

Stigende DKK-EUR-rentespænd

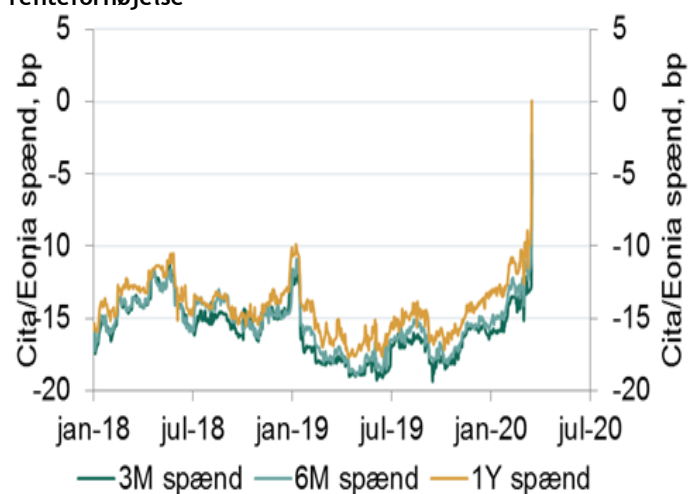
DKK-EUR rentespænd er steget 10-15 bp siden Nationalbanken i går hævede renten på indskudsbeviser med 15 bp til -0,60 %. Siden renteforhøjelsen er EUR/DKK dog stort set uændret omkring 7,4730 og danske realkreditobligationer har det også svært i dag, mens renter falder på statsobligationer i Europa og USA. Dette er en cocktail for stadig pres ud i DKK-EUR rentespænd. Vi angiver mulige scenarier for udviklingen i fronten af rentekurverne i DKK og EUR.

DKK-EUR rentespænd under pres

DKK-EUR rentespænd er steget 10-15 bp siden Nationalbankens i går hævede renten på indskudsbeviser med 15 bp til -0,60 %. Spændudvidelserne er størst i den korte ende af rentekurverne.

Jyske Banks prognose er, at renten fastholdes, mens flere renteforhøjelser ikke kan udelukkes. Læs mere i analysen [Danmark: Nationalbanken hæver renten, mens virksomhederne får mere støtte.](#)

Figur 1:
Cita/Eonia spænd er steget betydeligt efter Nationalbankens renteforhøjelse



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Risikoscenarier indikerer stigende DKK-EUR spænd

Siden renteforhøjelsen er EUR/DKK dog stort set uændret omkring interventionsniveauet 7,4730. Tilmed har danske realkreditobligationer det også svært i dag med kurstab på 0,25-1,00, mens renter overvejende falder på statsobligationer i Europa og USA. Danske statsobligationer underperformer de tyske, hvor renter faktisk stiger i den korte ende.

Rentestigningerne i Danmark skyldes det generelle usikre rentemarked, hvor investorer søger likviditet og sælger bredt ud i porteføljer. Desuden er den stigende volatilitet i særdeleshed ikke godt for det konverterbare segment, og rentestigningerne giver øget varighed i porteføljer med konverterbare

Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S
Rente- og valutastrateg,
Morten Hassing Povlsen
+45 89 89 71 08
mhp@jyskebank.dk

Viglig investorinformation:
Se materialets sidste sider.

obligationer. Dermed bliver rentestigningerne selvforstærkende, da obligationsinvestorerne behøver at betale i DKK swaps, hvilket også har været med til at presse DKK-EUR swapspænd ud for længere løbetider. Dette er den modsatte effekt i de perioder, hvor investorer foretager convexity hedging, dvs. modtager i swappen, når renterne falder på konverterbare obligationer for at tilpasse varigheden i obligationsporteføljerne. Alternativet til at betale i swappen er at sælge RTL'er (eller statsobligationer), som derfor også er rammes yderligere af rentestigningerne.

Samlet er dette en cocktail for stadig pres ud i DKK-EUR rentespænd. Nedenfor angiver vi mulige scenarier for udviklingen i fronten af rentekurverne i DKK og EUR beregnet ud fra Cita og Eonia swaps.

