

Renter fortsætter intervalhandel

Renteprognosen er rullet ét kvartal og indikerer fortsat lave renter, da der er mulighed for nye pengepolitiske lempelser fra Fed og ECB. De seneste måneders intervalhandel kan derfor fortsætte – og formentlig indtil en vaccine mod Covid-19 er på trapperne. Danske renter holdes desuden nede af lavere EUR/DKK, så intervention fra Nationalbanken ikke kan udelukkes.

- Centralbankerne fastholder lempelig pengepolitik i lang tid
- Feds nye inflationsmålsætning indikerer lav rente i meget lang tid
- Presset er steget på ECB for flere lempelser
- Ingen renteændring fra Nationalbanken
- Renter på danske realkreditobligationer forbliver lave

Risikomærkning	<div style="display: inline-block; width: 20px; height: 10px; background-color: #2e8b57; border: 1px solid #ccc;"></div> <div style="display: inline-block; width: 20px; height: 10px; background-color: #ffff00; border: 1px solid #ccc;"></div> <div style="display: inline-block; width: 20px; height: 10px; background-color: #ff0000; border: 1px solid #ccc;"></div> X
Kompleks	X
Ikke-kompleks	

Se venligst de sidste sider for forklaring.

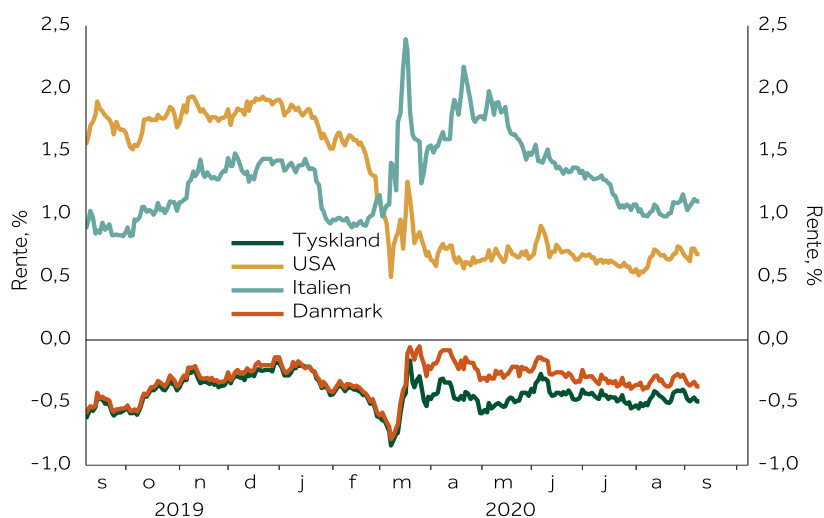
Centralbankerne fastholder lempelig pengepolitik i lang tid

Renter i Europa og USA er steget siden renteprognosen i august. Især er de lange USD-renter steget fra lave niveauer, efter nøgletal viser gradvist comeback.

Vi venter lav inflation i lang tid (læs [her](#)), og Fed har i august introduceret en ny inflationsmålsætning, som indikerer, at Fed funds renten fastholdes i meget lang tid. Sammen med euro-styrkelsen lægger dette pres på ECB for nye pengepolitiske lempelser. Vi venter, at ECB afventer med nye tiltag formentlig indtil december, hvor pandemiprogrammet kan justeres bl.a. for at holde renter og spænd lave. Dermed venter vi, at korte renter i USA og Europa forbliver lave i lang tid, mens muligheden for nye tiltag fra ECB vil fastholde de seneste måneders intervalhandel i de lange renter. Et brud af intervallerne vil formentlig kræve, at der er snarlige udsigter til en vaccine mod Covid-19.

Vi venter ingen renteændringer fra Nationalbanken, selvom risikoen er, at Nationalbanken intervenserer, hvis EUR/DKK falder yderligere i de kommende måneder. Dette vil være med til at holde danske renter lave i en længere periode.

Figur 1:
10-årige statsrenter i intervalhandel



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.

Feds nye inflationsmålsætning indikerer lav rente i meget lang tid

De lange USD-renter er steget op mod 20 bp fra meget lave niveauer siden renteprognosen i august. Rentestigningerne skyldes bl.a., at det økonomiske comeback er fortsat. Vi vurderer dog, at coronapandemien overvejende er deflationær (læs mere [her](#)), så inflationen vil være lav i en længere periode.

