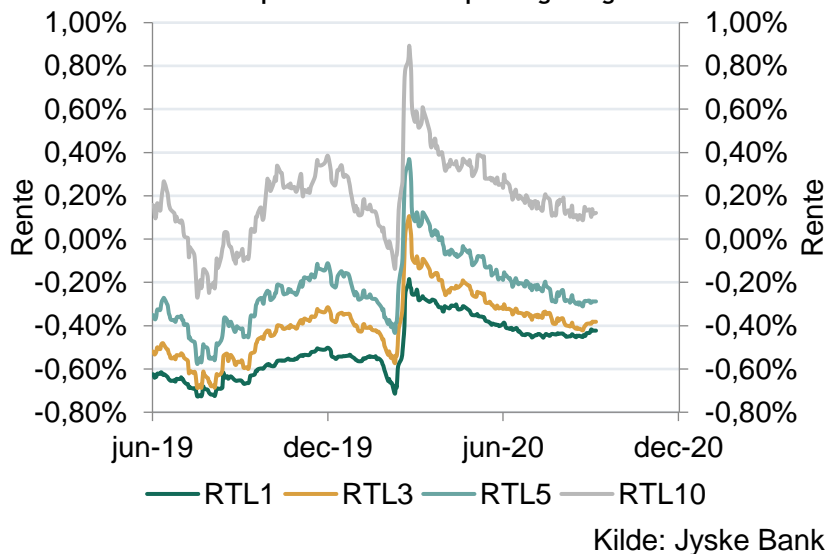
### Lavere danske realkreditrenter – 30-årig lige under kurs 100

Renter på danske realkreditobligationer er faldet siden renteprognosen i september. Rentefaldene skyldes det generelle rentefald og fladere rentekurver, og specifikt genplacering i slutningen af måneden.

I det 30-årige segment er kursen på de nye 2053-serier over 99, og er næsten 100 for obligationen med afdrag. Dermed er der risiko for, at den lukker for nye låneudstedelser.

Markederne priser lavere danske pengemarkedsfixinger, som dog virker for lavt priset, da vi ikke venter en selvstændig dansk rentenedsættelse. Vi vurderer dog, at danske realkreditrenter forbliver lave, og kun stiger gradvist i prognoseperioden.

**Figur 6:**  
Laveste renteniveauer på danske rentetilpasningsobligationer siden marts




**Tabel 1: Jyske Bank Boligrenteprognose**


Rente, %	I dag	Pr. 1. jan
RTL1	-0,27	-0,30
RTL3	-0,38	-0,40
RTL5	-0,27	-0,25
RTL10	0,10	0,15
Kurs på 30-årig fast rente (1 % 2053) med afdrag	99,69	99,66

Kilde: Jyske Bank


**Tabel 2: Jyske Bank Renteprognose**
**STATSRENTER**

 Danmark	Spot	Q4-20	Q1-21	Q2-21	Q3-21	Q4-21
Leading	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60
Cibor 3m	-0,20	-0,25	-0,25	-0,25	-0,30	-0,30
Cibor 6m	-0,09	-0,15	-0,15	-0,15	-0,20	-0,20
STAT 2y	-0,54	-0,60	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55
STAT 5y	-0,54	-0,55	-0,50	-0,50	-0,50	-0,45
STAT 10y	-0,38	-0,30	-0,25	-0,20	-0,15	-0,10
STAT 30y	0,05	0,10	0,15	0,20	0,20	0,25
STAT 5y - 2y	0,00	0,05	0,05	0,05	0,05	0,10
STAT 10y - 5y	0,16	0,25	0,25	0,30	0,35	0,35
STAT 30y - 10y	0,43	0,40	0,40	0,40	0,35	0,35


**SWAPRENTER**

 Danmark	Spot	Q4-20	Q1-21	Q2-21	Q3-21	Q4-21
Cibor 3m	-0,20	-0,25	-0,25	-0,25	-0,30	-0,30
Cibor 6m	-0,09	-0,15	-0,15	-0,15	-0,20	-0,20
SWAP 2y	-0,19	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20
SWAP 5y	-0,18	-0,15	-0,10	-0,10	-0,10	-0,05
SWAP 10y	0,00	0,05	0,10	0,15	0,20	0,25
SWAP 30y	0,17	0,20	0,25	0,30	0,30	0,35
SWAP 5y - 2y	0,01	0,05	0,10	0,10	0,10	0,15
SWAP 10y - 5y	0,17	0,20	0,20	0,25	0,30	0,30
SWAP 30y - 10y	0,18	0,15	0,15	0,15	0,10	0,10


**STATSRENTER**

 EUROLAND	Spot	Q4-20	Q1-21	Q2-21	Q3-21	Q4-21
Leading	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Euribor 3m	-0,51	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55
Euribor 6m	-0,49	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
STAT 2y	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70
STAT 5y	-0,71	-0,70	-0,65	-0,65	-0,65	-0,60
STAT 10y	-0,51	-0,45	-0,40	-0,35	-0,30	-0,25
STAT 30y	-0,08	-0,05	0,00	0,05	0,10	0,15
STAT 5y - 2y	-0,01	0,00	0,05	0,05	0,05	0,10
STAT 10y - 5y	0,20	0,25	0,25	0,30	0,35	0,35
STAT 30y - 10y	0,43	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40

**SWAPRENTER**

 EUROLAND	Spot	Q4-20	Q1-21	Q2-21	Q3-21	Q4-21
Euribor 3m	-0,51	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55
Euribor 6m	-0,49	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
SWAP 2y	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
SWAP 5y	-0,43	-0,40	-0,35	-0,35	-0,35	-0,30
SWAP 10y	-0,22	-0,15	-0,10	-0,05	0,00	0,05
SWAP 30y	0,02	0,05	0,10	0,15	0,20	0,25
SWAP 5y - 2y	0,07	0,10	0,15	0,15	0,15	0,20
SWAP 10y - 5y	0,21	0,25	0,25	0,30	0,35	0,35
SWAP 30y - 10y	0,24	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20

**STATSRENTER**

 USA	Spot	Q4-20	Q1-21	Q2-21	Q3-21	Q4-21
Leading	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Libor 3m	0,23	0,25	0,20	0,20	0,20	0,20
STAT 2y	0,14	0,15	0,20	0,20	0,25	0,30
STAT 5y	0,32	0,35	0,40	0,45	0,55	0,65
STAT 10y	0,76	0,80	0,90	1,00	1,10	1,20
STAT 30y	1,57	1,65	1,70	1,75	1,80	1,85
STAT 5y - 2y	0,18	0,20	0,20	0,25	0,30	0,35
STAT 10y - 5y	0,44	0,45	0,50	0,55	0,55	0,55
STAT 30y - 10y	0,81	0,85	0,80	0,75	0,70	0,65

## 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 scenarioanalyse og mønstergenkendelsesteknik indgår i vurderingsmaterialet.
- Danske realkreditobligationer modelleres ud fra en egendviklet 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 Realkreditss hjemmeside [www.jyskerealkredit.dk/erhverv/kurser](http://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.