Læsevejledning af nedenstående tabel:

- Tre tabeller med fem risikoscenarier for hver: én for Eonia swap, én for Cita swap og én for Cita/Eonia spænd
- Blålig (guld) farve indikerer, at renten/spændet vil være højere (lavere) end aktuelt i de pågældende scenarier

Konklusioner fra risikoscenarierne:

Eonia swaps

- Markederne indpriser stadig, at ECB nedsætter renten, da 1-årig Eonia vil være 7 bp højere med Jyske Banks prognose (scenario 1 med uændret rente)
- 1-årig Eonia vil være 11 bp lavere, hvis ECB nedsætter renten med 20 bp i april (scenario 2, som indtil videre dog virker urealistisk, da ECB mere har fokus på obligationskøbene)

Cita swaps

- Markederne indpriser, at Nationalbanken forsætter med at hæve renten på kort sigt, da 1-årig Cita vil være 14 bp lavere med Jyske Banks prognose (scenario 1 med uændret rente)
- 1-årig Cita vil være uændret, hvis Nationalbanken snart hæver renten med 15 bp (scenario 3)

Cita/Eonia spænd

- Cita/Eonia spænd er priset til at stige betydeligt, da Cita/Eonia spænd stadig vil være lavere i scenarierne med renteforhøjelser fra Nationalbanken op mod 20 bp og ECB fastholder renten (scenario 1-4)
- Cita/Eonia spænd vil stige i scenario 5, hvis Nationalbanken hæver renten med 2*15 bp inden for få uger

Tabel 1:

Forskellige scenarier for henholdsvis Eonia swaps, Cita swap og Cita/Eonia spænd

Market	Eonia	Cita	Cita-Eonia
1Y	-0,522	-0,492	0,030
2Y	-0,490	-0,454	0,036
1Y1Y	-0,458	-0,415	0,043

Eonia Swaps, %					
Scenario	Neutral	Very Dovish	Very Dovish	Dovish	Dovish
	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4	Scenario 5
Total chg	Jyske Bank	20bp Cuts	20bp Cuts	10bp Cuts	10bp Cuts
Chg time	No Change	-20bp Apr	10bp Apr, Jun	-10bp Apr	-10bp Jun
1Y	-0,454	-0,630	-0,620	-0,542	-0,535
2Y	-0,453	-0,639	-0,635	-0,546	-0,543
1Y1Y	-0,452	-0,649	-0,649	-0,551	-0,551

v Mkt, bp	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4	Scenario 5
1Y	7	-11	-10	-2	-1
2Y	4	-15	-14	-6	-5
1Y1Y	1	-19	-19	-9	-9

Cita Swaps, %					
Scenario	Very Dovish	Very Dovish	Dovish	Neutral	Neutral
	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4	Scenario 5
Total chg	Jyske Bank	10bp hike	15bp hike	20bp hike	30bp hike
Chg time	No Change	+10bp Soon	+15bp Soon	+10bp Soon, Jun	+15bp Soon, Jun
1Y	-0,628	-0,540	-0,496	-0,462	-0,379
2Y	-0,626	-0,533	-0,486	-0,444	-0,353
1Y1Y	-0,624	-0,525	-0,476	-0,427	-0,328

v Mkt, bp	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4	Scenario 5
1Y	-14	-5	0	3	11
2Y	-17	-8	-3	1	10
1Y1Y	-21	-11	-6	-1	9

Cita-Eonia, %					
EUR Scen.	Scenario 1	Scenario 1	Scenario 1	Scenario 1	Scenario 1
	No Change	No Change	No Change	No Change	No Change
DKK Scen.	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4	Scenario 5
	No Change	+10bp Soon	+15bp Soon	+10bp Soon, Jun	+15bp Soon, Jun
1Y	-0,173	-0,086	-0,042	-0,007	0,076
2Y	-0,172	-0,079	-0,033	0,009	0,100
1Y1Y	-0,171	-0,073	-0,024	0,025	0,124

v Mkt, bp	DKK1 - EUR1	DKK2 - EUR1	DKK3 - EUR1	DKK4 - EUR1	DKK5 - EUR1
1Y	-20	-12	-7	-4	5
2Y	-21	-12	-7	-3	6
1Y1Y	-21	-12	-7	-2	8

Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Ovenstående risikoscenarier vil forventeligt slå igennem længere ude på rentekurverne med bias mod stigende DKK-EUR spænd.

Renteforhøjelser fra Nationalbanken kan desuden suppleres med andre tiltag: I dag har Nationalbanken genaktiveret swapaftalen med ECB for at sikre likviditet i EUR. Flere tiltag kan ikke udelukkes, og specielt ikke i en periode med stigende udstedelsespres fra staten og stort frasalg af danske realkreditobligationer.

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, debtors sammensætning 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.

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 Jyske Realkreditss 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.