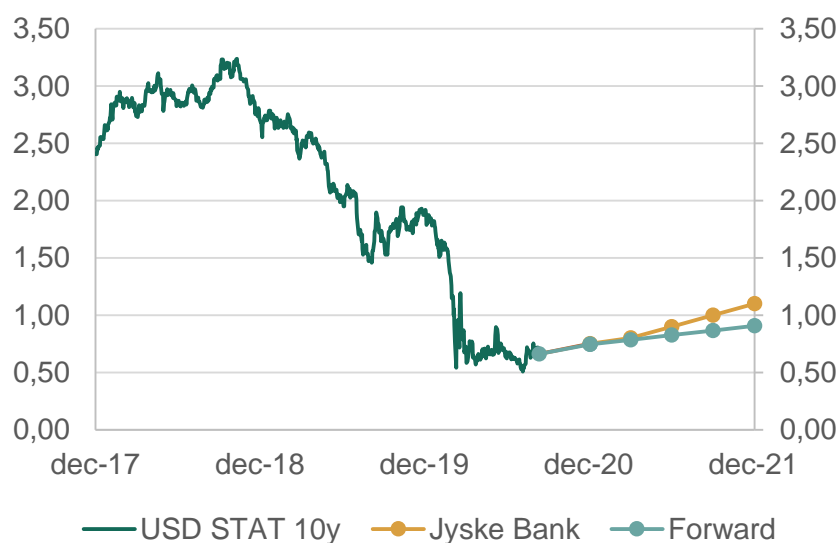
Fed-chef Powell annoncerede en ny inflationsmålsætning i slutningen af august, så Fed nu sigter mod en gennemsnitlig inflation på 2 %, mens det tidligere inflationsmål siden 2012 var 2 % på mellemlang sigt (normalt tolket som om 2 år). Med det nye inflationsmål ventes Fed at føre en lempelig pengepolitik i længere tid, hvorved renten fastholdes i endnu længere tid end under den tidligere inflationsmålsætning. Fed har dog endnu ikke angivet tidsperioden for beregningen af gennemsnittet, men der ventes yderligere detaljer ved FOMC-mødet den 16. september. Powell forklarende ændringen i målsætningen med:

- Den langsigtede vækstrate er faldet
- Renteniveauet er faldet
- Overophedning af økonomien har store fordele
- Den lave arbejdsløshed før coronakrisen gav ikke markant stigende inflation (Phillipskurven er død)

Vi venter også, at de korte USD-renter forbliver lave i meget lang tid, mens de lange USD-renter indtil videre fortsætter i de intervaller, der har været under coronapandemien. Dermed vurderer vi, at den 10-årige statsrente først bryder 1 % i løbet af 2021, når en vaccine mod Covid-19 er på trapperne.

Risici: En hurtigere end ventet vaccine mod Covid-19 kan presse de lange renter over toppen af intervallerne, mens renter kan falde, hvis fx aktieindeks korrigerer betydeligt lavere.

Figur 2:
10-årig statsrente i USD ventes at stige gradvist



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Presset er steget på ECB for flere lempelser

Lange renter i Europa er steget meget beskedent siden renteprognosen i august. Korte renter er derimod faldet en anelse i forventninger om, at ECB lemper pengepolitikken yderligere, efter 1) Feds nye inflationsmålsætning indikerer lave renter i lang tid, og 2) euroen er styrket over de seneste måneder, hvilket ECB's cheføkonom har kommenteret at være inflationsdæmpende.

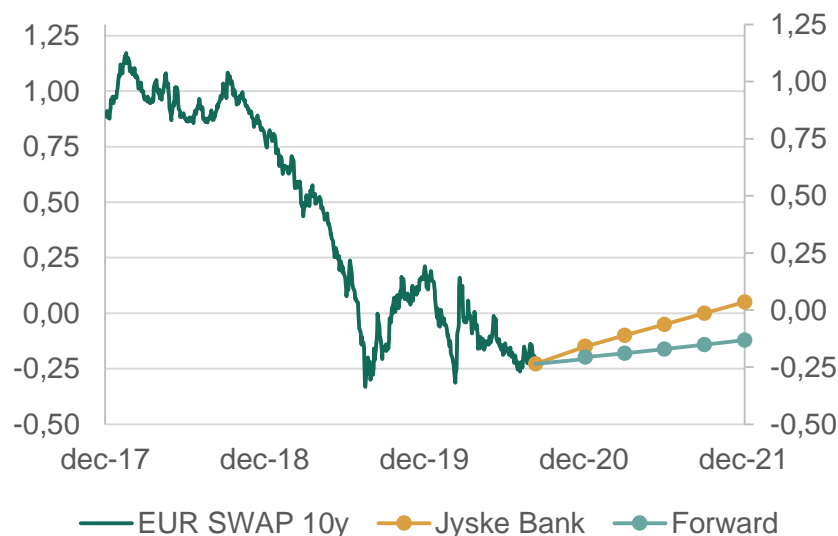
Vi venter ingen pengepolitiske ændringer ved ECB-mødet den 10. september, hvor ECB ventes at signalere muligheden for nye tiltag, hvis det bliver nødvendigt. Ved pressekonferencen ventes ECB's præsident Lagarde at kommentere eurostyrkelsen, som påvirker vækst- og inflationsudsigterne. Vi venter dog en mindre opjustering i vækst- og inflationsprognosen, efter nøgletallene har været lidt bedre siden ECB's juni-prognose. Udsigterne er dog fortsat meget usikre, og inflationsskøn ventes stadig at være langt under ECB's målsætning for 2020-2022. Derfor venter vi, at ECB's pandemiopkøbsprogram, der løber indtil medio 2021, bliver forøget og forlænget – formentlig ved ECB-mødet i december.

ECB har også mulighed for på et senere tidspunkt at gøre vilkårene for likviditetstildelingene (TLTRO-III) endnu mere attraktive eller ændre på andelen af overskudslikviditet i ECB, som kan blive friholdt fra den negative rente (den såkaldte tiering factor).

Muligheden for nye ECB-lempler og fortsat stigning i overskudslikviditeten i EUR (pga. opkøbsprogrammerne og TLTRO'er) holder de korte EUR-renter lave. Opkøb vil også holde de lange renter lave, ligesom spænd inden for euroområdet holdes i ave. Vi vurderer dog, at renter i EUR er priset lidt for lave.

Risici: En hurtigere end ventet vaccine mod Covid-19 kan presse de lange renter over toppen af intervallerne, mens renter kan falde, hvis fx aktieindeks korrigerer betydeligt lavere eller forhandlingerne om Brexit forværres markant.

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



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Ingen renteændring fra Nationalbanken

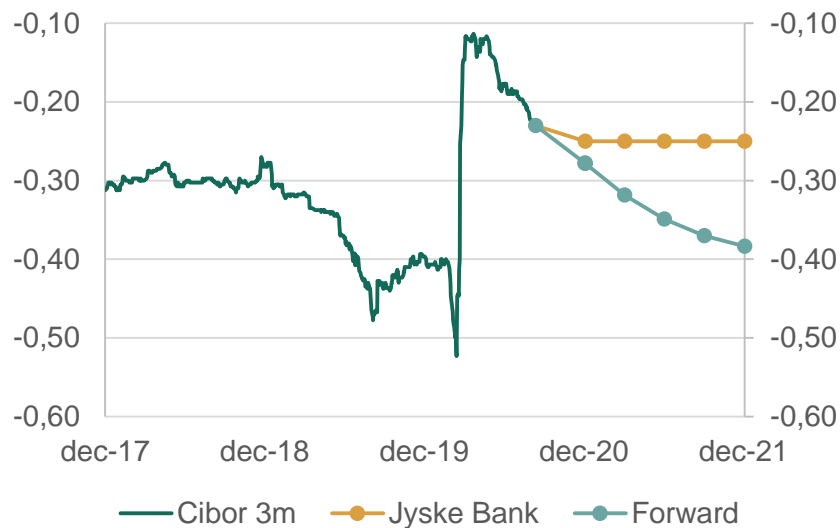
DKK-EUR rentespænd har været meget stabile siden renteprognosen i august, hvorved de korte danske stats- og swaprenter er faldet, mens de lange renter er steget moderat.

Faldet i den korte ende af rentekurverne skyldes bl.a., at nettostillingen er steget, og at EUR/DKK er faldet til 7,44, og er dermed tættere på niveauer, hvor Nationalbanken tidligere har inter文neret for at svække kronen. Vi venter lavere EUR/DKK (læs mere [her](#)) ned mod 7,435, og interventioner kan ikke udelukkes. Vi venter dog, at interventioner i så fald er tilstrækkelige for Nationalbanken, så renten på indskudsbeviser holdes uændret. En rentenedsættelse kan dog ikke udelukkes, hvis der inter文neres for 20-30 mia. kr. på få dage.

Markederne indpriser, at danske pengemarkedsfixinger falder 10-15 bp yderligere i det næste år. Vi venter også lavere danske pengemarkedsfixinger i efteråret, da nettostillingen ventes at stige til over 200 mia. kr. i december. Vi vurderer dog, at nettostillingen falder igen i foråret 2021, hvilket holder de korte danske renter lidt højere end indpriset.

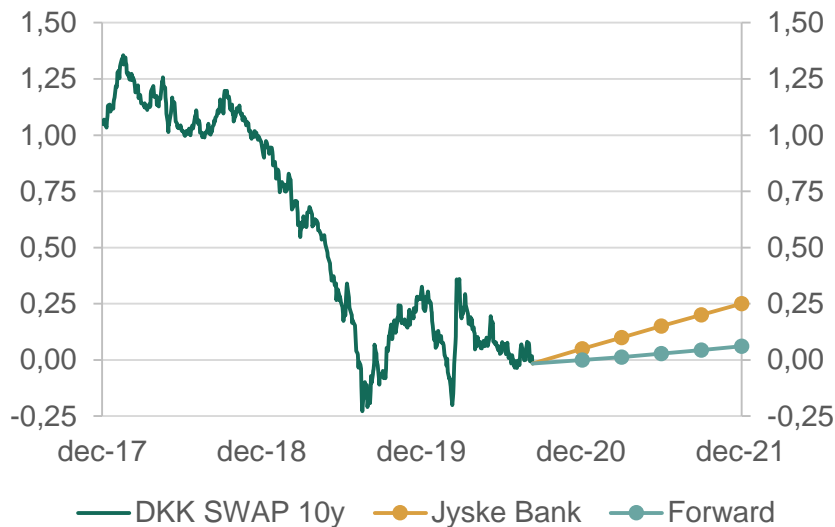
I den lange ende af rentekurverne ventes DKK-EUR-rentespænd at være relativt stabile. Den lange ende af de danske rentekurver ventes fortsat at være lave i en længere periode – i hvert fald indtil en vaccine mod Covid-19 er på trapperne.

Figur 4:
3M Cibor ventes at falde, men ikke så meget som indpriset



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Figur 5:
10-årig swapprente i DKK ventes at stige mere end indpriset



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

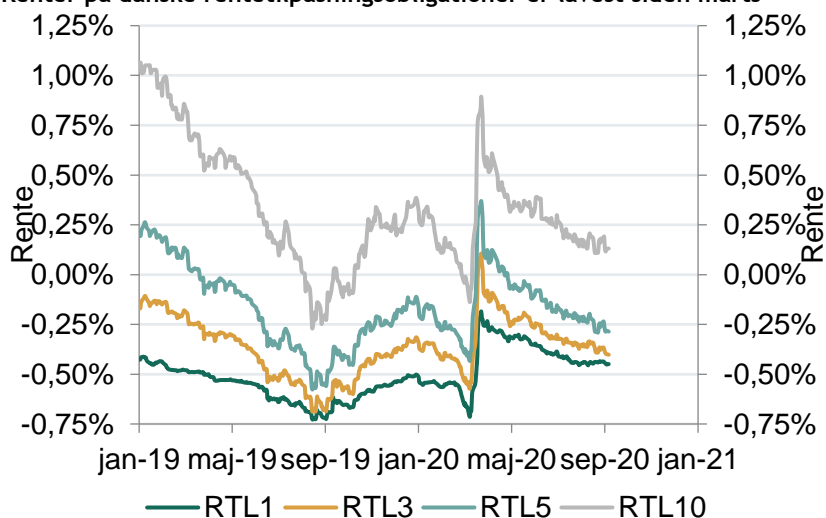
Renter på danske realkreditobligationer forbliver lave

Renter på danske realkreditobligationer er faldet moderat siden renteprognosen i august, hvor specielt de 5-årige RTL'er har performet. Rentefaldene skyldes fortsat investorinteresse for danske obligationer med høj AAA-kreditvurdering.

I det 30-årige konverterbare segment har der ved udgangen af august været serieskift, så nye udstedelser er i obligationer med udløb i 2053. Her er 1 %'erne med og uden afdrag åbne.

Vi vurderer, at renter på danske realkreditobligationer vil forblive lave pga. fortsat investorinteresse for obligationer med høj kreditvurdering, relativt lave udstedelser og risikoen hælder mod uændret til lavere rente fra Nationalbanken.

Figur 6:
Renter på danske rentetilpasningsobligationer er lavest siden marts




Kilde: Jyske Bank

Tabel 1: Jyske Bank Boligrenteprognose


Rente, %	I dag	Pr. 1. jan
RTL1	-0,18	-0,20
RTL3	-0,31	-0,30
RTL5	-0,25	-0,20
RTL10	0,14	0,20
Kurs på 30-årig fast rente (1 % 2053) med afdrag	99,02	98,82

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	-0,23	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Cibor 6m	-0,11	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
STAT 2y	-0,59	-0,60	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55
STAT 5y	-0,55	-0,50	-0,45	-0,45	-0,40	-0,40
STAT 10y	-0,37	-0,30	-0,25	-0,20	-0,15	-0,10
STAT 30y	0,10	0,20	0,25	0,25	0,30	0,30
STAT 5y - 2y	0,03	0,10	0,10	0,10	0,15	0,15
STAT 10y - 5y	0,18	0,20	0,20	0,25	0,25	0,30
STAT 30y - 10y	0,47	0,50	0,50	0,45	0,45	0,40


SWAPRENTER

 Danmark	Spot	Q4-20	Q1-21	Q2-21	Q3-21	Q4-21
Cibor 3m	-0,23	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Cibor 6m	-0,11	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
SWAP 2y	-0,20	-0,20	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15
SWAP 5y	-0,19	-0,15	-0,10	-0,10	-0,05	-0,05
SWAP 10y	-0,01	0,05	0,10	0,15	0,20	0,25
SWAP 30y	0,17	0,25	0,30	0,30	0,35	0,35
SWAP 5y - 2y	0,00	0,05	0,05	0,05	0,10	0,10
SWAP 10y - 5y	0,18	0,20	0,20	0,25	0,25	0,30
SWAP 30y - 10y	0,19	0,20	0,20	0,15	0,15	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	-0,49	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Euribor 6m	-0,46	-0,45	-0,45	-0,45	-0,45	-0,45
STAT 2y	-0,71	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70
STAT 5y	-0,71	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65	-0,60
STAT 10y	-0,50	-0,40	-0,40	-0,35	-0,35	-0,30
STAT 30y	-0,05	0,00	0,05	0,05	0,10	0,10
STAT 5y - 2y	0,00	0,05	0,05	0,05	0,05	0,10
STAT 10y - 5y	0,20	0,25	0,25	0,30	0,30	0,30
STAT 30y - 10y	0,45	0,40	0,45	0,40	0,45	0,40

SWAPRENTER

 EUROLAND	Spot	Q4-20	Q1-21	Q2-21	Q3-21	Q4-21
Euribor 3m	-0,49	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Euribor 6m	-0,46	-0,45	-0,45	-0,45	-0,45	-0,45
SWAP 2y	-0,48	-0,50	-0,45	-0,45	-0,40	-0,40
SWAP 5y	-0,43	-0,40	-0,35	-0,35	-0,30	-0,30
SWAP 10y	-0,23	-0,15	-0,10	-0,05	0,00	0,05
SWAP 30y	0,02	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20
SWAP 5y - 2y	0,05	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
SWAP 10y - 5y	0,20	0,25	0,25	0,30	0,30	0,35
SWAP 30y - 10y	0,24	0,25	0,25	0,20	0,20	0,15

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	0,24	0,30	0,20	0,20	0,20	0,20
STAT 2y	0,14	0,15	0,20	0,20	0,25	0,30
STAT 5y	0,26	0,35	0,40	0,45	0,55	0,65
STAT 10y	0,67	0,75	0,80	0,90	1,00	1,10
STAT 30y	1,40	1,50	1,55	1,60	1,70	1,80
STAT 5y - 2y	0,13	0,20	0,20	0,25	0,30	0,35
STAT 10y - 5y	0,40	0,40	0,40	0,45	0,45	0,45
STAT 30y - 10y	0,74	0,75	0,75	0,70	0,70	0,70

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 i f. b.m. 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 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 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

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

Renteprognozen 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.